

مجله دانش حسابداری/ سال سوم/ ش ۱۰ / پاییز ۱۳۹۱ / ص ۷۱ تا ۹۲

## محتوای فزاینده و نسبی اطلاعات نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر عبدالله خانی \*  
مجید حقیقی \*\*

### چکیده

در این پژوهش، محتوای اطلاعاتی نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها مورد بررسی قرار گرفته است، تا از این طریق، میزان اعتبار و درستی هر یک از این شاخص‌ها در بازار سرمایه ایران مشخص گردد. به منظور دستیابی به پاسخ این مسأله از دو شاخص نرخ بازده سهام و Q توبین به عنوان شاخص پایه، استفاده شده است و میزان توضیح دهندگی این دو شاخص پایه، توسط شاخص‌های نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها و با استفاده از الگو رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفته شد. بر اساس اطلاعات صورت‌های مالی نمونه‌ای متشکل از ۵۶۰ سال - شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های

\* استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان

نویسنده مسئول مقاله: عبدالله خانی (Email: dr.a.khani@gmail.com)

تاریخ پذیرش: ۹۱/۵/۱۱

تاریخ دریافت: ۹۰/۶/۲۱

۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸، نتایج حاکی از آن است که نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای فزاینده و نسبی اطلاعاتی بیشتری است.

**واژه‌های کلیدی:** محتوای فزاینده و نسبی اطلاعات، نرخ بازیافت وجوه نقد، نرخ بازده سهام، Q توبین، بازده دارایی‌ها.

### مقدمه

مسئله ارزیابی عملکرد واحد تجاری همواره یکی از دلمشغولی‌های اصلی استفاده کنندگان صورت‌های مالی بوده است؛ چرا که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به عنوان مهمترین گروه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، جهت اتخاذ تصمیمات اقتصادی و تخصیص بهینه منابع، نیاز به ارزیابی عملکرد واحد تجاری دارند؛ لذا می‌بایست اطلاعاتی که حرفه حسابداری با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای ارزیابی عملکرد در اختیار آنها قرار می‌دهد، گویای عملکرد اقتصادی و بازده واقعی واحد تجاری باشد تا در تصمیم‌گیری مفید و مربوط واقع گردد؛ اما باید اذعان نمود که امروزه در حرفه حسابداری از شاخص‌های مختلفی برای ارزیابی عملکرد واحد تجاری استفاده می‌شود که از جمله این شاخص‌ها می‌توان به شاخص‌های مبتنی بر جریان وجوه نقد و شاخص‌های سنتی مبتنی بر سود حسابداری اشاره نمود.

استفاده از شاخص‌های مبتنی بر جریان وجوه نقد همواره توسط جامعه حسابداری مورد تأکید بوده است؛ چرا که بر اساس بیانیه مفاهیم بنیادی حسابداری مالی شماره یک آمریکا (SFAC)<sup>۱</sup>، یکی از اهداف اصلی گزارشگری مالی به وسیله واحدهای تجاری، ارائه اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در جهت ارزیابی مقدار، زمان و میزان عدم اطمینان جریان‌های نقدی حال و آینده است (هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۷۸)<sup>۲</sup>. همچنین، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران در مفاهیم نظری گزارشگری مالی، بر نقش و اهمیت ارائه اطلاعاتی در مورد مبالغ و منابع اصلی جریان‌های وجوه نقد ورودی و خروجی به وسیله صورت جریان وجوه نقد، برای ارزیابی عملکرد و

انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری تأکید کرده است (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). از طرف دیگر، بر اساس اظهارات هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی آمریکا، قیمت بازار سهام عادی شرکتهای سهامی وابسته به تخمین بازار در مورد توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های وجوه نقد در آینده خواهد بود (هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۰۰).

عوامل مذکور باعث گردیده تا کاربران صورت‌های مالی، جهت برآورد و تخمین بازده واقعی حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام، تمایل زیادی به تعیین جریان‌های وجوه نقد جاری و پیش‌بینی جریان‌های وجوه نقد آینده داشته باشند. حال، اگر از صورت‌های مالی سالانه واحدهای تجاری به عنوان مهمترین منبع اصلی تهیه اطلاعات برای کاربران استفاده شود، لازم اطلاعات مندرج در این گزارشها، دارای دو ویژگی مربوط و قابل اتکا باشند تا به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در اتخاذ تصمیمات مالی و اقتصادی و تخصیص بهینه منابع یاری رسانند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶).

اطلاعاتی که در حال حاضر توسط صورت سود و زیان و معیارهای سنتی حسابداری برای ارزیابی سوددهی یک شرکت در اختیار کاربران قرار می‌گیرد، به علت تأکید بر استفاده از مبنای حسابداری تعهدی و اصل بهای تمام شده تاریخی، قادر به ارائه تصویری شفاف از بازده اقتصادی شرکت نیست و در زمینه جریان‌های نقدی شرکت اطلاعات کافی به کاربران نمی‌دهد. از طرف دیگر، مدیران با انگیزه‌های مختلفی تمایل به دستکاری سود دارند. با این حال، یکی از مهمترین و رایج‌ترین شاخص‌هایی که از دیرباز برای ارزیابی سوددهی یک شرکت توسط کاربران صورت‌های مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد، نرخ بازده حسابداری<sup>۳</sup> (ARR) است. این شاخص که مبتنی بر سود حسابداری است، به علت آسان بودن محاسبه و درک آن، کاربرد زیادی در حسابداری داشته، ولی باید اذعان نمود که این شاخص (ARR) حاوی ضعف‌هایی است از جمله: ۱) توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی و ارزش بازار دارایی‌های شرکت را نادیده می‌گیرد. ۲) به علت استفاده از روش‌های حسابداری متفاوت (روش‌های ارزشیابی مختلف موجودی کالا، روش‌های

متفاوت محاسبه هزینه استهلاک و ... این نرخ نوسان‌پذیری زیادی دارد. در نتیجه، این سؤال مطرح می‌شود که آیا این شاخص (ARR) می‌تواند گویای بازده اقتصادی و یا به عبارت دیگر، بازده واقعی سهام شرکت باشد؟ (اندروز و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰).

یکی دیگر از شاخص‌هایی که طی چند دهه گذشته از سوی پژوهش‌گران و تحلیل‌گران مالی برای برآورد بازده اقتصادی شرکت با استفاده از صورت‌های مالی ارائه گردیده، نرخ باز یافت وجوه نقد (CRR) است. این شاخص (CRR) که برای اولین بار در سال ۱۹۷۸ توسط ایجیری معرفی شد، مبتنی بر جریان وجوه نقد است و طبق تعریف ایجیری برابر خواهد بود با: نسبت جمع وجوه حاصل از عملیات، در آمد (عایدات) حاصل از واگذاری و فروش دارایی‌های غیر جاری، هزینه بهره و کاهش در دارایی‌های جاری به میانگین ناخالص دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره (ایجیری<sup>۵</sup>، ۱۹۷۸). به اعتقاد ایجیری تحت شرایط معینی که مرتبط با متوسط عمر مفید داراییهای ثابت، اندازه شرکت و پایداری (ثبات) نرخ باز یافت وجوه نقد است، نرخ باز یافت وجوه نقد می‌تواند به عنوان معیاری مناسب و مفید، برای تخمین نرخ بازده داخلی<sup>۶</sup> (IRR) شرکت مورد استفاده قرار گیرد. همچنین پژوهش‌های گذشته نیز حاکی از آن است که نرخ باز یافت وجوه نقد به طور مستقیمی با نرخ بازده جریان وجوه نقد تنزیل شده ارتباط دارد و عملکرد اقتصادی واحد تجاری را بهتر نمایش می‌دهد (سالمون، ۱۹۸۲)<sup>۷</sup>. این شاخص (CRR) در سال‌های بعد مورد توجه پژوهش‌گران زیادی مانند استارک<sup>۸</sup>، گرینر<sup>۹</sup>، هامر و گوردن<sup>۱۰</sup> قرار گرفت و مفهوم آن توسط آنها گسترش یافت.

بر این اساس، اگرچه طبق پژوهش‌های اخیر سودمندی معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر سود (معیارهای سنتی حسابداری) مانند نرخ بازده حسابداری مورد تایید قرار گرفته است (لاندسمن و شاپیرو<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۵). لیکن این سؤال که آیا معیارهای سنتی حسابداری (مانند ROA, ARR) نسبت به معیارهای مبتنی بر جریان وجوه نقد، دارای قدرت توضیح دهندگی بهتر عملکرد اقتصادی واحد تجاری هستند؟ بی‌نتیجه مانده است.

مطالعات خارجی که در این زمینه صورت گرفته، حاکی از نتایج متناقض با یکدیگر است. همچنین اکثر پژوهش‌های انجام شده در ایران، علیرغم پذیرش بار محتوای اطلاعاتی معیارهای مبتنی بر جریان وجوه نقد، حاکی از آن هستند که معیارهای سنتی حسابداری نسبت به معیارهای مبتنی بر جریان وجوه نقد، دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری هستند و بهتر می‌توانند عملکرد اقتصادی واحد تجاری را نمایش دهند (خانی و ملائی، ۱۳۸۸؛ عرب مازار و همکاران، ۱۳۸۵). اما باید یادآور شد که در بیشتر این پژوهش‌ها، تنها بر یک بخش از جریان‌های نقدی (جریان وجوه نقد عملیاتی) تکیه شده است در حالی که باید موارد دیگری از جمله عایدات حاصل از واگذاری ماشین آلات و تجهیزات، هزینه‌های مالی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی و سایر اجزای جریان‌های نقدی را نیز مورد توجه قرار داد. این موارد به خوبی در شاخص نرخ بازیافت وجوه نقد لحاظ شده است (سید و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۸) لذا؛ با توجه به مطالب مذکور، هدف از انجام پژوهش حاضر بررسی این موضوع است که آیا نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در ارزیابی عملکرد اقتصادی واحد تجاری است؟

بر اساس استانداردهای حسابداری ایران، اطلاعات حسابداری برای اینکه در فرایند تصمیم‌گیری مفید واقع گردند، لازم است حائز دو ویژگی اساسی مربوط بودن و قابل اتکا بودن باشند. از دیدگاه نظری برای اینکه اطلاعات حسابداری مربوط تلقی شوند، باید محتوای فزاینده و نسبی داشته باشند. منظور از محتوای فزاینده اطلاعات، آن دسته از اطلاعاتی است که نسبت به سایر اطلاعات دارای توانایی بیشتری در تغییر نگرش افراد و افق تصمیم‌گیری آنان است. همچنین، منظور از محتوای نسبی اطلاعات، آن دسته از اطلاعاتی است که در نگرش و رفتار تصمیم‌گیرنده تأثیرگذار بوده و موجب تغییر در انتظارات مربوط به نتایج یک واقعه می‌شود. در نتیجه، می‌توان گفت که بیانگر حجم و مقدار اطلاعات مربوط است (سید و همکاران، ۲۰۰۸).

## پیشینه پژوهش پژوهشهای خارجی

سید و همکاران (۲۰۰۸) پژوهشی را تحت عنوان «محتوای نسبی و فزاینده اطلاعاتی نرخ‌های مبتنی بر سود در برابر نرخهای مبتنی بر باز یافت وجوه نقد» انجام دادند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این مطلب بود که نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد ارتباط مستقیمی با بازده سهام و  $Q$  توین دارد و شاخص‌های مبتنی بر باز یافت وجوه نقد نسبت به شاخص‌های مبتنی بر سود (مانند نرخ بازده دارایی‌ها، سود هر سهم و بازده سرمایه) بهتر می‌توانند عملکرد واحد تجاری را نمایش دهند و در نتیجه دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت به شاخص‌های مبتنی بر سود هستند.

سابرامانیام و ونکتیچلم<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان «سودها، جریان‌های وجوه نقد و ارزش واقعی آینده سرمایه» به بررسی میزان مربوط بودن اطلاعات مبتنی بر سود نسبت به اطلاعات مبتنی بر جریان وجوه نقد عملیاتی پرداختند. آنها با تعیین کردن ارزش ذاتی سرمایه در آینده به وسیله تنزیل کردن سودهای تقسیمی در یک افق زمانی سه ساله و ارزش بازار سهام در پایان افق زمانی، به این نتیجه رسیدند که سودهای تعهدی نسبت به جریان‌های وجوه نقد عملیاتی از توانایی بیشتری در نمایش ارزش ذاتی سرمایه در آینده برخوردارند و دارای محتوای اطلاعاتی مربوط تری برای ارزیابی عملکرد اقتصادی واحد تجاری هستند.

حسب‌النابی و سید<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۱) نیز در پژوهشی تحت عنوان «محتوای اطلاعاتی معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر سود حسابداری و مبتنی بر جریان وجوه نقد: نقش نرخ باز یافت وجوه نقد» به ارزیابی شاخص‌های مبتنی بر سود حسابداری و شاخص‌های مبتنی بر جریان وجوه نقد پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این مطلب بود که شاخص‌های مبتنی بر جریان وجوه نقد نسبت به شاخص‌های مبتنی بر سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری هستند و عملکرد اقتصادی واحد تجاری را بهتر نمایش می‌دهند.

چن و لی<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۵) در پژوهشی تحت عنوان «معیارهای حسابداری عملکرد واحدهای تجاری و نظریه Q توبین» با استفاده از تجزیه و تحلیل همبستگی و مبنا قرار دادن Q توبین به عنوان شاخص پایه به این نتیجه رسیدند که نرخ بازیاقت وجوه نقد (CRR) که یک شاخص مبتنی بر جریان وجوه نقد است، نسبت به نرخ بازده سرمایه گذاری (ROI) که مبتنی بر سود است، بهتر می تواند عملکرد اقتصادی واحد تجاری را نمایش دهد.

### پژوهش های داخلی

تاکنون در ایران مطالعه گزارش شده ای درباره موضوع این پژوهش انجام نگرفته است و مطالعات مرتبط غیرمستقیم در این زمینه به شرح ذیل است.

شیخ و روزبخش (۱۳۹۰) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی ارزش محتوای فزاینده اطلاعاتی اقلام تعهدی ترازنامه، سود عملیاتی، و جریانهای نقدی عملیاتی در پیش بینی جریانهای نقدی عملیاتی آینده» با بررسی بر روی نمونه ای متشکل از ۸۰ شرکت، به این نتیجه رسیدند که اقلام تعهدی برای پیش بینی جریانهای نقدی آینده، فاقد بار اطلاعاتی هستند. همچنین سود عملیاتی نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری است. بر اساس تحقیقات آنها الگوی ترکیبی اقلام تعهدی و جریانهای نقدی عملیاتی دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی جهت پیش بینی می باشد و بعد از آن الگوی ترکیبی سود عملیاتی و جریانهای نقدی عملیاتی و الگوی اقلام تعهدی و سود عملیاتی قرار دارند.

خانی و ملائی (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین سود حسابداری و جریان وجوه نقد عملیاتی با ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۴ - ۱۳۷۸)» که بر روی نمونه ای متشکل از ۲۱۰ سال - شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که هر دو اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد عملیاتی و سود حسابداری، در فرآیند پیش بینی ریسک سیستماتیک دارای محتوای نسبی اطلاعات هستند. علاوه بر این اطلاعات مربوط به سود حسابداری (بتای سود

حسابداری) در طی دوره زمانی پژوهش نسبت به اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد عملیاتی (بتای جریان وجوه نقد عملیاتی) در فرایند پیش‌بینی ریسک سیستماتیک، دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی است.

حجازی و ملکی اسکویی (۱۳۸۶) نیز در پژوهشی تحت عنوان «تعیین محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E در ارتباط با بازده سهام در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار» با بررسی بر روی نمونه‌ای متشکل از ۸۵ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۷۸، به این نتیجه رسیدند که ارزش افزوده نقدی در ارتباط با بازده سهام شاخص بهتری در مقایسه با نسبت P/E است و دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری است. همچنین نتایج آزمون محتوای فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E حاکی از این مطلب بود که هر دو شاخص، دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت به یکدیگر هستند.

عرب مازار، مشایخی و رفیعی (۱۳۸۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان «محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران» به بررسی محتوای فزاینده و نسبی اطلاعاتی سود جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج حاصل حاکی از این مطلب بود که سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی است. از سوی دیگر، بررسی‌های انجام گرفته در این مطالعه، حاکی از محتوای فزاینده اطلاعاتی اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی است که این مسئله با تفکیک کل اقلام تعهدی به اجزای اختیاری و غیراختیاری آن، نمود بیشتری می‌یابد. از طرف دیگر، نتایج پژوهش حاکی از بار اطلاعاتی فزاینده اقلام تعهدی اختیاری نسبت به اقلام تعهدی غیراختیاری است.



## فرضیه‌ها

به منظور بررسی میزان محتوای اطلاعاتی دو شاخص نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها و مقایسه محتوای اطلاعاتی این دو شاخص با یکدیگر، دو فرضیه ذیل تدوین گردید و مورد آزمون قرار گرفت.

**فرضیه اول:** نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در تبیین عملکرد اقتصادی است.

**فرضیه دوم:** نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری در تبیین عملکرد اقتصادی است.

لازم به توضیح است که در پژوهش حاضر از دو شاخص نرخ بازده سهام و  $Q$  توین، هر یک به طور جداگانه به عنوان معرف و نمایانگر عملکرد اقتصادی استفاده گردیده است.

## روش پژوهش

روش آماری بکار رفته در این پژوهش، رگرسیون خطی چند متغیره است. در این پژوهش برای بررسی میزان محتوای اطلاعاتی نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، از شاخص نرخ بازده سهام و شاخص  $Q$  توین به عنوان شاخص پایه استفاده شده است. همچنین برای بررسی ارتباط بین تغییرات دو مجموعه از آماره‌ی همبستگی و برای بررسی محتوای اطلاعاتی متغیرهای مستقل از ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ )، استفاده شده است.

## الگوهای پژوهش

برای بررسی فرضیه اول از چهار الگوی زیر استفاده شده است:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it} \quad (۳)$$

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it} \quad (۴)$$

عناصر موجود در رابطه‌های فوق به شرح زیر است:

$RET_{it}$ ، متغیر وابسته است که بیانگر نرخ بازده سهام شرکت در سال  $t$  است و از نسبت تفاوت قیمت سهام در ابتدا و پایان دوره بعلاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود تقسیمی سهام به قیمت سهام در ابتدای دوره به دست می‌آید (حقیقت و پناهی، ۱۳۹۰):

$$RET_{it} = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + \alpha C) + D_t}{P_{t-1} + \alpha C}$$

که در آن،  $P_t$ ، قیمت سهم در پایان دوره  $t$ ؛  $P_{t-1}$ ، قیمت سهم در پایان دوره  $t-1$ ؛  $D_t$ ، سود نقدی هر سهم به ازای تعداد سهام در ابتدای سال؛  $\alpha$ ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛  $\beta$ ، درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛ و  $C$ ، مبلغ پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از آورده نقدی و مطالبات است.

$EIRR_{it}$ ، متغیر مستقل است که بیانگر نرخ بازده داخلی مبتنی بر باز یافت وجوه نقد شرکت در سال  $t$  است. این شاخص سودآوری شرکت را منوط به جریان‌های ورودی وجه نقد به شرکت در طول دوره فعالیت آن در نظر می‌گیرد و از طریق حل نمودن معادله زیر که به الگو استارک و گرینر (۱۹۸۸) مشهور است و یافتن مقدار  $(i)$  در آن، به دست می‌آید:

$$\frac{CRR(G^2T^2 + \pi^2)(1 - e^{-GT})(e^{-iT} + 1)}{G(e^{-GT} + 1)(i^2T^2 + \pi^2)} = 1$$

که در آن،  $CRR$ ، نرخ باز یافت وجوه نقد که از نسبت جریان‌ات وجوه نقد واحد تجاری به میانگین ناخالص داری‌های ثابت ابتدا و انتهای دوره به دست می‌آید؛ وجوه حاصل از فعالیت‌های عملیاتی + وجوه حاصل از فعالیت‌های سرمایه گذاری = جریان‌های وجوه نقد واحد تجاری

+ دارایی‌های جاری - کل دارایی‌ها = میانگین ناخالص دارایی‌های ثابت  
 استهلاک انباشته دارایی‌های ثابت

G، نرخ سالانه رشد در سرمایه‌گذاری شرکت است که از لگاریتم نسبت ناخالص دارایی‌های ثابت پایان دوره به ناخالص دارایی‌های ثابت ابتدای دوره حاصل می‌شود؛ T، دوره زمانی که سرمایه‌گذاری‌ها فعال هستند که از نسبت دارایی‌های ثابت به هزینه استهلاک به دست می‌آید؛ I، نرخ بازده داخلی تخمینی؛  $\pi$ ، عدد پی که برابر است با حاصل تقسیم عدد ۲۲ بر ۷؛  $e^{-GT}$ ، لگاریتم طبیعی نرخ رشد و دوره زمانی که سرمایه‌گذاری‌ها فعال هستند؛ و  $e^{-It}$ ، لگاریتم طبیعی نرخ بازده داخلی تخمینی و دوره زمانی که سرمایه‌گذاری‌ها فعال هستند.

$SIZE_{it}$ ، متغیر کنترلی است که بیانگر اندازه شرکت در سال t است و از طریق محاسبه لگاریتم کل دارایی‌ها به دست می‌آید؛

$RISK_{it}$ ، متغیر کنترلی است که بیانگر ریسک شرکت در سال t است و به وسیله انحراف معیار تغییرات ماهانه بازده سهام در طی ماه‌های گذشته به دست می‌آید؛

$LEV_{it}$  = متغیر کنترلی است که بیانگر اهرم مالی شرکت در سال t است و از نسبت بدهی به جمع حقوق صاحبان سهام حاصل شده است:

کل بدهیها - کل دارایی‌ها = جمع حقوق صاحبان سهام

$ROA_{it}$ ، متغیر مستقل است که بیانگر بازده دارایی‌های شرکت در سال t است و از نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها به دست می‌آید:

بهای تمام شده کالای فروخته شده - فروش خالص = سود ناخالص

(خالص سایر درآمدها (هزینه‌ها) ی عملیاتی + هزینه‌های اداری، عمومی و فروش) - سود ناخالص = سود عملیاتی

$TQ_{it}$ ، متغیر وابسته است که بیانگر Q توین شرکت در سال t است و از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به دست می‌آید:

بدهیها + (تعداد سهام عادی  $\times$  قیمت سهام در پایان سال مالی) = ارزش بازار شرکت

برای بررسی فرضیه دوم نیز ازالگوه‌های رگرسیون چند متغیره ذیل استفاده شده است.

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 RISK_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + e_{it} \quad (5)$$

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 RISK_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + e_{it} \quad (6)$$

عناصر موجود در رابطه های فوق، همان متغیرهای توضیح داده شده قبلی می باشد.

### نمونه آماری

در این پژوهش نمونه گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک صورت گرفته است. بدین ترتیب که کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه در نظر گرفته می شوند:

- (۱) قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۲) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- (۳) اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد بحث در این پژوهش برای آنها در دسترس باشد.
- (۴) نرخ بازده داری (ROA) شرکت در دوره مطالعه، سه سال متوالی زیان ده نباشند.
- (۵) جزء شرکت های واسطه گری مالی (بانک، شرکت های سرمایه گذاری و لیزینگ) نباشند. با توجه به شرایط و محدودیت های فوق، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۹۰ شرکت انتخاب شد و برای آزمون فرضیه های پژوهش از اطلاعات حسابداری موجود در صورت های مالی آنها طی سال های ۱۳۸۳-۱۳۸۸ استفاده گردید.

### نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

برای درک بهتر مطالب این پژوهش ابتدا در جدول شماره (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. برای مثال، مقدار میانگین، میانه و انحراف معیار برای متغیر  $RET_t$  در

طول دوره مطالعه (۱۳۸۳-۱۳۸۸) به ترتیب برابر با ۰/۳۰۸۲۵۵، ۰/۰۹۸۱۵۰ و ۰/۹۵۰۷۶۶ است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرها

$ROA_t$	$EIRR_t$	$TQ_t$	$RET_t$	پارامترها
۰/۱۹۰۶۱۵	۰/۲۸۶۵۹۷	۰/۶۰۹۰۹۴	۰/۳۰۸۲۵۵	میانگین
۱/۱۶۸۵۸۴	۰/۲۶۰۰۶۹	۰/۳۱۸۱۳۳	۰/۰۹۸۱۵۰	میانه
۰/۶۵۴۳۸۱	۳/۵۴۱۱۰۶	۱۰/۳۹۲۰۳	۱۰/۴۳۸۰۰	حداکثر
-۰/۱۲۱۱۴۷	-۰/۷۴۵۹۲۰	۰/۳۰۱۴۹۲	-۰/۸۷۰۳۰۰	حداقل
۰/۱۱۸۳۱۷	۰/۲۹۷۰۲۸	۱/۰۰۱۹۳۶	۰/۹۵۰۷۶۶	انحراف معیار
$LEV_t$	$RISK_t$	$SIZE_t$		پارامترها
۲/۱۴۹۷۰۹	۰/۱۶۱۱۴۵	۵/۷۳۱۲۲۷		میانگین
۱/۵۳۸۱۶۰	۰/۱۲۴۳۰۶	۵/۶۹۰۶۵۷		میانه
۱۹/۷۰۴۸۰	۲/۲۰۷۹۲۵	۷/۹۰۱۹۸۳		حداکثر
-۱۹/۱۷۵۴۷	۰/۰۰۶۴۲۰	۴/۵۹۷۷۷۲		حداقل
۲/۶۶۶۷۶۱	۰/۱۶۶۵۹۳	۰/۶۲۲۸۷۸		انحراف معیار

تعداد مشاهدات: ۵۴۰

### نتایج آزمون فرضیه اول

#### الف. نتایج آزمون فرضیه اول بر اساس نرخ بازده سهام

جدول شماره (۲) نتایج حاصل از رگرسیون و تخمین الگوهای پژوهش را که در ارتباط با محتوای نسبی اطلاعات نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در توضیح دهندگی نرخ بازده سهام است، را به طور خلاصه نمایش می‌دهد. قابل ذکر است که کلیه نتایج ارائه شده در این پژوهش، بر اساس خروجی نرم‌افزار ایویوز بوده و نتایج حاصل پس از انجام آزمون فروض رگرسیون از قبیل آزمون دوربین واتسون و آزمون وایت (آماره F) و معناداری آماره‌ها ارائه شده است. نتایج این آماره‌ها در هر یک از جدول‌های شماره (۲) و (۳) نمایش داده شده است.

بر اساس فرضیه اول نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در تبیین بازده سهام (عملکرد اقتصادی) است لذا؛ برای تایید یا رد این فرضیه لازم است تا ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) حاصل از نتایج تخمین الگوهای (۱) و (۲) را با یکدیگر مقایسه نمود و هر کدام که بزرگتر باشد، گویای این مطلب است که محتوای نسبی اطلاعات آن الگو و شاخص ارزیابی عملکرد، بیشتر است. همانطور که جدول شماره (۲) نشان می‌دهد، هر دو شاخص نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها، با نرخ بازده سهام رابطه مستقیم مثبتی دارند و ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد، برابر با ۲۹٪ است که در مقایسه با ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) نرخ بازده دارایی‌ها (۱۱٪) بزرگتر است. در نتیجه نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در توضیح دهندگی نرخ بازده سهام است.

جدول شماره ۲. محتوای نسبی اطلاعاتی نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در ارتباط با نرخ بازده سهام

قسمت الف. نتایج حاصل از تخمین الگوی شماره (۱)

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
$EIRR_{it}$	۱/۵۷۳۳۷۹	۰/۱۱۸۴۶۸	۱۳/۲۸۱۰۱	۰/۰۰۰۰
$SIZE_{it}$	۰/۰۶۲۱۱۹	۰/۰۵۶۷۲۴	-۱/۰۹۵۱۱۲	۰/۰۲۷۴۰
$RISK_{it}$	۰/۸۹۷۸۵۰	۰/۲۱۱۱۵۲	۴/۲۵۲۱۴۹	۰/۰۰۰۰
$LEV_{it}$	-۰/۰۰۲۱۵۲	۰/۰۱۳۲۴۰	۰/۱۶۲۵۴۸	۰/۸۷۰۹
آماره دوربین واتسون	۱/۹۱۷۲۳۰	ضریب تعیین		۰/۳۰۳۰۲۰
آماره F	۵۸/۱۴۹۴۰	$R^2$ تعدیل شده		۰/۲۹۷۸۰۹
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰۰۰			

## ب. نتایج حاصل از تخمین الگوی شماره (۲)

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
<b>SIZE<sub>it</sub></b>	-۲/۱۲۶۳۲۷	۰/۲۲۰۲۵۲	-۸/۹۳۳۶۶۶	۰/۰۰۰۰
<b>RISK<sub>it</sub></b>	۰/۸۱۸۷۹۶	۰/۲۰۳۰۸۲	۴/۰۳۱۸۲۲	۰/۰۰۰۱
<b>LEV<sub>it</sub></b>	۰/۰۴۶۲۵۸	۰/۰۱۷۳۰۸	۲/۶۷۲۶۶۳	۰/۰۰۷۸
آماره دوربین واتسون	۱/۵۸۸۸۷۶	ضریب تعیین		۰/۵۷۵۱۴۵
آماره F	۶/۴۹۲۱۵۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده		۰/۴۸۶۵۵۴
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰۰۰			

## نتایج آزمون فرضیه اول بر اساس Q توپین

جدول شماره (۳)، نتایج حاصل از رگرسیون و تخمین الگوهای پژوهش را که درباره با محتوای نسبی اطلاعات نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیاقت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در توضیح دهندگی Q توپین است، به طور خلاصه نمایش می‌دهد.

بر اساس فرضیه اول نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیاقت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در تبیین Q توپین (عملکرد اقتصادی) است؛ لذا، برای تأیید یا رد این فرضیه لازم است تا ضریب تعیین تعدیل شده (R<sup>2</sup>) حاصل از نتایج تخمین الگوهای (۳) و (۴) را با یکدیگر مقایسه نمود و هر کدام که بزرگتر باشد، گویای این مطلب است که محتوای نسبی اطلاعات آن الگو و شاخص ارزیابی عملکرد، بیشتر است. همانطور که جدول شماره (۳) نشان می‌دهد هر دو شاخص نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیاقت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها با Q توپین رابطه مستقیم مثبتی دارند و ضریب تعیین تعدیل شده (R<sup>2</sup>) نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیاقت وجوه نقد (۵۹٪) در مقایسه با ضریب تعیین تعدیل شده (R<sup>2</sup>) نرخ بازده دارایی‌ها (۴۸٪)، بزرگتر است. در نتیجه نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیاقت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در توضیح دهندگی Q توپین است.

جدول شماره ۳. محتوای نسبی اطلاعاتی نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در ارتباط با Q توپین

قسمت الف. نتایج حاصل از تخمین الگو شماره (۳)

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EIRR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
$EIRR_{it}$	۱/۵۹۱۰۹۸	۰/۱۱۳۸۱۲	۱۳/۹۸۰۰۳	۰/۰۰۰۰
$SIZE_{it}$	-۲/۳۹۱۳۴۰	۰/۲۰۷۲۸۹	-۱۱/۵۳۶۲۶	۰/۰۰۰۰
$RISK_{it}$	۰/۲۵۳۰۵۲	۰/۱۸۳۱۲۸	۱/۳۸۱۸۲۹	۰/۱۶۷۷
$LEV_{it}$	۰/۰۲۸۰۳۷	۰/۰۱۵۲۹۵	۱/۸۳۳۰۵۴	۰/۰۶۷۵
آماره دوربین واتسون	۱/۵۷۶۷۶۴	ضریب تعیین		۰/۶۶۸۱۲۰
آماره F	۹/۶۵۴۴۲۱	$R^2$ تعدیل شده		۰/۵۹۸۹۱۷
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰۰۰			

قسمت ب. نتایج حاصل از تخمین الگو شماره (۴)

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 RISK_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + e_{it}$$

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
$ROA_{it}$	۳/۰۵۲۳۳۷	۰/۴۱۱۳۲۳	۷/۴۲۰۷۸۰	۰/۰۰۰۰
$SIZE_{it}$	-۲/۱۴۶۳۲۷	۰/۲۴۰۲۵۲	-۸/۹۳۳۶۶۶	۰/۰۰۰۰
$RISK_{it}$	۰/۸۱۸۷۹۶	۰/۲۰۳۰۸۲	۴/۰۳۱۸۴۲	۰/۰۰۰۱
$LEV_{it}$	۰/۰۴۶۲۵۸	۰/۰۱۷۳۰۸	۲/۶۷۲۶۶۳	۰/۰۰۷۸
آماره دوربین واتسون	۱/۵۸۸۸۷۶	ضریب تعیین		۰/۵۷۵۱۴۵
آماره F	۶/۴۹۲۱۵۰	$R^2$ تعدیل شده		۰/۴۸۶۵۵۴
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰۰۰			



## نتایج آزمون فرضیه دوم

## آزمون دوم بر اساس نرخ بازده سهام

جدول شماره (۴)، نتایج حاصل از رگرسیون و تخمین الگو (۵) را که در مورد محتوای فزاینده اطلاعات نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در توضیح دهندگی نرخ بازده سهام است را به طور خلاصه نمایش می‌دهد.

جدول شماره ۴. مقایسه ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده الگو (۵) با الگوهای (۱) و (۲)

شاخص پایه: نرخ بازده سهام	ضریب تعیین تعدیل شده	میزان افزایش در $\bar{R}^2$ تعدیل شده
$EIRR_1$ - الگو (۱)	۰/۲۹۷۸۰۹	۰/۰۰۰۳۷۹
$ROA_1$ - الگو (۲)	۰/۱۱۳۴۳۷	۰/۱۸۴۷۵۱
$EIRR_i$ و $ROA_i$ - الگو (۵)	۰/۲۹۸۱۸۸	

بر اساس فرضیه دوم نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری در تبیین نرخ بازده سهام (عملکرد اقتصادی) است. برای آزمون این فرضیه، مقایسه دو مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) ضروری است (گجراتی، ۱۳۸۶). لذا، لازم است تا ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) حاصل از نتایج تخمین الگو (۵) را با الگوهای (۱) و (۲) مقایسه نمود و هر کدام که بیشتر افزایش یافته باشد، حاکی از این مطلب است که محتوای فزاینده اطلاعاتی آن شاخص نسبت به دیگری بیشتر است. همان‌طور که جدول شماره (۵) نشان می‌دهد،  $EIRR_i$  خود به تنهایی ۲۹٪ از تغییرات نرخ بازده سهام را توضیح می‌دهد و افزودن  $ROA_i$  تأثیر چندانی در توضیح دهندگی تغییرات نرخ بازده سهام ندارد؛ اما با اضافه شدن  $EIRR_i$  به الگو (۲)، میزان توضیح دهندگی الگو ۱۸٪ افزایش می‌یابد که حاکی از این مطلب است که نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها در تبیین نرخ بازده سهام است.

جدول شماره ۵. مقایسه ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده الگو (۶) با الگوهای (۳) و (۴)

شاخص پایه: Q توبین	ضریب تعیین تعدیل شده	میزان افزایش در $\bar{R}^2$ تعدیل شده
$EIRR_I$ - الگو (۳)	۰/۵۹۸۹۱۷	۰/۰۲۸۰۳۲
$ROA_I$ - الگو (۴)	۰/۴۸۶۵۵۴	۰/۱۴۰۳۹۵
$EIRR_i$ و $ROA_i$ - الگو (۶)	۰/۶۲۶۹۴۹	

### نتایج آزمون فرضیه دوم بر اساس Q توبین

بر اساس فرضیه دوم نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری در تبیین Q توبین (عملکرد اقتصادی) است. در نتیجه برای تأیید یا رد این فرضیه نیز دوباره لازم است تا ضریب تعیین تعدیل شده ( $\bar{R}^2$ ) حاصل از نتایج تخمین الگو (۶) را با الگوهای (۳) و (۴)، مقایسه نمود و هر کدام که بیشتر افزایش یافته باشد، حاکی از این مطلب است که محتوای فزاینده اطلاعاتی آن شاخص نسبت به دیگری بیشتر است. جدول شماره (۵)، نتایج حاصل از رگرسیون و تخمین الگو (۶) را که در ارتباط با محتوای فزاینده اطلاعات نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها در توضیح دهندگی Q توبین است، به طور خلاصه نمایش می‌دهد.

همان‌طور که جدول شماره (۵) نشان می‌دهد  $EIRR_i$  خود به تنهایی ۵۹٪ از تغییرات نرخ بازده سهام را توضیح می‌دهد و با افزودن  $ROA_i$  فقط ۲/۸٪ به میزان توضیح دهندگی تغییرات Q توبین اضافه می‌شود، در حالی که با اضافه شدن  $EIRR_i$  به الگو (۴)، میزان توضیح دهندگی الگو ۱۴٪ افزایش می‌یابد که حاکی از این مطلب است که نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها در تبیین Q توبین است.

## نتیجه گیری

به کارگیری شاخص‌های ارزیابی عملکرد مربوط و قابل اتکا همواره یکی از خواسته‌های اصلی کاربران صورت‌های مالی جهت اتخاذ تصمیمات بهینه اقتصادی بوده است؛ اما راجع به مفید بودن سود تعهدی که به طور سنتی در حسابداری برای ارزیابی عملکرد شرکت به کار می‌رود، گفته‌های متعددی وجود دارد؛ از یک سو تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری مالی معتقد هستند که اقلام سود تعهدی برای ارزیابی بازده شرکت سودمند است و از طرف دیگر، برخی از تحلیل‌گران مالی قابلیت اتکا و مربوط بودن سود را به دلیل اجزاء تعهدی آن مورد پرسش قرار می‌دهند. آنها این بحث را مطرح می‌کنند که سود تعهدی قادر به ارائه تصویری شفاف از بازده اقتصادی شرکت نیست و در زمینه جریان‌های نقدی شرکت، اطلاعات کافی به کاربران نمی‌دهد. همچنین، این منتقدان بر این باور هستند که مدیران تمایل دارند اجزاء سود تعهدی را با به کارگیری روش‌های مختلف مجاز برای تعدیل سود گزارش شده، دستکاری نمایند.

این پژوهش با بررسی نمونه‌ای متشکل از ۵۴۰ سال - شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸، محتوای فزاینده و نسبی اطلاعاتی نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد و نرخ بازده دارایی‌ها را مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. به طور خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول این پژوهش گویای این است که با اطمینان ۹۵٪، نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها، دارای محتوای نسبی اطلاعاتی بیشتری در تبیین عملکرد اقتصادی می‌باشد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری در تبیین عملکرد اقتصادی است. نتایج این پژوهش، با نتایج حاصل شده از اکثر مطالعات خارج از کشور، از جمله سید و همکاران (۲۰۰۸)، حسب النابی و سید (۲۰۰۱) سازگار است. لیکن با نتایج تحقیقات صورت گرفته در ایران از جمله حجازی و ملکی اسکویی (۱۳۸۶) و مشایخی و رفیعی (۱۳۸۵) ناسازگار است. شاید دلیل ناسازگاری این است که در پژوهش، حاضر کلیه اجزای جریان‌های نقدی که منجر به ایجاد ثروت برای شرکت

می‌شوند، مد نظر قرار گرفته شده است و این در حالی است که در بیشتر مطالعات انجام شده در ایران تنها بر یک جنبه از جریان‌های نقدی (جریان وجوه نقد عملیاتی) تکیه شده است که این امر می‌تواند باعث تغییر در نتایج شود.

### پیشنهاد‌های پژوهش

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نسبت به نرخ بازده دارایی‌ها در بلندمدت، دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری است و در نتیجه جهت اتخاذ تصمیمات اقتصادی مربوط تر می‌باشد؛ لذا به سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان مالی توصیه می‌شود که در تصمیم‌گیری‌های خود، به جای اینکه صرفاً از شاخص‌های مبتنی بر سود مانند نرخ بازده دارایی‌ها استفاده کنند، از شاخص نرخ بازده داخلی مبتنی بر بازیافت وجوه نقد نیز استفاده نمایند. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده برای دستیابی به نتایج دقیق‌تر، شاخص‌های مختلفی از هر یک از معیارهای مبتنی بر سود و مبتنی بر جریان وجوه نقد، با یکدیگر مقایسه شود. همچنین آزمون الگوها در سطح صنایع به صورت جداگانه و نیز برای دوره‌های کوتاه مدت انجام شود.

### محدودیت‌های پژوهش

الف. پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند؛ لذا نتایج به دست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

ب. داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از جنبه تورم تعدیل نگردیده است و همچنین به دلیل استفاده از ارزش اسمی در ارزش‌یابی حقوق صاحبان سهام و نیز ارزش‌گذاری بدهی‌های جاری به ارزش جاری، میزان اهرم مالی در ایران نسبت به کشورهای توسعه یافته بالا است که این عوامل می‌تواند باعث متفاوت بودن نتایج حاصل از تحقیقات یکسان گردد.

## یادداشتها

- 1 - Statement of Financial Accounting Concept (SFAC)
- 2 - Financial Accounting Standard Board (FASB)
- 3 - Accounting Rate of Return
- 4 - Andrews
- 5 - Ijiri
- 6 - Internal Rate of Return
- 7 - Salamon
- 8 - Stark
- 9 - Griner
- 10 - Hamer and Gordon
- 11 - Landsman and Shapiro
- 12 - Said
- 13 - Subramanyam and Venkatachalam
- 14 - HassabElnaby and Said
- 15 - Chen and lee

## منابع و مأخذ

- جواد شیخ، محمد و نجمه روزبخش (۱۳۹۰). بررسی ارزش محتوای فزاینده اطلاعاتی ارقام تعهدی ترانزنامه، سود عملیاتی، و جریانهای نقدی عملیاتی در پیش بینی جریانهای نقدی عملیاتی آتی، تحقیقات حسابداری، شماره ۱۱.
- حجازی، رضوان و ملک التاج ملکی اسکویی (۱۳۸۶). تعیین محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده ارزش افزوده نقدی و نسبت P/E در ارتباط با بازده سهام در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۷، ص. ۳۶-۲۱.
- حقیقت، حمید و مهدی پناهی (۱۳۹۰). بررسی رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، شماره ۵، ص ۵۱-۳۱.
- خانی، عبدالله و مهنام ملایی (۱۳۸۸). رابطه بین سود حسابداری و جریان وجه نقد عملیاتی با ریسک سیستماتیک: بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۸-۱۳۸۴)، تحقیقات حسابداری، شماره ۱، ص. ۲۱۲-۱۸۶.
- عرب مازار یزدی، محمد و دیگران (۱۳۸۵). محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، ص ۹۹-۱۱۸.
- کمیته تدوین استاندارد های حسابداری (۱۳۸۶)، استانداردهای حسابداری ایران، تهران، سازمان حسابرسی، نشریه ۱۶۰.
- گجراتی، دامودار (۱۳۸۶)، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران، جلد اول، ص ۲۵۲-۲۵۳.

- Andrews, C., Rue, J.C., and Volkan, A., (2010). Operating cash flows, cash recovery rates and internal rates of return, *Journal of Business Finance & Economics Research*, pp 43-52
- Chen, K.C. and Lee, C.W., (1995). Accounting measures of business performance and Tobin's Q theory, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 10, No. 3, pp 587-609.
- Financial Accounting Standards Board, (FASB), (2000). *Statement of Financial Accounting Concepts No.7*, Using cash flow information and present value in accounting measurements. Stamford, Conn.
- Financial Accounting Standards Board, (FASB), (1978). *Statement of Financial Accounting Concepts NO. 1*, Objectives of financial reporting by business enterprises.
- Gordon, L.A. and Hamer, M.M., (1988). Rates of return and cash flow profiles: An extension, *The Accounting Review*, Vol.63, .No.3, PP.514-512.
- Griner, E.H. and Stark, A.W. (1988). Cash recovery rates, accounting rates of return and the estimation of economic performance, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 7, No. 4.
- HassabElnaby, H.R and Said, A.A. (2001), The Information content of accounting earnings and cash flows measures of performance: the role of the cash recovery rate, *Social Science Research Network*, from: www.ssrn.com.
- Ijiri, Y. (1978). Cash flow accounting and its structure, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 1, No. 4, pp 341-348.
- Landsman, W.R. and Shapiro, A.C. (1995). Tobin's Q and the relation between accounting ROI and economic return, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 10, No. 1, pp. 103-120.
- Said, A.A., HassabElnaby, H.R., Nowlin, T.S. (2008). The relative and incremental information content of earnings vs cash recovery rates, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 7, No. 4, pp.372-395.
- Subramanyam, K.R. and Venkatachalam, M. (2007), Earnings, cash flows, and ex post intrinsic value of equity, *The Accounting Review*, Vol. 82, No. 2, pp 457-481.
- Salmamon, G.L. (1982). Cash recovery rates and measures of firm profitability, *The Accounting Review*, Vol. 57, No. 2, PP. 292-302.

2 - Financial Accounting Standard Board (FASB)

3 - Accounting Rate of Return

4 - Andrews

5 - Ijiri

6 - Internal Rate of Return

7 - Salamon

Archive of SID