فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره ۸ / زمستان ۸۹/ صفحات ۲۱- ۱

بررسی نحوه قیمت‌گذاری فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته و جریان نقدی آزاد در بورس اوراق بهادار تهران

غلامرضا کردستانی*
احد علیپور اصل**

تاریخ دریافت:۸۹/۸/۱۸ تاریخ پذیرش: ۸۹/۱۲/۷

چکیده

یکی از اطلاعات مهم و کلیدی گزارش شده در صورت‌های مالی شرکت‌ها "سود حسابداری" است که تحلیل‌گران مالی از آن در ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی استفاده می‌کنند. چنانچه سود حسابداری معرف عملکرد مدیر باشد، خطر اخلاقی ناشی از کم کاری مدیر به عنوان پیامد عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد. بنابراین چگونگی اندازه‌گیری سود حسابداری باید مورد توجه قرار گیرد. چون در فرآیند اندازه‌گیری سود حسابداری تعهدی ممکن است مدیریت اعمال نظر کند، درباره استفاده از سود تردیدهایی ایجاد شده و به همین دلیل بسیاری از تحلیل‌گران مالی، "جریان وجوه نقد" را مورد توجه قرار می‌دهند. در این پژوهش قیمت سهام، تغییرات فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته، سود تعهدی، جریان نقدی آزاد و جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان متغیرهای اصلی و سود سهام پرداختی به سهام‌داران، ارزش حقوق صاحبان سهام، سود عملیاتی، خالص دارائی‌های عملیاتی و جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی متغیرهای کنترلی پژوهش هستند که برای قیمت‌گذاری سود و جریان نقدی استفاده شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش آماری مقطعی با

* استادیار حسابداری، دانشگاه بین المللی امام خمینی(ره)، دانشکده علوم اجتماعی، قزوین، ایران
(نویسنده مسئول) gkordestani@yahoo.com

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان، گروه حسابداری، همدان، ایران

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

به کارگیری اطلاعات مالی ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۸ استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد تغییرات فروش و سود تعهدی رابطه مثبت (مستقیم) با قیمت سهام دارند، ولی سه متغیر توضیحی بهای تمام شده کالای فروش رفته، جریان نقدی آزاد و جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با قیمت سهام رابطه منفی (معکوس) دارند.

واژه‌های کلیدی: سود تعهدی، جریان نقدی، جریان نقدی آزاد، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

۱- مقدمه

با توجه به این که سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری باید اطلاعات "مربوط" و " قابل اتکاء" را در اختیار استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی قرار دهند تا در مدل‌های تصمیم‌گیری آنها مورد استفاده واقع شود، این سؤال مطرح می‌شود که آیا نظام گزارشگری موجود، اطلاعات مورد نیاز مشارکت کنندگان در بازار سرمایه را فراهم می‌سازد؟ در چارچوب نظری حسابداری مالی کشورهای مختلف، به سود حسابداری و جریان‌های نقدی توجه خاصی شده است. به طوری که در اکثر کشورها گزارش سود حسابداری و جریان‌های نقدی هدف اصلی حسابداری و گزارشگری مالی به حساب می آیند. به عنوان نمونه ارائه اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان جزء اهداف گزارشگری مالی است. سود حسابداری به عنوان مهم‌ترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقدی آتی محسوب می‌شود و اطلاعات تاریخی مربوط به جریان‌های نقدی آتی می‌تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان‌بندی و میزان اطمینان از تحقق جریان‌های نقدی آتی به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کمک کند (عرب مازار یزدی و صفرزاده، ۱۳۸۶ ، ۱۳۸- ۱۱۱). سؤال اصلی این پژوهش این است که سود و اجزای آن چگونه قیمت‌گذاری می شوند؟

۲- قیمت‌گذاری سود و جریان‌های نقدی با تأکید بر حسابداری تعهدی

دورنمای آتی دریافت‌های نقدی، از توانایی واحد تجاری برای تأمین وجه نقد کافی به منظور تسویه اقلام تعهدی در سررسید و نیز دیگر نیازهای نقدی عملیاتی، سرمایه‌گذاری مجدد در عملیات، پرداخت سود تقسیمی و همچنین طرز تلقی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان

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

از توانائی‌های فوق الذکر تأثیر می‌پذیرد که این مسأله تا حدی بر قیمت‌های بازار اوراق بهادار واحد تجاری اثر می‌گذارد. بنابراین، گزارشگری مالی باید اطلاعاتی فراهم کند که به کمک آن سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد بتوانند مبلغ، زمان‌بندی و عدم اطمینان موجود در خصوص جریان‌های نقدی واحد تجاری را ارزیابی نمایند (شباهنگ، ۱۳۸۱). هرچند حسابداری تعهدی این فرض که سود تمایل اصلی سهام‌داران به اطلاع از عملکرد شرکت است را تقویت می‌کند، اما برخی عقاید با سوءاستفاده از حسابداری تعهدی، به این نکته تأکید دارند که صورت جریان وجوه نقد باید کانون توجه سرمایه‌گذاران باشد. اسلون[1] (۱۹۹۶) نشان داد که جریان‌های نقدی به اقلام تعهدی پیش‌بینی شده و بازده‌های آتی سهام بستگی دارد و سود از عوامل تأثیر گذار بر ارزش سهام شرکت‌ها است .

پنمان[2] (۲۰۰۴)، معتقد است که تفاوت بین سود حسابداری و جریان‌های نقدی در قلب حسابداری تعهدی نهفته است. وی بیان می‌دارد که حسابداری تعهدی در گزارشگری واحدهای تجاری نسبت به حسابداری نقدی دارای استثنائاتی است، و آن در اعمال اصول حسابداری است. این اصول تعیین می‌کند که سود تعهدی، هم ارزش شرکت‌ها و هم ارزش سهام را افزایش می‌دهد و جریان‌های نقدی تأثیری در ارزش سهام ندارد. شایان ذکر است که نتایج مربوط به سود جدید نیستند. در واقع، کشف یک همبستگی مثبت بین تغییرات سود و بازده‌های سهام در پژوهش بال و براون[3] (۱۹۶۸)، در بسیاری از پژوهش های دیگر نیز تکرار شده است. بر اساس پژوهش‌های قبلی ثابت شده، بین جریان‌های نقدی و بازده سهام یک رابطه مثبت وجود دارد. در حقیقت، مفسرانی که نظریه «وجوه نقد پادشاه است» را در قیمت‌گذاری پیشنهاد می‌دهند، میزان مطلوبیت اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را کمتر می‌دانند. از طرف دیگر حسابداری تعهدی، جریان نقدی را نه به عنوان افزایش ارزش بلکه به عنوان بازده سیستم از طریق فعالیت‌های عملیاتی در نظر گرفته و جریان نقدی آزاد را مرتبط با سود سهام می‌داند.

سؤال اصلی این پژوهش این است که **آیا فروش، قیمت تمام شده کالای فروش رفته و جریان‌های نقدی با قیمت سهام رابطه دارد؟** در راستای پیدا کردن پاسخی برای این سؤال و دست‌یابی به اهداف پژوهش، ارتباط بین سود حسابداری تعهدی و جریان‌های نقدی با قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است تا مربوط بودن آنها با قیمت سهام مشخص گردد.

---

[1]- Sloan
[2] -Penman
[3]- Ball & Brown

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

۳- پیشینه تجربی پژوهش

الف. پژوهش های خارجی

در پژوهش‌های متعددی که بر اساس الگوی بال و بروان طراحی شد، همبستگی مثبت میان تغییرات سود و بازده‌های سهام بارها تکرار شده است. ریچاردسون و همکاران[1] (۲۰۰۱) ضمن بررسی رابطه بین میزان اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه‌ای منفی بین میزان اقلام تعهدی و بازده سهام مشاهده کردند.

پنمان (۲۰۰۴) شواهدی ارایه کرد که نشان می دهد سود عملیاتی بر ارزش سهام می‌افزاید و در بازار به صورت مثبت قیمت‌گذاری می شود. ولی جریان نقدی آزاد در بازار منفی قیمت‌گذاری می شود و از ارزش سهام می‌کاهد.

دیچو و همکاران[2] (۲۰۰۴) پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود را مورد بررسی قرار دادند. آنها اجزای نقدی سود را به سه جزء وجوه نقد، وجوه نقد پرداختی به اعتباردهندگان و وجوه پرداختی به سهامداران تجزیه کردند و دریافتند اجزاء پایدارتر سود که در این پژوهش وجوه پرداختی به سهامداران بود، رابطه معنی‌داری با قیمت سهام دارد.

اسکات و همکاران[3] (۲۰۰۵) نشان دادند که ارقام تعهدی با قابلیت اتکای کمتر به پایداری کمتر سود منجر می‌شود.

گرهارد و متسو[4] (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که نقش سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری (ارزش‌گذاری) اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بسیار مهم است (فرضیه سرمایه‌گذار بی‌تجربه). این پژوهش برخلاف پژوهش پریور[5] (۱۹۸۵) است، بر اساس تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته توسط گرهارد و متسو، برای بازده سه استراتژی رایج خاص تعریف شده است؛ ۱- بازده‌هایی که مخصوص استراتژی رایج در جریان‌های نقدی هستند. ۲- بازده‌هایی که مخصوص استراتژی رایج در اقلام تعهدی هستند و ۳- بازده‌هایی که هم در جریان‌های نقدی و هم در اقلام تعهدی دارای استراتژی‌های خاص هستند.

آباربانل و کیم[6] (۲۰۱۰) به بررسی محتوای اطلاعاتی سود پرداختند و دریافتند که عدم تقارن اطلاعاتی بر کشف قیمت حول و حوش اعلان سود تأثیر می‌گذارد.

---

[1] -Richardson, et al.
[2] -Dechow, et al.
[3] -Eskat, et al.
[4] - Gerhard, et al.
[5] -Priver
[6] - Abarbanell, et al.

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

اریک و همکاران[1] (۲۰۱۰) در بررسی رابطه تغییرات اقلام تعهدی، سود و بازده های سهام، بر این باورند که اقلام تعهدی حسابداری از مزیت پیش‌بینی‌کنندگی برخوردار است و اگر مزایای اقتصادی پیش‌بینی شده متصور از این اقلام تحقق نیابد، تغییرات اقلام تعهدی بر سودهای آتی اثرگذار خواهد بود. نتایج بررسی آنها نشان می‌دهد که اقلام تعهدی کل از یک الگوی قابل پیش‌بینی پیروی می‌کند که بر سودهای آتی اثرگذار است. آنها نشان دادند که تغییرات اقلام تعهدی قابل پیش‌بینی از اقلام تعهدی نهایی پیروی می‌کند که هم حضور کمتر اقلام تعهدی در اجزای سود را نشان می‌دهد و هم بازده‌های سهامی که از حد نهایی اقلام تعهدی پیروی می‌کنند را تبیین می‌کند.

نتایج پژوهش های سعید و همکاران[2] (۲۰۱۱) نشان می‌دهد جریان‌های نقدی می‌تواند بر سود یا حساب مستقل وجوه دولتی ارزش رشدی داشته باشد، آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که صورت جریان وجوه نقد اطلاعات مفیدی را برای سرمایه‌گذاران شرکت‌های انتفاعی فراهم می‌نماید، به‌علاوه نیاز به صورت جریان وجوه نقد به عنوان نقطه مقابل حساب مستقل وجوه دولتی، دارای محتوای اطلاعاتی مفیدی از گزارشگری مالی است.

ب. پژوهش های داخلی

در ایران نیز پژوهش هایی در این حوزه انجام گرفته است، که از جمله آن‌ها می‌توان به بررسی تحلیلی صورت گرفته توسط شاهمرادی (۱۳۸۰)، تحت عنوان "ارتباط بین سودهای حسابداری و بازده سهام" اشاره کرد. وی در این پژوهش با تفکیک سود حسابداری به سه سطح (سود عملیاتی، خالص و جامع) به این نتیجه رسد که بین سود عملیاتی و سود جامع با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد، اما بین سود خالص و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

ثقفی و کردستانی (۱۳۸۳) نشان دادند بازده غیر عادی (انباشته) سهام با افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیر منتظره افزایش یا کاهش می‌یابد. خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) به این نتیجه رسیدند که میانگین بازده سهام شرکت‌ها تحت تاثیر میزان اقلام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. یعقوب‌نژاد (۱۳۸۶)، "نقش سود و جریان‌های وجوه نقد در تبیین بازده بلندمدت" را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان داد؛ سود حسابدرای تنها متغیری است که در تمامی سطوح و مدل‌ها، همبستگی معنی‌داری با بازده دارد و اینکه بین بازده سهام و

[1] -Eric, et al.
[2] - Saeed, et al.

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

وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی در یک دوره بلندمدت ارتباط معنی‌داری وجود دارد. اما توان توضیحی مدل‌های سود در تبیین بازده بلندمدت نسبت به مدل وجه مقد بیشتر است. فروغی و مظاهری (۱۳۸۸) نشان دادند که سود عملیاتی نسبت به جریان های نقدی عملیاتی ، ارزش ذاتی تحقق یافته سهام را بهتر توضیح می دهد.

هاشمی و همکاران (۱۳۸۹) دریافتند که جریان های نقدی عملیاتی و مجموع اقلام تعهدی در تعیین ارزش و پیش بینی سود توانمند هستند و اجزای اقلام تعهدی دارای توانایی پیش‌بینی سود غیر عادی است.

۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ نوع یا ماهیت، تحقیقی کاربردی است و از نوع بررسی‌های پس رویدادی که براساس داده‌های مالی گذشته به بررسی فرضیه‌ها می‌پردازد.اطلاعات اساسی این پژوهش شامل داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده و اطلاعات بازار سهام است که با مراجعه به پایگاه‌های اطلاعاتی استخراج، محاسبه و بر اساس آن مدل‌های پژوهش برآورد خواهد شد تا مبنایی برای آزمون فرضیه‌ها فراهم سازد. با توجه به اینکه در قلمرو زمانی پژوهش، بازار سرمایه ایران دستخوش نوسانات زیادی بوده، به منظور افزایش قابل اتکاء نتایج، فرضیه‌های پژوهش بر اساس روش مقطعی آزمون شده است. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی پژوهش، با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام پژوهش و در دسترس بودن اطلاعات جریان نقدی، یک دوره ۶ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۳ لغایت پایان سال ۱۳۸۸ تعیین شده است. نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن قلمرو مکانی و زمانی پژوهش بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱- تا ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- اطلاعات مورد نیاز و صورت‌های مالی آنها برای هریک از سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۸ در دسترس باشد.

۳- شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته و دوره مالی خود را در طی این مدت تغییر نداده باشند.

۴- شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی کنار گذاشته شوند.

۵- اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در بخش تعریف متغیرها باید در دسترس باشد.

بر اساس معیارهای فوق نمونه آماری پژوهش ۹۱ شرکت را در بر می‌گیرد.

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

۵- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی نحوه قیمت‌گذاری سود و اجزای سود در بازار سهام است فرضیه‌های زیر تدوین شده اند:

فرضیه اول: تغییرات فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته رابطه معناداری با تغییرات قیمت سهام دارد.

فرضیه دوم: سود تعهدی رابطه معناداری با تغییرات قیمت سهام دارد.

فرضیه سوم: جریان نقدی آزاد رابطه معناداری با تغییرات قیمت سهام دارد.

فرضیه چهارم: جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معناداری با تغییرات قیمت سهام دارد.

۶- مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل‌های رگرسیون (۱) تا (۵) برآورد شده است:

برای آزمون فرضیه اول پژوهش و بررسی رابطه تغییرات فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته با قیمت سهام، مدل (۱) برآورد شده است:

$$P_{it} + d_{it} - P_{it-1} = \alpha + \beta_1 \Delta Sales_{it} + \beta_2 \Delta CGS_{it} + \varepsilon_{it} \qquad \text{مدل (۱)}$$

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش و بررسی رابطه سود تعهدی با قیمت سهام، مدل‌های (۲) و (۳) برآورد شده است:

$$\frac{p_{it} - p_{it-1}}{p_{it-1}} = a + b_1 \frac{Earnings_{it}}{p_{it-1}} + b_2 \frac{d_{it}}{p_{it-1}} + b_3 \frac{B_{it-1}}{p_{it-1}} + \varepsilon_{it}, \qquad \text{مدل (۲)}$$

$$\frac{p_{it} - p_{it-1}}{p_{it-1}} = a + b_1 \frac{Earnings_{it}}{p_{it-1}} + b_2 \frac{d_{it}}{p_{it-1}} + b_3 \frac{B_{it-1}}{p_{it-1}} + b_4 \frac{(C-I)_{it}}{p_{it}} + \varepsilon_{it}, \qquad \text{مدل (۳)}$$

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش جهت بررسی رابطه جریان نقدی آزاد با قیمت سهام، مدل (۴) برآورد شده است:

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

مدل (۴)
$$\frac{P_{it}^{NOA}-P_{it_{-1}}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}=\alpha+\beta_1\frac{OI_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2\frac{(C-I)_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_3\frac{NOA_{it-1}}{P_{it-1}^{NOA}}+\varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه چهارم جهت بررسی رابطه جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با قیمت سهام، مدل (۵) برآورد شده است.

مدل (۵)
$$\frac{P_{it}^{NOA}-P_{it_{-1}}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}=\alpha+\beta_1\frac{OI_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2^{c}\frac{C_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2^{I}\frac{I_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_3\frac{NOA_{it-1}}{P_{it-1}^{NOA}}+\varepsilon_{it}$$

متغیرهای مدل‌های ۱ تا ۵ به شرح زیر تعریف و محاسبه شده‌اند:

۱- p_{it}: قیمت سهام شرکت i در سال t است که در این پژوهش به منظور کنترل افزایش سرمایه ارزش سهام محاسبه شده است.

فرمول (۱) ارزش سهام شرکت = تعداد سهام شرکت × قیمت بازار سهام

۲- d_{it}: عبارت است از پرداخت جریان‌های نقدی عملیاتی به سهامداران عادی (سود سهام مصوب).

۳- p_{it-1} : قیمت سهام ابتدای دوره شرکت i در سال t .

۴- $\Delta Sales_{it}$: تغییرات فروش شرکت i در سال t است که به شرح زیر محاسبه شده است:

فرمول (۲)
$$\Delta Sales_{it}=Sales_{it}-Sales_{it-1}$$

۵- ΔCGS_{it} [1] : تغییرات بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت i در سال t است که بر اساس رابطه زیر محاسبه گردیده است:

فرمول (۳)
$$\Delta CGS_{it}=CGS_{it}-CGS_{it-1}$$

۶- $Earnings_{it}$: سود خالص شرکت i در سال t است.

۷- B_{it-1} [1]: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ابتدای دوره شرکت i در سال t .

[1] - Cost of goods sold

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

۸- $(C-I)_{it}$: جریان وجوه نقد آزاد شرکت i در سال t است که به عنوان باقیمانده جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (C)[۲] از مخارج سرمایه‌ای نقدی (I)[۳] تعریف می‌شود:

فرمول (۴) جریان‌های نقدی آزاد = C- I

۹- p_{it}^{NOA} : ارزش بازار خالص دارائی‌های عملیاتی شرکت i در سال t، که به صورت زیر محاسبه شده است:

فرمول (۵)

$$P_{it-1}^{NOA} = P_{it} + NFO_{it}$$
$$NFO_{it} = NOA_{it} - B_{it}$$
$$NOA_{it} = \sum_{0}^{t} OI - \sum_{0}^{t} (C - I)$$

(۹-۱) NFO_{it}[۴]: خالص تعهدات مالی شرکت i در سال t است.

(۹-۲) p_{it-1}^{NOA} : ارزش بازار خالص دارائی‌های عملیاتی ابتدای دوره شرکت i در سال t.

(۹-۳) OI_{it}[۵]: سود عملیاتی شرکت i در سال t.

(۹-۴) NOA_{it}[۶]: خالص دارائی‌های عملیاتی شرکت i در سال t است.

تعدیل‌های مربوط به جریان وجوه نقد آزاد موجب افزایش خالص دارائی‌های عملیاتی (NOA) در ترازنامه می‌شود، و تغییرات مربوط به خالص دارائی‌های عملیاتی در یک دوره بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود:

فرمول (۶) $\triangle$NOA = I + اقلام تعهدی عملیاتی

رابطه فوق سرمایه‌گذاری نقدی را از اقلام تعهدی عملیاتی که جزئی از تغییر در خالص دارائی‌های عملیاتی است متمایز می‌سازد.

۱- C_{it}: جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت i در سال t.

---

[1] -Book value
[2] - Cash flow from operating activities
[3] -Cash investment
[4] -Net Financial Obligations
[5] - Operating income
[6] - Net Operating Assets

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

۲- I_{it}: خالص سرمایه‌گذاری نقدی شرکت i در سال t است.

۳- e_{it} : ضریب عوامل ناشناخته در پژوهش (عبارت خطا).

۴- βi: ضرایب متغیرهای توضیحی در مدل‌های (۱) تا (۵) هستند.

۷- یافته‌های پژوهش

ابتدا آمار توصیفی و سپس نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش ارائه شده است.

آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار ، چولگی و کشیدگی انجام شده است. محاسبه این شاخص‌ها در جدول (۱) نمایش داده شده است.

جدول ۱ : آمار توصیفی داده‌ها

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
$P_{it} + d_{it} - P_{it-1}$	۰.۱۶۴	۰.۱۴۱	۰.۱۹۵	۰.۷۷۷	۰.۳۹۳
$\Delta Sales_{it}$	۰.۱۹۲	۰.۱۷۵	۰.۱۱۴	۱.۲۸۵	۳.۰۴۲
ΔCGS_{it}	۰.۱۸۹	۰.۱۷۷	۰.۱۲۸	۰.۱۳۶	۲.۴۹۲
$\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	۰.۰۶۴	۰.۰۳۴	۰.۱۸۲	۱.۱۱۴	۱.۴۱۵
$\frac{Earnings_{it}}{P_{it-1}}$	۰.۲۱۰	۰.۲۰۰	۰.۱۰۶	۱.۱۲۶	۵.۹۷۷
$\frac{d_{it}}{P_{it-1}}$	۰.۰۹۹	۰.۰۸۹	۰.۰۶۷	۲.۱۱۴	۹.۱۵۳
$\frac{B_{it-1}}{P_{it-1}}$	۰.۵۹۶	۰.۴۹۶	۰.۳۵۷	۱.۰۶۴	۱.۲۵۵
$\frac{(C-I)_{it}}{P_{it-1}}$	۰.۱۲۵	۰.۰۸۶	۰.۲۵۳	۳.۰۷۱	۲۷.۹۶۴
$\frac{P_{it}^{NOA} - P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$	۰.۱۷۵	۰.۱۳۱	۰.۳۵۰	۰.۳۳۶	۳.۱۲۲

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

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
$\frac{OI_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}$	۰.۳۵۹	۰.۲۴۳	۰.۶۴۳	۶.۸۵۷	۵۵.۳۸۲
$\frac{C_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}$	۰.۲۶۵	۰.۱۶۱	۰.۷۰۳	۵.۶۳۳	۴۹.۲۰۸
$\frac{I_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}$	-۰.۰۹۶	-۰.۰۹۴	۰.۲۵۳	۴.۶۲۰	۳۲.۶۱۱
$\frac{(C-I)_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}$	۰.۱۶۹	۰.۰۷۲	۰.۵۹۸	۶.۹۶۳	۵۷.۷۳۶
$\frac{NOA_{it-1}}{P_{it-1}^{NOA}}$	۰.۶۲۱	۰.۱۶۱	۰.۵۱۵	۲.۵۱۲	۸.۹۴۲

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

در جدول فوق شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای پژوهش محاسبه شده است. بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد که در این گونه موارد میانگین تحت تأثیر این مقادیر قرار گرفته و توزیع داده‌ها چوله به راست می‌شود. اما در این پژوهش تمامی متغیرها از جمله متغیرهای وابسته؛ $\frac{P_{it}^{NOA} - P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$ ، $P_{it} + d_{it} - P_{it-1}$ ، $\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ تا حد زیادی دارای مقادیر میانگین و میانه نزدیک به هم بوده که بیانگر متقارن بودن توزیع متغیرها است. متقارن بودن توزیع متغیرهای وابسته از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند، زیرا تقارن یکی از ویژگی‌های توزیع نرمال است .

چولگی و کشیدگی از مهم‌ترین شاخص‌های اندازه‌گیری عدم تقارن[1] متغیرها تلقی می‌شوند. زمانی که توزیع متغیرها در جامعه مورد مطالعه کاملاً نرمال باشد، در این صورت مقادیر میانگین ($\overline{X}$)، میانه (Md) و مد (Mo) با هم برابر خواهند بود. بنابراین، چنانچه این سه شاخص مرکزی در یک جامعه با هم برابر باشند می‌توان مدعی شد که جامعه فوق در خصوص متغیر وابسته مورد نظر یک جامعه نرمال است. اما زمانی که $Mo< Md<\overline{X}$ باشد، نمودار منحنی به سمت راست خمیدگی داشته و چولگی مثبت و چنانچه $Md<Mo <$

[1] . Asymmetry Measurment

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

$\overline{X}$ باشد، نمودار منحنی به سمت چپ خمیدگی داشته و چولگی منفی خواهد بود. در این پژوهش متغیرهای وابسته $P_{it} + d_{it} - P_{it-1}$ و $\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ مدل‌های (۱) تا (۳)، به ترتیب دارای ضریب چولگی ۰.۷۷۷ و ۱.۱۱۴ بوده که بیانگر چولگی زیاد توزیع متغیرهای ذکر شده است. اما متغیر وابسته $\frac{P_{it}^{NOA} - P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$ مربوط به مدل‌های (۴) تا (۵)، دارای ضریب چولگی ۰.۳۳۶ بوده که بیانگر چولگی کم توزیع متغیر وابسته است.

در هر توزیع منظور از ضریب کشیدگی درجه کوتاهی و بلندی آن است که نسبت به توزیع نرمال سنجیده می‌شود. در این پژوهش متغیر وابسته $P_{it} + d_{it} - P_{it-1}$ مدل (۱)، دارای ضریب کشیدگی ۰.۳۹۳ بوده که بیانگر فاحش نبودن اختلاف توزیع این متغیر با توزیع نرمال است. اما متغیرهای وابسته $\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ و $\frac{P_{it}^{NOA} - P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$ مربوط به مدل‌های (۲) تا (۵)، به ترتیب دارای ضریب کشیدگی ۱.۴۱۵ و ۳.۱۲ بوده که بیانگر فاحش بودن اختلاف بین توزیع متغیرهای ذکر شده و توزیع نرمال است.

بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته

نرمال بودن باقیمانده‌های مدل یکی از فرض‌های رگرسیون است که نشان دهنده اعتبار آزمون‌های رگرسیونی است. در این پژوهش با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنف، نرمال بودن توزیع قیمت سهام بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر بیان می‌شود:

H0 :داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

H1 :داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

هرگاه مقادیر سطح اهمیت کمتر از ۰.۰۵ باشد فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد خواهد شد. همان‌گونه که در جداول زیر دیده می‌شود، سطح معنی‌داری برای قیمت سهام بیشتر از ۰.۰۵ است. پس فرض صفر ردنمی‌شود، یعنی داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کنند و کلیه متغیرهای وابسته؛ $P_{it} + d_{it} - P_{it-1}$ ، $\frac{P_{it}^{NOA} - P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$ ، $\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ در آماره آزمون دارای توزیع نرمال هستند.

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

جدول ۲: آزمون کلموگروف- اسمیرنف مدل‌های (۱) تا (۵)

شرح	متغیر وابسته مدل (۱) $P_{it}+d_{it}-P_{it-1}$	متغیر وابسته مدل‌های (۲) و (۳) $\frac{P_{it}-P_{it-1}}{P_{it-1}}$	متغیر وابسته مدل‌های (۴) و (۵) $\frac{P_{it}^{NOA}-P_{it-1}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}$
مقدار z کلموگروف- اسمیرنف	۰.۶۳۱	۰.۹۰۹	۰.۹۴۲
P-value	۰.۸۲۰	۰.۳۸۰	۰.۳۳۷

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد: تغییرات فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته رابطه معنی‌داری با تغییرات حقوق صاحبان سهام دارد. نتیجه حاصل از برآورد مدل (۱) در جدول (۳) منعکس شده است. همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود: نتایج آزمون به روش مقطعی نشان می‌دهد بین تغییرات فروش با قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌دار و بین تغییرات بهای تمام شده کالای فروش رفته با قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. آماره t تغییرات فروش برابر با ۵/۱۶۲ و P-value برابر با ۰.۰۰۰ در سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار است. آماره t تغییرات بهای تمام شده کالای فروش رفته برابر با ۲/۴۸۷- و P- value برابر با ۰.۰۱۵ در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. و آماره F بیانگر معنی‌داری کلی مدل در سطح خطای ۱ درصد است.

جدول ۳: نتیجه آزمون فرضیه اول بر اساس مدل (۱)

$$P_{it}+d_{it}-P_{it-1}=\alpha+\beta_1\Delta Sales_{it}+\beta_2\Delta CGS_{it}+\varepsilon_{it} \qquad (1)$$

متغیر توضیحی	آزمون مقطعی		
	ضریب	آماره t	P-value
تغییرات فروش	۱.۲۱۵	۵.۱۶۲	۰.۰۰۰
تغییرات بهای تمام شده	-۰.۵۲۴	-۲.۴۸۷	۰.۰۱۵
آماره F	۱۵.۴۴۶		
P-value	۰.۰۰۰		
آماره دوربین واتسون	۱.۷۴		
ضریب تعیین	۰.۵۱۰		

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

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

آماره دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خودهمستگی دلالت دارد. بنابراین بین تغییرات فروش و بازده سهام رابطه مثبت و بین تغییرات بهای تمام شده کالای فروش رفته با بازده سهام رابطه منفی وجود دارد که از نظر آماری معنی‌دار است و فرضیه اول را تایید می کند.

نتایج آزمون فرضیه دوم

جدول ۴: نتیجه آزمون فرضیه دوم بر اساس مدل (۲)

$$\frac{p_{it}-p_{it-1}}{p_{it-1}} = a + b_1 \frac{Earnings_{it}}{p_{it-1}} + b_2 \frac{d_{it}}{p_{it-1}} + b_3 \frac{B_{it-1}}{p_{it-1}} + \varepsilon_{it}, \qquad (2)$$

متغیر توضیحی	آزمون مقطعی		
	ضریب	آماره t	P-value
سود تعهدی	۰.۷۰۵	۳.۳۸۳	۰.۰۰۱
سود سهام پرداختی (سود مصوب)	-۰.۴۰۷	-۱.۲۹۶	۰.۱۹۹
ارزش دفتری	-۰.۱۴۴	-۲.۶۸۹	۰.۰۰۹
آماره F	۴.۸۴۴		
P-value	۰.۰۰۴		
آماره دوربین واتسون	۱.۸۷۷		
ضریب تعیین	۰.۳۷۸		

(مآخذ: محاسبه های پژوهشگر)

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد: سود تعهدی رابطه معنی‌داری با تغییرات حقوق صاحبان سهام دارد. برای برآورد این فرضیه از دو مدل استفاده شده که نتیجه حاصل از برآورد مدل (۲) در جدول (۴) و مدل (۳) در جدول (۵) منعکس شده است.

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود: نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد بین سود تعهدی و بازده سهام رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. آماره t برابر با ۳/۳۸۳ و P-value برابر با ۰.۰۰۱ در سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار است. آماره F بیانگر معنی داری مدل در سطح خطای ۱ درصد است. بین ضریب متغیر کنترلی ارزش دفتری با بازده سهام رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد و معنی‌داری ارزش دفتری را در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌کند. ولی سود سهام پرداختی معنی‌دار نیست. آماره دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خودهمستگی

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

دلالت دارد. نتیجه آزمون فرضیه دوم براساس برآورد مدل (۳)، در جدول (۵) منعکس شده است:

جدول ۵: نتیجه آزمون فرضیه دوم بر اساس مدل (۳)

$$\frac{p_{it}-p_{it-1}}{p_{it-1}} = a + b_1 \frac{Earnings_{it}}{p_{it-1}} + b_2 \frac{d_{it}}{p_{it-1}} + b_3 \frac{B_{it-1}}{p_{it-1}} + b_4 \frac{(C-I)_{it}}{p_{it}} + \varepsilon_{it}, \qquad (3)$$

متغیر توضیحی	آزمون مقطعی		
	ضریب	آماره t	P-value
سود تعهدی	۰.۷۱۹	۳.۴۳۱	۰.۰۰۱
سود سهام پرداختی (سود مصوب)	-۰.۴۰۰	-۱.۲۷۱	۰.۲۰۷
ارزش دفتری	-۰.۱۴۹	-۲.۷۵۶	۰.۰۰۷
جریان نقدی آزاد	-۰.۰۵۸	-۰.۸۰۴	۰.۴۲۴
آماره F	۳.۷۸۰		
P-value	۰.۰۰۷		
آماره دوربین واتسون	۱.۹۲۱		
ضریب تعیین	۰.۳۸۷		

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

نتایج برآورد مدل (۳) نشان می‌دهد بین سود تعهدی و تغییرات حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. آماره t برابر با ۳.۴۳۱ و P-value برابر با ۰.۰۰۱ در سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار است. آماره F بیانگر معنی‌داری مدل در سطح خطای ۱ درصد است. بین ضرایب متغیرهای کنترلی سود سهام پرداختی، ارزش دفتری و وجوه نقد آزاد با قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد که سود سهام پرداختی و وجوه نقد آزاد از نظر آماری معنی‌دار نبوده، ولی معنی‌داری ارزش دفتری را در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌کند. آماره دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خودهمستگی دلالت دارد. بنابراین هم بر اساس مدل (۲) و هم مدل (۳) فرضیه دوم تأیید می‌شود یعنی بین سود تعهدی با تغییرات حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

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

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌دارد: جریان نقدی آزاد رابطه معنـی‌داری بـا تغییـرات حقـوق صاحبان سهام دارد. نتیجه حاصل از برآورد مدل (۴) در جدول (۶) منعکس شده است.

جدول ۶ : نتیجه آزمون فرضیه سوم بر اساس مدل (۴)

$$\frac{P_{it}^{NOA}-P_{it_{-1}}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}=\alpha+\beta_1\frac{OI_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2\frac{(C-I)_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_3\frac{NOA_{it-1}}{P_{it-1}^{NOA}}+\varepsilon_{it} \qquad (4)$$

متغیر توضیحی	آزمون مقطعی		
	ضریب	آماره t	P-value
سود عملیاتی	۱.۲۷۶	۱۲.۹۶۲	۰.۰۰۰
جریان نقدی آزاد	-۰.۹۷۹	-۱۰.۰۷۲	۰.۰۰۰
خالص دارائی‌های عملیاتی	-۰.۳۲۷	-۵.۸۱۰	۰.۰۰۰
آماره F	۶۰.۴۸۰		
P-value	۰.۰۰۰		
آماره دوربین واتسون	۱.۷۳۷		
ضریب تعیین	۰.۸۲۲		

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود: نتایج برآورد مدل (۴) نشان مـی‌دهـد رابطـه منفی معنی‌داری بین جریان نقدی آزاد و قیمت سهام وجود دارد. آمـاره t برابـر بـا ۱۰/۰۷۲- و P-value برابر با ۰.۰۰۰ از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار بـوده و رابطـه بـین جریان نقدی آزاد و قیمت سهام را تأیید می‌کند. ضرایب متغیر کنترلی سـود عملیـاتی، وجـود رابطه مثبت و معنی‌دار و ضرایب متغیر کنترلی خالص دارائی‌های عملیاتی، وجود رابطه منفی و معنی‌دار با قیمت سهام را در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌کند. آماره دوربین واتسون نیـز بـر عدم وجود خود همستگی دلالت دارد. بنابراین بر اساس بـرآورد مـدل (۴) فرضـیه سـوم تأییـد می‌شود یعنی بین جریان نقدی آزاد با قیمت سهام رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد.

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

نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌دارد: جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنی-داری با قیمت سهام دارد. نتیجه حاصل از برآورد مدل (۵) در جدول (۷) منعکس شده است.

جدول ۷ : نتیجه آزمون فرضیه چهارم بر اساس مدل (۵)

$$\frac{P_{it}^{NOA}-P_{it_{-1}}^{NOA}}{P_{it-1}^{NOA}}=\alpha+\beta_1\frac{OI_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2^c\frac{C_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_2^I\frac{I_{it}}{P_{it-1}^{NOA}}+\beta_3\frac{NOA_{it-1}}{P_{it-1}^{NOA}}+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

متغیر توضیحی	آزمون مقطعی		
	ضریب	آماره t	P-value
سود عملیاتی	۱.۲۸۱	۱۱.۸۶۴	۰.۰۰۰
جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی	-۰.۹۸۳	-۹.۴۸۰	۰.۰۰۰
جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	-۰.۹۷۲	-۸.۳۴۶	۰.۰۰۰
خالص دارائی‌های عملیاتی	-۰.۳۲۷	-۵.۷۶۴	۰.۰۰۰
آماره F	۴۴.۸۴۹		
P-value	۰.۰۰۰		
آماره دوربین واتسون	۱.۷۳۶		
ضریب تعیین	۰.۸۲۳		

(مآخذ: محاسبه‌های پژوهشگر)

نتایج برآورد مدل (۵) نشان می‌دهد رابطه منفی معنی‌داری بین جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با تغییرات حقوق صاحبان سهام وجود دارد. آماره t برابر با ۸/۳۴۶- و P-value برابر با ۰/۰۰۰ از نظر آماری سطح خطای ۱ درصد معنی‌دار بوده و رابطه بین جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با تغییرات حقوق صاحبان سهام را تأیید می‌کند. ضرایب متغیر کنترلی سود عملیاتی، وجود رابطه مثبت و معنی‌دار و ضرایب متغیرهای کنترلی جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی و خالص دارائی‌های عملیاتی، وجود رابطه منفی و معنی‌دار با تغییرات حقوق صاحبان سهام را در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌کند. آماره دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خود همستگی دلالت دارد. بنابراین بر اساس برآورد مدل (۵) فرضیه چهارم تأیید می‌شود یعنی بین جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با قیمت سهام رابطه منفی معنی-داری وجود دارد.

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

۸- خلاصه یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری

در این پژوهش نحوه قیمت‌گذاری سود و اجزای سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۸۳ لغایت ۸۸ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد:

- بین تغییرات فروش و تغییرات قیمت سهام رابطه مستقیم برقرار است. یعنی افزایش فروش دوره جاری نسبت به دوره قبل، موجب افزایش قیمت سهام می‌شود و بالعکس.
- بین تغییرات بهای تمام شده کالای فروش رفته و تغییرات قیمت سهام رابطه معکوس برقرار است. یعنی افزایش بهای تمام شده کالای فروش رفته دوره جاری نسبت به دوره قبل، موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بالعکس.
- بین سود تعهدی و تغییرات قیمت سهام رابطه مستقیم برقرار است. یعنی افزایش سود تعهدی، موجب افزایش قیمت سهام می‌شود و بالعکس.
- بین جریان نقدی آزاد و تغییرات قیمت سهام رابطه معکوس برقرار است. یعنی افزایش جریان نقدی آزاد، موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بالعکس
- بین ارزش دفتری، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی و خالص دارائی‌های عملیاتی با قیمت سهام رابطه معکوس برقرار است. این بدین معناست که ارزش دفتری، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی و خالص دارائی‌های عملیاتی موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بالعکس.
- بین جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و قیمت سهام رابطه معکوس برقرار است. یعنی افزایش جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بالعکس.
- بین سود سهام پرداختی به سهام‌داران با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

۹- موانع و محدویت‌های پژوهش

برخی از محدویت‌های عمده پژوهش عبارتند از:

۱- مغایرت‌های موجود در گزارش‌های بورس به طوری که بعضاً صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها با صورت‌های مالی چاپ شده در گزارش‌های سالانه با هم مغایرت داشته‌اند. جهت رفع این مشکل در این پژوهش آخرین گزارش‌های موجود تا زمان پژوهش، گردآوری و ملاک عمل قرار گرفت.

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

۲- عدم دسترسی به اطلاعات برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، که در نهایت منجر به حذف آنها از نمونه پژوهش شد.

پیشنهادها

۱- نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که تغییرات فروش بیشتر و تغییرات بهای تمام شده کمتری گزارش می‌کنند بازده سهام بیشتری دارند. از این رو تغییرات فروش و بهای تمام شده را باید در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کرد.

۲- همچنین شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی (جریان نقدی آزاد، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی و جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری) بیشتر گزارش می‌کنند بازده سهام کمتری دارند. بنابراین اطلاعات صورت جریان وجوه نقد برای ارزیابی سهام شرکت ها سودمند است.

بررسی‌های به عمل آمده در این پژوهش گویای این واقعیت است که تحلیل‌گران مالی، سهام‌داران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی می‌توانند از تغییرات فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته، سود تعهدی، جریان نقدی آزاد، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی و جریان نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در اتخاذ تصمیمات اقتصادی استفاده کنند.

برای پژوهش های آتی موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

۱- بررسی رابطه بین سود عملیاتی با خالص دارائی‌های عملیاتی.

۲- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد با خالص دارائی‌های عملیاتی.

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

منابع:

۱- ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی، ۱۳۸۳، "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، ***فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***: ۳۷، ص ۷۲-۵۱.

۲- خواجوی، شکرالله و امین ناظمی، ۱۳۸۴، "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، ***فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***: ۴۰، ص ۶۰-۳۷ .

۳- شاهمرادی، مسعود،۱۳۸۰، " ارتباط بین سودهای حسابداری و بازده سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

۴- شباهنگ، رضا، ۱۳۸۱، ***تئوری حسابداری***، تهران: مرکز تحقیقات حسابدرای و حسابرسی سازمان حسابرسی.

۵- عرب مازار یزدی، محمد و محمدحسین صفرزاده، ۱۳۸۶، "تفکیک سود و پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی"، ***فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***: ۴۹، ص ۱۳۸-۱۱۱.

۶- فروغی، داریوش و اسماعیل مظاهری ، ۱۳۸۸، "توانایی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده تحقق یافته سهام"، ***پژوهش‌های حسابداری مالی***، شماره ۲، ص ۱۶-۱.

۷- هاشمی، سید عباس، سعید صمدی و افسانه سروش یار، ۱۳۸۹، "ارزیابی توانمندی اجزای نقدی و تعهدی سود در پیش بینی سود غیر عادی و ارزش شرکت"، ***پژوهش‌های حسابداری مالی***، شماره ۳ ، ص ۹۳-۱۱۲.

۸- یعقوب‌نژاد، احمد، ۱۳۸۶، "مقایسه و تحلیل نقش سود و جریان‌های وجوه نقد در تبیین بازده"، ***پژوهشنامه اقتصادی***، شماره ۷، ص ۲۷۷-۲۵۳.

9- Abarbanell, J. and Kim, S. (2010). Why Returns on Earnings Announcement Days are More Informative than Other Days, http://www.utah-wac.org/2011/Papers/abarbanell_UWAC.pdf.

10- Ali, A. (1994). The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations and Cash Flows. ***Journal of Accounting Research*** 32 (spring): 61-74

11- Cheng, C, C. Liu, and T. Schaefer.(1996).Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from

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

Operations. ***Journal of Accounting Research*** 34 (spring): 173-181.

12- Dechow, P.M. and I.D. Dichev.(2002)**.**The Quality Of Accruals And Earnings: The Role Of Accrual Estimation Errors**.** ***The Accounting Review*** 77: 35-59.

13- Easton, P, T. Harris, and J. Ohlson.(1992).Accounting Earnings Can Explain Most Of Security Returns: The Case Of Long Event Windows. ***Journal of Accounting and Economics*** 15: 119-142.

14- Eric Allen, Chad Larson And Richard G.Sloan,2010. Accrual Reversals, Earnings and Stock ReturnsCalifornia at Berkeley, CA 94105 (May), *Social Science Research* Network, U.S.A.

15- Gerhard, J. Barone, and Matthew J. Magilke.(2009).An Examination Of The Effects Of Investor Sophistication On The Pricing Of Accruals And Cash Flows. ***Journal of Accounting, Auditing and Finance***.Social Science Research Network, U.S.A.

16- Penman, S,.(2004).The Pricing of Earnings and Cash Flows and an Affirmation of Accrual Accounting, New York, NY 10027 (October), *Social Science Research* Network, U.S.A.

17- Richardson, S. and R. Sloan., M. Soliman., and I. Tuna.(2001) "Information in Accruals about the Quality of Earnings. Working Paper,University of Michigan Business School Ann Arber. www.ssrn.com.

18- Saeed, Akbar. And Syed, Zulfiqar, and Ali Shah, and Andrew W Stark (2011) "The Value Relevance Of Cash Flows, Current Accruals, and Non-Current Accruals in The UK". Working Paper,University of Liverpool Management School. www.ssrn.com

19- Sloan, Richard G,(1996).Using Earnings And Free Cash Flow To Evaluate Corporate Performance, ***Journal Of Applied Corporate Finance*****,** Vol.9, nol, pp.10-18 (spring).

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