

تحقیقات مالی

شماره ۱۷ - بهار و تابستان ۱۳۸۳

ص ص ۱۵۰ - ۱۳۱

محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات

دکتر ایرج نوروش* - دکتر بیتا مشایخی**

چکیده:

در تحقیق حاضر، هدف اصلی بررسی محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده (شامل ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی) در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات است. بدین منظور ارتباط بازده سهام و تغییرات داده‌های مربوط به ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات، برای شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۱ مورد آزمون قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های نشان می‌دهد که هنوز سود حسابداری به‌عنوان مهم‌ترین متغیر حسابداری در تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری، مورد توجه تصمیم‌گیرندگان در بازار اوراق بهادار بوده و در اغلب موارد دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرها است. ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی نیز توانسته‌اند به‌طور بالقوه وارد مدل‌های تصمیم‌گیری در این بازار شوند و بعضاً از خود محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرهای مورد مطالعه نشان دهند. ولی وجوه نقد حاصل از عملیات نه تنها ارتباط معنی‌داری با بازده سهام ندارد، بلکه دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرهای مورد مطالعه نیست.

واژه‌های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، سود حسابداری، وجوه نقد حاصل از عملیات، محتوای افزاینده اطلاعاتی

* دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

** مدرس حسابداری دانشگاه تهران

مقدمه

یکی از نکات مهمی که در تحقیقات حسابداری بارها مورد آزمون و بررسی قرار گرفته است، مسئله محتوای اطلاعاتی اقلام حسابداری در رابطه با پیش‌بینی برخی عوامل از جمله بازده و سود سهام است. منظور از محتوای اطلاعاتی یک معیار حسابداری، میزان استفاده و فایده آن در فرایند تصمیم‌گیری تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه است. آزمون محتوای اطلاعاتی، در دو قالب محتوای اطلاعاتی نسبی و محتوای افزاینده اطلاعاتی مطرح می‌شود. مبحث محتوای اطلاعاتی نسبی زمانی مطرح می‌شود که محقق در پی آن است که دریابد از بین دو یا چند معیار حسابداری، کدام یک محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر متغیرها دارند. به عبارت دیگر زمانی که هدف رتبه‌بندی معیارهای حسابداری است (خصوصاً وقتی این معیارها در مدل‌های تصمیم‌گیری، قابل جمع نیستند، مسئله محتوای اطلاعاتی نسبی این معیارها مطرح می‌شود. از سوی دیگر در تحقیقاتی که به محتوای افزاینده اطلاعاتی اقلام حسابداری می‌پردازند، هدف اصلی پاسخ به این سؤال است که آیا یک یا چند معیار حسابداری چیزی فراتر از سایر متغیرها، به آن‌ها می‌افزایند یا خیر؟ از جمله این موضوعات می‌توان به بررسی محتوای افزاینده اطلاعاتی وجوه نقد نسبت به سود و یا محتوای افزاینده اطلاعاتی افزایش اطلاعات مکمل صورت‌های مالی اساسی، اشاره نمود.

یکی از معیارهای حسابداری فوق که بارها در این زمینه مورد آزمون قرار گرفته است، ارزش افزوده می‌باشد و ظهور آن به زمانی بر می‌گردد که کمیته معیارهای حسابداری و حسابرسی انجمن حسابداران آمریکا (۱۹۹۱)، هم‌چنین برخی تحقیقات بین‌المللی حسابداری^۱ این پیشنهاد را ارایه دادند که صورت ارزش افزوده نیز به همراه سایر گزارشات مالی تهیه و افشاء گردد. در تحقیق حاضر نیز سعی شده است محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات، مورد آزمون و بررسی تحلیلی قرار گیرد.

1. Cox, 1978- Gray and Maunder, 1980- Karpit and Belkaoui, 1989- Maunder, 1985- MC leary, 1983- Meek and Gray, 1988- Morely, 1978, 1979- Renshall et al, 1979- Ruthertord, 1972- Sinha, 1983- Suojanen, 1954- Choi and Maller, 1992- Belkaoui, 1992, 1993.

مفهوم ارزش افزوده

ارزش افزوده، ثروت ایجاد شده توسط واحد تجاری را اندازه گیری می کند و این ثروت حاصل کار و تلاش گروهی است که به نوعی در واحد تجاری سهیم بوده اند. به عبارت دیگر ارزش افزوده نشان دهنده جمع بازده حاصله مؤسسه توسط سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان، کارمندان و دولت است، که قسمتی از این ثروت یا ارزش ایجاد شده در قالب سود سهام، بهره وامها، حقوق و دستمزد (شامل بیمه و بازنشستگی و سایر مزایای کارکنان)، و مالیات، به آنان توزیع می شود و قسمت باقیمانده به عنوان ذخایر یا برای سرمایه گذاری مجدد در همان واحد تجاری منظور می شود (بلکویی^۱، ۱۹۹۳).

صورت ارزش افزوده اقتصادی را به راحتی می توان از صورت سود و زیان استخراج نمود. برای این منظور طبق گام های زیر می توان عمل کرد:

الف- صورت سود و زیان را به این شکل نیز می توان بیان نمود:

$$RE=SR-M-DP-S-I-D-T$$

در این معادله RE بیان گر سود تقسیم نشده، SR در آمد فروش، M مواد و خدمات دریافتی، DP استهلاک، S حقوق و دستمزد، I بهره، D سود سهام پرداختی و T مالیات است.

ب- ارزش افزوده اقتصادی را با استفاده از تعریف آن و معادله فوق به صورت زیر می توان محاسبه کرد:

$$1) SR-M=S+I+D+T+DP+RE \quad \text{ارزش افزوده ناخالص}$$

$$2) SR-M-DP=S+I+D+T+RE \quad \text{ارزش افزوده خالص}$$

همان طور که ملاحظه می شود، در محاسبه ارزش افزوده از اقلام حسابداری تحت فرض تعهدی استفاده می شود. در سال های اخیر مفهوم جدیدی از ارزش افزوده بنام ارزش افزوده نقدی مطرح شده است و صورت ارزش افزوده نقدی جهت محاسبه و ارایه آن به کاربران صورت های مالی بطور اختیاری توسط بسیاری از شرکت های دنیا تهیه و منتشر می شود. مفهوم ارزش افزوده نقدی بسیار شبیه به ارزش افزوده است، با این تفاوت که ارزش افزوده، کل ثروت ایجاد شده توسط شرکت طی یک دوره مالی را تخمین می زند،

1. Belkaoui

ولی ارزش افزوده نقدی، تنها بخش نقدی آنرا لحاظ می‌کند. به عبارت دیگر، ارزش افزوده نقدی همان ارزش افزوده است که اقلام غیرنقدی آن حذف شده است.

مسئله نقدی بودن ثروت ایجاد شده توسط شرکت و عاملان دخیل در آن، زمانی مطرح گردید که عواملی چون تورم، اقلام ارزش افزوده که از حسابداری تعهدی استخراج شده بودند را دچار خدشه ساخت. از این رو می‌توان عنوان داشت که، ارزش افزوده نقدی، بیانگر ثروت نقدی ایجاد شده در یک دوره مالی، توسط تامین کنندگان مالی (سهامداران و وام دهندگان)، کارکنان، دولت و شرکت است. جمع سود سهام پرداخت شده به سهامداران، بهره پرداخت شده به وام دهندگان، حقوق پرداخت شده به کارکنان، مالیات پرداخت شده به دولت، و وجوه نقد باقیمانده برای عملیات شرکت در یک دوره مالی، بیانگر توزیع ارزش افزوده نقدی است. به طور خلاصه روش محاسبه ارزش افزوده نقدی به این شرح است:

$$CVA = CSR + IR - MP$$

(روش تفریق)

$$CVA = SP + IP + DP + TP + OCF$$

(روش جمع)

در دو رابطه فوق، CVA بیانگر ارزش افزوده نقدی، CSR درآمد فروش نقدی محصولات یا خدمات، IR درآمد نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها (بهره نقدی)، MP وجوه پرداختی بابت خرید مواد و خدمات از خارج شرکت، SP حقوق و دستمزد پرداخت شده به کارکنان، IP بهره پرداخت شده به وام دهندگان، DP سود سهام پرداخت شده به سهامداران، TP مالیات پرداخت شده به دولت، و OCF وجوه نقد حاصل از عملیات، هستند.

با مطرح شدن مفهوم ارزش افزوده نقدی و متعاقب آن تهیه صورت ارزش افزوده نقدی توسط بسیاری از شرکت‌های بزرگ دنیا، از مفهوم قبلی ارزش افزوده بیشتر با عنوان "ارزش افزوده اقتصادی" یاد می‌شود. در این تحقیق نیز منظور از ارزش افزوده اقتصادی، همان مفهوم سنتی آن بوده و به روش جمع محاسبه شده است. هم‌چنین روش محاسبه ارزش افزوده نقدی نیز، روش جمع است.

لازم به ذکر است که هر دو مفهوم ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی، تحت مباحث مدیریت مالی نیز معنا دارند که این معانی متفاوت از مفاهیم حسابداری آنها است و البته بسط مفاهیم آنها خارج از حوصله این مقاله است.^۱

محتوای اطلاعاتی نسبی در مقابل محتوای افزاینده اطلاعاتی

مطالعات مربوط به محتوای افزاینده اطلاعاتی، این موضوع را مورد بررسی قرار می‌دهد که آیا یک یا چند معیار حسابداری، اطلاعاتی به غیر از آنچه سایرین تولید می‌کنند، فراهم می‌آورد یا نه؟ ولی محتوای اطلاعاتی نسبی به سؤال متفاوت دیگری می‌پردازد و آن حاکی از این مسئله است که آیا یک معیار حسابداری، محتوای اطلاعاتی بیشتر یا بزرگ‌تری نسبت به سایرین دارد یا خیر؟ در حقیقت محتوای افزاینده اطلاعاتی به این موضوع می‌پردازد که آیا محتوای اطلاعاتی X, Y (متغیرهای توضیحی) به همراه یکدیگر، بزرگ‌تر از یک متغیر به تنهایی است یا نه؟ ولی محتوای اطلاعاتی نسبی به این موضوع می‌پردازد که آیا محتوای اطلاعات X به تنهایی بزرگ‌تر، کوچک‌تر و یا مساوی محتوای اطلاعاتی Y به تنهایی است؟ (بیدل، گری و سیگل^۲، ۱۹۹۵: ۲۳-۱) نگاره شماره (۱) درک تفاوت این دو نوع محتوای اطلاعاتی را ساده‌تر می‌سازد:

نگاره ۱. محتوای اطلاعاتی نسبی و محتوای افزاینده اطلاعاتی

$$(X|Y) \text{ محتوای اطلاعاتی} = \text{محتوای اطلاعاتی } (Y) - \text{محتوای اطلاعاتی } (X, Y)$$

$$(X|Y) \text{ محتوای اطلاعاتی} = \text{محتوای اطلاعاتی } (X) - \text{محتوای اطلاعاتی } (X, Y)$$

بنابراین

$$\text{محتوای اطلاعاتی } (Y) < \text{محتوای اطلاعاتی } (X) \Leftrightarrow (Y|X) \text{ محتوای اطلاعاتی} < (X|Y) \text{ محتوای اطلاعاتی}$$

$$\text{محتوای اطلاعاتی } (Y) < \text{محتوای اطلاعاتی } (X) \Leftrightarrow (Y|X) \text{ محتوای اطلاعاتی} < (X|Y) \text{ محتوای اطلاعاتی}$$

$$\text{محتوای اطلاعاتی } (Y) = \text{محتوای اطلاعاتی } (X) \Leftrightarrow (Y|X) \text{ محتوای اطلاعاتی} = (X|Y) \text{ محتوای اطلاعاتی}$$

به بیانی ساده‌تر، منظور از محتوای افزاینده اطلاعاتی یک داده، مثلا X ، بر محتوای اطلاعاتی داده‌ای دیگر مثل Y ، آن است که آیا X می‌تواند اطلاعاتی به بازار و استفاده‌کنندگان اطلاعات ارایه کند که Y آنرا ارایه نمی‌کند؟ پاسخ مثبت به این سوال را

1. a) Stewart. G.B., The Quest For Value, Free Press. New York, 1991.

b) www. eva.com

c) www. sca.com/investors/cva-theory.asp

2. Biddle, Gary & Siegel

نمی‌توان این‌طور تفسیر کرد که افشای اطلاعات X بر اطلاعات Y برتری دارد، یا حداقل الزاماً چنین نیست، چون امکان دارد Y نیز اطلاعاتی به بازار ارایه کند که X فاقد آن است. حالت اول نشانگر اثبات موجود بار افزاینده اطلاعاتی در داده مربوط به X بر Y است و حالت دوم نشان دهنده وجود محتوای افزاینده اطلاعاتی در هر دو داده X و Y بر یکدیگر است. در چنین حالتی این تفسیر به دست می‌آید که باید هر دو نوع داده‌های مربوط به X و Y را برای استفاده در مدل‌های تصمیم‌گیری منتشر کرد، چون هر دوی آن‌ها علاوه بر اطلاعاتی که احتمالاً بصورت مشترک و همسان با یکدیگر به استفاده کنندگان اطلاعات می‌دهد، هر یک دارای اطلاعات منحصر به فردی هستند که دیگری واجد آن نیست و به همین دلیل، هر یک چیزی بر محتوای دیگری می‌افزاید و به تعبیری دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است (عرب مازار یزدی، ۱۳۷۴).

سوابق تحقیقات مشابه

در مورد موضوع تحقیق حاضر، تحقیقات مشابهی صورت گرفته است که در دو گروه قابل طرح و بررسی هستند: الف) تحقیقات مرتبط با بررسی محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده و ب) تحقیقات مرتبط با ارزش افزوده، که در این قسمت به‌طور خلاصه به مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌شود:

الف) تحقیقات مرتبط با بررسی محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده

در تحقیقات حسابداری، محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده به‌طور گسترده‌ای مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که بعضاً در تحقیقات انجام شده، محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده با هم تداخل یافته‌اند، طوری که گاهی به جای محتوای اطلاعاتی نسبی، محتوای افزاینده اطلاعاتی مورد آزمون قرار گرفته است و بالعکس. به‌عنوان مثال شافر (۱۹۸۴)، دوران، کولین و دالیوال (۱۹۸۸)، و ویلسون (۱۹۸۶) در مقالاتشان به محتوای اطلاعاتی نسبی اشاره کرده‌اند، ولی تنها محتوای افزاینده اطلاعاتی را آزموده‌اند. هاپوود و شافر (۱۹۸۸)، وایر، هریس، وونوتی (۱۹۹۴)، برای آزمون محتوای افزاینده اطلاعاتی، محتوای اطلاعاتی نسبی را مورد توجه قرار داده‌اند (بیدل، گری و سیگل، ۱۹۹۵: ۲۳-۱).

آزمون محتوای افزاینده اطلاعاتی به‌طور متناوب در حسابداری و با دو جریان مهم در تحقیقات مطرح شده است. یکی از این جریانات در مورد محتوای افزاینده اطلاعاتی افشای

اطلاعات مکمل صورت‌های مالی و دیگری در مورد محتوای افزایشده اطلاعاتی اجزای صورت‌های مالی بوده است. از جمله این تحقیقات می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

بوئن، بورگ استالر و دالی^۱ (۱۹۸۷)، به بررسی محتوای افزایشده اطلاعاتی ارقام تعهدی و نقدی پرداختند. نتایج این تحقیق که یک دوره ۱۰ ساله را در بر می‌گرفت و از مدل‌های اقتصادسنجی و رگرسیون‌های چند متغیره استفاده می‌کرد، حاکی از آن است که: (۱) اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به سود است، (۲) اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به اطلاعات توامان سود و سرمایه در گردش حاصل از عملیات می‌باشد، و (۳) اطلاعات مربوط به جریان‌های تعهدی (سود و سرمایه در گردش حاصل از عملیات) به صورت جداگانه و همچنین به صورت توامان، دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی هستند.

عاشق‌علی^۲ (۱۹۹۴) به بررسی محتوای افزایشده اطلاعاتی سود، سرمایه در گردش حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی پرداخت. او در این تحقیق از دو مدل خطی و رگرسیونی خطی برای آزمون فرضیه‌های خود استفاده کرد. نتایج حاصل از آزمون مدل خطی، محتوای افزایشده اطلاعاتی سود بر سرمایه در گردش حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی را تایید نمود. آزمون مدل غیر خطی نیز شواهدی برای این محتوای افزایشده اطلاعاتی فراهم آورد. در این آزمون محتوای افزایشده اطلاعاتی سرمایه در گردش حاصل از عملیات بر سود و جریان‌های نقدی نیز تایید شد. ولی در مورد محتوای افزایشده اطلاعاتی وجوه نقد حاصل از عملیات بر سایرین دو حالت مشاهده گردید: (۱) در حالتی که شرکت‌های مورد مطالعه تغییرات کمی در وجوه نقد حاصل از عملیات داشته‌اند، محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به سایرین مشاهده شد، و (۲) در حالتی که شرکت‌های مورد مطالعه تغییرات بزرگی (زیادی) در وجوه نقد حاصل از عملیات داشته‌اند، محتوای افزایشده اطلاعاتی نسبت به سایرین مشاهده نگردید.

عرب‌مازار یزدی (۱۳۷۴) محتوای افزایشده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی را نسبت به یکدیگر مورد آزمون قرار داد. مجموعه نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشانگر آن است که داده‌های جریان‌های نقدی دارای محتوای افزایشده اطلاعاتی

1. Bowen, Burgstahler & Daley

2. Ashiq Ali

نسبت به داده‌های جریان‌های تعهدی نمی‌باشند. در مقابل شواهد به‌دست آمده در این تحقیق و نتایج آزمون‌ها، الف) بیانگر رابطه معنی‌دار میان تغییرات غیر منتظره سود و تغییرات غیر منتظره بازده سهام بوده و ب) حکایت از محتوای افزاینده اطلاعاتی سود و هر دو متغیر جریان‌های تعهدی (سود و سرمایه در گردش حاصل از عملیات به همراه هم) بر وجوه نقد حاصل از عملیات دارد.

آزمون محتوای اطلاعاتی نسبی نیز به دفعات در حسابداری مطرح شده، ولی کمتر مورد آزمون قرار گرفته است. عدم آشنایی کامل با مفهوم محتوای اطلاعاتی نسبی در مقابل محتوای افزاینده اطلاعاتی و نیز فقدان یک آزمون مناسب رگرسیونی در این زمینه، از جمله مشکلاتی است که سبب عدم مطالعات کافی در این زمینه گردیده است (بیدل، گری و سیگل، ۱۹۹۵). از جمله تحقیقاتی که در زمینه محتوای اطلاعاتی نسبی در حسابداری صورت گرفته است، می‌توان به تحقیقات بال و براون (۱۹۶۸)، بیور و داک (۱۹۷۲)، فیرس (۱۹۸۱)، هریس و اولسون (۱۹۸۷)، چانگک، گیکاس و پاتسنا (۱۹۹۳)، جنینگ، سیمکو و تامپسون (۱۹۹۴)، چان و سو (۱۹۹۴) و آلفورد، جونز، لفت و بیچ و زمینسکی (۱۹۹۴) اشاره کرد.

ب) تحقیقات مرتبط با ارزش افزوده

طی چند دهه اخیر، تحقیقات تجربی بسیاری در زمینه سودمندی گزارش‌گری ارزش افزوده، صورت پذیرفته است که البته در این تحقیقات جنبه‌های متفاوتی از سودمندی مذکور مد نظر بوده است. از جمله این جوانب می‌توان به کاربرد ارزش افزوده در مقابل اطلاعات سنتی در زمینه ارزشیابی بازار اشاره کرد. از جمله این تحقیقات به موارد زیر که بعضاً مرتبط با بررسی محتوای اطلاعاتی نسبی و افزاینده نیز هستند، می‌توان اشاره کرد:

بائو و بائو^۱ (۱۹۸۹) طی انجام یک تحقیق، رابطه بین ارزش شرکت و ارزش افزوده، هم‌چنین رابطه بین ارزش شرکت و سود را، مورد مطالعه قرار دادند. مدل مورد استفاده در این زمینه، مدل ارزیابی راثو و لیتزبرگ^۲ (۱۹۷۱) است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که رابطه بین ارزش شرکت و ارزش افزوده (به‌عنوان نماینده بهره‌وری شرکت) نسبت به

1. Bao & Bao

2. Rao & Litzenberg

رابطه بین ارزش شرکت و سود در صنایع مورد مطالعه بیشتر است. به عبارت دیگر محتوای اطلاعاتی نسبی ارزش افزوده در این زمینه بیش از محتوای اطلاعاتی نسبی سود است. بلکویی (۱۹۹۳) محتوای نسبی و افزایش اطلاعاتی ارزش افزوده، سود و جریان وجوه نقد در کشور آمریکا را مورد آزمون قراردادده است. در این تحقیق که از مدل ارزیابی عمومی بازده استفاده شده، این فرضیه که ارزش افزوده دارای محتوای اطلاعاتی نسبی بیشتری نسبت به سود و وجوه نقد حاصل از عملیات می باشد، به تایید رسیده است. از سوی دیگر محتوای اطلاعاتی نسبی بیشتر سود از وجوه نقد حاصل از عملیات و نیز همین نتایج در مورد محتوای افزایش اطلاعاتی تایید شده است.

هونگ، سیانگ و سین^۱ (۱۹۹۴) همبستگی ارزش افزوده ناخالص و سودآوری شرکت های سهامی عام در سنگاپور (به جز مؤسسات مالی)، هم چنین تاثیر سائز شرکت ها بر این همبستگی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که برای سال های ۱۹۹۱-۱۹۸۶، ارزش افزوده همبستگی تنگاتنگی با عملکرد مطلوب داشته است، اما وقتی شرکت ها زیان خالص متحمل می شوند، همبستگی بین ارزش افزوده و عملکرد بسیار ضعیف و در برخی موارد حتی منفی است. به علاوه تغییرات در ارزش افزوده معمولاً با تغییرات در سود خالص همبستگی قوی تری دارد، اما زمانی که زیان خالص وجود دارد، همبستگی خیلی پائین است. هم چنین به نظر می رسد که بزرگی شرکت به عنوان عاملی مؤثر بر این همبستگی است.

پیکور^۲ و بلکویی (۱۹۹۴) اعلام کردند که محتوای اطلاعاتی نسبی ارزش افزوده بیشتر از سود حسابداری است. هم چنین سود حسابداری و ارزش افزوده نسبت به یک دیگر دارای محتوای افزایش اطلاعاتی هستند. به عبارت دیگر هم تغییرات نسبی خالص ارزش افزوده و هم تغییرات نسبی سود، اطلاعاتی به بازار ارایه می کنند که دیگری آنرا ارایه نمی کند.

فکرت^۳ و بلکویی (۱۹۹۴) نشان دادند که ضریب تغییرات ارزش افزوده به طور قابل توجهی از ضریب تغییرات سود و وجوه نقد کمتر است. هم چنین تداوم بلند مدت در ارقام ارزش افزوده بسیار بیشتر از ارقام سود و وجوه نقد است.

1. Hoong, Siang & Sin
2. Picur
3. Fekrat

باثو و باثو (۱۹۹۶) به رفتار سری‌های زمانی ارزش افزوده و قابلیت پیش‌بینی داده‌های حاصل از ارزش افزوده پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که فرایند گام تصادفی، بهترین فرایند برای اندازه‌گیری ارزش افزوده است. محققین این گونه اعتقاد دارند که نتایج این تحقیق با نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده جهت شناسایی رفتار سود حسابداری و قیمت‌های سهام منطبق است.

بلکوبی (۱۹۹۶) در تحقیقی دیگر رابطه بازده و سود را با رابطه بازده و ارزش افزوده، مورد مقایسه قرار داده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که محتوای اطلاعاتی نسبی ارزش افزوده خالص بیشتر از محتوای اطلاعاتی نسبی سود است، خصوصاً اگر از مدل‌های غیر خطی استفاده شود.

وست و وارثینگتون^۱ (۲۰۰۰) سودمندی ارزش افزوده اقتصادی و اجزاء آن در استرالیا را مورد بررسی و آزمون‌های لازم قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سود دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی نسبی است. از سوی دیگر استفاده از ارزش افزوده اقتصادی به همراه سود، قدرت توضیحی بیشتری برای تغییرات در بازده سهام به نسبت خالص جریان وجوه نقد و سود باقیمانده ایجاد می‌کند. همچنین نتایج حاکی از آن است که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سایر متغیرهای مورد مطالعه، دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است، که این محتوای افزاینده اطلاعاتی در رابطه با سود بیش از سایرین است.

شهریاری (۱۳۸۱) در تحقیقی محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده را در مقابل سود و وجوه نقد حاصل از عملیات مورد بررسی و آزمون قرار داد. نتایج حاصل از تحقیق حاکی از آن است که ارزش افزوده در مقایسه با سود و وجوه نقد حاصل از عملیات دارای محتوای اطلاعاتی نسبی بیشتری است.

فرضیه‌های تحقیق

برای حصول به اهداف تحقیق حاضر، هشت فرضیه به شرح زیر طراحی و مورد آزمون قرار گرفت:

۱. ارزش افزوده نقدی نسبت به وجوه نقد حاصل از عملیات دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است
۲. ارزش افزوده نقدی نسبت به سود حسابداری دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است

۳. ارزش افزوده اقتصادی نسبت به وجوه نقد حاصل از عملیات دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است
۴. ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سود حسابداری دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است
۵. وجوه نقد حاصل از عملیات نسبت به ارزش افزوده نقدی دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است
۶. سود حسابداری نسبت به ارزش افزوده نقدی دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است
۷. وجوه نقد حاصل از عملیات نسبت به ارزش افزوده اقتصادی دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است
۸. سود حسابداری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی دارای محتوای افزایش اطلاعاتی است.

روش پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است. در این تحقیق اطلاعات مالی از طریق مراجعه به کتابخانه و اداره نظارت و بررسی بورس اوراق بهادار تهران و نیز مراجعه به سازمان حسابرسی، و اخذ صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه به دست آمد. اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه بازده سهام نیز از طریق نرم افزار دناسهم به دست آمده است. دوره زمانی تحقیق نیز از ابتدای سال ۱۳۷۵ لغایت پایان سال مالی ۱۳۸۱ در نظر گرفته شده است. جامعه آماری این تحقیق، در بر گیرنده کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران (از کلیه صنایع)، که سهام آن‌ها در این بازار از سال ۱۳۷۵ مورد مبادله قرار گرفته باشند و سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال است، می‌باشد. از مجموعه ۱۵۲ شرکتی که حائز شرایط فوق بوده‌اند، تعداد ۸۴ شرکت بدلیل در دسترس نبودن اطلاعات مالی و یا اطلاعات مربوط به قیمت سهام آن‌ها، و یا توقف معاملاتی اعم از موقت یا دائم سهام آن‌ها در دوره مورد بررسی (به غیر از توقف‌های ناشی از برگزاری مجامع عادی و فوق‌العاده شرکت‌ها)، از جامعه آماری حذف شده و در نهایت تعداد ۶۸ شرکت به‌عنوان شرکت‌های مورد مطالعه برگزیده شدند. همان طور که ملاحظه می‌شود، محقق در این تحقیق اقدام به نمونه‌گیری نکرده است و این به دلیل محدود بودن تعداد جامعه آماری است.

متغیرهای مورد مطالعه

متغیر وابسته در این تحقیق بازده سهام می باشد که به روش زیر محاسبه می شود:

مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی ناخالص + تفاوت قیمت اول و آخر دوره

قیمت سهام در اول دوره

متغیرهای مستقل نیز عبارتند از: سود حسابداری (سود قبل از مالیات استخراج شده از صورت سود و زیان)، وجوه نقد حاصل از عملیات (استخراج شده از صورت گردش وجوه نقد)، ارزش افزوده اقتصادی (محاسبه شده به روش جمع) و ارزش افزوده نقدی (محاسبه شده به روش جمع).

در این تحقیق اطلاعات مالی از طریق مراجعه به کتابخانه و اداره نظارت و بررسی بورس اوراق بهادار تهران و نیز مراجعه به سازمان حسابرسی، و اخذ صورت های مالی و یادداشت های همراه مربوط به شرکت های مورد مطالعه به دست می آید. اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه بازده سهام نیز از طریق نرم افزار دناسهم به دست می آید. اطلاعات آمار توصیفی متغیرهای مستقل مورد مطالعه در نگاره شماره (۲) خلاصه شده است.

نگاره ۲. خلاصه اطلاعات آمار توصیفی متغیرهای مستقل مورد مطالعه

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
E 75	717	589979	42294.55	90518.413
OCF75	-209839	166526	9084.74	42453.703
EVA75	7967	340509	45808.42	55282.458
CVA75	7568	173799	36546.29	36008.150
E 76	3547	647415	45823.93	97646.599
OCF76	-370052	76752	7420.91	55045.851
EVA76	7759	564019	55902.33	84293.594
CVA76	-110149	238873	40856.77	51551.167
E 77	-2566	698334	51825.75	106136.628
OCF77	-725770	127094	10537.62	100991.929
EVA77	4937	518157	61423.93	88539.098
CVA77	-415967	343231	59212.13	96610.843
E 78	-18267	959264	62887.47	134180.899
OCF78	-629332	252878	19629.93	94613.527
EVA78	5545	704559	80067.12	107489.149
CVA78	-161059	471868	74991.02	90230.528
E 79	-3464.0	1002340.0	68392.836	140509.3825
OCF79	-6320	951426	57697.22	135960.402
EVA79	7586	814688	102353.12	126983.084
CVA79	9723	1581380	132906.59	233562.780
E 80	-7425	940160	85878.92	158756.920
OCF80	-444665	186538	24632.63	94065.179

ادامه نگاره ۲.

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
EVA80	4527	591861	114000.19	119887.066
CVA80	-28573	431248	126335.26	119615.377
E 81	-5961	1458810	120302.20	287722.315
OCF81	-66135	405667	40289.04	87695.356
EVA81	4238	915446	148458.33	205296.249
CVA81	-47661	1090040	152935.81	230584.440

در نگاره فوق E ، OCF ، EVA و CVA به ترتیب نمایان گر سود حسابداری، و جوه نقد حاصل از عملیات، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی هستند.

روش آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق، می‌توان از مدل‌هایی استفاده کرد که به نوعی تغییرات در متغیرهای مستقل را به بازده سهام شرکت در بازار مربوط می‌کنند. به این منظور از مدل‌های اقتصادسنجی استفاده می‌شود و جهت آزمون فرضیه‌های مربوط، از تحلیل همبستگی به روش رگرسیون چند متغیره برای داده‌ها به صورت مقطعی برای هریک از سال‌های مورد مطالعه و نیز به طور تجمعی استفاده می‌شود.

مدل کلی مورد استفاده در این تحقیق، که همان مدل عمومی ارزیابی بازده است، عبارت است از:

$$R_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i [\Delta AR_{it} / AR_{it}] + e_{it}$$

در این رابطه R_{it} ، بازده سهام شرکت i در دوره t ، AR_{it} بازده حسابداری شرکت i در ابتدای دوره t و ΔAR_{it} تغییرات بازده حسابداری شرکت i در دوره t (تفاضل ابتدا و انتهای دوره) است. البته بازده حسابداری، خود توسط سود حسابداری، و جوه نقد حاصل از عملیات، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی قابل جایگزینی می‌باشد. جهت آزمون فرضیات، مدل فوق ابتدا برای یک متغیر توضیحی، برازش است. سپس به طور جداگانه متغیرهای توضیحی به مدل اضافه می‌شوند. افزایش R^2 تعدیل شده در مدل دوم نسبت به مدل اول، به شرط رد فرضیه عدم معنی‌دار بودن کلی رگرسیون دو متغیره ($H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$) در مدل‌های ۵ الی ۸، تایید کننده محتوای افزاینده اطلاعاتی متغیر توضیحی دوم نسبت به متغیر توضیحی اول خواهد بود. یعنی با ورود متغیر توضیحی دوم به

مدل اول، قدرت توضیح دهنده آن در مورد رفتار بازده سهام افزوده خواهد شد. لازم به ذکر است برای آزمون معنی دار بودن کلی رگرسیون چند متغیره (فرضیه تساوی β_i ها) از آماره F (قابل استخراج از نگاره ANOVA) استفاده می شود. نگاره شماره (۳) مدل های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های تحقیق را نشان می دهد.

نگاره ۳. مدل های مورد استفاده در آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه	مدل	
۶ و ۵	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta CVA_{it} / CVA_{it}] + e_{it}$	۱
۷ و ۸	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta EVA_{it} / EVA_{it}] + e_{it}$	۲
۴ و ۲	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta E_{it} / E_{it}] + e_{it}$	۳
۳ و ۱	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta OCF_{it} / OCF_{it}] + e_{it}$	۴
۵ و ۱	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta OCF_{it} / OCF_{it}] + \beta_2[\Delta CVA_{it} / CVA_{it}] + e_{it}$	۵
۶ و ۲	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta E_{it} / E_{it}] + \beta_2[\Delta CVA_{it} / CVA_{it}] + e_{it}$	۶
۷ و ۳	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta OCF_{it} / OCF_{it}] + \beta_2[\Delta EVA_{it} / EVA_{it}] + e_{it}$	۷
۸ و ۴	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1[\Delta E_{it} / E_{it}] + \beta_2[\Delta EVA_{it} / EVA_{it}] + e_{it}$	۸

در روابط یادشده، R_{it} ، بازده سهام شرکت i در دوره t ، CVA_{it} ارزش افزوده نقدی شرکت i در ابتدای دوره t و ΔCVA_{it} تغییرات ارزش افزوده نقدی شرکت i در دوره t (تفاضل ابتدا و انتهای دوره)، EVA_{it} ارزش افزوده اقتصادی شرکت i در ابتدای دوره t و ΔEVA_{it} تغییرات ارزش افزوده اقتصادی شرکت i در دوره t (تفاضل ابتدا و انتهای دوره)، OCF_{it} وجوه نقد حاصل از عملیات شرکت i در ابتدای دوره t و ΔOCF_{it} تغییرات وجوه نقد حاصل از عملیات شرکت i در دوره t (تفاضل ابتدا و انتهای دوره)، E_{it} سود حسابداری شرکت i در ابتدای دوره t و ΔE_{it} تغییرات سود حسابداری شرکت i در دوره t (تفاضل ابتدا و انتهای دوره) و e_{it} جزء خطای تصادفی هستند.

اطلاعات نگاره شماره (۴) حاکی از آن است که $\overline{R^2}$ مدل (۵) در هیچ یک از سالها بیش از $\overline{R^2}$ مدل (۱) نیست و این بدان معناست که وجوه نقد حاصل از عملیات دارای محتوای

افزاینده اطلاعاتی بر ارزش افزوده نقدی نبوده است. بنابراین فرضیه پنجم در کلیه موارد رد می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق، به طور خلاصه در نگاره شماره (۴) ارایه شده است:

همان طور که در نگاره شماره (۴) ملاحظه می شود، $\overline{R^2}$ در مدل (۵) نسبت به مدل (۴) در سالهای ۷۶، ۷۷، ۸۰، ۸۱ افزایش پیدا کرده و آماره F نیز در این سالها معنی دار بوده است. بنابراین می توان این طور ادعا نمود که ارزش افزوده نقدی در این سالها دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به وجوه نقد حاصل از عملیات بوده است و برای این سالها فرضیه اول تایید می شود. ولی برای بقیه سالها و برای داده های تجمعی این فرضیه رد می شود. هم چنین بررسی نگاره شماره (۴) نشان می دهد که $\overline{R^2}$ مدل (۶) نسبت به $\overline{R^2}$ مدل (۳) تنها در سالهای ۷۶، ۸۰ و ۸۱ افزایش یافته و آماره F آن تنها در این سالها معنی دار بوده است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ارزش افزوده نقدی تنها در این موارد دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سود است، از این رو فرضیه دوم به جز برای موارد یادشده، برای بقیه سالها و برای داده های تجمعی رد می شود. در رابطه با آزمون فرضیه سوم ملاحظه می شود که، $\overline{R^2}$ در مدل (۷) نسبت به مدل (۴)، برای سالهای ۷۷، ۷۹، ۸۱ و برای داده های تجمعی افزایش یافته و آماره F آن تنها در این سالها معنی دار بوده است و این بیانگر محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی نسبت به وجوه نقد حاصل از عملیات در این سالها است. از این رو فرضیه سوم برای این سالها تایید و برای سالهای ۷۶، ۷۸ و ۸۰ این فرضیه رد می شود. از سوی دیگر در مورد فرضیه چهارم مشاهده می شود که $\overline{R^2}$ مدل (۸) نسبت $\overline{R^2}$ مدل (۳) در سالهای ۷۶، ۷۸، و ۸۰

افزایش نداشته است و به عبارت دیگر ارزش افزوده اقتصادی با ورود به مدل (۳) نتوانسته است قدرت توضیح دهنده‌گی آن را در مورد رفتار بازده سهام افزایش دهد. ولی در سال‌های ۷۷، ۷۹، ۸۱ و برای داده‌های تجمعی $\overline{R^2}$ مدل (۸) نسبت $\overline{R^2}$ مدل (۳) افزایش یافته و در ضمن آماره F نیز در این سال‌ها معنی‌دار بوده است. از این رو تنها برای این موارد فرضیه چهارم تایید می‌شود.

اطلاعات نگاره شماره (۴) حاکی از آن است که $\overline{R^2}$ مدل (۵) در هیچ‌یک از سال‌ها بیش از $\overline{R^2}$ مدل (۱) نیست و این بدان معناست که وجوه نقد حاصل از عملیات دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی بر ارزش افزوده نقدی نبوده است. بنابراین فرضیه پنجم در کلیه موارد رد می‌شود. هم‌چنین $\overline{R^2}$ مدل (۶) نسبت به $\overline{R^2}$ مدل (۱) در همه سال‌های مورد مطالعه، به جز سال ۸۰ و نیز برای داده‌های تجمعی، افزایش یافته و آماره F نیز در این سال‌ها معنی‌دار بوده است. بنابراین می‌توان اذعان داشت، محتوای افزاینده اطلاعاتی سود نسبت به ارزش افزوده نقدی به جز در داده‌های تجمعی و نیز سال ۸۰، تایید شده است. از این رو فرضیه ششم به جز برای داده‌های تجمعی و نیز سال ۸۰ مورد تایید قرار می‌گیرد. از سوی دیگر $\overline{R^2}$ مدل (۷) نسبت به $\overline{R^2}$ مدل (۲) به جز برای سال ۸۱ ارتقاء نیافته است. بنابراین می‌توان این گونه نتیجه گرفت که وجوه نقد حاصل از عملیات نسبت به ارزش افزوده اقتصادی، به جز برای سال ۸۱ دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نبوده و برای بازار دارای اطلاعاتی نیست که ارزش افزوده اقتصادی آن‌ها را نداشته باشد از این رو فرضیه هفتم جز برای سال ۸۱، رد می‌شود. در مورد فرضیه هشتم نیز ملاحظه می‌شود که $\overline{R^2}$ مدل (۸) نسبت به $\overline{R^2}$ مدل (۲) در سال‌های ۷۷، ۷۸ و ۸۰ بیشتر شده است، از این رو می‌توان اذعان داشت که در این سال‌ها محتوای افزاینده اطلاعاتی در سود نسبت به ارزش افزوده اقتصادی مشاهده می‌شود. در ضمن آماره F نیز در این سال‌ها معنی‌دار بوده است و این به مفهوم معنی‌دار بودن مدل رگرسیونی دو متغیره (۸) است. بنابراین فرضیه هشتم تنها در این سال‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد.

تک‌گاره ۴. خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

سال	۷۵-۷۶		۷۶-۷۷		۷۷-۷۸		۷۸-۷۹		۷۹-۸۰		۸۰-۸۱		Pooled	
	مدل	۴	۵	۴	۵	۴	۵	۴	۵	۴	۵	۴	۵	۴
R^2	۰/۰۰۹	۰/۱۹۵	-۰/۲۶	۰/۰۶۲	-۰/۱۲	-۰/۳۲	-۰/۱۶	-۰/۰۵	۰/۰۲۹	۰/۰۹۹	۰/۱۴۴	۰/۵۱۶	-۰/۰۵	-۰/۰۰۷
F	۱/۲۲۸	۴/۰۲۶	۰/۰۰۴	۲/۳۱۲	۰/۴۳۱	۰/۲۱۵	۰/۲۲۵	۰/۸۷۲	۰/۳۰۴	۲/۳۶۶	۴/۱۹۴	۱۱/۱۲	۰/۰۴۹	۰/۳۰۳
نتیجه فرضیه ۱	تایید	تایید	رد	رد	تایید	تایید	رد	نتیجه فرضیه ۱	تایید	تایید	رد	رد	تایید	تایید
مدل	۳	۶	۳	۶	۳	۶	۳	۶	۳	۶	۳	۶	۳	۶
R^2	-۰/۳۴	۰/۲۲۱	۰/۴۵۶	۰/۴۸۵	۰/۴۸	۰/۴۷	۰/۱۱۳	۰/۱۰۳	-۰/۴۱	۰/۰۹۶	۰/۵۱۹	۰/۷۰۷	-۰/۰۲	-۰/۰۰۴
F	۰/۱۸۳	۴/۵۵۲	۳۴/۴۷	۱۹/۸۶	۴۷/۲۰	۲۳/۱۶	۷/۱۰۷	۳/۷۴۲	۰/۱۰۵	۲/۳۳۲	۲۱/۵۲	۲۳/۹۵	۰/۵۰۶	۰/۵۵۵
نتیجه فرضیه ۲	تایید	رد	رد	رد	تایید	تایید	رد	نتیجه فرضیه ۲	تایید	رد	رد	رد	تایید	تایید
مدل	۴	۷	۴	۷	۴	۷	۴	۷	۴	۷	۴	۷	۴	۷
R^2	۰/۰۰۹	-۰/۰۰۳	-۰/۲۶	۰/۳۲۸	-۰/۱۲	-۰/۰۵	-۰/۱۶	۰/۲۵۸	-۰/۲۹	-۰/۲۲	۰/۱۴۴	۰/۲۴۱	-۰/۰۵	۰/۰۳۴
F	۱/۲۲۸	۰/۹۶۳	۰/۰۰۴	۱۰/۷۵	۰/۴۳۱	۰/۸۸۱	۰/۲۲۵	۹/۳۵۹	۰/۳۰۴	۰/۱۶۰	۴/۱۹۴	۴/۰۲۳	۰/۰۴۹	۴/۷۲۳
نتیجه فرضیه ۳	رد	تایید	رد	تایید	رد	تایید	تایید	نتیجه فرضیه ۳	رد	تایید	رد	تایید	رد	تایید
مدل	۳	۸	۳	۸	۳	۸	۳	۸	۳	۸	۳	۸	۳	۸
R^2	-۰/۳۴	-۰/۲۳	۰/۴۵۶	۰/۴۸۶	۰/۴۸	۰/۴۷۹	۰/۱۱۳	۰/۲۵۴	-۰/۴۱	-۰/۸۵	۰/۵۱۹	۰/۵۳۳	-۰/۰۲	۰/۰۳۳
F	۰/۱۸۳	۰/۷۱۹	۳۴/۴۷	۱۹/۹۱	۴۷/۲۰	۲۳/۹۶	۷/۱۰۷	۹/۱۹۰	۰/۱۰۵	۰/۰۲۴	۲۱/۵۲	۱۱/۸۳	۰/۵۰۶	۴/۶۰۵
نتیجه فرضیه ۴	رد	تایید	رد	تایید	رد	تایید	تایید	نتیجه فرضیه ۴	رد	تایید	رد	تایید	رد	تایید
مدل	۱	۵	۱	۵	۱	۵	۱	۵	۱	۵	۱	۵	۱	۵
R^2	۰/۲۰۲	۰/۱۹۵	۰/۰۵۹	۰/۰۶۲	-۰/۲۰	-۰/۳۲	۰/۰۰۷	-۰/۰۵	۰/۱۳۲	۰/۰۹۹	۰/۵۴۲	۰/۵۱۶	-۰/۰۲	-۰/۰۰۷
F	۷/۳۳۷	۴/۰۲۶	۳/۴۹۸	۲/۳۱۲	۰/۰۰۰	۰/۲۱۵	۱/۳۶۰	۰/۸۷۲	۴/۷۹۰	۲/۳۶۶	۲۳/۴۹	۱۱/۱۲	۰/۵۹۹	۰/۳۰۳
نتیجه فرضیه ۵	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد	نتیجه فرضیه ۵	رد	رد	رد	رد	رد	رد
مدل	۱	۶	۱	۶	۱	۶	۱	۶	۱	۶	۱	۶	۱	۶
R^2	۰/۲۰۲	۰/۲۲۱	۰/۰۵۹	۰/۴۸۵	-۰/۲۰	۰/۴۷۰	۰/۰۰۷	۰/۱۰۳	۰/۱۳۲	۰/۰۹۶	۰/۵۴۲	۰/۷۰۷	-۰/۰۲	-۰/۰۰۴
F	۷/۳۳۷	۴/۵۵۲	۳/۴۹۸	۱۹/۸۶	۰/۰۰۰	۲۳/۱۶	۱/۳۶۰	۳/۷۴۲	۴/۷۹۰	۲/۳۳۲	۲۳/۴۹	۲۳/۹۵	۰/۵۹۹	۰/۵۵۵
نتیجه فرضیه ۶	تایید	تایید	تایید	تایید	رد	تایید	رد	نتیجه فرضیه ۶	تایید	تایید	تایید	تایید	رد	تایید
مدل	۲	۷	۲	۷	۲	۷	۲	۷	۲	۷	۲	۷	۲	۷
R^2	۰/۰۱۹	-۰/۰۰۳	۰/۳۴۴	۰/۳۲۸	-۰/۰۷	-۰/۰۵	۰/۲۶۸	۰/۲۵۸	-۰/۴۱	-۰/۲۲	۰/۲۲۸	۰/۲۴۱	۰/۰۳۷	۰/۰۳۴
F	۱/۴۷۸	۰/۹۶۳	۲۱/۹۴	۱۰/۷۵	۰/۶۷۳	۰/۸۸۱	۱۸/۵۴	۹/۳۵۹	۰/۰۱۶	۰/۱۶۰	۶/۶۱۸	۴/۰۲۳	۹/۲۵۱	۴/۷۲۳
نتیجه فرضیه ۷	رد	رد	رد	رد	رد	تایید	رد	نتیجه فرضیه ۷	رد	رد	رد	رد	رد	تایید
مدل	۲	۸	۲	۸	۲	۸	۲	۸	۲	۸	۲	۸	۲	۸
R^2	۰/۰۱۹	-۰/۰۲۳	۰/۳۴۴	۰/۴۸۶	-۰/۰۷	۰/۴۷۹	۰/۲۶۸	۰/۲۵۴	-۰/۴۱	-۰/۸۵	۰/۲۲۸	۰/۵۳۳	۰/۰۳۷	۰/۰۳۳
F	۱/۴۷۸	۰/۷۱۹	۲۱/۹۴	۱۹/۹۱	۰/۶۷۳	۲۳/۹۶	۱۸/۵۴	۹/۱۹۰	۰/۰۱۶	۰/۰۲۴	۶/۶۱۸	۱۱/۸۳	۹/۲۵۱	۴/۶۰۵
نتیجه فرضیه ۸	رد	تایید	تایید	رد	رد	تایید	رد	نتیجه فرضیه ۸	رد	تایید	تایید	رد	رد	تایید

نتیجه گیری

بررسی نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق حاکی از تفاوت در شرایط حاکم بر جامعه از لحاظ اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در سال‌های مورد مطالعه است. در حقیقت همین موضوع باعث شده است که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های در سال‌های مختلف، متفاوت باشند، از این‌رو نتوان قضاوت دقیقی در مورد نتایج حاصله نمود. ولی آنچه که به‌طور کلی و در مجموع، در نتایج تحقیق ملاحظه می‌شود، آن است که هنوز سود حسابداری به عنوان مهم‌ترین متغیر حسابداری در تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری، مورد توجه تصمیم‌گیرندگان در بازار اوراق بهادار است و در اغلب موارد دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایرین است. ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی نیز، به‌رغم عدم آشنایی عمومی بازار با آن‌ها، توانسته‌اند به‌طور بالقوه وارد مدل‌های تصمیم‌گیری در این بازار شوند، که این منتج از ارتباط معنی‌دار آن‌ها با بازده سهام در برخی مقاطع است. هم‌چنین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی بعضاً دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرهای مورد مطالعه بوده‌اند. ولی وجوه نقد حاصل از عملیات مطابق نتایج این تحقیق در اکثر قریب به اتفاق موارد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی ارتباط معنی‌داری با بازده سهام نداشته و دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرهای مورد مطالعه نبوده است. دلایل بروز چنین وضعیتی به‌رغم نتایج برخی مطالعات انجام شده در بازار اوراق بهادار آمریکا (مثل تحقیقات بوئن، بورگ استالر و دالی (۱۹۸۷) و عاشق علی (۱۹۹۴) که دال بر شواهدی مبنی بر وجود محتوای افزاینده اطلاعاتی در ارقام نقدی نسبت به ارقام تعهدی بودند، خود در مطالعات بعدی قابل بررسی و تحقیق است. نتایج حاصل از این مطالعه در مورد عدم محتوای افزاینده اطلاعاتی وجوه نقد حاصل از عملیات نسبت به سود حسابداری، هماهنگ با نتایج تحقیق عرب مازار یزدی (۱۳۷۴) است.

منابع

آذر، عادل و مؤمنی، منصور (۱۳۷۷). آمار و کاربرد آن در مدیریت (تحلیل آماری)، جلد دوم، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، تهران، چاپ اول.
 شهریاری، علی اکبر (۱۳۸۱). «بررسی محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده در مقایسه با سود و وجه نقد حاصل از عملیات»، پایان‌نامه به راهنمایی کامبیز فرقاندوست حقیقی، تهران، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

عرب مازار یزدی، محمد (۱۳۷۴). محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی، رساله دکتری به راهنمایی دکتر علی ثقفی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

فرقاندوست حقیقی، کامبیز و بنی‌مهد، بهمن (۱۳۸۱). ارزش صورت ارزش افزوده، تهران، ماهنامه حسابدار شماره ۱۴۸.

گجراتی، دامودار (۱۳۸۱). مبانی اقتصاد سنجی، مترجم: حمید ابریشمی. جلد اول، چاپ سوم، مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

گجراتی، دامودار، (۱۳۸۱). مبانی اقتصاد سنجی، مترجم: حمید ابریشمی. جلد دوم، چاپ دوم، مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

Ashiq Ali (1994). "The Incremental Information Content of Earning, Working Capital from Operation and cash flow", *Journal of Accounting Research*, Vol 32, No 1

Bao, Ben Hsien and Bao, DA Hsien (April. 1996) "The time series behavior and predictive ability results of value added data", *Journal of Business Finance and Accounting*

Beaver, R. Lambert & Morse March (1980). "The Information Content of Security Price", *Journal of Accounting and Economics*, No 2.

Belkaoui, Ahmed Riahi and D. Picur, Ronald (1994). *Explaining Market Returns: Earning Versus Value Added Data*, *Managerial Finance* 20, No 9, p:53.

Belkaoui, Ahmed Riahi and Fekrat, M. Ali (1994). *The Magic of Value Added: Merits of Derived Accounting Indicator Number*, *Managerial Finance* 20, No 9, p:12.

Belkaoui, Ahmed Riahi and Ronald D. Picur (1994). *Net Value Added as an Explanatory Variable for Returns*, *Managerial Finance* 20, No 9, p:63.

Belkaoui, Ahmed Riahi (1993). "The information Content of Value Added, Earnings, and Cash Flow", *International Journal of Accounting*, No 2

- Belkaoui , Ahmed Riahi (1993). *Accounting Theory*, Third edition , The Dryden Press ,.
- Belkaoui , Ahmed Riahi (1996). *Performance Results in Value Added Reporting* , Quorum Books , First publication, USA.
- Belkaoui , Ahmed Riahi, (1993) *The information Content of Value Added, Earnings, and Cash Flow: US Evidences*, *International journal of Accounting* , No2 ,p:140.
- Belkaoui , Ahmed Riahi-(1999). *Value Added Reporting and Rsearch: State of the Art* , Quorum Books , First publication, USA.
- Belkaoui , Ahmed Riahi (1996). *Earning-Return Versus Net Value Added Return:The case for Nonlinear Specification*, *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*,No4,P:175-185.
- Bowen,Robert , Burgstahler,David & Daley Lane (October 1987)"*The Incremental Information Content Accruals Versus Cash Flows*" , *Accounting Review* ,.
- C.Biddle ,Gary, S.Seow, Gim, F.Siegel, Andrew (Fall 1995). *Relative versus Incremental Information Content* ,*Contemporary Accounting Research*, vol 12 , No 1-1, pp:1-23.
- Pang Yang Hoong , Low Siew Siang , Leong Koowng Sin (March 1994). "*Do Value Added Statements add Value to Financial Statement?* " , *SEC Journal* , Simgapore, p, 16.
- west ,Tracey, worthington ,Andrew (2000). "*The usefulness of Value- added (EVA) and its components in the Australian Context*" , School of Accounting and finance , Griff ith university , Nattan , Australia