

بررسی ارتباط جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) با بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری

محمد شایگان، دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بین‌المللی خرمشهر، ایران

نویسنده مسئول: Email: moh.shayegan@gmail.com

دکتر هوشنگ امیری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد آبادان، ایران

چکیده - هدف این تحقیق، بررسی ارتباط بین جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پتروشیمی و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) به‌عنوان متغیرهای مستقل و بازده غیرعادی سهام به‌عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق تعداد ۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۲۲ شرکت از صنعت پتروشیمی و ۲۲ شرکت از صنعت سیمان) به‌عنوان نمونه آماری و برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ به روش تحلیل داده‌های ترکیبی در قالب رگرسیون چند متغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. از متغیر نسبت Q توین شاخص فرصت‌های رشد نیز به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر بهره گرفته شد. برای برآورد مدل‌های مناسب آزمون فرضیه‌ها در داده‌های ترکیبی از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها حاکی از تایید دو فرضیه‌ی اول و دوم تحقیق در هر دو گروه صنعت بوده است. یعنی با افزایش جریان وجه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری، بازده غیرعادی سهام برای سهامداران افزایش یافته و با افزایش جریان وجه نقد تامین مالی شده، بازده غیرعادی سهام کاهش یافته است. با اضافه کردن متغیر فرصت‌های رشد به مدل تحقیق نتایج متفاوتی حاصل شد. اولاً فرضیه‌ی سوم فقط در بین شرکت‌های پتروشیمی مورد تایید قرار گرفت و نتیجه چنین شد که در مواقعی که فرصت‌های رشد بیشتری برای شرکت ایجاد می‌شود، جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری شده منجر به ایجاد بازده سهام غیرعادی بیشتری برای سهامداران می‌شود. اما، فرضیه‌ی چهارم در هر دو گروه رد شد.

واژه‌های کلیدی: جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری)، بازده غیرعادی سهام، فرصت‌های رشد، نسبت Q توین

مقدمه

توسعه‌ی بازار سرمایه یکی از محورهای اصلی رشد و توسعه اقتصادی در هر جامعه‌ای می‌باشد. در این راستا مدیران برای تصمیم‌گیری و هدایت و توسعه واحد تجاری باید با جنبه‌ها و ابعاد مختلف فعالیت شرکت و همچنین فضای سرمایه‌گذاری آشنایی کامل داشته باشند. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسک‌دار و مخصوصاً دنیای سرمایه‌گذاری در سهام، بسیار رقابتی و توأم با پیچیدگی‌های ذاتی و محیطی فراوان می‌باشد و واحد تجاری برای هر سرمایه‌گذاری نیازمند وجه نقد می‌باشد. نقدینگی توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه‌مدت را نشان می‌دهد به عبارت دیگر نقدینگی شرکت رابط بین وجه نقدی است که در کوتاه‌مدت در اختیار شرکت قرار خواهد گرفت و وجه نقدی که شرکت به آن نیاز خواهد داشت (سالوی^۱، ۲۰۱۰).

از آنجایی که سرمایه‌گذاران نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند، باید عوامل زیادی را هنگام سرمایه‌گذاری مدنظر قرار دهند. بورس اوراق بهادار در حکم یک بازار، تسهیلات لازم از جمله صورت‌های مالی شرکت‌ها را در اختیار خریداران و فروشندگان سهام قرار می‌دهد. یکی از عواملی که خریداران سهام مدنظر قرار می‌دهند، بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد به نحوی که با تغییرات آن بتوانند در هر زمان پول خود را به اوراق بهادار، یا بالعکس تبدیل نمایند و برای سنجش و میزان عملکرد و بازده شرکت می‌توان از شاخص Q توبین توسط آقای "جیمز توبین" در سال ۱۹۷۸ مطرح شد استفاده کرد. بازده یا سود غیرعادی نیز، سود مازاد بر بازده حقوق صاحبان سهام است و آگاهی از آن در تصمیم‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه موثر خواهد بود. از این رو شناخت عوامل تاثیرگذار بر سود غیرعادی و نیز پایداری آن از مسائل مهم مطروحه در تصمیم‌های اقتصادی است. در تحقیقات گذشته این نتیجه حاصل شده است که جریان‌های نقدی قدرت بالاتری برای پیش‌بینی سود غیرعادی دارند ولی همچنان این ارتباطات مبهم می‌باشد. (هاشمی و دیگران، ۱۳۸۹). در این تحقیق سعی بر این است تا ابتدا ارتباط بین جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های در شرکت‌های پتروشیمی و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد. سپس تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر بر این رابطه مورد بررسی قرار می‌گیرد. لذا، مسأله‌ی اساسی تحقیق این است که آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟

¹ Salavei

ضرورت انجام این پژوهش از چند بعد حائز اهمیت است: اول اینکه جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) موضوعی است که در تحقیقات حسابداری کمتر مورد توجه قرار گرفته است و ما در نظر داریم این موضوع را با توجه به تحقیقات مشابه اخیر و تاثیر آن بر بازده غیرعادی در شرکت‌های پتروشیمی و سیمان بررسی کنیم. دوم نتایج این پژوهش به‌عنوان یک پژوهش جدید می‌تواند اطلاعات سودمندتری در مقایسه با پژوهش‌های پیشین در اختیار تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها قرار دهد، چرا که سرمایه‌گذاران همواره نگران منافع خود در شرکت هستند و شناخت عوامل گوناگون در محیط کسب‌وکار تا حدود زیادی عدم تقارن اطلاعاتی، نگرانی و ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. سوم، برآوردن نیازهای اطلاعاتی شرکت‌ها، مدیران و ارائه‌ی نتایج کاربردی درخصوص موضوع مقاله به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه به‌منظور اتخاذ تصمیم‌های مالی صحیح و معقول کمک می‌کند. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با جریان نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و تاثیر آن بر بازده غیرعادی گردد. دوم نتایج تحقیق به‌عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی درخصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تردید وجود ندارد که انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید لازمه رشد و پیشرفت و رقابت در جهان امروزی است. تامین وجوه مورد نیاز این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً از طریق ابزارهای متنوع تامین مالی صورت می‌گیرد که هر یک ویژگی‌های خاص خود را دارا هستند. شرکت‌ها و افراد سرمایه‌گذار که منابع مالی عمده خود را صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مختلف نموده‌اند، همواره به دنبال دریافت راه کار و روشی برای پیش‌بینی روندها و جهت حرکت قیمت سهام و اوراق بهادار و سرانجام پیش‌بینی بازدهی آتی خود هستند. آنها از این طریق می‌توانند ضمن کاهش ریسک، مطلوبیت خود را بهینه نموده و کسب ارزش نمایند.

جریان‌های نقدی و تامین کردن منابع مالی برای سرمایه‌گذاری از اهمیت بسیاری برخوردار می‌باشد که از نظر مدیران، جریان‌های نقدی هر واحد تجاری بخش مهمی از مسئولیت‌های مدیریت، از جمله حسابداری به

صاحبان سرمایه را تشکیل می‌دهد. بسیاری از تصمیم‌های آنان برای واحد تجاری پیامدهای نقدی به همراه خواهد داشت، بنابراین سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان، مشتریان و مدیران به شکلی چشمگیر در توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریان‌های نقدی مطلوب ذینفع هستند. اطلاعات مرتبط با جریان‌های نقدی استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا بتوانند توانایی شرکت را در ایجاد جریان‌های نقدی ورودی حاصل از عملیات، ایفای تعهدات سررسید شده و پرداخت سود سهام ارزیابی کنند.

از سوی دیگر هیئت استانداردهای حسابداری مالی (FASB)^۱ و کمیته استانداردهای بین‌المللی (IASB)^۲ افشای جریان‌های نقدی را برای شرکت‌ها و با هدف به کارگیری آن توسط استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، ضروری می‌دانند. علاوه بر آن جریان‌های نقدی در بسیاری از تصمیمات اقتصادی از قبیل تحلیل و سنجش قدرت نقدینگی دارایی‌ها، ارزیابی توانایی ایفای تعهدات، ارزیابی عملکرد مفید است. در حالی که تحقیقات قابل ملاحظه‌ای، رابطه بازده اوراق بهادار و انواع جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (CFO)^۳ را بررسی کرده است، تحقیقات نسبتاً کمی درباره سودمندی جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (CFI) و فعالیت‌های تامین مالی (CFF) وجود دارد. لذا از آنجایی که این تحقیق به بررسی توان گردش وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی در پیش‌بینی بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صنایع پتروشیمی و سیمان می‌پردازد؛ از اهمیت و ضرورت قابل توجهی برخوردار است.

برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی با هدف بررسی تاثیر چرخه عمر و جریان نقد آزاد بر بازده و نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد جریان نقد آزاد بر نسبت پرداخت و بازده سود سهام تاثیری ندارد که این نتیجه از فرضیه جریان نقد آزاد و چرخه عمر پیروی نمی‌کند. علاوه بر این چرخه عمر بر نسبت پرداخت سود سهام و بازده سود سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد که یافته‌ها از فرضیه جریان نقد آزاد و چرخه عمر پیروی می‌کند. علی قاسمی و همکاران (۱۳۹۵) تحقیقی با هدف تاثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیرعادی و نوسان آنها در طول زمان در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج دوره زمانی ده ساله ۱۳۹۳ حاصله با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره، استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت، بیانگر این مطلب بود که بیش

¹ Financial Accounting Standard Board

² International Accounting Standard Committee

³ Cash Flow from Operating activities

ارزشیابی سهام بر بازده غیرعادی و نوسان آنها در طول زمان تاثیر مثبت و معناداری دارد. به عبارت دیگر، با افزایش ارزشیابی خلاف واقع و بیش از حد سهام در طول زمان، بازده غیرعادی و نوسان آنها به صورت معناداری افزایش می‌یابد. لذا به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد با فراهم آوردن زمینه‌های لازم در جهت ارزشیابی واقع‌بینانه سهام، تمهیدات لازم در جهت کاهش بازده غیرعادی سهام و نوسان آنها را در طول زمان فراهم آورند. محسن تنانی و همکاران (۱۳۹۵) تحقیقی با هدف بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی با بازده سهام و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد کیفیت سود بر رابطه فی مابین جریان‌های نقد عملیاتی و بازده سهام تاثیر مثبت دارد. طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیق خود به بررسی اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این تحقیق، داده‌های مربوط به ۱۳۷ شرکت منتخب در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته‌اند. نسبت‌های مختلف بدهی به عنوان شاخص تصمیمات تامین مالی (ساختار سرمایه) و طبقات پنج‌گانه صورت جریان وجه نقد، با رویکردی متفاوت از سایر تحقیقات مشابه (سه طبقه‌ای)، به عنوان شاخص جریان‌های نقدی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. نتایج این تحقیق از لحاظ معنی‌دار بودن روابط بین متغیرها و ارتباط جریان‌های نقدی عملیاتی، سرمایه‌گذاری، تامین مالی و خالص جریان‌های نقدی با نسبت‌های بدهی به عنوان شاخص‌های ساختار سرمایه با نتایج تحقیق جمالی (۱۳۸۲) و لشکری و همکاران (۱۳۸۸) همخوانی دارد. اما مستقیم یا معکوس بودن روابط متغیرها در برخی موارد با توجه به دوره‌های زمانی تحقیق، وقفه زمانی در نظر گرفته شده و همچنین مدل ۵ بخشی صورت جریان‌های نقدی متفاوت است. دارابی و وکیلی‌فرد (۱۳۹۲) در بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که همبستگی بین سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی با بازده سهام مثبت است و این همبستگی بین سود عملیاتی و بازده سهام بیشتر از همبستگی بین جریان‌های نقد عملیاتی می‌باشد. نتایج تحقیق هاشمی و دیگران (۱۳۸۹)، بیانگر توانمندی جریان‌های نقدی و مجموع اقلام تعهدی در تعمیم ارزش شرکت و پیش‌بینی سود غیرعادی است. نتیجه دیگر این تحقیق نشان می‌دهد که اجزای اقلام تعهدی دارای توانایی پیش‌بینی سود غیرعادی است.

سایملی^۱ (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی رابطه بین وجوه نقد و بازده سهام پرداخت که نتایج تحقیق وی نشان‌دهنده این بود که وجوه نقد می‌تواند مکملی برای صورت‌های مالی تعهدی باشد و در اندازه‌گیری بازده

¹ Saimle

شرکت تاثیر مثبت می‌گذارد. اولر و پیکونی^۱ (۲۰۱۵)، نشان دادند که نرخ بازده سهام سال آتی شرکت‌ها در هنگام انحراف از وجه نقد بهینه برآوردی، هم برای شرکت‌هایی که وجه نقد بیش از حد نگهداری می‌کنند و هم برای شرکت‌هایی که وجه نقد کمتر از حد بهینه نگهداری می‌کنند، شروع به کاهش می‌کند (رابطه معکوس دارد). دستجردی و ده‌بزرگی (۲۰۱۴) رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند که یافته‌های آنان نشان می‌داد بین کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام ارتباط مثبتی وجود دارد. بیلین و همکاران^۲ (۲۰۱۱) تحقیقی با هدف بررسی تاثیر هزینه‌های تحقیق و توسعه بر روی بازدهی سهام و انتقال اطلاعات انجام دادند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که بازدهی غیرعادی منفی داشتند دارای هزینه‌های تحقیق و توسعه فزاینده‌ای بودند. این پدیده با این توضیح توجیه شد که سرمایه‌گذاری در هزینه‌های تحقیق و توسعه به قدر کافی سودآوری به همراه نداشته است.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری تحقیق و سایر تحقیق‌های پیشین، چهار فرضیه‌ی تحقیق به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه ۱: بین «جریان نقدی سرمایه‌گذاری» با «بازده غیرعادی سهام» در صنایع پتروشیمی و سیمان رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین «جریان نقدی تامین مالی» با «بازده غیرعادی سهام» در صنایع پتروشیمی و سیمان رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: «جریان نقد سرمایه‌گذاری» با «بازده غیرعادی سهام» در صنایع پتروشیمی و سیمان با توجه به میزان Q توبین رابطه متفاوتی دارند.

فرضیه ۴: «جریان نقد تامین مالی» با «بازده غیرعادی سهام» در صنایع پتروشیمی و سیمان با توجه به میزان Q توبین رابطه متفاوتی دارند.

روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، از نوع تحقیق‌های کاربردی و از نظر شیوه‌ی انجام، از نوع تحقیق‌های همبستگی بین متغیرها و از نظر بعد زمانی، یک تحقیق پس‌رویدادی است.

¹ Oler, & Picconi,

² Bey Lin

جامعه‌ی آماری تحقیق، شرکت‌های پتروشیمی و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۵ به مدت هفت سال است. از همه‌ی شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها قابل گردآوری است، به‌عنوان نمونه‌ی آماری استفاده شده است. شرایط مزبور منجر به تعیین ۴۴ شرکت (در مجموع ۳۰۸ سال- شرکت) شد. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز این تحقیق از اطلاعات و صورت‌های مالی ارائه شده در سایت بورس (www.Rdis.ir) و لوح‌های فشرده‌ی ارائه شده توسط بورس و نرم‌افزار تدبیرپرداز استفاده شده است. نرم‌افزار مورد استفاده برای طبقه‌بندی و تجزیه و تحلیل اطلاعات نیز نرم‌افزار Excel می‌باشد. پس از جمع‌آوری اطلاعات برای آزمون فرضیه‌ها و ارتباط معنادار بین متغیرهای تحقیق از رگرسیون چند متغیره، همبستگی پیرسون، ضریب تعیین تعدیل شده (R2) و تحلیل آماره‌های F و T استفاده شده است. برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرها آزمون دوربین واتسن انجام شده است. برای بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون JB و برای انتخاب روش‌های مناسب برآورد مدل در اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است.

اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

بازده غیر عادی سهام

بازده غیرعادی سهام حاصل تفاوت بازده واقعی سهام و بازده مورد انتظار است.

بازده واقعی

برای هر سهم به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{i,t} = \frac{P_1(1 + \alpha) + D - [P_0 + \alpha(1000)]}{P_0 + \alpha(1000)} \quad (3)$$

به طوری که:

$R_{i,t}$: بازده واقعی هر سهم از سال t ، P_1 : قیمت سهم در پایان سال t ، P_0 : قیمت سهم در ابتدای سال t ، α : درصد افزایش سرمایه، D : سود نقدی سهام و 1000: افزایش سرمایه به مبلغ اسمی ۱۰۰۰ ریال برای هر سهم طبق قانون تجارت می‌باشد.

در این تحقیق، برای محاسبه‌ی بازده موردانتظار هر سهم از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود و روش محاسبه‌ی آن به شرح زیر است (ویلیام اسکات، ۲۰۰۳):

$$E(R_{j,t}) = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (4)$$

در رابطه‌ی بالا:

$E(R_{j,t})$: بازده مورد انتظار هر سهم j در سال t ، R_f : نرخ بازده بدون ریسک، R_m : نرخ بازده بازار و β ریسک سیستماتیک شرکت می‌باشد. ریسک سیستماتیک شرکت (β) نیز به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حال با توجه به توضیحات بالا بازده غیرعادی نیز با توجه به این مدل به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$AR_{i,t} = E(R_{i,t}) - E(R_{j,t}) \quad (5)$$

در این رابطه، $AR_{i,t}$ بازده غیرعادی، $E(R_{i,t})$ بازده واقعی و $E(R_{j,t})$ معرف بازده مورد انتظار سهام است.

اندازه‌گیری جریان‌های وجه نقد

جریان‌های وجه نقد که شامل سه دسته‌ی اصلی هستند، از صورت گردش وجه نقد شرکت‌های نمونه استخراج می‌شود و برای اینکه متغیرها حالت استاندارد داشته باشند، جریان وجه نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) بر جمع کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود.

اندازه‌گیری فرصت‌های رشد

برای اندازه‌گیری متغیر فرصت‌های رشد، از نسبت Q توپین استفاده می‌شود در این تحقیق برای محاسبه Q توپین، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها (کیم و موریز، ۲۰۰۳)^۱، به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$\text{Tobin's } Q = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{TA} \quad (6)$$

که در آن:

¹ Kim, and Morris 2003

MVE، حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام عادی است.
 PS، ارزش دفتری سهام ممتاز است که به دلیل عدم وجود در ایران صفر تلقی می‌شود.
 DEBT، مجموع ارزش بدهی‌های جاری و ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت است.
 TA، ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.
 چنانچه Q توین بیش از یک باشد، فرصت‌های رشد بالا و در صورتی که کمتر از یک باشد، فرصت‌های رشد پایین را نشان می‌دهد.

مدل‌های تجربی تحقیق

الف- مدل آزمون فرضیه‌ی اول و دوم:

مدل رگرسیون برای بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی سهام به صورت مدل شماره‌ی (۱) تدوین شده است:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFI_{it} + \beta_2 CFF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

مدل مزبور توسط مک لوی (۲۰۱۱) معرفی شده است. AR در این مدل نشان‌دهنده‌ی شاخص بازده غیرعادی (متغیر وابسته) است.

ب- مدل آزمون فرضیه‌ی سوم و چهارم:

مدل رگرسیون برای بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی با توجه به فرصت‌های رشد (کیوی توین) به صورت مدل شماره‌ی (۲) تدوین شده است:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFI_{it} * IOS_{it} + \beta_2 CFF_{it} * IOS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

آماره‌های توصیفی تحقیق

در این تحقیق، ابتدا با استفاده از داده‌های خام، مقدار متغیرهای تحقیق محاسبه شده و سپس آماره‌های توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته‌ی تحقیق که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار داده‌های تحقیق است محاسبه و در جدول (۲) ارائه شده است. مقادیر مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های تحقیق ارائه می‌کنند.

جدول (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	علامت	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده غیرعادی سهام	AR	۰,۰۸۳۸	۰,۰۷۳۹	۰,۴۲۸۹	-۰,۲۹۸۳	۰,۲۴۶۳
جریان نقدی سرمایه‌گذاری	CFI	۰,۱۲۲۱	۰,۱۰۸۶	۰,۳۱۸۳	-۰,۰۴۵۷	۰,۱۶۲۷
جریان نقدی تامین مالی	CFF	۰,۰۸۳۶	۰,۰۷۱۲	۰,۲۴۷۹	-۰,۰۷۳۸	۰,۰۸۲۴
فرصت‌های رشد	IOS	۰,۵۰۱۴	۰,۴۱۶۵	۱,۱۴۱۰	۰,۳۰۲۶	۰,۱۰۱۴

منبع: محاسبات محقق

نتایج نشان می‌دهد که میانگین و (انحراف معیار) متغیرهای مستقل یعنی سرمایه‌گذاری و تامین مالی به ترتیب برابر ۰,۱۲۲۱، ۰,۱۶۲۷) و ۰,۰۸۳۶ و ۰,۰۸۲۴) بوده است. همچنین، میانگین و (انحراف معیار) متغیر وابسته‌ی تحقیق یعنی بازده غیرعادی سهام برابر ۰,۰۸۳۸ و ۰,۲۴۶۳) بوده است.

در جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود، نتایج آزمون چاو در مدل (۱) فرض صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدا در تمام دوره‌ها، فرض صفر را رد کرده است. لذا، روش تخمین داده‌های تلفیقی برای برآورد مدل (۱)، گزینه‌ی مناسب‌تری است. طبق این روش، تمامی داده‌ها با یکدیگر ترکیب شده و به وسیله‌ی رگرسیون حداقل مربعات معمولی^۱ تخمین زده می‌شود. در مورد مدل (۲) نتایج آزمون چاو فرض صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدا در تمام دوره‌ها را، تایید نکرده است. بنابراین، باید از مدل پانل (اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیه‌های مدل دوم استفاده کرد. برای انتخاب مدل مناسب از بین مدل-های اثرات ثابت و تصادفی آزمون هاسمن انجام شده که نتایج آن در جدول شماره‌ی (۳) قابل مشاهده است. نتایج آزمون هاسمن برای مدل (۲) نشان می‌دهد که فرض صفر این آزمون تایید شده است. لذا، روش اثرات تصادفی (Random Effect) برای برآورد مدل (۲) در هر دو گروه نمونه‌ی پتروشیمی و سیمان، گزینه‌ی مناسب‌تری است.

¹ Ordinary Least Square Regressions (OLS)

جدول (۳): نتایج آزمون چاو

نتیجه آزمون	<i>p-value</i>	آماره‌ی آزمون چاو	مدل مورد آزمون	
Pooled data - مدل تلفیق داده‌ها	۰/۲۸۹۷	۲/۲۱۳۶	گروه پتروشیمی	مدل اول
Pooled data - مدل تلفیق داده‌ها	۰/۶۸۴۳	۰/۶۲۵۹	گروه سیمان	(۱)
Panel data - انجام آزمون هاسمن	۰/۰۰۳۴	۶/۱۲۴۸	گروه پتروشیمی	مدل دوم
Panel data - انجام آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	۹/۲۴۱۱	گروه سیمان	(۲)

منبع: محاسبات محقق

نتایج برآورد مدل اول

همان‌گونه که در جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است. بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل ۰,۴۱۰۸ بوده است. این رقم نشان می‌دهد که حدوداً ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی بازده غیرعادی سهام ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل موجود در مدل بوده و ۵۹ درصد دیگر تغییرات آن ناشی از سایر عوامل است.

جدول (۴): نتایج آزمون مدل فرضیه‌ی اول و دوم در صنعت پتروشیمی

<i>p-value</i>	<i>t-static</i>	ضریب	شرح
۰,۰۰۰۴	۶,۳۲۶۵	۰,۱۴۸۲	CFI
۰,۰۰۰۰	-۹,۸۲۷۳	-۰,۳۳۹۶	CFF
۰,۰۰۰۰	۶,۶۵۵۴	۰,۰۲۲۴	ضریب ثابت
	۰,۴۲۶۱		<i>R-squared</i>
	۰,۴۱۰۸		<i>Adjusted R-squared</i>
	۴,۶۲۸۶		<i>F-static</i>
	۰,۰۰۰۰		<i>p-value</i>
	۲,۲۸۹۱		<i>D-W</i>
	۱۳۲		تعداد مشاهدات

متغیر وابسته: AR

منبع: محاسبات محقق

آماره‌ی آزمون دوربین واتسون ۲,۲۸۹۱ می‌باشد. این آزمون برای بررسی خودهمبستگی خطاها استفاده می‌شود. میزان مطلوب آن برای عدم وجود خودهمبستگی ۲ می‌باشد. اگر مقدار این آماره بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد، خودهمبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود. با توجه به این که میزان آماره‌ی دوربین واتسون حاصل ۲,۲۸۹۱ بوده است، وجود خودهمبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود.

با توجه به نتایج جدول (۴) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی اول (CFI) و سطح معناداری آن (p -value) به ترتیب ۶,۳۲۶۵ و ۰/۰۰۰۴ بوده است. بنابراین، جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پتروشیمی تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است و فرضیه‌ی اول پژوهش با اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر مستقل دوم (جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع رابطه‌ی بین جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری و بازده غیرعادی سهام رابطه‌ای مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صنعت پتروشیمی، میزان بازده غیرعادی سهام برای سهامداران نیز افزایش می‌یابد.

همچنین، آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی دوم (CFF) و سطح معناداری آن (p -value) به ترتیب ۹,۸۲۷۳- و ۰/۰۰۰۰ بوده است. با توجه به این که سطح خطای حاصل شده از ۰/۰۱ کمتر بوده است، بنابراین جریان نقد تامین مالی در شرکت‌های پتروشیمی تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است و فرضیه‌ی دوم نیز با اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر مستقل دوم نیز (جریان وجه نقد تامین مالی) منفی می‌باشد. در نتیجه، نوع رابطه‌ی بین جریان وجه نقد تامین مالی و بازده غیرعادی سهام رابطه‌ای معکوس است. به بیان دیگر، با افزایش جریان وجه نقد تامین مالی در شرکت‌های صنعت پتروشیمی، میزان بازده غیرعادی سهام برای سهامداران نیز در شرکت‌های مزبور کاهش می‌یابد.

نتایج آزمون معناداری مدل اول و بررسی ضرایب مزبور به روش پول دیتا در شرکت‌های صنعت سیمان برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ در جدول شماره‌ی (۵) قابل مشاهده است. همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است. بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل ۰,۲۹۳۶ بوده است. این رقم نشان می‌دهد که حدوداً ۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی بازده غیرعادی سهام ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل بوده و ۷۱ درصد دیگر تغییرات آن ناشی از سایر عوامل

است. آماره‌ی آزمون دورین واتسون ۲,۰۹۳۴ می‌باشد، لذا وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل فرضیه‌ی اول و دوم در صنعت سیمان

شرح	ضریب	t-static	p-value
CFI	۲,۲۴۳۶	۵,۳۲۴۴	۰,۰۰۱۳
CFF	-۰,۱۱۶۴	-۴,۳۴۵۹	۰,۰۱۴۲
ضریب ثابت	-۰,۰۰۴۲	-۶,۹۹۰۴	۰,۰۰۰۰
<i>R-squared</i>	۰,۳۱۰۹		
<i>Adjusted R-squared</i>	۰,۲۹۳۶		
<i>F-static</i>	۶,۲۱۳۶		
<i>p-value</i>	۰,۰۰۰۰		
<i>D-W</i>	۲,۰۹۳۴		
تعداد مشاهدات	۱۳۲		

متغیر وابسته: AR

منبع: محاسبات محقق

با توجه به نتایج جدول (۵) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی اول (CFI) و سطح معناداری آن (p-value) به ترتیب ۵,۳۲۴۴ و ۰/۰۰۱۳ بوده است. بنابراین، جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سیمانی تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است و فرضیه‌ی اول پژوهش با اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر مستقل دوم (جریان وجه سرمایه‌گذاری) نیز مثبت می‌باشد.

همچنین، آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی دوم (CFF) و سطح معناداری آن (p-value) به ترتیب -۴,۳۴۵۹ و ۰/۰۱۴۲ بوده است. با توجه به این که سطح خطای حاصل شده از ۰/۰۱ کمتر بوده است. ضریب متغیر مستقل دوم نیز (جریان وجه نقد تامین مالی) منفی می‌باشد. بنابراین، جریان نقد تامین مالی در شرکت‌های سیمانی تاثیر مثبت معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است و فرضیه‌ی دوم نیز با اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

همان‌طور که در بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم ملاحظه شد، رابطه‌ی مثبتی بین جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری و تامین مالی با بازده غیرعادی سهام در هر دو گروه شرکت‌های پتروشیمی و سیمان تایید شد.

نتایج برآورد مدل دوم

مدل دوم تحقیق برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم استفاده شده است. فرضیه‌های سوم و چهارم تحقیق به بررسی رابطه‌ی بین جریان‌های وجه نقد غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی در شرکت‌های پتروشیمی و سیمان با تاثیر فرصت‌های رشد می‌پردازد.

نتایج آزمون معناداری مدل دوم و بررسی ضرایب مزبور در شرکت‌های صنعت پتروشیمی برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ در جدول شماره‌ی (۶) قابل مشاهده است.

همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است. بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل ۰,۳۴۹۶ بوده است. این رقم نشان می‌دهد که حدوداً ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی بازده غیرعادی سهام ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل موجود در مدل بوده و ۶۵ درصد دیگر تغییرات آن ناشی از سایر عوامل است.

جدول (۶): نتایج آزمون مدل فرضیه سوم و چهارم در صنعت پتروشیمی

شرح	ضریب	t-static	p-value
CFI* IOS	۱,۰۸۴۲	۴,۸۰۰۳	۰,۰۰۰۶
CFF* IOS	-۰,۰۳۲۶	-۱,۹۸۰۴	۰,۰۸۲۵
ضریب ثابت	۰,۸۵۴۴	۴,۵۵۸۶	۰,۰۲۶۸
<i>R-squared</i>	۰,۳۶۳۴		
<i>Adjusted R-squared</i>	۰,۳۴۹۶		
<i>F-static</i>	۶,۶۹۰۳		
<i>p-value</i>	۰,۰۰۰۰		
<i>D-W</i>	۲,۲۸۹۱		
تعداد مشاهدات	۱۳۲		

متغیر وابسته: AR

منبع: محاسبات محقق

با توجه به این که میزان آماره‌ی دورین واتسون حاصل ۲,۲۸۹۱ بوده است، وجود خودهمبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود.

با توجه به نتایج جدول (۶) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی سوم (CFI*IOS) و سطح معناداری آن (p-value) به ترتیب ۴,۸۰۰۳ و ۰/۰۰۰۶ بوده است. ضریب متغیر مستقل دوم (جریان وجه سرمایه‌گذاری) مثبت می‌باشد. بنابراین، جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پتروشیمی با اضافه شدن متغیر فرصت‌های رشد تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام داشته است و فرضیه‌ی سوم پژوهش با اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب این متغیر پیش از اضافه شدن فرصت‌های رشد ۰,۱۴۸۲ بوده و با اضافه شدن نسبت Q توین این ضریب به ۱,۰۸۴۲ افزایش یافته است. این موضوع نشان می‌دهد که افزایش شدت ارتباط بین جریان نقد سرمایه‌گذاری و بازده غیرعادی سهام با اضافه شدن متغیر فرصت‌های رشد بیشتر شده است.

آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی چهارم (CFF*IOS) و سطح معناداری آن (p-value) به ترتیب ۱,۹۸۰۴- و ۰/۰۸۲۵ بوده است. با توجه به این که سطح خطای حاصل شده از ۰/۰۵ بیشتر بوده است، بنابراین نتیجه می‌شود که جریان نقد تامین مالی در شرکت‌های پتروشیمی با اضافه شدن شاخص فرصت‌های رشد تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام نداشته است و فرضیه‌ی چهارم در سطح خطای ۵٪ مورد تایید قرار نگرفته است.

نتایج آزمون معناداری مدل دوم و بررسی ضرایب مزبور در شرکت‌های صنعت سیمان برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ در جدول شماره‌ی (۷) قابل مشاهده است.

جدول (۷): نتایج آزمون مدل فرضیه سوم و چهارم در صنعت سیمان

شرح	ضریب	t-static	p-value
CFI* IOS	۰,۰۲۴۳	۰,۵۶۶۳	۰,۱۴۲۹
CFF* IOS	-۰,۰۰۷۴	-۰,۲۷۳۸	۰,۴۲۷۱
ضریب ثابت	-۰,۱۰۲۶	-۴,۱۰۹۳	۰,۰۲۴۲
<i>R-squared</i>	۰,۲۲۸۴		
<i>Adjusted R-squared</i>	۰,۲۰۳۹		
<i>F-static</i>	۸,۲۳۸۶		
<i>p-value</i>	۰,۰۰۰۰		
<i>D-W</i>	۲,۱۱۰۲		
تعداد مشاهدات	۱۳۲		

متغیر وابسته: AR

منبع: محاسبات محقق

همان‌گونه که در جدول (۷) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است. بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل ۰,۲۰۳۹ بوده است. این رقم نشان می‌دهد که حدوداً ۲۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی بازده غیرعادی سهام ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل موجود در مدل بوده و ۸۰ درصد دیگر تغییرات آن ناشی از سایر عوامل است. آماره‌ی آزمون دوربین واتسون ۲,۱۱۰۲ می‌باشد، لذا وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود.

با توجه به نتایج جدول (۷) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی سوم ($CFI*IOS$) و سطح معناداری آن (p -value) به ترتیب ۰,۵۶۶۳ و ۰/۱۴۶۹ بوده است. همچنین، آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل فرضیه‌ی سوم ($CFI*IOS$) و سطح معناداری آن (p -value) به ترتیب ۰,۲۷۳۸ و ۰/۴۲۷۱ بوده است. با توجه به این - که سطح خطای حاصل شده از ۰/۰۵ بیشتر بوده است، بنابراین نتیجه می‌شود که جریان نقد سرمایه‌گذاری و تامین مالی در شرکت‌های سیمانی با اضافه شدن شاخص فرصت‌های رشد تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام نداشته است و فرضیه‌ی سوم و چهارم در سطح خطای ۵٪ مورد تایید قرار نگرفته است.

همان‌طور که در بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم ملاحظه شد، رابطه‌ی مثبتی بین جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری و تامین مالی با وجود فرصت‌های رشد با بازده غیرعادی سهام در گروه شرکت‌های پتروشیمی تایید و رابطه‌ی مثبت بین جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری با وجود فرصت‌های رشد با بازده غیرعادی سهام در گروه شرکت‌های سیمانی رد شد.

نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی ارتباط بین جریان‌های نقدی غیرعملیاتی (تامین مالی و سرمایه‌گذاری) و بازده غیرعادی سهام بوده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق و برآورد مدل‌های تجربی نمونه‌ی شرکت‌های پتروشیمی (۱۵۴ سال - شرکت) و نمونه‌ی شرکت‌های سیمانی (۱۵۴ سال - شرکت) به روش تحلیل داده‌های ترکیبی حاکی از تایید فرضیه‌ی اول و دوم تحقیق در هر دو گروه بوده است. یعنی با افزایش در جریان نقد سرمایه‌گذاری شده در بین شرکت‌های پتروشیمی و سیمان این پیام را به سهامداران می‌دهد که بازده مطلوبی (بیش از بازده موردانتظار) برای آن‌ها به همراه خواهد داشت. با تایید فرضیه‌ی دوم و حصول ارتباط منفی بین جریان وجه نقد تامین مالی شده، نتیجه شده است که سهامداران چندان با تامین مالی زیاد خوشنود نمی‌شوند

چراکه برای آن‌ها بازده غیرعادی منفی (کمتر از بازده موردانتظار) به همراه داشته است. نتایج این فرضیه‌ها با نظر بیلین و همکاران (۲۰۱۱) نزدیک است.

با اضافه کردن متغیر فرصت‌های رشد به مدل تحقیق و تخمین مجدد مدل مشاهده شد که نتایج متفاوتی حاصل شد. اولاً فرضیه‌ی سوم فقط در بین شرکت‌های پتروشیمی مورد تایید قرار گرفت و نتیجه چنین شد که در مواقعی که فرصت‌های رشد بیشتری برای شرکت ایجاد می‌شود، جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری شده منجر به ایجاد بازده سهام غیرعادی بیشتری برای سهامداران می‌شود. اما، فرضیه‌ی چهارم در هر دو گروه رد شد. یعنی، در زمان ایجاد فرصت‌های رشد بیشتر هیچ ارتباط معناداری به لحاظ آماری بین جریان نقد تامین مالی شده و بازده غیرعادی یافت نشد.

پیشنهادات کاربردی

توسعه‌ی هر علمی در پرتو پژوهش‌های منسجمی است که به صورت علمی و هدفمند انجام می‌شود. با افزایش حیطه‌ی پژوهش‌ها و بهبود روش‌های پژوهش در علوم، این امید وجود دارد که هرچه بهتر و بیشتر توسعه‌ی علوم مختلف شکل گیرد و راحتی و آسایش بیشتری عاید جوامع بشری شود.

اشخاص حقیقی یا حقوقی که می‌توانند از این تحقیق بهره‌گیرند به شرح زیر می‌باشند:

- **سرمایه‌گذاران:** توصیه می‌شود که مدیریت شرکت‌ها گزارش‌های مالی خود را در اختیار سرمایه‌گذاران بگذارند تا در هنگام تصمیم‌گیری براساس اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی، در سال تغییر و دورهای پیرامون تغییر مدیریت، احتمال مدیریت سود را با توجه به انگیزه‌های مدیریت، مورد توجه قرار دهند.
- **سازمان بورس، سازمان حسابرسی و مؤسسات حسابرسی و سایر مراجع ناظر:** نتایج این مطالعه برای به‌دست آوردن سودهای واقعی در سطح شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران مدنظر می‌باشد، لذا چنین به نظر می‌رسد که نظارت و کنترل کافی سازمان بورس و کیفیت حسابرسی‌های انجام گرفته توسط سازمان حسابرسی و مؤسسات حسابرسی، بر این پدیده موثر باشد.

منابع فارسی

۱. دارابی، رویا، و کیلی‌فرد، حمیدرضا و مشکین، مسعود. ۱۳۹۲. "رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت‌ها و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت.
۲. تنانی، محسن، بابایی شورکل، شهرام و نعمت بابایی. ۱۳۹۵. "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی با بازده سهام و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصل‌نامه‌ی دانش حسابرسی، سال ۱۶، شماره ۶۴، پاییز ۱۳۹۵، صفحه ۱۵۳-۱۶۹.
۳. طالب‌نیا، قدرت‌اله، دسینه، مهدیه و فاطمه مریدی. ۱۳۹۴. "بررسی اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصل‌نامه‌ی پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، تابستان ۱۳۹۴، صفحه ۸۷-۱۰۶.
۴. برادران حسن‌زاده، رسول، یونس بادآور نهندي و زينب خدائي قيه چمن، ۱۳۹۶. بررسی تاثیر چرخه عمر و جریان نقد آزاد بر بازده و نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱، بهار ۱۳۹۶، صص ۳۲-۴۹.
۵. قاسمی، علی و محمدرضا نیک بخت. ۱۳۹۵. بررسی تاثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیرعادی و نوسان آنها در طول زمان در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. فصل‌نامه‌ی مطالعات تجربی حسابداری مالی، پاییز ۱۳۹۵، ش ۴۸.
۶. هاشمی، سیدعباس، سهیل صمدی و افسانه سروش‌یار، ۱۳۸۹. ارزیابی توانمندی اجزای نقدی و تعهدی سود در پیش‌بینی سود غیرعادی و تعیین ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، شماره پیاپی (۳)، بهار ۱۳۸۹، صص ۹۳-۱۱۲.
7. Bey Lin, R and et al. 2011. Discretionary-accruals models and audit qualifications. Journal of Accounting and Economics 30: 421-452.
8. Kim, J. and J. D. Morris. 2003. The Effect of Advertising on the Market Value of Firms: Empirical Evidence from the Super Bowl Ads. Journal of Targeting, Measurement, and Analysis for Marketing 12.
9. McKelvey, S, 2011. Specially Designated Dividends-Signaling or Free Cash Flow?, A thesis submitted for the degree of Master of Business (Finance) at the University of Otago, Dunedin, New Zealand June. No 32: p 123-147.

10. Salavei, Katsiaryna. 2010. Quality of Financial Information and Liquidity. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>
11. Tobin, J. Money And Economic Growth // Econometric, 1965, Vol. 33, No. 4, October, Pp. 671-684.
12. Dastjerdi, J. Deh Bozorgi, S, (2014), Evaluating the Relationship between Earnings Quality and stock Returns in the Companies listed in Tehran Stock Exchange, Journal of Applied Science and Agriculture, vol.9, pp.2584-2590.
13. Simlai, P.E, (2013), Cash-flows, earnings, and time-varying expected stochastic returns, Department of Economics University of North Dakota, Vol.29, pp.42-62.
14. Oler, D., Picconi, M. (2014). Implications of insufficient and excess cash for future performance. Journal of Contemporary Accounting Research, 31(1), 253-283.