فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی
سال سوم، شماره ۱۰، تابستان ۱۳۹٤، صفحات ۱۵۸-۱٤۳

دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای درباره برتری جریان‌های نقدی یا سود

روح‌اله بیات
استادیار دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین
roh_bayat@ikiu.ac.ir

شهلا قاسمی فلاورجانی
کارشناس‌ارشد حسابداری (نویسنده مسئول)
shahla_ghasemi@yahoo.com

هدف این پژوهش شناخت نحوه و میزان استفاده سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از داده‌های مرتبط با سود و جریان‌های نقدی است. داده‌ها در قالب یک سناریوی مالی و به‌صورت پرسشنامه، از نمونه‌ای شامل ٤۷ مدیر از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک جمع‌آوری و اهمیت عوامل سود و جریان‌های نقدی، از نظر این مدیران سنجیده‌شد. به‌منظور تأیید یا رد فرضیه‌های تحقیق از آزمون میانگین رتبه‌ای ویلکاکسون و برای رتبه‌بندی و تعیین میزان اهمیت عوامل سود و جریان‌های نقدی، از آزمون رتبه‌بندی فریدمن استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود داده‌های مرتبط با جریان‌های نقدی را نسبت به داده‌های مرتبط با سود، در اولویت قرار می‌دهند. همچنین آنها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود، از اقلام صورت جریان‌وجوه نقد بیشتر از اقلام صورت سود و زیان استفاده می‌کنند.

طبقه‌بندی JEL: M41, M49, N25.
واژه‌های کلیدی: جریان‌های نقدی، سود، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، تصمیم‌گیری.

۱. مقدمه

در تحقیقات حسابداری همواره سود و جریان‌های نقدی به‌عنوان اصلی‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت معرفی می‌شوند. اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان و میزان اطمینان از تحقق جریان‌های نقدی آتی به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کمک کند. اطلاعات مزبور بیانگر چگونگی ارتباط بین سودآوری واحد تجاری

* تاریخ دریافت: ۱۳۹٤/۱/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹٤/۲/۲

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه مشخص‌کننده کیفیت سود تحصیل‌شده توسط واحد تجاری است (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۹۰). اما از آنجا که به‌دست آوردن منابع اقتصادی یا از دست دادن منابع همزمان با دریافت و پرداخت نقدی نمی‌باشد، استفاده از اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی به‌تنهایی کافی نیست. به‌عبارت دیگر، استفاده‌کنندگان از این قلم اطلاعاتی را با مشکلات زمان‌بندی و عدم تطابق مواجه می‌سازد (بارتو و همکاران، ۲۰۰۱).

از سوی دیگر، بر اساس استانداردهای حسابداری مالی ایران سود بر مبنای تعهدی تهیه می‌شود؛ در این مبنا معاملات و سایر رویدادها در زمان وقوع (و نه در زمان دریافت و پرداخت وجه نقد) شناسایی و ثبت می‌شوند، بنابراین سود تعهدی اطلاعات بهتری درباره وضعیت فعلی واحد تجاری و توانایی ایجاد جریان‌های نقدی آتی ارائه می‌کند. شواهدی نیز وجود دارد که قابلیت اتکا و مفید بودن اقلام تعهدی را مورد تردید قرار می‌دهد، از جمله اختیار مدیران در دستکاری اقلام تعهدی؛ به این ترتیب آنها می‌توانند سود گزارش شده را سازگار با اصول حسابداری و مطابق میل خود تعدیل نمایند (دچو، ۱۹۹۴ و استفانو، ۲۰۰۵). بنابراین به جهت رفع مشکلاتی ذاتی این ۲ معیار، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری مالی ایران در بند "۶" استاندارد شماره ۲، در کنار سایر صورت‌های مالی، تهیه صورت جریان وجوه نقد را الزامی نمود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۹۰).

با توجه به اهمیت این مطالب، پژوهش حاضر به بررسی این موضوع می‌پردازد که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود از اطلاعات مربوط به سود و جریان‌های نقدی به چه میزان و با چه اولویتی استفاده می‌کنند. در سایر بخش‌های این مقاله، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش‌شناسی، سپس جامعه و روش‌های آماری استفاده شده و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان‌می‌شود. در انتها نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها و محدودیت‌ها ارائه می‌گردد.

۲. مبانی نظری و پیشینه

تحقیقات مربوط به محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی از اواسط دهه ۷۰ و پس از بروز نارضایتی از مفاهیم تعهدی و بی‌اعتمادی به کفایت آنها شکل گرفت. همچنین از اواسط دهه ۸۰ و پس از صدور بیانیه پیشنهادی هیئت استانداردهای حسابداری مالی (بیانیه شماره ۵ مفاهیم حسابداری مالی) مبنی بر پیشنهاد ارائه صورت جریان وجوه نقد همراه با سایر صورت‌های مالی دامنه وسیع‌تری یافت.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

تا پیش از این ۲ دهه و به‌ویژه تحت‌تأثیر تحقیقات بال و براون، بیشتر تحقیقات حسابداری حول‌محور محتوای اطلاعاتی سود انجام می‌گرفتند. به‌طور کلی پژوهش‌های انجام شده در زمینه سود و جریان‌های نقدی را می‌توان در ۲ دسته بررسی کرد.

- مواردی که به برتری سود بر جریان‌های نقدی به‌عنوان معیاری برای عملکرد مالی تأکید دارند.
- مواردی که به برتری جریان‌های نقدی بر سود به‌عنوان معیاری برای عملکرد مالی تأکید دارند.

سود حسابداری به‌عنوان نخستین معیار سودآوری و همچنین به‌عنوان معیاری با اهمیت در بازار سرمایه به‌ویژه در ارزشیابی اوراق بهادار، تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و اعتباردهی، قراردادهای پاداش مدیران اجرایی و ارزیابی مدیریت، قراردادهای بدهی و توانایی واحد تجاری در بازپرداخت بدهی، پرداخت سود و برای رتبه‌بندی اوراق بهادار مورد توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی است. اگرچه سود حسابداری به‌عنوان معیار ارزیابی با اهمیتی در بازار سرمایه تلقی می‌گردد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران و دیگر بخش‌های قراردادی، اختیار مدیریت در دستکاری اقلام تعهدی و نارضایتی استفاده‌کنندگان از ارقام سود و سرمایه در گردش موجب شده است که این بخش متقاضی ارزیابی عملکرد بر اساس جریان‌های نقدی نیز باشند، اما در فواصل کوتاه گزارش خالص دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی شرکت (جریان‌های نقدی تحقق‌یافته) ضرورتاً اطلاع‌دهنده نیست، چرا که جریان‌های نقدی تحقق‌یافته دارای مشکلات زمان‌بندی و عدم تطابق است که باعث شده جریان‌های نقدی نیز به‌عنوان معیار عملکرد شرکت مورد پرسش باشد.

کاهش این قبیل مشکلات نیازمند این است که مدیریت از اصول حسابداری برای اصلاح و تغییر زمان‌بندی شناسایی جریان‌های نقدی در سود حسابداری استفاده کند. اصل حسابداری که زمان شناسایی جریان‌های نقدی را بیان‌می‌کند، اصل شناخت درآمد است. اصل شناخت درآمد نیازمند آن است که درآمد زمانی شناسایی شود که؛ تحقق یابد یا قابل‌تحقق باشد، تحصیل شود، به این معنا که درآمد هنگامی شناسایی شود که شرکت همه یا بخش اصلی خدماتی را که باید ارائه کند، انجام داده است و از نظر منطقی اطمینان از دریافت وجه نقد وجود دارد و به‌طور مشابه اگر وجه نقد پیشاپیش دریافت شده، درآمد تنها زمانی شناسایی شود که خدمات ارائه شده است (دچو، ۱۹۹۴).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

با این تفاسیر، در سال‌های گذشته پژوهشگران این موضوع را از دیدگاه دیگری تجزیه‌وتحلیل نمودند؛ یعنی محتوای اطلاعاتی درک شده از این ۲ معیار را در کشورهای مختلف و بر روی سرمایه‌گذاران مختلف (اعم از حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای) مورد بررسی قرار دادند. سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری به موارد فراوانی توجه دارند، شناسایی این موارد و اولویت‌بندی آنها از نظر تأثیری که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارند به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های بهینه و کسب بازده مناسب کمک می‌کند. از آنجا که سود و جریان‌های نقدی ۲ معیار بسیار مهم در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی عملکرد شرکتی به‌شمار می‌روند، درک میزان و نحوه استفاده سرمایه‌گذاران از این ۲ معیار موجب می‌شود تا تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی این ۲ قلم اطلاعاتی را با دقت و کیفیت بیشتری تهیه نمایند، به‌طوری‌که سرمایه‌گذاران به امر سرمایه‌گذاری تمایل بیشتری پیدا کنند.

در ادامه به برخی از تحقیقات انجام گرفته در رابطه با سود و جریان‌های نقدی اشاره می‌شود:

دچو (۱۹۹۴) از بازده سهام به‌عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده کرد و بررسی نمود کدام معیار، سود یا جریان‌های نقدی، معیار بهتری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت می‌باشند. در این تحقیق به مقایسه سود حسابداری با خالص جریان نقدی و جریان نقدی حاصل از عملیات پرداخته شده است.

خالص جریان نقدی تغییر در مانده شرکت بین ۲ نقطه از زمان است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که:

– سود در مقایسه با جریان‌های نقدی ارتباط قوی‌تری با بازده سهام در فواصل کوتاه‌مدت دارد؛ به‌علاوه توانایی جریان‌های نقدی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت در مقایسه با سود، هرچه فاصله اندازه‌گیری طولانی تر باشد، افزایش می‌یابد.

– سود در مقایسه با جریان نقدی رابطه بیشتری با بازده سهام شرکت دارد؛ در شرکت‌هایی که تغییرات بزرگی در سرمایه در گردش مورد نیاز و فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری تجربه کرده‌اند. در این تحقیق، همچنین، دچو به بررسی ارتباط بین جریان‌های نقدی و بازده سهام در سطوح مختلف صنعت پرداخته است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

نتایج نشان می‌دهد میزان ارتباط بین جریان‌های نقدی و بازده سهام به‌طور منفی با طول چرخه عملیاتی در سطوح مختلف صنعت وابسته است (دچو، ۱۹۹۴).

مطالعه اخیر بارتو و همکاران (۲۰۰۱) ارزش مربوط به جریان‌های نقدی را در مقایسه با سود در ۵ کشور آمریکا، انگلیس، ژاپن و کانادا مورد بررسی قرار داد. نتایج مطالعه آنها به‌ویژه نشان داد که جریان‌های نقدی و سود نقشی مهم در بازار سرمایه ایفا می‌کنند. بر اساس این نتایج سود توسعه‌یافته در ۳ کشور آنگلوساکسون آمریکا، کانادا و انگلیس که سرمایه به‌طور سنتی از بازارهای عمومی جمع‌آوری می‌شود، نسبت به جریان‌های نقدی قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری برای بازده سهام دارد. از سوی دیگر در ۲ کشوری که دارای نظام عرفی هستند یعنی آلمان و ژاپن که سرمایه در آنها به‌طور سنتی از منابع خصوصی جمع‌آوری می شود، سود عملاً نسبت به جریان‌های نقدی برای ارزیابی ارزش شرکت‌ها کاربردی ندارد. همانطور که انتظار می‌رود نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که در همه این کشورهای بررسی شده، سود نسبت به جریان‌های نقدی از قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری برای بازده اوراق بهادار برخوردار است.

هانگ (۲۰۰۱) ارتباط بین استفاده از اقلام تعهدی و ارزش مربوط به معیارهای حسابداری را در بین کشورهای دارای نظام سرمایه داری بررسی کرد. نتایجی که وی به‌دست آورد نشان داد در کشورهایی که سطوح حمایتی سرمایه‌گذاران پایین است، نظیر فرانسه و ایتالیا، جریان‌های نقدی قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری نسبت به سود دارند؛ زیرا سود در این کشورها عملکرد اقتصادی را به‌خوبی نشان نمی‌دهد.

استاندا و تایپو (۲۰۰۴) به آزمون محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و جریان‌های نقدی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات در شرایط حضور سودهای بی‌ثبات پرداخته‌اند.

به‌طور کلی یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، هم از اطلاعات سود حسابداری و هم از اطلاعات جریان‌های نقدی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. هرچند معیارهای جریان‌های نقدی عملکرد به‌نظر می‌رسد محتوای اطلاعاتی بیشتری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک نسبت به شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری داشته باشد. نتایج تحقیق آنها با این فرضیه نیز همسو است که ارزش مربوط بودن اطلاعات سود و جریان‌های نقدی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری به میزان اجزای ناپایدار سود

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

وابسته است، به‌طوری‌که هرچه سود ناپایدارتر باشد اهمیت اطلاعات جریان‌های نقدی حاصل از عملیات بیشتر می‌شود.

استفانو (۲۰۰۵)، میزان استفاده سرمایه‌گذاران از اطلاعات سود و جریان‌های نقدی را در ۳ کشور فرانسه، انگلیس و آمریکا مورد بررسی قرار داد. نتایج کار وی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران فرانسوی بیشتر از سود استفاده می‌کنند و به‌ندرت به اطلاعات جریان‌های نقدی توجه می‌کنند، زیرا نظام حسابداری این کشور به‌گونه‌ای است که حسابداری آن تحت نظارت شدید دولت قرار دارد و مدیران اختیار دستکاری سود را ندارند، در حالی‌که در کشورهای انگلوساکسون (انگلیس و آمریکا) جریان‌های نقدی در کنار سود برای سرمایه‌گذاران از جذابیت خاصی برخوردار است و آن هم از این مطلب ناشی می‌شود که نظام حسابداری در کشورهای انگلوساکسون آزادانه‌تر عمل می‌کند و مدیران اختیار دستکاری سود را دارند. لوپز و نیکولاس (۲۰۰۷) در ۲ کشور مکزیک و آمریکا با روش آزمایشگاهی به بررسی درک دانشجویان رشته حسابداری از مفاهیم حسابداری تعهدی و حسابداری نقدی پرداختند.

نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که دانشجویان این ۲ کشور درک درستی از رابطه جریان‌های نقدی و مفهوم استهلاک ندارند، زیرا روش‌های تدریس استهلاک در درس حسابداری میانه طوری نیست که دانشجویان درک عمیقی از مفهوم استهلاک و تأثیری که بر سود و جریان‌های نقدی می‌گذارد، به‌دست بیاورند.

حبیب (۲۰۰۸) به آزمون تجربی محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده سود حسابداری و جریان‌های نقدی و نقش ویژگی‌های شرکتی در توضیح بازده سهام در نیوزیلند پرداخته است. نتایج تحقیق وی نشان داد که سود محتوای اطلاعاتی بیشتری از جریان‌های نقدی دارد، اگرچه تفاوت از نظر آماری قابل توجیه نیست؛ سود و جریان‌های نقدی هر دو دارای محتوای اطلاعاتی افزاینده در توضیح بازده سهام هستند و درنهایت تحلیل‌های بیشتر نشان داد که نقش ارزیابی سود و جریان های نقدی تحت‌تأثیر ویژگی‌های شرکتی تعدیل می‌شود.

استفانو- چاریتیو و ولیتز (۲۰۱۰) با روش آزمایشگاهی نقش اطلاعات حسابداری (سود و جریان‌های نقدی) را در فرانسه مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران فرانسوی هم سود و هم جریان‌های نقدی را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

مدنظر قرار می‌دهند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که آنها نسبت به جریان‌های نقدی، سود را در اولویت قرار می‌دهند و توجه کمتری به معیار جریان‌های نقدی دارند. درضمن آنها نشان دادند که تحلیل‌های بنیادین باید به‌طور جدی‌تر در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فرانسوی استفاده شود.

لوپز و نیکولاس (۲۰۱۲) با روش آزمایشگاهی بررسی کردند که کدام‌یک از معیارهای عملکرد مالی، سود یا جریان‌های نقدی برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی توسط سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای مکزیکی و آمریکایی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ نتایج آنها نشان داد که اکثر شرکت کنندگان آمریکایی به سود متکی هستند، درحالی‌که بیشتر شرکت‌کنندگان در مکزیک برای تصمیم‌گیری‌ها به جریان‌های نقدی اتکا می‌کنند. همچنین سرمایه‌گذارانی که بر تمایلات خود تکیه کرده و تصمیم‌گیری می‌کنند و به استمرار و پایداری سود توجهی ندارند بیشتر از سایرین تصمیم‌های نادرست اقتصادی اتخاذ می‌کنند. در ایران نیز پژوهش‌های فراوانی پیرامون محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و سود انجام گرفته‌است، به‌طوری‌که آنها نیز بیان می‌کنند این ۲ معیار به‌عنوان پیش‌بینی‌کننده ارزش شرکت، سطوح محتوای اطلاعاتی متفاوتی دارند.

به‌عنوان نمونه عرب‌مازاریزدی و همکاران (۱۳۸۵) محتوای فزاینده ونسبی اطلاعاتی سود، جریان‌های نقدی عملیاتی واقلام تعهدی را در بازار سرمایه ایران بررسی کرده‌اند. آنها از طریق اجرای رگرسیون در مورد بازده سهام نسبت به سطوح مختلف سود و اجزای آن این کار را انجام دادند. ضرایب و قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های رگرسیون مقایسه شدند تا محتوای افزاینده و نسبی اطلاعاتی سود و اجزای آن را تشخیص دهند. اقلام تعهدی اختیاری را با استفاده از مدل جونز تخمین زدند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سود نسبت به جریان‌های نقدی و عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری است.

حقیقت و قربانی(۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان "رابطه سود و جریان‌های نقدی با ارزش شرکت در چارچوب مدل چرخه عمر" برای پاسخ به این پرسش که کدام‌یک از ۲ معیار عملکرد، سود یا جریان‌های نقدی، محتوای اطلاعاتی بهتری درباره ارزش یک شرکت فراهم می‌نمایند، رابطه سود و جریان‌های نقدی با ارزش شرکت را در چارچوب چرخه عمر مورد بررسی قراردادهاند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد در دوره رشد و افول همبستگی جریان‌های نقدی با ارزش شرکت به‌طور معناداری قوی‌تر از همبستگی سود با ارزش شرکت است. همچنین نتایج این

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

تحقیق مؤید آن است که در دوره بلوغ محتوای اطلاعاتی سود به شکل معناداری بیشتر از محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی است.

مشایخی و ایوری (۱۳۸۸) توانایی هر یک ازمعیارهای سود وجریان‌های نقدی را در انعکاس عملکرد شرکت مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در دوره‌های اندازه‌گیری کوتاه‌مدت، سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه بسیارقوی‌تری با بازده سهام دارد، اما در دوره‌های بلندمدت توانایی جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به سود برای انعکاس عملکرد شرکت افزایش می‌یابد.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی، سودخالص و اجزای اقلام تعهدی با جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف آنها بررسی توانایی سودخالص و جریان‌های نقد عملیاتی در پیش‌بینی جریان‌های نقد آزاد بود. آنها ۷۸ شرکت را در بازه زمانی (۱۳۸۸-۱۳۸۰) بررسی نمودند و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون تک‌متغیره و چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده کردند. نتایج کار آنها نشان می‌دهد که جریان‌های نقد عملیاتی در مقایسه با سودخالص از توانایی بیشتری در پیش‌بینی جریان‌های نقد آزاد برخوردار است. همچنین افزودن اجزای اقلام تعهدی به مدل جریان‌های نقد عملیاتی باعث بهبود توان پیش‌بینی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد.

۳. فرضیه‌ها

فرضیه اول: از دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، جریان‌های نقدی بیشتر از سود خالص در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کاربرد دارد.

فرضیه دوم: از دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، سودنقدی هر سهم بیشتر از سود هرسهم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کاربرد دارد.

فرضیه سوم: از دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، صورت جریان وجوه نقد بیشتر از صورت سود و زیان در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کاربرد دارد.

فرضیه چهارم: از دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، روش‌های ارزشیابی مبتنی بر جریان‌های نقدی بیشتر از روش‌های ارزشیابی مبتنی بر سود در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام کاربرد دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

٤. جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش صاحب‌نظران و کارشناسان حرفه‌ای هستند که در حوزه سرمایه‌گذاری و به‌عنوان سرمایه‌گذار حرفه‌ای فعالیت دارند و از اطلاعات صورت‌های مالی برای تصمیم‌گیری های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، منابع مالی بیشتر و پایدارتری دارند، تجربه و تخصص آنها در سرمایه‌گذاری بیشتر است و دارای دید بلندمدت هستند و معمولاً به‌صورت مستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (فالست، ۲۰۰۰).

از آنجا که تعداد افراد این جامعه نامحدود و غیرقابل پیش‌بینی است، این پژوهش مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را به‌عنوان جامعه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بر می‌گیرد، هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یک یا چند مدیر دارد که به بررسی عمیق موقعیت‌های سرمایه‌گذاری، اتخاذ تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاری و انجام معاملات سرمایه‌گذاری و بر این اساس به‌صورت کاملاً حرفه‌ای به تجزیه‌وتحلیل صورت‌های مالی می‌پردازند. در ضمن این مدیران متخصصانی هستند که چند مدرک حرفه‌ای بازار سرمایه دارند. در زمان انجام این پژوهش، ۸۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با ۹۰ مدیر در حال فعالیت بودند. برای محاسبه تعداد نمونه، از فرمول کوکران استفاده و حجم نمونه ۴۷ نفر تعیین شد. با این‌حال، ۶۰ پرسشنامه بین مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توزیع و در نهایت ۴۷ پرسشنامه جمع‌آوری شد. فرایند توزیع و جمع‌آوری پرسشنامه‌ها تقریباً ۴ ماه متوالی و به دفعات انجام شد.

$$n = \frac{N.Z^2.p.q}{(N-1).d^2 + Z^2.p.q}$$
$$n = \frac{90 \times (1.96)^2 \times 0.5 \times 0.5}{89 \times (0.1)^2 + (1.96)^2 \times 0.5 \times 0.5} \quad (۱)$$

N: اندازه جامعه، n: اندازه نمونه، p: نسبت موفقیت (تأیید) فرضیه‌ها، q: نسبت شکست (رد) فرضیه ها، d: خطای برآورد نمونه و Z ضریب اطمینان ۹۵ درصد

۵. روش پژوهش

بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در رابطه با مفاهیم حسابداری به چندین طریق امکان‌پذیر است:

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

مشاهده رفتار سرمایه‌گذاران حرفه‌ای هنگام سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به شکل واقعی، که به‌ندرت امکان‌پذیر است. و ایجاد شرایط آزمایشی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که خواسته شود تا بر مبنای مجموعه‌ای از صورت‌های مالی فرضی اظهار نظر کنند (گاسن و شودله، ۲۰۱۰).

این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از حیث نحوه گردآوری داده‌ها پیمایشی است. به این منظور جهت جمع‌آوری داده‌های لازم برای تجزیه‌وتحلیل و آزمون فرضیه‌ها، به هریک ازپرسش‌شوندگان، صورت‌های مالی پیش‌بینی شده مقایسه‌ای برای سال‌های (۱۳۹۵-۱۳۹۳) شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، گردش حساب سود انباشته و صورت جریان وجوه نقد مربوط به یک شرکت نفتی (با حذف نام شرکت) داده شد، همچنین یک وضعیت سرمایه‌گذاری مطرح گردید که طی آن یک نفر از سهامداران فعلی این شرکت فرضی اعلام کرد که می‌خواهد تعدادی از حق‌تقدم خرید خود را واگذار نماید. سپس از پرسش‌شوندگان خواسته شد تا با توجه به صورت‌های مالی داده شده بررسی کنند که آیا حق‌تقدم این سهامدار را خریداری می‌کنند یا خیر؟ همچنین در صورت تمایل به خریداری، به چه قیمت حاضر به خرید آن هستند. در ضمن از آنها خواسته شد معیارهای خود را برای تصمیم‌گیری راجع به این موضوع بیان کنند. بنابراین پرسش‌شوندگان پس از پاسخ دادن به پرسش‌های جمعیت‌شناختی، در بخش پرسش‌های چندگزینه‌ای با توجه به سناریوی داده شده میزان استفاده خود را از معیارهای مطرح شده برای سود و جریان‌های نقدی مشخص نمودند و در بخش پرسش محاسباتی، با استفاده از فرمول‌های ارزشیابی سهام، به محاسبه قیمت پیشنهادی حق‌تقدم مذکور پرداختند.

٦. روایی و پایایی پرسشنامه

در این پژوهش به‌منظور ارزیابی روایی پرسشنامه، پس از تهیه و پیش از توزیع، تعدادی پرسشنامه به‌طور آزمایشی میان تعدادی از معامله‌گران بازار سرمایه، اساتید دانشگاه و دانشجویان دکترای حسابداری توزیع شد، اما معامله‌گران بازار سرمایه از آنجا که تنها به کار معامله اوراق بهادار مشغول هستند و کار تجزیه‌وتحلیل سرمایه‌گذاری و صورت‌های مالی را انجام نمی‌دهند قادر به درک سناریوی مالی مطرح شده نبودند. بنابراین با بررسی‌های بیشتر، نمونه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از معامله‌گران بازار سرمایه به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تغییر یافت که توانایی بالایی در تجزیه‌وتحلیل صورت‌های مالی و درک وضعیت‌های

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

سرمایه‌گذاری دارند. پس از این جایگزینی، تعدادی پرسشنامه بین مدیران سبدهای سرمایه‌گذاری چند کارگزاری توزیع شد. این عمل چندین بار تکرار شد و هر بار ابهامات و اشکالات وارده برطرف و آماده توزیع گردید.

به‌منظور کسب پایایی پرسشنامه از میان روش‌های عمده برآورد ضریب پایایی از روش ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده است. ضریب همبستگی آلفای کرونباخ، یک مقدار بین صفر و یک می‌باشد. در صورتی یک پرسشنامه پایاست که مقدار آلفای کرونباخ بزرگتر از مقدار ۷/ باشد. هرچه این مقدار به عدد ۱ نزدیک‌تر باشد پرسشنامه از پایایی بالاتری برخوردار است. ابتدا تعداد ۲۰ پرسشنامه بین پاسخ‌دهندگان توزیع و پس از پاسخگویی جمع‌آوری گردید. سپس به‌کمک نرم‌افزار spss، آلفای کرونباخ، محاسبه گردید که ۰/۸۳۱ به‌دست آمد. رقم به‌دست آمده بیانگر این مطلب است که پرسش‌ها همسانی و همسویی داشته و پاسخ‌دهندگان نیز در پاسخ دادن به پرسش‌ها، دقت و حوصله بالایی را مبذول داشته‌اند. به‌عبارت‌دیگر، پرسشنامه از پایایی و قابلیت اعتماد بالایی برخوردار است؛ نتیجه نهایی اعتبار پرسشنامه به‌شرح جدول (۱) است.

جدول ۱. نتایج اعتبارسنجی پرسشنامه

نا م شاخص	میزان اعتبار	قبول یا رد
کرونباخ	۰/۸۳۱	قبول

مأخذ: نتایج تحقیق.

۷. روش‌های آماری مورد استفاده برای تحلیل داده‌ها

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمون میانگین رتبه‌ای ویلکاکسون استفاده شده‌است. این آزمون یک روش ناپارامتری به‌شمار می‌رود که از اطلاعات مربوط به اندازه اختلاف بین ۲ گروه از داده‌ها استفاده می‌کند. از این‌رو، احتمال آنکه اختلاف‌های واقعی موجود را کشف کند، زیاد است. به‌علاوه، در مواردی که آزمودنی‌ها همتا هستند یا گروه واحدی از آزمودنی‌ها بیش از یکبار مشاهده می‌شوند، می‌توان از تحلیل واریانس رتبه‌ای فریدمن استفاده نمود. به این دلیل، آزمون فریدمن این فرض صفر را که k متغیر وابسته از یک جامعه یکسان هستند، آزمون می‌کند (انواری‌رستمی و تاری‌وردی، ۱۳۸۹).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

با توجه به اینکه توسط آزمون کولموگروف اسمیرنوف نرمال نبودن توزیع جامعه احراز شده آزمون‌های ویلکاکسون و فریدمن که روش‌های ناپارامتری محسوب می‌شوند، مورد استفاده قرارگرفته است.

۸. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

داده‌های این پژوهش به‌وسیله پرسشنامه گردآوری و فرضیه‌ها از طریق آزمون علامت رتبه‌ای ویلکاکسون آزمون شد. نتایج این آزمون در جدول (۲) ارائه شده‌است.

جدول ۲. نتایج آزمون علامت رتبه‌ای ویلکاکسون

شماره فرضیه	آماره Z	سطح معناداری	سطح خطا	نتیجه آزمون
اول	-۲/۷۴۹	۰/۰۰۶	۰/۰۵	تأیید
دوم	-۳/۴۳۲	۰/۰۰۱	۰/۰۵	تأیید
سوم	-۴/۱۵۸	۰	۰/۰۵	تأیید
چهارم	-۲/۵۵۰	۰/۰۱۱	۰/۰۵	تأیید

مأخذ: نتایج تحقیق.

با بررسی جدول (۲) مشخص می‌شود که سطح معناداری در هر ۴ فرضیه از سطح معناداری ۰/۰۵کمتر شده‌است؛ از این‌رو فرضیه‌های تحقیق پذیرفته می‌شوند و در سطح ۹۵ درصد اطمینان می‌توان بیان کرد که از دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتر از سود خالص، سود نقدی هر سهم بیشتر از سود هر سهم و صورت جریان وجوه نقد بیشتر از صورت سود و زیان در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. از دیدگاه آنها روش‌های ارزشیابی مبتنی بر جریان‌های نقدی بیشتر از روش‌های مبتنی بر سود در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام کاربرد دارد.

جدول ۳. نتایج آزمون رتبه‌ای فریدمن برای تعیین میزان اولویت معیارهای جریان‌های نقدی از نظر سرمایه‌گذاران

شماره اولویت	عنوان معیار	میانگین رتبه‌ها
اول	سود نقدی هر سهم	۲/۰۷
دوم	جریان‌های نقدی عملیاتی	۱/۹۹
سوم	صورت جریان وجوه نقد	۱/۹۴

مأخذ: نتایج تحقیق.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

جدول ٤. آماره‌های آزمون فریدمن

آماره	مقادیر
تعداد	۴۷
کای اسکوئر	۰/۶۰۱
درجه‌آزادی	۲
سطح معناداری	۰/۷۴۰

مأخذ: نتایج تحقیق.

با بررسی جدول (۳) مشخص می‌شود سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در استفاده از مؤلفه‌های ذکر شده برای معیار جریان‌های نقدی یکسان عمل نمی‌کنند، به‌طوری‌که سود نقدی هر سهم و جریان‌های نقدی عملیاتی به‌ترتیب در اولویت اول و دوم و صورت جریان وجوه نقد در اولویت سوم قراردارند.

جدول ۵. نتایج آزمون رتبه‌ای فریدمن برای تعیین میزان اولویت معیارهای سود از نظر سرمایه‌گذاران

شماره اولویت	عنوان معیار	میانگین رتبه‌ها
اول	سود خالص	۲/۱۹
دوم	سود هر سهم	۲/۱۰
سوم	صورت سود و زیان	۱/۷۱

مأخذ: نتایج تحقیق.

جدول ٦. آماره‌های آزمون فریدمن

آماره	مقادیر
تعداد	۴۷
کای اسکوئر	۱۲/۶
درجه‌آزادی	۲
سطح معناداری	۰/۰۰۲

مأخذ: نتایج تحقیق.

با بررسی جدول (۵) مشخص می‌شود که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در استفاده از مؤلفه‌های ذکر شده برای معیار سود یکسان عمل نمی‌کنند، به‌طوری‌که سود خالص و سود هر سهم به‌ترتیب در اولویت اول و دوم و صورت سود و زیان در اولویت سوم قراردارند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

۹. نتیجه‌گیری

نتایج مبتنی بر جدول‌ها و تحلیل‌های ارائه‌شده نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی بیشتر از اطلاعات مربوط به سود در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، به‌طوری‌که نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا سوم نشان می‌دهد جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتر از سود خالص در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاربرد دارد؛ همچنین سود نقدی هر سهم بیشتر از سود هر سهم و اطلاعات صورت جریان وجوه نقد بیشتر از اطلاعات صورت سود و زیان مورد استفاده قرار می‌گیرد. علاوه بر این، نتایج آزمون فرضیه چهارم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام از روش‌های ارزشیابی مبتنی بر جریان‌های نقدی بیشتر از روش‌های ارزشیابی مبتنی بر سود استفاده می‌کنند. میزان استفاده آنها از داده‌های مرتبط با جریان‌های نقدی نیز متفاوت است؛ به این صورت که آنها به‌ترتیب سود نقدی هر سهم، جریان‌های نقدی‌عملیاتی و صورت جریان وجوه نقد را در اولویت قرار می‌دهند. از این دیدگاه نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های استفانو (۲۰۰۵)، بارتو و همکاران (۲۰۰۱) و هانگ (۲۰۰۱) در زمینه استفاده سرمایه‌گذاران از سود و جریان‌های نقدی شباهت زیادی دارد؛ در پژوهش استفانو (۲۰۰۵) تأکید شده سرمایه‌گذاران حرفه‌ای سود را تنها معیار مورد استفاده برای تصمیم‌گیری نمی‌دانند؛ به‌ویژه در کشورهایی همچون آمریکا و انگلیس که سیستم حسابداری آزادانه‌تر عمل می‌کند و سود همواره در معرض دستکاری مدیریت قرار دارد جریان‌های نقدی از اهمیت بالایی برخوردار است، بارتو و همکاران (۲۰۰۱) و هانگ (۲۰۰۱) نیز نشان دادند در کشورهایی نظیر فرانسه و ایتالیا که سرمایه عموماً از منابع خصوصی همچون بانک‌ها و مؤسسات مالی تأمین می‌شود، سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری جریان‌های نقدی را نسبت به سود در اولویت قرار می‌دهند.

۱۰. پیشنهادها

- با توجه به اینکه جامعه آماری این پژوهش به بررسی رفتار مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان قشر سرمایه‌گذاران حرفه‌ای پرداخته‌است، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی علاوه بر مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، گروه‌های مختلفی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای همچون مشاوران و تحلیلگران مالی، مدیران شرکت‌های کارگزاری، مدیران

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مدیران سبدهای سرمایه‌گذاری نیز مورد بررسی قرار گیرند تا بتوان به‌طورکلی‌تر مسئله تقدم یا تأخر جریان‌های نقدی بر سود را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بررسی نمود.

- پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی مسئله تقدم یا تأخر جریان‌های نقدی بر سود در تصمیم‌گیری های سرمایه‌گذاری، برای آن دسته از مؤسسه‌ها نظیر شرکت‌های بیمه که در آنها بین سود و جریان‌های نقدی تطابق و همزمانی وجود ندارد مورد بررسی قرار گیرد، زیرا در این شرکت‌ها همیشه صورت جریان وجوه نقد چگونگی تحقق جریان‌های نقدی آتی را بیان نمی‌کند و بنابراین جریان نقد بر سود نمی‌ماند.

۱۱. محدودیت‌ها

- اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها ازطریق پرسشنامه جمع‌آوری شده است، بنابراین یکی از محدودیت‌های این پژوهش محدودیت‌های ذاتی پرسشنامه مانند میزان درک، تفسیر و تحلیل پرسش‌شوندگان از موضوع است.

- پژوهش حاضر در معرض محدودیت‌های کلی پژوهش‌های آزمایشی قرارگرفت. این حقیقت که رفتار واقعی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بازارسرمایه بررسی نشده ممکن است قابلیت تعمیم نتایج را محدود کند.

منابع

انواری‌رستمی، علی‌اصغر و یداله تاری‌وردی (۱۳۸۹)، "نحوه ارائه برتر صورت جریان وجوه نقد از دیدگاه گروه‌های مختلف در ایران"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال ۲، شماره ۷، صص ۱۱۵-۱۰۰.

ایزدی‌نیا، ناصر؛ قوچی‌فرد، حمزه و نرگس حمیدیان (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی، سود خالص و اجزای اقلام تعهدی؛ جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ۴، ش ۴، زمستان، صص ۳۶- ۱۹.

حقیقت، حمید و آرش قربانی (۱۳۸۵)، "رابطه سود وجریان های نقدی با ارزش شرکت در چارچوب مدل چرخه عمر"، *پیام مدیریت*، زمستان، صص ۲۱۹-۲۰۱.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]

عرب‌مازار یزدی، محمد؛ مشایخی، بیتا و افسانه رفیعی (۱۳۸۵)، "محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۳، شماره ۴۳، بهار، صص ۱۱۸- ۹۹.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۹۰)، *اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی: استانداردهای حسابداری (استانداردهای شماره ۱ تا ۳۲)*، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی، چاپ ۲۱.

مشایخی، بیتا و علیرضا شریعتی ایوری (۱۳۸۸)، "مقایسه سود وجریان‌های نقدی به‌عنوان معیارهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت: بررسی نقش اقلام تعهدی"، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، شماره ۴، زمستان، صص ۲۵-۱.

Bartov E.; Goldberg, S. & M. Kim (2001), "The Valuation Relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective", *Journal of International Financial Management and Accounting,* Vol. 12, P. 2.

Dechow, P. (1994), "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance, The Role of Accounting Accruals"*, Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18.

E.Miranda–Lopez & M. Nicholas (2007), "An Experiment Of Student Understanding Of Accruals Versus Cash Flows" , *Journal of College Teaching & Learning*, Vol. 4.

E.Miranda–Lopez & M. Nicholas (2012), The Use of Earnings and Cash Flows in Investment Decisions in the U.S. and Mexico: Experimental Evidence, *Journal of International Accounting*, Auditing and Taxation, V0l. 21, PP. 198-208.

Fuglseth, A. M. & K. Gronhaung (2000), *Task Charectristics and Expertise, in Green, B. (End), Risk Behaivor and Risk Management in Business Life*, Kluwer Academic Press, Dordrech, PP. 76- 86.

Gassen, J. & K. Schwedler (2010), "The Decision Usefulness of Financial Accounting Measurement Concepts: Evidence from an online survey of Professional Investors and their Advisors", *European Accounting Review*, Vol. 19, PP. 495-509.

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

Hung, M. (2001), "Accounting Standards and Value-Relevance of Financial Statements: An International Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, PP. 401–420.

Stephanou (2005), *The Usefulness of Earnings and Cash Flows in Valuing Security Returns: Empirical Evidence for the U.K, U.S.A and France*, p.h.d Dissertation, Middle University School of Business.

Stephanou-Charitou, M. & A. Vlitts (2010), "Empirical Evidence on the Valuation of Financial Information in France", *International Bussiness & Economics,* Vol. 35, PP. 73-100.

Stunda, R. A. & E. Typoo (2004), "The Relevance of Earnings and Unds Flow From Operation in the Presence of Transitory Earnings", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 10, No. 1, PP. 37-45.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-07]