فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال اول/ شماره۴ / زمستان۸۸/ صفحات ۱۳۰- ۱۰۸

بررسی تأثیر ویژگی های خاص شرکت ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام

سید عباس هاشمی*
رحمان ساعدی **

چکیده

در این پژوهش به بررسی تأثیر ویژگیهای خاص شرکت ها (ثبات سود، اندازه، اهرم مالی و رشد شرکت) بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام پرداخته شده است. بدین منظور چهار فرضیه تدوین گردید. با توجه به مبانی نظری و ادبیات موضوع برای تجزیه و تحلیل داده ها، سه مدل رگرسیون تدوین و مورد استفاده قرار گرفت. جامعه آماری، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها بیانگر این است که بجز فرضیه دوم بقیه فرضیه ها در سطح داده های ترکیبی تأیید می شود. به بیان دیگر ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با سود پایدار، شرکت های بزرگ و شرکت های با رشد بالا بیشتر است. همچنین ارتباط بازده سهام در شرکت با اهرم مالی پایین، با سود عملیاتی افزایش و با جریان های نقدی عملیاتی کاهش می یابد.

واژه های کلیدی: ثبات سود، اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد شرکت، بازده سهام، جریان های نقدی عملیاتی، سود عملیاتی

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان
** کارشناس ارشد حسابداری

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. بازده یک سرمایه گذاری بیانگر منافع حاصل از آن سرمایه گذاری است و سرمایه گذاران در پی فرصت های سرمایه گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را افزایش دهد. برای رسیدن به این هدف سرمایه گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند. زیرا نقد ترین دارایی خود را به اوراق بهادار تبدیل می کنند. اگر سرمایه گذاران بدون توجه به یکسری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. اصلی ترین عاملی که هر سرمایه گذار در تصمیم گیری های خود مورد توجه خاص قرار می دهد نرخ بازده است یعنی سرمایه گذاران به دنبال پر بازده ترین فرصت ها برای سرمایه گذاری مازد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند. حال این سرمایه گذاران می توانند با ایجاد پل ارتباطی بین سود، جریان های نقدی و بازده سهام به تجزیه و تحلیل و پیش بینی بازده سهام شرکت بپردازند. لذا در این پژوهش، هدف بررسی تأثیر معیارهای ثبات سود، اندازه، اهرم مالی و رشد شرکت بر روی روابط سود عملیاتی، جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام و معرفی آن به سرمایه گذاران است تا با در نظر گرفتن آنها، بتوانند به بازدهی مورد نظر دست یابند و با سرمایه گذاری بیشتر در بورس، اقتصاد کشور با رونق بیشتری شکوفا گردد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران، مدیران، تحلیل گران مالی و سایر گروه های استفاده کننده از اطلاعات یکی از فاکتورهای مهم برای تصمیم گیری پیش بینی بازده سهام می باشد. برای پیش بینی بازده، سرمایه گذاران نیاز به ابزاری دارند که بتوانند بازده یک سرمایه گذاری را پیش بینی کنند. این نیاز موجب بوجود آمدن مدل های برای پیش بینی بازده سهام گردیده است. یکی از معرف ترین این مدل ها، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM)[1] می باشد. نتایج پژوهش های انجام شده در دو دهه گذشته در آمریکا و ژاپن نشان داد که مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) به تنهای توانایی لازم برای پیش بینی بازده سهام را ندارد. از جمله این پژوهش ها می توان به پژوهش مارتینز[2] (۲۰۰۳) و آتیس[3] (۱۹۸۷) اشاره نمود. نتایج پژوهش این دو پژوهشگر نشان داد که قیمت

[1] . Capital Assets Pricing Model
[2] . Martinez
[3] . Atise

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سهام تحت تأثیر چند متغیر حسابداری نظیر سود، جریان های نقدی و حقوق صاحبان سهام می باشد. آنان همچنین به این نتیجه رسیدن که ویژگیهای خاص شرکت ها نیز در پیش بینی بازده سهام مؤثر است. در پژوهش حاضر تأثیر ویژگیهای خاص شرکت ها بر ارتباط میان سود و جریان های نقدی با بازده سهام مورد بررسی قرار خواهدگرفت که در این پژوهش منظور از شرایط خاص شرکت ها، ثبات سود، اندازه ، اهرم مالی و رشد شرکت می باشد.

ثبات سود عبارت است از میزان باقی ماندن یک تغییر مشخص درآینده قابل تشخیص. بعضی اوقات این مفهوم را با مفهوم عدم تغییر پذیری یکی دانسته اند و به سودی با کیفیت اطلاق گردیده که تغییر پذیری نداشته باشد. سرمایه گذاران می توانند از سری های سود با ثبات در ارزیابی های خود استفاده کنند. از نظر آنها سودهای با ثبات اهمیت زیادی داشته و با دوام تلقی می شوند. هرچه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می شود کیفیت سود بالاتر است (رحیمیان و جعفری، ۱۳۸۵).

سرمایه گذاران بر اساس بازده و ریسک تصمیم می گیرند. ریسک و بازده دو عامل مهم کلیدی در انواع سرمایه گذاری ها می باشند. بازده، میزان عایدات یک سرمایه گذار در آخر دوره بر روی میزان سرمایه گذاری آغاز دوره او می باشد. اما بازدهی که یک سرمایه گذار بدست خواهد آورد، دقیقاً قابل پیش بینی نیست. بنابراین او مجبور به تحمل ریسک است. یکی از عواملی که ریسک و بازده سهام یک شرکت را تعیین می کند ساختار سرمایه شرکت است. ساختار سرمایه (اهرم مالی) میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تأمین مالی دارایی ها می باشد. یعنی اینکه شرکت در ساختار سرمایه خود چقدر سهام و چقدر بدهی دارد(قالیباف اصل ،۱۳۷۳).

یکی دیگر از عوامل ساختاری و درونی شرکت ها که بر بازده و سودآوری آنها تأثیر دارد اندازه شرکت می‌باشد. در اینکه شرکت های بزرگتر یا کوچک تر دارای سودآوری و بازده بیشتری هستند بین محققین اختلاف آرا وجود دارد. برخی از پژوهشگرها مانند برک[1] (۱۹۹۷) شرکت های بزرگتر را به دلایل زیر دارای سودآوری و بازده بیشتری می دانند :

۱- شرکت های بزرگ دارای تنوع فعالیت بیشتری هستند که این تنوع فعالیت به سودآوری و بازده بیشتر آنها کمک می کند.

۲- شرکت های بزرگ به دلیل اعتباری که در بازارهای جهانی سرمایه دارند وجوه مورد نیاز خود را با بهره کمتری تأمین می کنند. (موسوی کاشی، ۱۳۷۸).

[1] . Berk

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سهامداران در شرکت سرمایه گذاری می کنند و ارزش دفتری سرمایه آنها (خالص دارایی های شرکت) معرف این سرمایه گذاری می باشد. شرکت ها خالص دارایی ها را در عملیات شرکت به کار می گیرند تا ارزش سهامداران افزایش یابد. سود باقیمانده[1] ، ارزش افزوده شده به ارزش دفتری که مازاد بر هزینه سرمایه می باشد را اندازه گیری می کند. بنابراین یک روش منطقی برای مورد توجه قرار دادن رشد که ارتباط تنگاتنگی با ایجاد ارزش برای سهامداران دارد، ملاحظه رشد سود باقیمانده می باشد؛ رشد شرکت یکی از عواملی است که موجب رشد سود باقیمانده می گردد. بنابراین تغییر در سود باقیمانده به وسیله تغییر در بازده سهام عادی، تغییر در هزینه سرمایه و تغییر در سرمایه عادی ایجاد می شود. افزایش نرخ بازده سهام عادی روی سرمایه گذاری در حال رشد باعث رشد درآمد می شود. بنابراین یک شرکت در حال رشد، درآمد در حال رشد و سود باقیمانده در حال رشد دارد. اما این تجزیه و تحلیل برای یافتن درآمد در حال رشد به عنوان شاخص رشد شرکت، بایستی بسیار دقیق باشد زیرا یک شرکت می تواند رشد درآمد از محل سرمایه گذاری جدید داشته باشد حتی اگر در سرمایه گذاری جدید نرخ بازده سهام عادی مساوی بازده مورد نیاز باشد(رمضانی و همکاران[2]،۲۰۰۱).

با توجه به موارد مذکور شرکت های با سود پایدار در مقابل شرکت های با سود ناپایدار، شرکت های بزرگ در مقابل شرکت های کوچک، شرکت های با اهرم مالی بالا در مقابل شرکت های با اهرم مالی پایین و شرکت های با رشد بالا در مقابل شرکت های با رشد پایین قرار گرفته تا تحت هر کدام از این شرایط ارتباط میان سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی با بازده سهام ارزیابی و آزمون گردد.

حبیب[3] (۲۰۰۸) به بررسی «نقش اقلام تعهدی و جریان های نقدی در توضیح بازده سهام» پرداخت. برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. دوره آزمون بین سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان داد سود قدرت توضیحی بالاتری نسبت به جریان های نقدی دارد، اگر چه این تفاوت از نظر آماری ناچیز است و هم سود و هم جریان های نقدی محتوای اطلاعاتی برای بازده سهام دارند. نتایج دیگر این پژوهش نشان داد، کوچک و بزرگ بودن شرکت ها بر ارتباط بازده سهام با سود و

[1] . Residual Earning
[2]. Ramezani, et al.
[3]. Habib

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جریان های نقدی تأثیرگذار نیست و ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی برای شرکت های با اهرم مالی و رشد بالا، بیشتر می شود.

شیان حو[1] (۲۰۰۵) پژوهشی تحت عنوان « فعالیت های چند جانبه شرکت و نابرابری اطلاعات: شواهدی برای سودها، جریان های نقدی و تعهدات حسابداری» انجام داد. در این پژوهش اختلاف در توانایی سودها نسبت به خالص جریان نقدی برای منعکس کردن عملکرد شرکت به واسطه دو نوع شرکت شرکت های با رشد بالا و متنوع و شرکت های با رشد پایین و متمرکز مورد بررسی قرار گرفته است. دوره زمانی تحقیق از ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۱ می باشد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که برای شرکت های با رشد بالا R^2 سود ۰/۰۱۸۸ و R^2 خالص جریان نقدی ۰/۰۱ می باشد و در شرکت های با رشد پایین R^2 سود ۰/۰۰۸۷ و R^2 خالص جریان نقدی ۰/۰۰۵۷ می‌باشد. برای هر دو گروه R^2 سودها بزرگتر از R^2 خالص جریان نقدی است.

هاو و همکارانش[2] (۲۰۰۱) پژوهشی با عنوان «رابطه جریان های نقدی و تعهدی با متغیر بازده سهام» را بر پایه نمونه ای متشکل از ۱۵۱۶ شرکت به ازای سالهای ۱۹۹۸-۱۹۹۵ انجام داده اند. نتایج مربوط به رگرسیون ساده زمانیکه بازده سهام با سود بررسی می شود دارای قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به جریان های نقدی عملیاتی را نشان می دهد، سودها به تنهایی ۵ درصد از تغییرات بازده سالانه را توجیه‌گر هستند. در حالیکه جریان های نقدی به تنهایی فقط ۳ درصد از تغییرات بازده سالانه راتوجیه‌گر هستند. این یافته ها حاکی از آن است که سود به خاطر داشتن تعهدات دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به جریان های نقدی عملیاتی می باشد.

انورخطیبی (۱۳۸۵) به بررسی« ارتباط بین معیارهای مختلف عملکرد مبتنی بر سود و جریان های نقدی با بازده سهام» پرداخته است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ می باشد. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که در شرکت های که میزان تعهدات با یک روند خاصی افزایش یافته، ارتباط معیارهای سود با بازده سهام، نسبت به معیارهای جریان نقدی همچنان افزایش می یابد.

ظریف فرد و ناظمی (۱۳۸۳) به بررسی «نقش سود حسابداری و جریان های نقدی در سنجش عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن دو

[1] . Shian-Hau
[2] . How, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر اقلام تعهدی و نوع صنعت» پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سود حسابداری توان بیشتری نسبت به جریان های نقدی (اعم از خالص جریان های نقدی و جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی) برای سنجش و ارزیابی عملکرد شرکت دارد و هرچه میزان قدر مطلق اقلام تعهدی بالاتر باشد، توان جریان های نقدی نسبت به سود کاهش می یابد. همچنین در مورد تأثیر متغیر نوع صنعت بر روی روابط سود حسابداری و جریان های نقدی در سنجش عملکرد شرکت ها به نتایج قابل اطمینانی دست نیافت.

با توجه به مبانی نظری موضوع و پیشینه پژوهش مسأله اصلی پژوهش به شرح زیر بیان شده است:

آیا معیارهای ثبات سود، اندازه، اهرم مالی و رشد شرکت بر افزایش محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام تأثیرگذار است؟

۳- فرضیه ها

برای پاسخگویی به سوال اصلی پژوهش چهار فرضیه به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با سود پایدار در مقایسه با شرکت های با سود ناپایدار بیشتر است.

فرضیه دوم: ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های کوچک در مقایسه با شرکت های بزرگ بیشتر است.

فرضیه سوم: هر چه اهرم مالی پایین تر باشد، ارتباط بازده سهام با سود عملیاتی افزایش و با جریان های نقدی عملیاتی کاهش می یابد.

فرضیه چهارم: ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با رشد بالا در مقایسه با شرکت های با رشد پایین بیشتر است.

۴- روش پژوهش

در این پژوهش ابتدا برای بررسی جداگانه محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی بر روی بازده سهام، مدلهای رگرسیون چند متغیره (۱) و (۲) تخمین زده شده است:

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۱)$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

سپس برای ارزیابی مشترک محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی بر روی بازده سهام، مدل رگرسیون چند متغیره (۳) تخمین زده شده است:

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 EAR_{it} + \theta_2 \Delta EAR_{it} + \theta_3 CFO_{it} + \theta_4 \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای مدل های (۱)، (۲) و (۳) در جدول ۱ منعکس می باشد.

برای آزمون فرضیه اول مدل رگرسیون چند متغیره (۳) یکبار برای شرکت های با سود پایدار و یکبار برای شرکت های با سود ناپایدارتخمین زده شده است. شرکت ها براساس شاخص نسبت تغییرات سود خالص به ارزش بازار سهام در ابتدای سال ($\Delta NI / MVE_{t-1}$) به دو گروه تقسیم می شوند؛ شرکت هایی که مقدار میانه شاخص نسبت تغییرات سود خالص به ارزش بازار سهام در ابتدای سال آن ها بیش از مقدار میانه کل نمونه باشد، شرکت های با سود ناپایدار و بقیه شرکت های با سود پایدار قلمداد می شوند. در واقع مشاهداتی که بالای میانه قرار می گیرند، دارای ثبات سود کمتری هستند.

برای آزمون فرضیه دوم مدل رگرسیون چند متغیره (۳) یکبار برای شرکت های بزرگ و یکبار برای شرکت های کوچک تخمین زده شده است. اندازه شرکت با شاخص لگاریتم کل دارایی‌ها محاسبه می شود. شرکت‌هایی که مقدار میانه‌ی لگاریتم کل دارایی‌های آن‌ها بیش از مقدار میانه کل نمونه باشد، شرکت های بزرگ و در غیر این صورت شرکت های کوچک قلمداد می شوند. در واقع مشاهداتی که بالای میانه قرار می گیرند، شرکت های بزرگ قلمداد می شوند.

برای آزمون فرضیه سوم مدل رگرسیون چند متغیره (۳) یکبار برای شرکت های با اهرم مالی بالا و یکبار برای شرکت های با اهرم مالی پایین تخمین زده شده است. اهرم مالی با شاخص نسبت بدهی کل به دارایی کل محاسبه می‌شود. شرکت‌هایی که مقدار میانه‌ی نسبت بدهی کل به دارایی کل آنها بیش از مقدار میانه کل نمونه باشد، شرکت های با اهرم مالی بالا و بقیه شرکت های با اهرم مالی پایین می باشند. در واقع مشاهداتی که بالای میانه قرار می گیرند، شرکت های با اهرم مالی بالا قلمداد می شوند.

برای آزمون فرضیه چهارم مدل رگرسیون چند متغیره (۳) یکبار برای شرکت های با رشد بالا و یکبار برای شرکت های با رشد پایین تخمین زده شده است. رشد شرکت با شاخص

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نسبت ارزش بازارحقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. شرکت‌هایی که مقدار میانه‌ی نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام آن‌ها بیش از مقدار میانه کل نمونه است، شرکت های با رشد بالا و بقیه شرکت های با رشد پایین قلمداد می شوند.

۵- معرفی و نحوه استخراج متغیرها

برای بدست آوردن متغیر های پژوهش ، کلیه داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت های نمونه، طبق شیوه ی مندرج در جدول ۱ محاسبه شده اند.

جدول ۱: معرفی و نحوه استخراج متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد انگلیسی	شیوه محاسبه
سود عملیاتی	EAR	این رقم به صورت مستقیم از صورت سود و زیان شرکت ها استخراج می شود.
تغییرات سود عملیاتی	ΔEAR	تفاضل سود عملیاتی سال جاری و سود عملیاتی سال قبل
جریا ن نقدی عملیاتی	CFO	این رقم به صورت مستقیم از صورت جریان وجه نقد شرکت ها استخراج می شود.
تغییرات جریان نقدی عملیاتی	ΔCFO	تفاضل جریا ن نقدی عملیاتی سال جاری و جریا ن نقدی عملیاتی سال قبل
بازده سهام	R	استخراج از بانک های اطلاعاتی بورس

مأخذ: یافته های پژوهشگر

۶- نوع پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است. همچنین این پژوهش از لحاظ روش، از نوع توصیفی- همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، کشف یا تعیین می کند. در این پژوهش از داده های ترکیبی استفاده شده و بنابراین آزمون لیمر و آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده ها، و آزمون هادری و آزمون دیکی فولر برای تعیین مانایی متغیرها صورت گرفته است. همچنین برای آزمون فرضیه ها از آزمون های F فیشر و T استیودنت استفاده شده است.

۷- جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می باشد. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف
شده اند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۲- در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد.

۳- به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها تولیدی باشد.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترس باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت های فوق، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۴۵ شرکت انتخاب شدند. قلمرو مکانی پژوهش ، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۰الی۱۳۸۶ است.

۸- بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی بر بازده سهام

به منظور بررسی محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی بر بازده سهام از مدل (۱) استفاده می شود. جدول (۲) نتایج برآورد مدل(۱) را برای کل شرکت ها طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰ نشان می دهد. با توجه به اینکه داده های مورد تجزیه و تحلیل از نوع داده های ترکیبی می باشند، ابتدا بایستی با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را مشخص شود. با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰۰۴ می باشد، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. و از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با ۰,۰ می باشد فرض H_0 (روش اثرات تصادفی) رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول۲: نتایج برآورد مدل (۱) برای کل شرکت های عضو نمونه طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰

متغیر	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	-۰,۱۱	-۲,۵۱	۰,۰۱
EAR (θ_1)	۱,۸۴	۱۱,۵۴	۰,۰۰
ΔEAR (θ_2)	-۰,۱۸	-۳,۶۱	۰,۰۰
F statistics	۰,۰۰۰		۰,۰۰۰
R-squred	۰,۳۲		-
Adjusted R^2	۰,۲۵		-
D -W	۱,۹۷		-
آزمون F لیمر	۱,۳۷		۰,۰۰۴
آزمون هاسمن	۴۱,۱۵		۰,۰۰
N	۸۵۷		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با مقایسه آماره F با مقدار جدول فرض H0 مبنی بر صفر بودن ضرایب رد می شود و معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می شود. با توجه به این جدول متغیرهای سود عملیاتی و تغییرات سود عملیاتی در سطح ۹۵٪ معنی دار هستند. متغیر سود عملیاتی تأثیر مستقیم و مثبت بر بازده سهام داشته، در حالی که متغیر تغییرات سود عملیاتی تأثیر معکوس و منفی بر بازده سهام داشته است.

به منظور بررسی محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی عملیاتی بر بازده سهام از مدل (۲) استفاده می شود. جدول (۳) نتایج برآورد مدل (۲) را برای کل شرکت ها طی سالهای۱۳۸۶-۱۳۸۰ نشان می دهد. با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۱۶ می باشد، فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است ($p\text{-value} \geq 0.05$) و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود.

جدول۳: نتایج برآورد مدل (۲) برای کل شرکت های عضو نمونه طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰

متغیر	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	۰,۲۹	۹,۲۹	۰,۰۰
CFO (θ_3)	۰,۰۲	۱,۸	۰,۰۷
ΔCFO (θ_4)	-۰,۰۱	-۱,۱۷	۰,۲۴
F statistic	۱,۶۴		۰,۱۹

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر	ضرایب	آماره t	p-value
R-squred	۰,۰۰۴		-
Adjusted R^2	۰,۰۰۲		-
D -W	۱,۸		-
آزمون F لیمر	۱,۱۲		۰,۱۶
N	۸۵۷		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با مقایسه آماره F با مقدار جدول فرض H0 مبنی بر صفر بودن ضرایب رد نمی شود و معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید نمی شود. با توجه به جدول(۳)، متغیر جریان نقدی در سطح ۹۰٪ معنی دار بوده و تأثیر مستقیم و مثبت بر بازده سهام دارد، در حالی که تغییرات جریان های نقدی عملیاتی معنی دار نبوده و نمی توان به تأثیر این متغیر بر بازده سهام اتکا نمود.

به منظور بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی بر بازده سهام از مدل (۳) استفاده می شود. جدول (۴) نتایج برآورد مدل (۳) را طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰ نشان می دهد. با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰۰۳ می باشد، فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. و از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با ۰,۰ می باشد فرض H0 رد شده است($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

با توجه به جدول(۴)، متغیر سود عملیاتی و تغییرات آن در سطح ۹۵٪ معنی دار بوده ولی متغیرهای جریان های نقدی عملیاتی و تغییرات آن معنی دار نشده اند. متغیر سود عملیاتی بر بازده سهام تأثیر مثبت و مستقیم داشته در حالی که تغییرات آن تأثیر معکوس و منفی بر بازده سهام داشته است. از آنجا که جریان های نقدی عملیاتی و تغییرات آن معنی دار نبوده، نمی توان به تأثیر این دو متغیر بر بازده سهام اتکا نمود.

جدول۴: نتایج برآورد مدل (۳) برای کل شرکت های عضو نمونه طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۰

متغیر	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	-۰,۱۱	-۲,۴۹	۰,۰۱
EAR (θ_1)	۱,۸۳	۱۱,۴۶	۰,۰۰
ΔEAR (θ_2)	-۰,۴۲	-۳,۵۷	۰,۰۰
CFO (θ_3)	۰,۰۱	۰,۷	۰,۴۸

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر	ضرایب	آماره t	p-value
$\Delta CFO\ (\theta_4)$	-۰,۰۱	-۰,۶۲	۰,۵۳
R-squred	۰,۳۲		-
Adjusted R^2	۰,۲۵		-
D -W	۲,۱۷		-
F statistic	۰		۰,۰۰
آزمون F لیمر	۱,۳۹		۰,۰۰۳
آزمون هاسمن	۴۱,۲۸		۰,۰۰
N	۸۵۷		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

در نهایت با مقایسه نتایج حاصل از مدل های (۱)، (۲) و(۳) و با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای مدل ها به ترتیب ۲۵٪ و ۰,۲٪ و ۲۵٪ می باشد، می توان نتیجه گرفت که، سود عملیاتی و تغییرات سود عملیاتی ارتباط معناداری با بازده سهام دارند ولی جریان های نقدی عملیاتی و تغییرات آن ارتباط معناداری با بازده سهام ندارند. بنابراین سود عملیاتی اطلاعات مربوط تری را جهت پیش بینی بازده سهام ارائه می نماید. پس از مشخص شدن محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی بر بازده سهام، فرضیه های پژوهش مورد آزمون واقع می شوند.

۹- تحلیل نتایج فرضیه اول برای کل شرکت ها با استفاده از داده های ترکیبی

بر اساس فرضیه اول بیان شده بود که ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با سود پایدار در مقایسه با شرکت های با سود ناپایدار بیشتر است. فرضیه مذکور در سطح داده های ترکیبی با استفاده از مدل (۳) یکبار برای شرکت های با سود پایدار و یکبار در سطح شرکت های با سود ناپایدارآزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۵) منعکس شده است.

در سطح شرکت های با سود ناپایدار: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰۰ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد می‌شود (p-value ≤ 0.05) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. و از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با ۰,۰ می باشد فرض H0 رد شده است (p-value ≤ 0.05) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به جدول(۵)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام دارد. در حالی که تغییرات آن، جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار نشده اند. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۱۸٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

در سطح شرکت های با سود پایدار: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰۷ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نمی‌شود (p-value $\geq$ 0.05) و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود. و دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست.

با توجه به جدول(۵)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته و تغییرات آن نیز معنی دار بوده ولی رابطه معکوس و منفی با بازده سهام دارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار نشده اند. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول،فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۲۵٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

جدول ۵: نتایج برآورد مدل(۳) برای کل شرکت های عضو نمونه در سطح شرکت های با سود ناپایدار و پایدار

ویژگی شرکت	با سود ناپایدار			با سود پایدار		
متغیر	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	۰,۱	۱,۷۱	۰,۰۸	-۰,۲۵	-۳,۴۳	۰
$EAR\ (\theta_1)$	۱,۱۱	۸,۸۳	۰	۲,۲۷	۶,۳۸	۰
$\Delta EAR\ (\theta_2)$	-۰,۰۸	-۰,۶۴	۰,۵۲	-۰,۷	-۲,۸۹	۰,۰۰۴
$CFO\ (\theta_3)$	۰,۰۱	۰,۶۱	۰,۵۴	۰,۱۱	-۰,۵۶	۰,۵۷

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ویژگی شرکت	با سود ناپایدار			با سود پایدار		
متغیر	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
$\Delta CFO\ (\theta_4)$	۰	-۰,۴۴	۰,۶۶	-۰,۱۷	-۱,۳۳	۰,۱۸
R-squared	۰,۱۹		-	۰,۳		-
Adjusted R^2	۰,۱۸		-	۰,۲۵		-
F-statistic	۲۵,۴۸		۰	۱,۹۵		۰
آزمون F لیمر	۱,۶۲		۰	۱,۲۷		۰,۰۷
آزمون هاسمن	۲۲,۱۷		۰	-		-
D -W	۱,۸۸		-	۲,۰۲		-
N	۴۴۴		-	۴۱۳		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول (۵) مشاهده می شود که ضریب تأثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت های با سود پایدار(۲,۲۷) در مقایسه با شرکت های سود ناپایدار(۱,۱۱) بیشتر است. میزان تأثیر جریان نقدی عملیاتی(۰,۱۱) بر بازده سهام در شرکت های با سود پایدار بیش از تأثیر این متغیر(۰,۰۱) بر بازده سهام در شرکت های باسود ناپایدار می باشد. لذا، سود عملیاتی اطلاعات مربوط تری را جهت پیش بینی بازده سهام در سطح شرکت های با سود پایدار نسبت به شرکت های با سود ناپایدار ارائه می نماید. متغیر جریان نقدی عملیاتی به دلیل سطح پایین اطمینان ضرایب، متغیر مناسبی جهت بررسی چگونگی رابطه با بازده سهام در سطح شرکت ها نمی باشد. بنابراین فرضیه اول تأیید می شود.

۱۰- تحلیل نتایج فرضیه دوم برای کل شرکت ها با استفاده از داده های ترکیبی

بر اساس فرضیه دوم بیان شده بود که ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ بیشتر است. فرضیه مذکور در سطح داده های ترکیبی با استفاده از مدل (۳) یکبار برای شرکت های کوچک و یکبار برای شرکت های بزرگ آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۶) منعکس شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در سطح شرکت های کوچک: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۶۱ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نمی‌شود (p-value ≥ 0.05) و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود. و دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست.

با توجه به جدول (۶)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن معنی دار نبوده و رابطه معکوس و منفی با بازده سهام دارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار نشده اند. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۱۱٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

در سطح شرکت های بزرگ: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد می‌شود (p-value ≤ 0.05) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که فرض H0 رد می شود و مدل باید با اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به جدول(۶)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن رابطه منفی و معنی داری با بازده سهام دارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار می باشد. جریان نقدی عملیاتی رابطه مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن رابطه منفی با بازده دارد. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۳۵٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول۶: نتایج برآورد مدل (۳) برای کل شرکت های عضو نمونه

در سطح شرکت های کوچک و بزرگ

ویژگی شرکت	شرکت های کوچک			شرکت های بزرگ		
متغیر	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	۰,۱۱	۲,۵۳	۰,۰۱	-۰,۳۳	-۴,۴۹	۰
EAR (θ_1)	۰,۸	۶,۶۷	۰	۲,۴	۹,۷۸	۰
ΔEAR (θ_2)	-۰,۱۴	-۱,۰۶	۰,۲۹	-۰,۴	-۲,۲۷	۰,۰۲
CFO (θ_3)	۰,۰۱	۰,۴۹	۰,۶۲	۰,۱۷	۱,۶۴	۰,۱
ΔCFO (θ_4)	۰	-۰,۳۴	۰,۷۴	-۰,۱۳	-۱,۸۶	۰,۰۶
R-squared	۰,۱۲		-	۰,۴۲		-
Adjusted R^2	۰,۱۱		-	۰,۳۵		-
D -W	۲,۰۳		-	۲,۱		-
F-statistic	۱۳,۷۵		۰	۳,۳۹		۰,۰۰
آزمون F لیمر	۰,۹۴		۰,۶۱	۲,۰۱		۰
آزمون هاسمن	-		-	۴۳,۱۱		۰
N	۴۲۸		-	۴۲۸		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول (۶) مشاهده می شود که ضریب تأثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت های بزرگ (۲,۴) در مقایسه با شرکت های کوچک (۰,۸) بیشتر است. میزان تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر بازده سهام در شرکت های بزرگ (۰,۱۷) بیش از تأثیر این متغیر بر بازده سهام در شرکت های کوچک (۰,۰۱) می باشد. بنابراین، سود و جریان نقدی عملیاتی در شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک تأثیر بیشتری بر بازده سهام دارند. بنابراین فرضیه دوم رد می شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۱- تحلیل نتایج فرضیه سوم برای کل شرکت ها با استفاده از داده های ترکیبی

بر اساس فرضیه سوم بیان شده بود که هر چه اهرم مالی پایین تر باشد، ارتباط بازده سهام با سود عملیاتی افزایش و با جریان های نقدی عملیاتی کاهش می یابد. فرضیه مذکور در سطح داده های ترکیبی با استفاده از مدل (۳) یکبار برای شرکت های با اهرم مالی پایین و یکبار برای شرکت های با اهرم مالی بالا آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۷) منعکس شده است.

در سطح شرکت های با اهرم مالی پایین: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۲۳ می باشد، لذا فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نمی‌شود ($p\text{-value} \geq 0.05$) و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود. در نتیجه دیگر به آزمون هاسمن نیاز نمی باشد.

با توجه به جدول(۷)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن رابطه منفی و معنی داری با بازده سهام دارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار نشده و نمی توان به نتایج آن اتکا نمود. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H_0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۲۱٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

در سطح شرکت های با اهرم مالی بالا: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰۱ می باشد، لذا فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد می‌شود ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که فرض H_0 رد می شود و مدل باید با اثرات ثابت برآورد شود.

با توجه به جدول(۷)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن رابطه معنی داری با بازده سهام ندارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار شده است. جریان نقدی عملیاتی رابطه مثبت با بازده سهام داشته ولی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تغییرات آن رابطه منفی با بازده دارد. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۱۸٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

جدول ۷: نتایج برآورد مدل(۳) برای کل شرکت ها عضو نمونه در سطح شرکت های با اهرم مالی پایین و با اهرم مالی بالا

ویژگی شرکت	با اهرم مالی پایین			با اهرم مالی بالا		
متغیر	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	-۰,۰۹	-۱,۷۷	۰,۰۷	-۰,۰۷	-۱,۰۳	۰,۳
EAR (θ_1)	۱,۷۲	۱۰,۲۲	۰	۱,۴۹	۶,۴۱	۰
ΔEAR (θ_2)	-۰,۴۶	-۳,۱	۰,۰۰۲	-۰,۱۷	-۰,۹۸	۰,۳۲
CFO (θ_3)	۰,۰۰۲	۰,۱۷	۰,۸۶	۰,۲۲	۲,۲۳	۰,۰۳
ΔCFO (θ_4)	۰,۰۰۰۶	-۰,۰۹	۰,۹۲	-۰,۱۶	-۲,۲۹	۰,۰۲
R-squared	۰,۲۲		-	۰,۲۳		-
Adjusted R^2	۰,۲۱		-	۰,۱۸		-
D -W	۱,۹۵		-	۲,۱۳		-
F-statistic	۲۹,۵۸		۰	۲,۲۱		۰,۰۰
آزمون F لیمر	۱,۱۳		۰,۲۳	۱,۴۴		۰,۰۱
آزمون هاسمن	-		-	۲۴,۴		۰,۰۰۰۱
N	۴۳۰		-	۴۲۷		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول (۷) مشاهده می شود که ضریب تأثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت های با اهرم مالی پایین(۱,۷۲) در مقایسه با شرکت های با اهرم مالی بالا(۱,۴۹) بیشتر است. میزان تأثیر جریان نقدی عملیاتی(۰,۲۲) بر بازده سهام در شرکت های با اهرم مالی بالا بیش از تأثیر این متغیر(۰,۰۰۲) بر بازده سهام در شرکت های با اهرم مالی پایین می باشد. بنابراین، فرضیه سوم تأیید می شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۲- تحلیل نتایج فرضیه چهارم برای کل شرکت ها با استفاده از داده های ترکیبی

بر اساس فرضیه چهارم بیان شده بود که ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است. فرضیه مذکور در سطح داده های ترکیبی با استفاده از مدل (۳) یکبار برای شرکت های با رشد پایین و یکبار برای شرکت های با رشد بالا آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۸) منعکس شده است.

در سطح شرکت های با رشد پایین: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۰ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد می‌شود (p-value $\leq$ 0.05) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که فرض H0 رد می شود و مدل باید با اثرات ثابت برآورد شود. با توجه به جدول(۸)، متغیر سود عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با بازده سهام داشته ولی تغییرات آن رابطه معنی داری با بازده سهام ندارد. متغیر جریان های نقدی عملیاتی و نیز تغییرات آن معنی دار نمی باشند. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۲۷٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

در سطح شرکت های با رشد بالا: از آنجا که مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با ۰,۳۲ می باشد، لذا فرض H0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نمی‌شود (p-value $\geq$ 0.05) و روش داده های ترکیبی پذیرفته می شود و نیازی به انجام آزمون هاسمن نمی باشد.

با توجه به جدول(۸)، تمامی متغیر ها معنی دار می باشند. متغیرهای سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت بر بازده سهام داشته ولی تغییرات سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی تأثیر منفی بر بازده سهام داشته اند. با مقایسه مقدار به دست آمده آماره F با مقدار بحرانی آن در جدول، فرض H0(ضریب مساوی صفر) رد می شود و فرض معنی دار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 تعدیل یافته مدل نشان می دهدکه متغیر سود و تغییرات آن قادرند که ۳۷٪ از تغییرات بازده سهام را توجیه کنند.

جدول۸: نتایج برآورد مدل (۳) برای کل شرکت ها عضو نمونه

در سطح شرکت های با رشد پایین و با رشد بالا

ویژگی شرکت	با رشد پایین			با رشد بالا		
متغیر	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
θ_0	-۰,۰۸	-۱,۴۹	۰,۱۳	-۰,۱۳	-۲,۲۵	۰,۰۲
EAR (θ_1)	۱,۳	۶,۷	۰	۱,۷۶	۷,۴	۰
ΔEAR (θ_2)	-۰,۱۳	-۰,۹۶	۰,۳۶	-۰,۴۷	-۲,۳۸	۰,۰۱
CFO (θ_3)	۰,۰۱	۰,۴۵	۰,۶۵	۰,۶۵	۳,۷۳	۰
ΔCFO (θ_4)	۰	-۰,۴۷	۰,۶۴	-۰,۳۴	-۲,۵۱	۰,۰۱
R-squared	۰,۳۲		-	۰,۳۸		-
Adjusted R^2	۰,۲۷		-	۰,۳۷		-
D-W	۲,۵۳		-	۱,۶۱		-
F-statistic	۲,۱۵		۰	۳۷,۱۵		۰
آزمون F لیمر	۱,۹۸		۰	۱,۰۷		۰,۳۲
آزمون هاسمن	۱۲,۲۴		۰,۰۱۵	–		–
N	۴۲۱		-	۴۳۶		-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول (۸) مشاهده می شود که ضریب تأثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت های با رشد بالا (۱,۷۶) در مقایسه با شرکت های با رشد پایین (۱,۳) بیشتر است. میزان تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر بازده سهام در شرکت های با رشد بالا(۰,۶۵) بیش از تأثیر این متغیر(۰,۰۱) بر بازده سهام در شرکت های با رشد پایین می باشد. بنابراین، سود و جریان نقدی عملیاتی در شرکت های با رشد بالا نسبت به شرکت های با رشد پایین تأثیر بیشتری بر بازده سهام دارند. بنابراین، فرضیه چهارم تأیید می شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۴- نتیجه گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی در آزمون فرضیه اول نشان می دهدکه این فرضیه تأیید شده، به بیان دیگر ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی در شرکت های با سود پایدار بیشتر است و با نتایج پژوهش حبیب (۲۰۰۸) سازگار است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی در آزمون فرضیه دوم نشان می دهدکه این فرضیه رد شده، به بیان دیگر ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های بزرگ بیشتراست و با پژوهش شیان حو (۲۰۰۵) هماهنگ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی در آزمون فرضیه سوم نشان می دهدکه این فرضیه تأیید شده، به بیان دیگر ارتباط بازده سهام در شرکت با اهرم مالی پایین، با سود عملیاتی افزایش و با جریان های نقدی عملیاتی کاهش می یابد و با پژوهش حبیب (۲۰۰۸) در مورد جریان های نقدی عملیاتی سازگار و در مورد سود عملیاتی ناسازگار است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی در آزمون فرضیه چهارم نشان می دهد که این فرضیه تأیید شده، به بیان دیگر ارتباط بازده سهام با سود و جریان های نقدی عملیاتی برای شرکت های با رشد بالا بیشتراست و نتایج این تحقیق با پژوهش های شیان حو (۲۰۰۵) و حبیب (۲۰۰۸) سازگار است. با توجه به نتایج بدست آمده

به سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات پیشنهاد می گردد جهت پیش بینی بازده سهام علاوه بر توجه به سود و جریان های نقدی، ویژگی خاص شرکت ها نظیر ثبات سود، اندازه شرکت، اهرم مالی و رشد شرکت را نیز مد نظر قرار دهند. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود با تدوین دستورالعمل هایی شرکت ها را ملزم به ارائه اطلاعات مربوط و به موقع نماید. این امر می تواند تصمیم گیری سرمایه گذاران و سهامداران را تسهیل بخشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع

انورخطیبی، سعید (۱۳۸۵). **"بررسی ارتباط بین معیارهای مختلف عملکرد مبتنی بر سود و جریان های نقدی با بازده سهام"**، پایان نامه کارشناسی ارشد، نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.

رحیمیان، نظام الدین و محبوبه جعفری (۱۳۸۵). "معیارها و ساختارهای کیفیت سود"، **نشریه حسابدار**، شماره ۱۷۴.

ظریف فرد، احمد و امین ناظمی(۱۳۸۳)."بررسی نقش سود حسابداری و جریان های نقدی در سنجش عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی های حسابداری وحسابرسی**، شماره۳۷، صص ۱۱۹ -۹۳.

قالیباف اصل، حسن (۱۳۷۳). **"بررسی تأثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر روی ریسک سیستماتیک(B) سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"**، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه تهران.

موسوی کاشی، زهره (۱۳۷۸). **"بررسی تأثیر اندازه بر بازده سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس"**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

Atise, R. (1987). " Market Implication of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects" , **Journal of Accounting Research**, Vol. 25, pp. 168-176.

Berk, j. (1997). "Does Siza Really Matter", **Financial Analysts Journal**, September/October, PP. 12-17.

Habib, A. (2008). "The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining Security Returns", **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 17, pp. 51-66.

How, Mu. Doqing, Qi and Woody, Wu. (2001). "The Nature of Information in Accruals and Cash Flow in an Earning Capital Market: the Case of China", **The International Journal of Accounting**, Vol. 36, No. 4, pp. 391-496.

Martinez, I. (2003). "The Impact of Firm Specific Attributes on Relevance in Earnings and Cash Flow ", **Review of Accounting and Finance**,Vol. 2, No. 1.

Ramezani, C. Soenen, I. and Jung, A. (2001). "Growth, Corporate

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Profitability and Shareholder Valye Creation", **Harvard Business Review**.

Shian-Hou, S. (2005). **"Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Earnings, Cash Flow Accounting Accruals"**, http: // Finance. Wharton. Upenn. Edu / rlwetr.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]