مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال اول، شماره اول و دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۸
تاریخ وصول: ۸۸/۸/۱۰
تاریخ پذیرش: ۸۸/۱۰/۹
صص۱۶-۱

توانایی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش فروغی[۱*] و اسماعیل مظاهری[**]
*استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

چکیده

دیدگاه‌های جدید در زمینه ارزش‌گذاری شرکت، عموماً ارزش ذاتی تحقق یافته را معیار مناسب‌تری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی می‌دانند، اما از آنجایی که محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته، فرایندی پیچیده و کاملاً تخصصی است، استفاده از این تکنیک برای کلیه سرمایه‌گذاران به منظور اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری میسر نیست. به همین دلیل، این پژوهش در صدد پاسخ‌گویی به این پرسش است که از میان معیارهایی، همچون سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی، کدام یک قدرت توضیح دهندگی بیشتری در رابطه با ارزش ذاتی تحقق یافته دارند تا به عنوان جانشین ارزش ذاتی تحقق یافته در فرآیند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به کار گرفته شوند. دوره زمانی این پژوهش، سال ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۶ است که به منظور محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته سهام، این دوره به سه دوره زمانی سه ساله تقسیم گردیده است. تعداد ۱۵۳ شرکت در دوره زمانی اول، ۱۷۰ شرکت در دوره زمانی دوم و ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی سوم، به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. نتایج پژوهش نشان داد که سود عملیاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت را بهتر توضیح می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: ارزش ذاتی تحقق یافته، ارزش نهایی، اقلام تعهدی، سود عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی

۱- نویسنده مسؤول: Foroghi@ase.ui.ac.ir

مقدمه

یکی از اهداف گزارشگری مالی، فراهم آوردن اطلاعات برای کمک به استفاده کنندگان در ارزیابی جریان‌های نقدی آتی شرکت است. در این راستا، هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، در بند ۳۷ بیانیه مفاهیم حسابداری مالی شماره ۱ خود اظهار می‌دارد که هدف اولیه گزارشگری مالی فراهم آوردن اطلاعاتی است که سرمایه گذاران کنونی و بالقوه ، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان را در پیش‌بینی میزان، زمان‌بندی و عدم قطعیت جریان‌های نقدی آتی شرکت کمک کند. مبانی نظری گزارش‌گری مالی ایران نیز بیان می‌دارد که اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی توسط استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، مستلزم ارزیابی توان واحد تجاری جهت ایجاد وجه نقد و زمان وقطعیت ایجاد آن است[۱]. لذا تعیین معیاری جهت پیش‌بینی توان شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی مورد انتظار سهامداران، به عنوان سؤالی اساسی در حسابداری مطرح شده است.

پژوهش‌های گسترده‌ای پیرامون این موضوع صورت گرفته است که در اغلب آنها از سود یا جریان نقدی به عنوان معیار پیش‌بینی‌کننده جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار سهامداران استفاده شده است، اما برتری سود نسبت به جریان نقدی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت همچنان در هاله‌ای از ابهام قرار دارد. در همین راستا، برخی پژوهش‌ها نشان دادند که سود بر مشکلات ذاتی زمان بندی و عدم تطابق که در جریان‌های نقدی وجود دارد، غلبه می‌کند. لذا سود، شاخصی بهتر از عملکرد مالی شرکت است[۷]. اما از آنجا که سود به دلیل فروض زیربنایی آن، عاری از اشتباه‌های اندازه‌گیری نیست، اغلب شک و تردید تحلیل‌گران مالی و اقتصادی را در خصوص مربوط بودن سود به دنبال داشته است[۸].

رویکرد دیگر در بررسی توان نسبی سود و جریان‌های نقدی در پیش بینی جریان‌های نقدی آتی، استفاده از قیمت یا بازده سهام، به عنوان جانشینی برای جریان های نقدی آتی مورد انتظار سهامداران است. فرض ضمنی این رویکرد آن است که قیمت سهام، اطلاعات مربوط به جریان نقدی آتی را که در سود جاری لحاظ شده‌اند، به درستی منعکس می‌کند.

به هر حال، پژوهش‌های بعدی نشان داد که بازار سهام عمدتاً بر سود حسابداری تمرکز دارد و لذا هنگامی که از قیمت یا بازده سهام به عنوان یک معیار پیش‌بینی‌کننده استفاده شود، دلایل روشنی مبنی بر برتری نسبی سود بر جریان‌های نقدی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار سهامدارن وجود ندارد [۱۷].

در راستای تعیین یک معیار به منظور پیش‌بینی توان شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی مورد انتظار سهامداران، پژوهش‌های زیادی به برتری معیار ارزش ذاتی سهام نسبت به سایر معیارهای پیش‌بینی جریان‌های نقدی، از جمله بازده سهام، قیمت سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی، اشاره کرده‌اند[۱۴].

مدل ارزش ذاتی تحقق یافته

مدل ارزش ذاتی تحقق یافته، ابتدا در سال ۲۰۰۱ توسط سابرامانیام به عنوان یک مدل ارزشیابی سهام استفاده گردید. وی با اقتباس از مدل السون، مدلی را ارایه کرد که در آن، ارزش ذاتی سهام یک شرکت به سود سهام توزیع شده آن شرکت بستگی دارد.

به‌عبارت بهتر، ارزش ذاتی تحقق یافته، ارزش فعلی همه پرداخت‌های آتی به سهامداران است؛ و از آنجا که سود تقسیمی، تنها جریان نقدی است که سرمایه گذاران به صورت مستقیم دریافت می‌کنند، بنابراین، مدل ارزش ذاتی تحقق یافته بر مبنای سود تقسیمی پایه گذاری شده است[۱۵].

این مدل همچون سایر مدل‌های ارزشیابی حقوق صاحبان سهام شرکت، نیازمند فاکتورهایی از قبیل نرخ تنزیل، دوره زمانی پیش‌بینی و فاکتورهای پیش‌بینی کننده است. در این مدل، ارزش ذاتی ذاتی تحقق یافته با استفاده از ارزش فعلی سودهای تقسیمی در یک دوره سه ساله و ارزش نهایی سهام که توسط قیمت سهام در پایان سال سوم نشان داده می‌شود، محاسبه می‌گردد.

مدل ارزش ذاتی تحقق یافته نسبت به سایر مدل‌های ارزشیابی حقوق صاحبان سهام، همچون مدل السون، مدل گوردون و مدل سرمایه‌ای کردن سود، دارای برتری‌هایی به شرح زیر است:

۱- استفاده از ارزش ذاتی تحقق یافته موجب می‌شود تا به‌طور همزمان، بر مشکلات ذاتی استفاده از جریان‌های نقدی عملیاتی و یا بازده سهام به عنوان معیارهای پیش‌بینی کننده ارزش سهام، غلبه شود. به عبارت بهتر، استفاده از جریان‌های نقدی عملیاتی کوتاه مدت (سالانه) به عنوان معیار پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار سرمایه گذاران مناسب نیست؛ زیرا جریان‌های نقدی عملیاتی، قادر به نشان دادن میزان جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت نیست [۸].

۲- در مدل ارزش ذاتی تحقق یافته، همچون سایر مدل‌های ارزشیابی حقوق صاحبان سهام از ارزش نهایی استفاده شده است. تعیین ارزش نهایی برای هر مدل ارزشیابی ضروری است، زیرا بخش بزرگی از ارزش هر شرکت توسط ارزش نهایی آن محاسبه می‌شود. ارزش نهایی به کار رفته در سایر مدل‌های ارزشیابی حقوق صاحبان سهام، همچون مدل تنزیل سودهای نقدی، به‌طور برآوردی محاسبه می‌شود؛ اما در مدل ارزش ذاتی تحقق یافته، از قیمت‌های تحقق یافته بازار سهام به عنوان ارزش نهایی استفاده می‌شود. استفاده از قیمت‌های تحقق یافته بازار سهام به‌جای ارزش‌های نهایی برآوردی، این امکان را به وجود می‌آورد تا پرداخت‌های آتی را که قرار است به سهامداران انجام شود(سودهای تقسیم شده آتی)، بدرستی نشان داد. همچنین استفاده از قیمت‌های تحقق یافته بازار موجب می‌شود تا ارزش نهایی به کار رفته در مدل ارزش ذاتی تحقق یافته ، عاری از مفروضاتی از قبیل نرخ رشد دایمی و نرخ رشد چند مرحله‌ای باشد؛ که نتیجه این امر، کاهش جنبه برآوردی بودن ارزش نهایی به کار گرفته شده در مدل ارزشیابی سهام و افزایش دقت پیش‌بینی‌های این مدل است[۱۵].

۳- یکی از مواردی که تعیین آن همواره برای هر مدل ارزشیابی دارای اهمیت است، تعیین طول دوره پیش‌بینی است. طول دوره پیش‌بینی باید به اندازه‌ای باشد که شرکت بتواند در پایان آن مدت به شرایط ثبات دست یابد. در مدل ارزش ذاتی تحقق یافته، طول دوره پیش‌بینی، سه ساله است. انتخاب دوره سه ساله موجب می‌شود تا بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی که یکی از محدودیت‌های جدّی معیارهای پیش‌بینی کننده عملکرد شرکت همچون بازده سهام است، غلبه شود. به عبارت دیگر، قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی سود و زیان دو سال شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ اما استفاده از یک

دوره زمانی سه ساله موجب می‌شود تا قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی، مدل ارزش ذاتی تحقق یافته را تحت تأثیر قرار ندهد[۱۴].

۴- در مدل ارزش ذاتی تحقق یافته به‌منظور محاسبه معیار ارزش ذاتی تحقق یافته، از سودهای نقدی تقسیم شده و قیمت تحقق یافته سهام استفاده شده است؛ که این امر موجب برتری این مدل نسبت به سایر مدل‌هایی شده است که از عناصر برآوردی (همچون سودهای مورد انتظار) استفاده کرده‌اند [۱۱].

پیشینهٔ پژوهش

در این قسمت، برخی از پژوهش‌های خارجی و داخلی صورت گرفته پیرامون توان سود و جریان‌های نقدی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و ارزشیابی حقوق صاحبان سهام شرکت ارایه می‌شود.

دیچاو و همکاران (۱۹۹۸) به بررسی رابطه بین سود و جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار نیویورک پرداختند. این پژوهش که یکی از پژوهش‌های بنیادین در زمینه پیش‌بینی جریان‌های نقدی و رابطه آن با سود حسابداری و اقلام تعهدی است، به طراحی مدلی پرداخته است که با استفاده از آن می‌توان توضیح داد که جریان‌های نقدی عملیاتی آتی توسط کدام یک از داده‌های حسابداری (سود یا جریان‌های نقدی تاریخی) بهتر پیش‌بینی می‌شود. نتایج این پژوهش، حاکی از آن بود که سودهای تاریخی نسبت به جریان‌های نقدی تاریخی، پیش‌بینی‌کنندهٔ بهتری از جریان‌های نقدی عملیاتی آتی است [۱۰].

کاپلند و همکاران (۲۰۰۰) در پژوهش خود به بررسی توان پیش بینی کنندگی جریان‌های نقدی عملیاتی در ارتباط با پیش بینی جریان‌های نقدی آتی پرداختند. آنها دریافتند که جریان‌های نقدی عملیاتی، معیاری مناسب برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی نیست؛ زیرا جریان‌های نقدی عملیاتی، سرمایه گذاری در دارایی های عملیاتی را در نظر نمی گیرد. لذا آنها استفاده از جریان های نقدی آزاد را به عنوان معیاری مناسب جهت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، پیشنهاد نمودند[۸].

بارث و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهش خود، نقش تفکیک سود به جزو نقدی و جزو تعهدی را در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی بررسی نمودند. مدل این پژوهش مبتنی بر متدولوژی پژوهش دیچاو و همکاران (۱۹۹۸) بود. نتایج پژوهش آنها نشان داد که تفکیک سود به جزء نقدی و جزء تعهدی، به‌طور معنا داری توان پیش‌بینی کنندگی سود را در پیش بینی جریان‌های نقدی آتی ، افزایش می دهد [۷].

کیم و کراس (۲۰۰۵) توانایی سودهای جاری را در پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی آتی در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۷۳ تا سال ۲۰۰۰ بررسی نمودند. در این پژوهش، از مدل رگرسیون سری زمانی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه بین سود دوره جاری و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی، با گذشت زمان در حال افزایش است. آنها همچنین دریافتند که افزایش محافظه کاری در حسابداری، نقش مهمی را در افزایش ارتباط بین سود دوره جاری و جریان های نقدی دارد[۱۳].

سابرامانیام و ونکاتاچالام (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی اهمیت نسبی سود و جریان‌های نقدی در ارزشیابی حقوق صاحبان سهام پرداختند. آنها در پژوهش خود، توان نسبی سود و جریان‌های نقدی را در تشریح ارزش ذاتی تحقق یافته سهام شرکت‌ها بررسی نمودند. آنها نشان دادند که استفاده از ارزش

ذاتی تحقق یافته به‌طور همزمان بر مسایل ذاتی استفاده از جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و یا بازده سهام به عنوان یک معیار پیش‌بینی کننده ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت، غلبه می‌کند؛ لذا استفاده از این روش هم برتری تئوریک و هم برتری عملیاتی دارد. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که سود نسبت به جریان‌های نقدی، بهتر می‌تواند ارزش ذاتی تحقق یافته را توضیح دهد[۱۵].

در ایران تا قبل از این پژوهش، پژوهشی پیرامون ارتباط سود یا جریان‌های نقدی عملیاتی، با ارزش ذاتی تحقق یافته حقوق صاحبان سهام انجام نشده است؛ اما در ارتباط با پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و ارتباط آن با سود و جریان‌های نقدی عملیاتی، پژوهش‌هایی انجام شده است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود.

کردستانی (۱۳۷۴) توانایی سود در پیش‌بینی جریان‌های نقدی و سودهای آتی را بررسی نمود. نتایج این پژوهش نشان داد که سود حسابداری در مقایسه با جریان نقدی، توانایی بیشتری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارد که این یافته با بیانیهٔ مفهومی شماره (۱) هیأت استانداردهای حسابداری مالی همخوانی دارد[۵].

خدایاری (۱۳۷۴) در پژوهش خود با استفاده از سه مدل رگرسیون که به ترتیب در هر کدام ازآنها جریان‌های نقدی عملیاتی، سود عملیاتی، سود و جریان نقدی عملیاتی به عنوان متغیر توضیحی بودند، به بررسی ارتباط بین جریان‌های نقدی و این سه متغیر مستقل پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و جریان‌های نقدی دوره جاری و نیز سود عملیاتی و جریان‌های نقدی دوره جاری ارتباط معنی‌داری وجود ندارد[۳].

ثقفی و هاشمی (۱۳۸۳) به بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و سود عملیاتی تاریخی و همچنین رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و اجزای سود عملیاتی تاریخی پرداختند؛ نتایج پژوهش حاکی از موارد زیر بود:

الف) بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و سود عملیاتی تاریخی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

ب) بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و اجزای سود عملیاتی تاریخی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

ج) ارایه اطلاعات دربارهٔ سود عملیاتی و اجزای آن نسبت به جریان‌های نقدی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، قابلیت پیش‌بینی بیشتری دارد[۲].

عرب مازار یزدی و صفر زاده (۱۳۸۶) به بررسی تفکیک اجزای سود در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی پرداختند. در مدل پیش‌بینی جریان‌های نقدی پژوهش آنها، سود به دو جزو نقدی و تعهدی تفکیک شد. نتایج این پژوهش نشان داد که اجزای سود، اطلاعات متفاوتی را در خصوص جریان‌های نقدی آتی منعکس می‌نماید. لذا با تفکیک جزء تعهدی سود به اجزای بیشتر، توان توضیح دهندگی مدل پیش‌بینی جریان‌های نقدی، بهبود می‌یابد[۴].

فرضیه پژوهش

فرضیه این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

سود عملیاتی قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی در ارتباط با ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم دارد.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و قلمرو

زمانی یک دوره ده ساله از سال ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۶ است که این قلمرو زمانی به منظور برطرف کردن اثر اشتباهات قیمت‌گذاری اقلام تعهدی در محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته سهام، به سه دوره زمانی سه ساله تقسیم گردید.

دوره زمانی اول از ابتدای سال ۱۳۷۸ شروع و به انتهای سال ۱۳۸۰ ختم می‌گردد. اطلاعات شرکت‌های نمونه در این دوره بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار هر شرکت در پایان سال ۱۳۷۷ تنزیل شده است. دوره زمانی دوم از ابتدای سال ۱۳۸۱ شروع و به انتهای سال ۱۳۸۳ ختم می‌گردد؛ اطلاعات شرکت‌های نمونه در این دوره بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار هر شرکت در پایان سال ۱۳۸۰ تنزیل شده است. و سرانجام دوره زمانی سوم از ابتدای سال ۱۳۸۴ شروع و به انتهای سال ۱۳۸۶ ختم می‌شود؛ که اطلاعات شرکت‌های نمونه در این دوره نیز بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار هر شرکت در پایان سال ۱۳۸۳ تنزیل شده است.

روش نمونه گیری و حجم نمونه

نمونه آماری این پژوهش با استفاده از روش نمونه برداری حذفی سیستماتیک انتخاب شده است. بدین ترتیب، کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، جزو نمونه آماری پژوهش محسوب گردیده‌اند و آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که این شرایط را نداشته‌اند، از نمونه آماری حذف شده‌اند. شرایط مذکور به شرح زیر است:

الف) اطلاعات کاملی در رابطه با سود عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و قیمت سهام آن‌ها در محدوده زمانی پژوهش وجود داشته باشد.

ب) سال مالی آن شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

ج) به منظور امکان محاسبه نرخ بازده مورد انتظار هر شرکت طبق مدل CAPM، لازم است سهام آن شرکت‌ها لااقل هر سه ماه یک بار در دوره زمانی پژوهش مبادله شده باشد.

د) نرخ بازده مورد انتظار محاسبه شده برای آن شرکت‌ها مثبت باشد.

ه) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ نباشند.

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۵۳ شرکت در دوره زمانی اول (از سال ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۰) و تعداد ۱۷۰ شرکت در دوره زمانی دوم (از سال ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳) و تعداد ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی سوم (از سال ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶) به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

روش پژوهش

در این پژوهش، به منظور تعیین میزان شدت رابطه سودعملیاتی وجریان‌های نقدی عملیاتی با ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت، از دو مدل استفاده می‌شود که این دو مدل در قالب دو معادله رگرسیون ساده مطابق با رابطه‌های (۱) و (۲) بیان می‌گردد.

$$IV_{it}^{N} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}.EARN_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۱)$$

$$IV_{it}^{N} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}.CFO_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (۲)$$

که در این رابطه‌ها داریم:

IV_{it}: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت i در سال t

$EARN_{it}$: سود عملیاتی هر سهم شرکت i در سال t

CFO_{it}: جریان نقدی عملیاتی هر سهم شرکت i در سال t

$\hat{\alpha}$:عرض از مبدأ خط رگرسیون

$\hat{\beta}$:شیب خط رگرسیون

ε_{it}:خطای برآورد مدل رگرسیون برای شرکت i در سال t

هر کدام از روابط (۱) و (۲) در سه مقطع زمانی در پایان سال‌های ۱۳۷۷ ، ۱۳۸۰ و ۱۳۸۳ بررسی و تجزیه و تحلیل شده‌اند.

ابزار گردآوری اطلاعات

فرآیند جمع آوری اطلاعات در این پژوهش به شرح زیر است:

۱- مراجعه به سامانه بورس اوراق بهادار تهران و استفاده از نرم افزار ره‌آورد نوین به منظور استخراج اطلاعات زیر:

الف- اطلاعات مربوط به سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شامل صورت سود وزیان و صورت جریان‌های نقدی؛

ب) نرخ بازده پرتفو بازار(r_m)، عامل ریسک سیستماتیک(β)، قیمت سهام در پایان دوره مالی، سودهای نقدی توزیع شده هر سهم و تعداد سهام شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش.

۲- مراجعه به سایت اینترنتی بانک مرکزی و استخراج اطلاعات مربوط به نرخ بازدهی اوراق مشارکت طی سال‌های ۱۳۷۷، ۱۳۸۰ و ۱۳۸۳که به جای نرخ بازدهی بدون ریسک (r_f) در محاسبه نرخ بازده مورد انتظار شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش کاربرد دارد. این نرخ‌ها به ترتیب در سال ۱۳۷۷ معادل ۰/۲۰، در سال ۱۳۸۰ معادل ۰/۱۷ و در سال ۱۳۸۳ برابر ۰/۱۷ بوده است.

۳- محاسبه نرخ بازده مورد انتظار شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش براساس مدل CAPM.

۴- محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش که تشریح آن در بخش معرفی متغیر وابسته مقاله آورده شده است.

معرفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته و مستقل در این پژوهش به شرح زیر تعریف می‌گردد:

متغیر وابسته و نحوهٔ اندازه‌گیری آن

در این پژوهش، به منظور تعیین متغیر وابسته که همان ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت‌های نمونه آماری است، کار با معادله پیش‌بینی قیمت سهام که توسط السون (۱۹۸۹) ارایه گردید، شروع شد. سپس تعدیلات لازم برای رسیدن به مدل نهایی صورت گرفت.

(۳)

$$P_t = (k+1)^{-1}E(d_{t+1}) + (k+1)^{-1}E(P_{t+1})$$

در این رابطه داریم:

$E(P_{t+1})$ = قیمت مورد انتظار سهام در زمان t+1

$E(d_{t+1})$ = سودهای توزیع شده مورد انتظار در دوره t+1

k: نرخ بازده مورد انتظار شرکت.

در این پژوهش، نرخ بازده مورد انتظار بر اساس مدل CAPM و برای هر شرکت بر اساس رابطه (۴) و به شرح زیر محاسبه می‌شود:

(۴)

در این رابطه داریم:

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

r_f = نرخ بازده بدون ریسک

r_m = نرخ بازده پرتفو بازار

β= عامل ریسک سیستماتیک

رابطه (۳) قیمت سهام در یک محدوده زمانی یک ساله را نشان می دهد. لذا برای به دست آوردن قیمت سهام در یک محدوده زمانی معین (بیش از یک سال) رابطه (۷-۱) به شکل زیر تعدیل می‌شود.

(۵)

$$P_t^N = \sum_{i=1}^{N}(k+1)^{-1}E(d_{t+i}) + (k+1)^{-N}E(P_{t+N})$$

N: تعداد سال های محدوده زمانی

در نهایت، به منظور محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم، رابطه (۳) با جایگزین کردن سودهای تقسیم شده و قیمت سهام به‌جای سودهای تقسیم شده مورد انتظار و قیمت مورد انتظار سهام در یک محدوده زمانی معین به شکل زیر تعدیل گردید:

(۶)

$$IV_t^N = \sum_{t=1}^{N}(k+1)^{-t}(d_t) + (k+1)^{-N}(P_N)$$

که در این رابطه داریم:

IV_t: ارزش ذاتی تحقق یافته حقوق صاحبان سهام در سال t

P_N = قیمت سهام در زمان N

d_t = سود توزیع شده در دوره t

به منظور برطرف کردن اثر اشتباهات قیمت‌گذاری اقلام تعهدی بر محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته، ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم با استفاده از یک محدوده زمانی سه ساله بر مبنای رابطه (۶) محاسبه می‌گرددکه در آن N=۳ است.

متغیر مستقل و نحوهٔ اندازه‌گیری آن

از آنجا که این پژوهش به دنبال بررسی توانایی سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم در توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم است، متغیرهای مستقل این پژوهش به شرح زیر تعریف می‌گردد:

$EARN_{it}$: سود عملیاتی هر سهم شرکت i در سالt

CFO_{it}: جریان نقدی عملیاتی هر سهم شرکت i در سال t

شایان ذکر است که سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب از صورت سود و زیان و صورت جریان‌های نقدی به‌دست آمد. سپس بر مبنای آن سود هر سهم و جریان‌های نقدی هر سهم محاسبه گردید.

ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته با استفاده از مدل‌های توضیح داده شده در قسمت روش پژوهش و به کمک نرم افزار STATA بررسی گردید. روش معمول برای انتخاب بهترین مدل، مقایسه ضریب تعیین (R^2) هر مدل است؛ که در نهایت مدلی انتخاب می‌شود که R^2 بالاتری داشته باشد. اشکال این روش انتخاب مدل، آن است که به ماهیت احتمالی نتایج توجهی ندارد؛ لذا در این پژوهش، به منظور تعیین این که کدام یک از مدل‌های رقیب بهتر قادر به توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته سهم است، از آماره Z وونگ استفاده شده است.

وونگ در سال ۱۹۸۹ یک آزمون آماری برای تعیین اینکه کدام یک از دو مدل، متغیر وابسته را بهتر توضیح می‌دهد، ارایه نمود. تفاوت بین آزمون وونگ و سایر آزمون‌های آماری در این است که در

آزمون وونگ، توزیع آماره نسبت احتمال با این فرض به‌دست می‌آید که هیچ یک از مدل‌ها حقیقی نیستند. به عبارت بهتر، آماره وونگ (Z وونگ) براساس توزیع آماره نسبت احتمال و بدون در نظر گرفتن فرض صفر آماری مبنی بر حقیقی بودن هر یک از دو مدل، محاسبه می‌شود[۱۲]. این آزمون اگر چه برای هر دو مدل، قدرت توضیح دهندگی در نظر می‌گیرد، اما از طرف دیگر نشان می‌دهد که کدام یک از این دو مدل به فرایند واقعی ایجاد داده‌ها نزدیک‌تر است.

آمار توصیفی

محاسبات آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، کشیدگی و کجی است که اطلاعات مرتبط با آن‌ها به طور خلاصه در جدول شماره(۱) نشان داده شده است.

جدول شماره ۱ : آمار توصیفی داده‌ها

ردیف	نام متغیر	سال	نوع متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کجی	کشیدگی
۱	**جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم**	**۱۳۷۷**	مستقل	۱۵۳	۵۲۲/۳۷۰۶	۹۸۴/۲۵۳۶	۲/۰۹۰۱۵	۱۹/۶۰۰۲۹
۲	**سود عملیاتی هر سهم**	**۱۳۷۷**	مستقل	۱۵۳	۱۰۷۰/۳۳۹	۱۱۱۳/۰۰۶	۲/۴۵۱۲۱۵	۱۱/۰۷۰۱۵
۳	**ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم**	**۱۳۷۷**	وابسته	۱۵۳	۶۳۱۹/۰۵۶	۷۲۲۸/۶۹۸	۲/۱۱۵۷۲۳	۷/۹۳۰۴۲۲
۴	**جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم**	**۱۳۸۰**	مستقل	۱۷۰	۱۱۲۸/۷۸۹	۲۰۰۲/۰۶۲	۱/۷۶۱۷۰۷	۱۲/۲۷۵۲۶
۵	**سود عملیاتی هر سهم**	**۱۳۸۰**	مستقل	۱۷۰	۱۴۳۶/۵۲۴	۱۷۷۰/۴۹۷	۲/۰۱۰۴۶۸	۸/۱۹۳۳۶۵
۶	**ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم**	**۱۳۸۰**	وابسته	۱۷۰	۶۱۰۲/۹۷۷	۸۱۹۶/۹۹۹	۳/۵۳۸۸۱۶	۱۷/۹۵۴۳۶
۷	**جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم**	**۱۳۸۳**	مستقل	۱۴۰	۶۸۵/۴۷۸۷	۱۴۶۸/۲۶۲	۱/۱۷۳۷۵	۷/۴۳۲۱۴۷
۸	**سود عملیاتی هر سهم**	**۱۳۸۳**	مستقل	۱۴۰	۱۲۳۴/۱۶۴	۱۷۰۸/۸۲۳	۲/۰۰۱۶۳۲	۱۰/۸۴۲۱۶
۹	**ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم**	**۱۳۸۳**	وابسته	۱۴۰	۳۲۰۷/۹۴۴	۴۵۹۲/۵۷۱	۴/۹۰۰۸۰۴	۳۶/۸۶۴۳۷

بررسی فروض اساسی مدل رگرسیون خطی

از آنجایی که معادلات رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش از نوع معادلات تک متغیره بوده است. لذا، تنها فروض زیر که با این نوع معادلات در ارتباط است، بررسی گردید.

فرض همسانی واریانس

تحلیل رگرسیون با فرض همگنی واریانس جملات خطا صورت می‌گیرد؛ چنانچه، جملات خطا به صورت تصادفی اتفاق نیفتند و در مقابل یک ارتباط سیتماتیک با مقدار یک یا چند متغیر مستقل داشته باشند، گفته می‌شود که نابرابری واریانس وجود دارد. در این پژوهش، به منظور کشف ناهمسانی واریانس، از آزمون بروس- پاگان استفاده شد. این آزمون از طریق نرم افزار STATA انجام شده و نتایج آن در قالب آماره کای مربع ($\chi 2$) و احتمال معنی‌داری این آماره، بیان شده است. از آنجا که احتمال معنی‌داری (P-Value) برای مدل اول و مدل دوم در طی دوره پژوهش بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض همسانی واریانس جملات خطا پذیرفته می‌شود.

فرض نرمال بودن توزیع جملات خطا

فرض نرمال بودن توزیع جملات خطا در مدل رگرسیون عبارت است از اینکه مقادیر متغیر وابسته به ازای هرمقدار متغیر مستقل، به صورت نرمال و مستقل از یکدیگر توزیع شده‌اند[۶].

در این پژوهش، با توجه به قضیه حد مرکزی می‌توان فرض نرمال بودن توزیع جملات خطا را پذیرفت. بر اساس قضیه حد مرکزی، چنانچه تعداد مشاهدات یا نمونه‌های آماری افزایش یابد و به سمت بی‌نهایت میل کند ($n > ۳۰$)، توزیع آنها به سمت توزیع نرمال میل خواهد کرد[۶]. لذا از آنجا که تعداد شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش در نمونه اول، دوم و سوم به ترتیب ۱۵۳، ۱۷۰ و ۱۴۰ عدد است، می‌توان برقرار بودن این فرض را پذیرفت.

یافته‌های پژوهش

مدل اول این پژوهش که نشان دهندهٔ رابطه سود عملیاتی هر سهم با ارزش ذاتی تحقق یافته آن سهم است، با استفاده از رابطه (۱) بیان شده است.

در این پژوهش، ارزش ذاتی تحقق یافته سهام هر یک از شرکت‌های عضو نمونه آماری، در سه مقطع زمانی ۱۳۷۷،۱۳۸۰ و۱۳۸۳ بر مبنای رابطه شماره (۱) محاسبه شده است. پس از محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته سهام در سه مقطع زمانی ۱۳۷۷،۱۳۸۰ و ۱۳۸۳، ارتباط ارزش ذاتی تحقق یافته با سود عملیاتی هر سهم در هر یک از مقاطع زمانی مذکور، از طریق مدل رگرسیونی شماره (۱) بررسی گردید. نتایج حاصل از اجرای این مدل در قالب جداول ۲، ۳ و ۴ ارایه شده است.

جدول شماره ۲: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل اول-۱۳۷۷

متغیر مستقل: سود عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
سود عملیاتی هر سهم	۱۸۷۱/۱۳۹	۴/۱۵۵۶۱۴	۰/۴۰۶۱۸۲۸	۱۰/۲۳	۰/۰۰۰	./۴۰۴۹	۰/۴۰۵۵

جدول شماره ۳: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل اول-۱۳۸۰

متغیر مستقل: سود عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
سود عملیاتی هر سهم	۲۹۰۴/۰۶۱	۲/۲۲۶۸۴۵	۰/۳۱۳۱۶۳۲	۷/۱۱	۰/۰۰۰	۰/۲۳۱۳	۰/۲۲۶۸

جدول شماره ۴: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل اول-۱۳۸۳

متغیر مستقل: سود عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
سود عملیاتی هر سهم	۲۰۱۸/۰۶	۰/۹۶۴۱۲۰۸	۰/۲۱۳۵۵۳	۴/۵۱	۰/۰۰۰	۰/۱۲۸۷	۰/۱۲۲۴

در ابتدا آزمون معنی داری ضرایب به دست آمده از مدل اول با استفاده از آزمون t انجام شد. همچنین، به منظور تعیین این تأثیر گذاری، از مقدار احتمال t برای بررسی متغیر مستقل اول که همان سود عملیاتی هر سهم است، استفاده شد. از آنجا که مقدار احتمال برای سود عملیاتی هر سهم کوچکتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر (فرض صفر بودن ضریب متغیر مورد نظر) رد شده و متغیر مذکور بر ارزش ذاتی تحقق یافته سهام تأثیر گذار است.

همچنین، همان طور که در جداول ۲، ۳ و ۴ مشاهده می‌شود، ضریب تعیین (R^2) این مدل در سال‌های ۱۳۷۷، ۱۳۸۰ و ۱۳۸۳ به ترتیب برابر ۰/۴۰۴۹ ، ۰/۲۳۱۳ و ۰/۱۲۸۷ است. ضرایب تعیین به دست آمده برای مدل اول در هر سه مقطع زمانی حاکی از وجود ارتباط بین سود عملیاتی و ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم است.

مدل دوم پژوهش که بیان کننده رابطه جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم با ارزش ذاتی تحقق یافته آن سهم است، با استفاده از رابطه (۲) بیان شده است.

پس از محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته سهام در سه مقطع زمانی ۱۳۷۷، ۱۳۸۰ و ۱۳۸۳، ارتباط بین این ارزش‌ها و جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم در مقاطع زمانی مذکور، با استفاده از مدل رگرسیونی شماره (۲) بررسی گردید. نتایج حاصل از آزمون این مدل در قالب جداول ۵، ۶ و ۷ ارایه شده است.

جدول شماره ۵: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل دوم-۱۳۷۷

متغیر مستقل: جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم	۴۷۲۱/۱۳۱	۳/۰۵۸۹۸۸	۰/۵۴۳۳۶۴۶	۵/۶۳	۰/۰۰۰	۰/۱۷۳۵	۰/۱۶۸۰

جدول شماره ۶: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل دوم-۱۳۸۰

متغیر مستقل: جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم	۴۴۱۰/۵۷	۱/۴۹۹۳۱۲	۰/۲۹۳۹۳۸۵	۵/۱	۰/۰۰۰	۰/۱۳۴۱	۰/۱۲۸۹

جدول شماره ۷: نتایج حاصل از تجزیه وتحلیل داده‌ها با استفاده از مدل دوم-۱۳۸۳

متغیر مستقل: جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم				متغیر وابسته: ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم			
نام متغیر	ثابت رگرسیون	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	P>|t|	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم	۲۶۳۶/۷۰۶	۰/۸۳۳۳۴۱۲	۰/۲۵۶۶۴	۳/۲۵	۰/۰۰۱	۰/۰۶۴۲	۰/۰۷۱۰

در ابتدا آزمون معنی‌داری مدل اول با استفاده از آزمون t انجام شد. همچنین، به منظور تعیین این تأثیر گذاری، از مقدار احتمال t برای بررسی متغیر مستقل دوم که همان جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم است، استفاده شد. از آنجا که مقدار احتمال برای جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم کوچکتر از ۰/۰۵ است ، فرض صفر (فرض صفر بودن ضریب متغیر مورد نظر) رد شده و متغیر مذکور بر ارزش ذاتی تحقق یافته سهام تأثیر گذار است.

همچنین، همان طور که در جداول ۵، ۶ و ۷ مشاهده می‌شود، ضریب تعیین (R^2) این مدل در سال‌های ۱۳۷۷، ۱۳۸۰ و ۱۳۸۳ به ترتیب برابر ۰/۱۷۴۵ ، ۰/۱۳۴۱ و ۰/۰۷۱۰ است. ضرایب تعیین به دست آمده برای مدل دوم در هر سه مقطع زمانی حاکی از وجود ارتباط بین جریان‌های نقدی عملیاتی و ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم است.

آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه پژوهش، از آماره Z وونگ استفاده شده است. در این روش، یک

آزمون نسبت احتمال برای انتخاب مدل‌های رقیب ارایه می‌شود. بنا به این آزمون چنانچه آماره Z وونگ:

الف)مثبت باشد، مدل اول به مدل دوم برتری دارد.

ب)منفی باشد، مدل دوم به مدل اول برتری دارد.

ج) صفر باشد، هیچ کدام از دو مدل نسبت به یکدیگر برتری ندارند[۹].

فرضیه‌های آماری این روش به شرح زیر است:

H_0 : هر دو مدل برای توضیح فرآیند واقعی تولید داده‌ها یکسان هستند.

H_1 : یکی از دو مدل، فرآیند واقعی تولید داده‌ها را بیشتر توضیح می‌دهد.

در این پژوهش، آماره Z وونگ برای هر سه مقطع زمانی پژوهش محاسبه گردید؛ که نتایج حاصل از آن در جدول شماره (۷) درج شده است.

جدول ۷: آزمون آماری وونگ

ردیف	مقطع زمانی اجرای آزمون	آماره Z	P>| Z |
۱	سال ۱۳۷۷	۱۹/۴۷	۰/۰۰۰
۲	سال ۱۳۸۰	۱۰/۴۳	۰/۰۰۰
۳	سال ۱۳۸۳	۱۰/۸۳	۰/۰۰۰

با توجه به مقادیر مندرج در جدول (۷)، از آنجا که مقدار احتمال معنی داری محاسبه شده برای آماره Z وونگ در سال‌های ۱۳۷۷ ،۱۳۸۰ و ۱۳۸۳ برابر صفر بوده، این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، لذا مقادیر محاسبه شده از لحاظ آماری معنی‌دار بوده، فرض H_1 مبنی بر اینکه یکی از دو مدل، فرآیند واقعی تولید داده‌ها را بیشتر توضیح می‌دهد، تأیید می‌گردد. همچنین، از آنجا که مقادیرمحاسبه شده آماره Z وونگ در سال‌های ۱۳۷۷ ،۱۳۸۰ و ۱۳۸۳ به ترتیب ۱۹/۴۷، ۱۰/۴۳ و۱۰/۸۳ بوده، در هر سه مقطع زمانی پژوهش، مثبت و معنی دار است، این امر بیانگر آن است که مدل اول که نشان دهنده رابطه سود عملیاتی هر سهم با ارزش ذاتی تحقق یافته آن سهم است، مدل برگزیده است و سود عملیاتی هر سهم قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم در ارتباط با ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت دارد.

شایان ذکر است، نتایج به دست آمده در این پژوهش با نتایج به دست آمده از پژوهش انجام شده توسط سابرامانیام و ونکاتاچالام در سال ۲۰۰۷ مطابقت دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش‌های زیادی، از جمله پژوهش بال و براون نشان داد که سود دارای بار اطلاعاتی است و می‌تواند در پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار، به‌کار گرفته شود[۱۶]. پژوهشگران زیادی همچون سابرامانیام در پژوهش‌های خود به برتری معیار ارزش ذاتی تحقق یافته سهام نسبت به سایر معیارهای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، اشاره داشته‌اند، اما به دلیل وجود پاره‌ای از مشکلات در محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته، همواره سعی شده است تا جانشینی برای این معیار، از اقلام صورت‌های مالی پیدا شود که سودمندی آن در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، همچون ارزش ذاتی تحقق یافته باشد. هدف این پژوهش نیز تعیین یک معیار جانشین برای ارزش ذاتی تحقق یافته سهام بوده است. نتایج این پژوهش نشان داد که سود عملیاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی، از قدرت تبیین کنندگی بیشتری در رابطه با

ارزش ذاتی تحقق یافته، برخوردار است. یافته‌های این پژوهش از یک طرف مشابه با پژوهش انجام شده توسط سابرامانیام در سال ۲۰۰۷ بوده، از طرف دیگر، با ادعای بیانیه مفهومی شماره ۱ هیأت استانداردهای حسابداری مالی، مبنی بر برتری سود نسبت به جریان‌های نقدی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی هماهنگ است.

پیشنهادها

الف) این پژوهش در سطح کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بدون تفکیک شرکت‌ها از نظر نوع صنعت، انجام شد؛ که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، نتایج به تفکیک هر صنعت نیز بررسی گردد.

ب) دوره زمانی این پژوهش ده ساله است که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، در صورت وجود اطلاعات مورد نیاز، دوره زمانی پژوهش طولانی‌تر شود.

ج) در این پژوهش از اقلام عملیاتی صورت‌های مالی، مثل سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی استفاده شد که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از اقلامی، همچون سود خالص و خالص جریان‌های نقدی استفاده شود.

محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش با محدودیتهای زیر مواجه بوده است:

۱- دوره زمانی این پژوهش سالهای ۷۷ تا ۸۶ را شامل شد و شرکت‌هایی به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند که صورت‌های مالی آنها در طی این دوره زمانی در آرشیو اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران وجود داشت، اما از آنجایی که بعضی از شرکت‌ها صورت‌های مالی خود را به طور نامنظم به بورس ارایه کرده‌اند؛ لذا صورت‌های مالی همه شرکت‌ها در دسترس قرار نگرفت .

۲- باتوجه به اینکه اطلاعات رکن اصلی و اساسی برای انجام هر پژوهش محسوب می‌شود، فقدان اطلاعات مورد نیاز این پژوهش در مورد برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب گردید که همه این شرکت‌ها، مورد بررسی و آزمون قرار نگیرند.

۳- هنگام محاسبه نرخ تنزیل بر اساس مدل CAPM، برای برخی از شرکت‌ها نرخ‌های منفی به دست آمد؛ که این امر موجب حذف آن شرکت‌ها از نمونه آماری پژوهش شد.

۴- این پژوهش بر اساس اطلاعات ارایه شده در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها انجام شده است؛ بنابراین، بدیهی است که نتایج آن تحت تأثیر صحت اطلاعات موجود در صورت‌های مالی قرار گیرد.

منابع

۱- استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۸۶). انتشارات سازمان حسابرسی، ص۷۵۰-۶۶۳.

۲- ثقفی، علی و هاشمی، عباس.(۱۳۸۳). «بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارایه مدل برای پیش بینی جریان‌های نقدی عملیاتی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، ش ۳۸، ص ۵۲-۲۹.

۳- جنت رستمی، محمدتقی. (۱۳۷۸). بررسی نقش و قابلیت سود در پیش بینی سود و جریان‌های نقدی آتی سرمایه گذاری در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی

ارشد حسابداری، تهران: دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.

۴- عرب مازاریزدی، محمد و صفرزاده، محمد حسین. (۱۳۸۶). «تفکیک سود و پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم، ش ۴۹، ص ۱۳۸-۱۱۱.

۵- کردستانی، غلامرضا .(۱۳۷۴). توانایی سود برای پیش بینی جریان‌های نقدی و سودهای آتی، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه تربیت مدرس.

۶- نوفرستی، محمد. (۱۳۸۶). آمار در اقتصاد و بازرگانی: نشر رسا

7- Barth, M., Cram, D., & Nelson, K. (2001). Accruals And The Prediction of Futuers Cash Flows. The Accounting Review , 27-58.

8- Copland, T., Koller, T., & Murria, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies.* New York: John Wiley and Sons.

9- Dechow, P. (1994). Accounting Earning and Cash Flow as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics* , 3-42.

10- Dechow, P. M.; Kothari, S. P. and . Watts, R. L. (1998). "The Relation between Earnings and Cash Flows", Journal of Accounting and Economics, Vol. 25, No. 1, pp: 133- 168.

11- Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. R. (2000). Comparing the accuracy and explainability of dividend free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates. Journal of Accounting Research , 45-70.

12- Genius, M., & Strazzera, E. (2000). EVALUATION OF LIKELIHOOD BASED TESTS FOR NON-NESTED DICHOTOMOUS CHOICE. 1-31.

13- Kim, M., & Kross, W. (2005). The Ability of Earnings to Predict Future Opreating Cash Flows . Journal of Accounting Research , 753-780.

14- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? The Accounting Review , 305-333

15- Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M. (2007). Earnings, Cash Flows, and Ex-Post Intrinsic Value of Equity. The Accounting Review , 457- 481

16- wattes, R., & zimmerman, J. (1986). Positive Accounting Theory. Prentice-Hall.

17- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. The ccounting Review , 357-373.