

بررسی روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه‌ی شرکت در بازار سرمایه

یداله تاروی وردی^{۱*}، رضا داغانی^۲

۱. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۷/۲۱، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۱۱/۸)

چکیده

این پژوهش به بررسی روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه‌ی شرکت‌ها و مقایسه با میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه در بورس اوراق بهادار پرداخته است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون‌های مقایسه دو میانگین t و میانگین رتبه‌ی علامت دار (ویلکاکسون) و ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. بررسی نتایج پژوهش بازگوکننده‌ی آن است، که بین میانگین ارزش منصفانه شرکت‌ها با استفاده از روش سود باقی‌مانده و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام تفاوت معناداری وجود ندارد. درحالی‌که بین میانگین ارزش منصفانه روش‌های جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در مقایسه با میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام، تفاوت معناداری وجود دارد. افزون بر این، بین میانگین ارزش منصفانه شرکت‌ها مبتنی بر روش‌های سود باقی‌مانده و جریان نقد تنزیل شده و نیز مبتنی بر روش‌های جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود تفاوت معناداری وجود ندارد. در مقابل، بین میانگین ارزش منصفانه‌ی شرکت‌ها مبتنی بر روش‌های سود باقی‌مانده و تعدیل سود تفاوت معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: میانگین ارزش شرکت‌ها، سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده، تعدیل سود، ارزش منصفانه

مقدمه و بیان مسئله

انتخاب روش ارزشیابی برای پاسخ‌گویی به نیاز سرمایه‌گذاران در تعیین بهای مورد مبادله از جمله مواردی است که تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در دهه‌ی اخیر به آن توجه بسیاری دارند. روشی که در افق زمانی محدود بتواند ویژگی‌های ریسک و هزینه را پوشش دهد، هم‌چنین ارزشیابی که منصفانه‌ترین ارزش را برای تصمیم‌گیری در اختیار سرمایه‌گذار بالقوه قرار دهد، همواره یکی از موضوع‌های مورد بحث است. اما این پرسش مطرح می‌شود که کدام روش ارزشیابی پاسخ‌گوی انتظارات سرمایه‌گذاران است؟ در ارزشیابی ممکن است که عامل‌های ارزش‌آفرینی شرکت "در قالب پوشش‌های غیرمالی" قرار گرفته باشند. بنابراین، فرصت‌های رشد را نمی‌توان تنها با جریان‌های نقد تنزیل شده یا ارزش فعلی جریان‌های نقد تعیین نمود، بلکه باید به عامل‌های دیگری نیز توجه کرد که در خلق فرصت‌های رشد برای شرکت نقش دارند. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان، مشتریان و مدیران به شکلی چشم‌گیر در توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریان‌های نقدی مطلوب ذی‌نفع هستند [۷]. مدل ارزش‌گذاری مبتنی بر سود‌های باقی‌مانده، ارزش شرکت را به عنوان تابعی از ارقام جاری و مورد انتظار حسابداری بیان می‌کند، به طوری که اولسن (۲۰۰۱) [۱۲] و پنمن و سوجیانیس (۲۰۰۳) [۱۱] ارزش شرکت را متأثر از سه عامل ارزش دفتری حقوق مالکان، سود‌های باقی‌مانده و سایر اطلاعات می‌دانند تا بتوان با تعیین ارزش نزدیک به ارزش ذاتی، ارزش منصفانه را در بازار سرمایه تعیین نمود. روزانه تعداد بسیاری سهم توسط مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه خرید و فروش می‌شود، اما سرمایه‌گذاران همواره از خود می‌پرسند که قیمت واقعی سهام چیست و برای پاسخ دادن به سؤال خود، تابلوهای بورس را می‌نگرند، که شاید پاسخی برای سؤال خود بیابند. نکته‌ی مهمی که باید اشاره شود، سرمایه‌گذاران برای افزایش دقت در باورهای خود، از طریق گردآوری اطلاعات بیشتر دارای انگیزه هستند. اگر آن‌ها بتوانند بیابند که کدام تفسیرها صحیح است، این امر می‌تواند سریعاً به یک فرصت سرمایه‌گذاری مناسب تبدیل شود. تلاش سرمایه‌گذاران برای انجام این امر منجر به هدایت ارزش سهم به سمت ارزش کارا خواهد شد. به احتمال زیاد، حداقل بخشی از این اطلاعات از تحلیل صورت‌های مالی به دست خواهد آمد. زمانی که سرمایه‌گذاران به شرح فوق عمل می‌کنند،

1. Nonfinancial clothes

اصطلاحاً گفته می‌شود انتظارات منطقی دارند [۱۲]. روش سود باقی‌مانده (مازاد خالص) به دنبال پویایی سود خالص است. پژوهشگرانی نظیر فلتام و اولسن [۵] و مایزر [۱۰] ثابت کردند که می‌توان ارزش شرکت را بر حسب متغیرهای حسابداری بیان کرد، روش مزبور موجب شد که توجه سرمایه‌گذاران به‌طور فزاینده‌ای معطوف توان پیش‌بینی سود خالص شود. در سال‌های اخیر استاندارد‌گذاران، ارزش‌های خروجی را در انعکاس ارزش‌داری - ها و بدهی‌ها در ترازنامه، مورد توجه قرار داده‌اند و با بیان آن در تعریف ارزش منصفانه، لزوم به‌کارگیری این ارزش را در اندازه‌گیری، با اهمیت دانسته‌اند [۱۴]. بنابراین، در این پژوهش ارزش‌های خروجی مورد توجه قرار گرفته و سعی شده مفروضات مشارکت - کنندگان در بازار در ارزشیابی و در نهایت دستیابی به ارزش منصفانه آشکار شود. یکی از دلایل این امر، بیانیه‌ی جدید هیئت استانداردهای حسابداری مالی، مبنی بر، اندازه‌گیری ارزش منصفانه‌ای که باید نشان دهنده‌ی مفروضات مشارکت کنندگان در بازار سرمایه باشد [۱۴].

پیشینه‌ی پژوهش

پژوهش‌های بسیاری در دهه‌ی اخیر در امر ارزشیابی واحد تجاری در زمان عرضه‌ی اولیه در بورس اوراق بهادار انجام شده است. به‌صورتی که وستون و کویلند (۱۹۸۶)، به‌منظور تعیین قیمت سهام شرکت‌ها روش "جریان نقد تنزیل شده" را ارایه دادند، آن‌ها معتقد بودند در هر شرکتی وجه نقد یک نماد عملیاتی است، حال اگر وجوه نقد آتی شرکت پیش‌بینی شود و با توجه به درجه‌ی ریسک این وجوه تنزیل شود، می‌توان ارزش شرکت را برآورد نمود [۱۵].

پنمن و سوجانیس (۲۰۰۳) با استفاده از سود باقی‌مانده در یک پرتفوی معتبر قیمت سهم را بررسی و مشاهده کردند. تفاوت در برآوردهای مدل‌های تعیین ارزش شرکت‌ها در محدوده ۷۰ الی ۱۷۰ درصد ارزش واقعی سهم قرارداد [۱۱].

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۰) از برآوردهای خط ارزش ۵ ساله در محدوده‌ی زمانی مشخص (با نرخ رشد نهایی صفر یا ۴ درصد) استفاده نمودند و با تعیین مدل ارزشیابی (با شبیه‌سازی وضعیت سرمایه‌گذار)، امکان برآورد ارزش ذاتی واحد تجاری را فراهم آوردند

و در نهایت دریافتند که بر آوردهای سود باقی‌مانده بر برآوردهای بر مبنای جریان نقد آزاد یا سود سهام برتری دارد [۶].

لاندهالم و همکاران (۲۰۰۱) در بورس اوراق بهادار نیویورک، برآوردهای ارزش بر مبنای مدل‌های جریان نقد تنزیل شده و سود باقی‌مانده را مقایسه و مغایرت‌گیری نمودند و این پرسش را مطرح نمودند چرا مشارکت کنندگان و تحلیل‌گران برآوردهای متفاوتی از ارزش ویژه با استفاده از دو مدل فوق دارند در حالی که هر دو مدل از فرضیه‌های مشخصی پیروی می‌کنند. آن‌ها پی‌بردند که تفاوت در برآورد این دو مدل به علت کاربرد فرضیه‌های ناسازگار در داده پردازی است و نشان دادند که پژوهش‌های گذشته ظاهراً اشتباه‌های کوچکی در برآوردهایشان داشتند که باعث تفاوت در ارزش‌های تعیین شده و در نتیجه، منجر به تفاوت‌های بزرگی در ارزشیابی آن‌ها شده است [۹]. اسپیلوتی و کارتناسیس (۲۰۰۳) بررسی تجربی از مدل ارزشیابی "مازاد پاک" را در دو بخش، صنایع غذایی و دارویی مورد بررسی قرار دادند، این پژوهش در سال‌های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۲ که بحران‌های مالی خاصی در بورس اوراق بهادار انگلستان بوده، انجام گرفته است و آنان به این نتیجه رسیدند که مدل اولسن عملکرد خوبی در پیش‌بینی تغییرات قیمت سهام در این دو بخش به‌عنوان نماینده‌ای از اقتصاد انگلستان داشته است [۱۳].

کورنیس و نیل فارگر (۲۰۰۳) در پژوهشی تجربی، به توانایی پیش‌بینی مدل ارزیابی مبتنی بر سودهای غیر عادی در مقایسه با جریان نقد آزاد در تعیین قیمت عرضه‌ی اولیه سهام شرکت‌های امریکایی که طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۱ عرضه شده، پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، مدل‌های مبتنی بر سود غیر عادی، قیمت پیشنهادی عرضه‌های اولیه را در حدود ۲۰٪ بیشتر از قیمت معامله شده ارزیابی می‌کند و ابراز داشتند که روش‌های مبتنی بر سود، مناسب‌ترین روش جهت ارزش‌گذاری عرضه‌ی اولیه اوراق بهادار است [۳].

کوپرتینو و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی جریان نقد، سود باقی‌مانده و سود سهام تنزیل شده در ارزشیابی در طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ شرکت‌های برزیلی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که روش جریان نقد، از قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری نسبت به روش‌های دیگر دارد و بهتر می‌تواند ارزش واحد تجاری را برآورد نماید. هم‌چنین مشخص شده

است روش سود باقی‌مانده و سود سهام تنزیل شده، تمایل به برآورد بالاتری نسبت به سایر روش‌های ارزشیابی دارند [۴].

احمدپور و دیگران (۱۳۸۴) روش‌های تعیین قیمت پایه سهام شرکت‌های مشمول خصوصی سازی را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که به جز روش ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت، ارزش‌های تعیین شده از طریق بکارگیری روش‌های تعدیل سود و تنزیل خالص جریان وجوه نقد، تفاوت معناداری با قیمت واگذاری شرکت‌ها دارند [۱].

محمودآبادی و بازیدی (۱۳۸۷) به بررسی مقایسه‌ی قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها پرداختند و مشخص شده است بین قدرت توضیحی این دو مدل در تعیین ارزش شرکت‌ها در حالت کلی و در صنایع مختلف، تفاوت معناداری وجود ندارد و تقریباً در تمامی موارد، مدل ارزیابی سود باقی‌مانده در تعیین ارزش شرکت‌ها دارای قدرت توضیحی نسبی بالاتری است [۲].

هس و همکاران (۲۰۰۹)، روش‌های ارزشیابی جریان نقد تنزیل شده و سود باقی‌مانده را مورد بررسی قرار دادند، تا میزان انحراف روش‌های فوق را از ارزش پرداختی مشخص نمایند. در این پژوهش شرکت‌ها در ۲۰ پرتفوی، شامل ۶۹ شرکت از بورس اوراق بهادار نیویورک، بورس آمریکا و انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار گروه‌بندی، سپس ارزش شرکت‌ها بر اساس روش‌های فوق برآورد شده است. نتایج تجربی پژوهش فوق بیانگر این مطلب است که روش سود باقی‌مانده در عمده شرکت‌های مورد بررسی در طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸، تورش کمتری نسبت به روش‌های دیگر ارزشیابی دارد [۸].

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول، بین میانگین ارزش منصفانه شرکت‌ها مبتنی بر روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم، بین روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه شرکت‌ها تفاوت معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که به صورت نیمه تجربی به بررسی مربوط و مفید بودن اطلاعات و متغیرهای حسابداری می‌پردازد. اطلاعات گردآوری شده و ماهیت پژوهش حالت پس رویدادی و شبه تجربی دارد، زیرا متغیرهای مورد مطالعه در زمان گذشته اتفاق افتاده است که قابلیت کنترل و دستکاری برای پژوهشگر مقدور نیست. هم‌چنین، هدف از مطالعه همبستگی آزمون وجود ارتباط یا نبود آن و به کارگیری روابط در انجام پیش‌بینی‌ها است. اطلاعات مورد نیاز پژوهش از نرم-افزارهای مالی و بانک‌های اطلاعات در مورد صورت‌های مالی و امید نامه‌های شرکت‌ها در سایت اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران، استخراج شده است. برای آزمون نظریه-ها و فرضیه‌های پژوهش، روش مقایسه انتخاب شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون مقایسه‌ی میانگین t و رتبه‌ی علامت‌دار (ویلکاکسون)، برای بررسی رابطه‌ی ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام با ارزش روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود، دو آزمون پارامتریک (پیرسون) و ناپارامتریک (اسپیرمن) استفاده شده است. آزمون‌های آماری مورد استفاده در پژوهش به صورت زیر است:

۱. آزمون مقایسه میانگین دو نمونه‌ی آماری (t دو نمونه) برای مقایسه‌ی دو میانگین، از آزمون t دو نمونه استفاده شده است. برای استفاده از آزمون t دو نمونه، مفروضه-های زیر مورد بررسی قرار گرفته است و در صورت وجود این پیش شرط‌ها از این آزمون استفاده می‌شود. این مفروضه‌ها عبارت است از: ۱) مقیاس اندازه‌گیری حداقل فاصله‌ای باشد؛ ۲) توزیع متغیرها نرمال باشد؛ ۳) واریانس متغیرهای مورد مطالعه و مقایسه با یکدیگر تفاوت معناداری نداشته باشند و ۴) نمونه‌ها از جامعه تصادفی انتخاب شده و ناسازگار باشند.
۲. از جمله آزمون‌های ناپارامتریک، آزمون ویلکاکسون (رتبه‌ای علامت‌دار) که توسط فرانک ویلکاکسون در سال ۱۹۴۵ اولین بار برای نمونه‌های غیر مستقل پیشنهاد شده است. در این آزمون وزن‌های بیشتری را به علامت‌هایی داده می‌شود که از صفر دور و تناقض‌های زوجی بر حسب قدر مطلق آن مقادیر مرتب می-

شوند $(|Z1|, \dots, |Zn|)$ و برای تشکیل آماره‌ی آزمون، رتبه‌های مربوط به مشاهده-های مثبت با هم جمع و در نهایت آماره‌ی آزمون تشکیل می‌شود.

۳. تفسیر ضریب همبستگی، شاخصی است که جهت و مقدار رابطه‌ی بین دو متغیر را توصیف می‌نماید. برای سنجش همبستگی ضرایب گوناگون به کار می‌رود که مهم‌ترین آن‌ها ضریب همبستگی پیرسون و ضریب همبستگی اسپیرمن است: اگر هر دو متغیر با مقیاس نسبی و پیوسته باشند از ضریب همبستگی پیرسون استفاده می‌شود و در صورتی که هر دو متغیر با مقیاس نسبی و گسسته باشند از ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده می‌شود.

نحوه‌ی محاسبه‌ی ارزش شرکت با توجه به روش‌های ارزش‌یابی مطرح شده به شرح زیر است:

الف) برآورد ارزش شرکت با استفاده از روش سود باقی‌مانده (RE):

$$V_t = BV_t + \sum_{i=1}^t \left[\frac{RE_t}{(1+r)^i} \right]$$

V_t : ارزش شرکت در زمان t

RE: سود باقی‌مانده در زمان t، که به صورت ذیل قابل محاسبه است:

$$RE_t = CI_t (BV_{t-1} \times R)$$

CI_t : سود خالص شرکت قبل از مالیات که از معادله زیر به دست می‌آید:

$$CI_t = OI_t - NFE_t - T_t$$

• OI_t : سود عملیاتی

• NFE_t : خالص هزینه‌های مالی و غیر عملیاتی که به صورت زیر حاصل می‌شود:

$$NFE_t = EC_t - FE_t$$

EC_t : سود دریافتی از سرمایه‌گذاری‌ها (مانند، اوراق مشارکت، سپرده‌های سرمایه-

گذاری نزد بانک‌ها) و سایر درآمدها

FE_t : هزینه‌های مالی و سایر هزینه‌های غیر عملیاتی

T_t : مالیات بر عملکرد شرکت

R نرخ سود علی الحساب پرداختی سرمایه‌گذاری بلند مدت + ۵٪ (با توجه به آیین نامه‌ی بند "و" ماده ۱۴ قانون برنامه‌ی سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی، مصوب سال ۱۳۸۰)

BV_t : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در زمان t برابر است با: (با توجه به مفهوم شمول کلی درآمدها و حسابداری مازاد خالص)

$$BV_t = BV_{t-1} + E_t - D_t$$

• BV_{t-1} : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در زمان t-1

• E_t : سود شرکت در زمان t براساس حسابداری مازاد خالص

• D_t : سود سهام در زمان t

ب) برآورد ارزش شرکت با استفاده از روش جریان نقد تنزیل شده

$$V_t = \sum_{i=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r)^i}$$

FCF_t : جریان نقد آزاد در زمان t به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$FCF_t = Co_t - CI_t$$

• Co_t : جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی طی زمان t

• CI_t : جریان نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری طی زمان

ج) روش تعدیل سود: مطابق با آیین نامه بند "و" ماده ۱۴ قانون برنامه‌ی سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی، مصوب سال ۱۳۸۰، موضوع شیوه‌های قیمت‌گذاری سهام، تخفیف‌ها و چگونگی پرداخت قیمت توسط خریداران، تعیین قیمت پایه سهام به روش "نسبت سود خالص قبل از مالیات سه سال پیش از واگذاری به نرخ بازده سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن تأثیر عوامل جانبی تعدیل‌کننده‌ی قیمت پایه سهام (موضوع ماده ۴ بند "الف" آیین نامه مذکور).

$$V_t = \frac{(AE_{t-2} + AE_{t-1} + AE_t) / 3}{R}$$

V_t : ارزش شرکت در زمان t

AF_{t-3} ، AF_{t-2} و AF_{t-1} سود خالص قبل از مالیات تعدیل شده با توجه با موارد متذکر شده در آیین نامه در سه سال قبل از واگذاری. لازم به ذکر است، نرخ بازده معرفی شده آیین نامه‌ی مذکور، در سه روش فوق، مورد استفاده قرار گرفته است.

جامعه‌ی آماری پژوهش

جامعه‌ی آماری این پژوهش « شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » است. در پژوهش حاضر برای انتخاب نمونه ابتدا از بین شرکت‌های در حال ورود/عرضه به بورس و پذیرفته شده در آن (به تفکیک سال درج در سایت اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار تهران)، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبودند از جامعه‌ی آماری حذف شده- است:

۱. اطلاعات مالی شرکت برای سه سال مالی قبل از ورود به بورس موجود باشد.
 ۲. نتیجه‌ی عملیات واحدهای تجاری مورد بررسی طی سال ای مورد بررسی قبل از عرضه‌ی عمومی (حداقل ۳ سال متوالی) به سود خالص قبل از مالیات منجر شده- باشد.
 ۳. در زمره‌ی شرکت‌های سرمایه گذاری، بیمه و بانک نباشد.
 ۴. شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و هم- چنین نام شرکت در دوره‌ی مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد
- بنابراین از ۱۰۲ شرکت که در سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ وارد بورس شده‌اند، با توجه به شرایط فوق، ۶۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در نگاره (۱)، مشاهده می‌شود، در مورد متغیرهای زوجی، میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه سهام با روش سود باقی‌مانده، با توجه به قدرمطلق آماره‌ی محاسبه شده t و Z در مورد فرضیه اول، می‌توان پذیرفت که بین میانگین ارزش منصفانه شرکت‌ها مبتنی بر روش سود باقی‌مانده و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه در

بورس اوراق بهادار تفاوت معناداری وجود ندارد و بین میانگین ارزش منصفانه‌ی شرکت‌ها مبتنی بر دو روش جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه تفاوت معناداری وجود دارد. در مورد فرضیه دوم می‌توان نتیجه گرفت، تفاوت معناداری بین میانگین ارزش منصفانه شرکت‌ها مبتنی بر روش‌های سود باقیمانده - جریان نقد تنزیل شده و جریان نقد تنزیل شده - تعدیل سود وجود ندارد. اما بین میانگین ارزش منصفانه‌ی شرکت‌ها مبتنی بر روش‌های سود باقی‌مانده و تعدیل سود تفاوت معناداری وجود دارد.

تک‌گاره ۱. خلاصه‌ای از نتایج آماری بررسی فرضیه‌های پژوهش

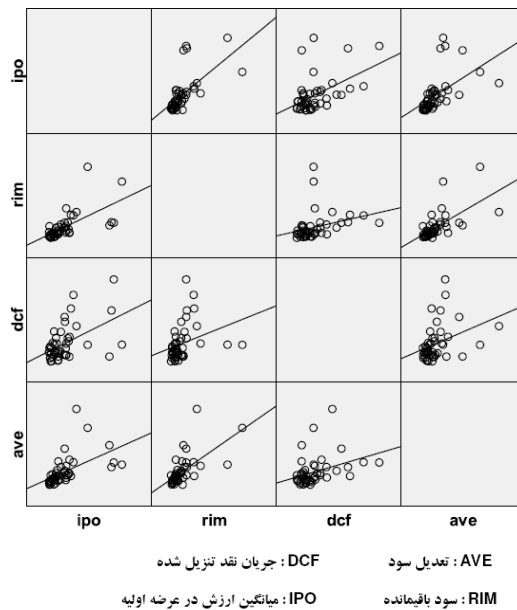
نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌های پژوهش	آماره‌ی آزمون رتبه‌ای علامت دار		آماره‌ی آزمون مقایسه میانگین‌ها		تفاوت ارزش برآوردی با میانگین ارزش در عرضه‌ی اولیه	فرضیه‌ها
	سطح خطا آزمون	Z	سطح خطا آزمون	t-student		
رد	.۱۷۹	-۱.۳۴۴	.۱۰۸	-۱.۶۴۰	-۲۰۷۳.۸۹	فرضیه اول روش سود باقی‌مانده
تایید	.۰۱۳	-۲.۴۸۸	.۰۰۷	۲.۷۸۲	۱۸۵۲.۷۰	روش جریان نقد تنزیل شده
تایید	.۰۰۲	-۳.۰۴۳	.۰۰۶	۲.۸۶۴	۱۸۵۱.۳۶	روش تعدیل سود
رد	.۱۵۷	-۱.۴۱۵	.۰۷۷	۱.۸۰۸	۱۹۵۶.۹۱	فرضیه دوم سود باقی‌مانده و جریان نقد تنزیل شده
تایید	.۰۰۶	-۲.۷۵۰	.۰۱۷	۲.۴۶۷	۳۸۱۲.۱۴	سود باقی‌مانده و تعدیل سود
رد	.۵۶۸	-۵.۷۱	.۴۷۳	.۷۲۲	۵۹۹.۵۹	جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود

برای بررسی رابطه‌ی بین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام با ارزش منصفانه‌ی برآوردی روش‌های سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود از آزمون ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن استفاده شده است.

تک‌گاره ۲. بیان آماری رابطه‌ی بین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه با ارزش منصفانه‌ی برآوردی روش‌های مورد بررسی

نام متغیرها و شاخص‌های آماری	سود باقی‌مانده	جریان نقد تنزیل شده	تعدیل سود
ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه	ضریب همبستگی پیرسون	۰.۶۰۵	۰.۴۷۱
	ضریب همبستگی اسپیرمن	۰.۷۹۶	۰.۳۶۶

با توجه به نگاره (۲)، نتایج آزمون‌ها بازگوکننده‌ی است که بین میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه‌ی سهام با ارزش منصفانه‌ی برآوردی روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده و روش تعدیل سود رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. از بین روش‌های مورد آزمون، شدیدترین رابطه با ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه را، روش سود باقی‌مانده به خود اختصاص داده است هم‌چنین، نتایج مرتبط با آزمون‌های مطرح شده شامل مقایسه‌ی دوجه دو روش‌های مورد بررسی در نگاره (۳)، مشاهده می‌شود.



نگاره ۳. پراکندگی‌های مرتبط با روش‌های سود باقی‌مانده، جریان نقد تنزیل شده، تعدیل سود و میانگین ارزش در عرضه‌ی اولیه

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در گستره‌ی مطالعات حسابداری، روش‌های ارزشیابی واحد تجاری مبتنی بر استفاده از اقلام صورت‌های مالی، یکی از مهم‌ترین موضوع‌ها پژوهش‌های مالی و حسابداری است. به‌همین‌منظور در سلسله مراتب برآورد ارزش منصفانه، بیانیه‌ی شماره ۱۵۷ هیئت استانداردهای حسابداری مالی [۱۴]، در مورد ابزارهای مالی شناخت و اندازه‌گیری ارزش منصفانه، بیان می‌شود: "بهای بازار برای دارایی‌ها یا بدهی‌ها، بهترین برآورد از ارزش

منصفانه است. " بنابراین قیمت بازار، تعریف ارزش منصفانه را برآورده می‌سازد. به عبارت دیگر ارزش بازار، بهایی است که در یک معامله حقیقی بین خریدار و فروشنده‌ی مایل به دست می‌آید و روش‌های ارزشیابی نظیر سود باقی‌مانده و جریان نقد تنزیل شده می‌تواند سرمایه‌گذار را در مشخص نمودن منطق بهای پرداختی و ارزش منصفانه که عادلانه‌ترین ارزش ممکن است یاری رساند.

در این بخش از مقاله نتایج پژوهش همراه با یافته‌های سایر پژوهش‌های در سطح داخل و بین الملل، به منظور مقایسه با آن‌ها مورد اشاره و تفسیر قرار می‌گیرد:

در ارتباط با فرضیه اول پژوهش تأیید مربوط بودن متغیرهای ارزش دفتری و سود حسابداری با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و تغییرات آن در بورس اوراق بهادار تهران مشابه با نتایج اکثر پژوهش‌های مرتبط با حسابداری مازاد خالص در داخل و خارج از کشور است، از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به مطالعات انجام شده توسط اسپیلوتی و کارتناسیس (۲۰۰۳) [۱۳]، محمودآبادی و بایزیدی (۱۳۸۷) [۲] و هس و همکاران (۲۰۰۹) [۸] اشاره نمود. اما باید توجه داشت که پژوهش‌های مزبور در دوره‌های زمانی متفاوت انجام شده و بازده مورد انتظار متفاوت از آن‌چه است که در این پژوهش استفاده شده است. بنابراین در بررسی اکثر پژوهش‌های فوق می‌توان به این مهم پی‌برد تمرکز مجدد بر مفاهیم بنیادی ارزشیابی و گرایش به ارتباط سودهای باقی‌مانده با بازده، تمایل به مدل‌های که به‌طور مستقیم شرکت را مورد ارزشیابی قرار می‌دهند، افزایش داده‌است و باید بیان داشت این روش، هنگامی که در دوره‌ی معین (محدود) مورد استفاده قرارگیرد، موجب افزایش قدرت توضیح‌دهندگی عملکرد در رابطه با ارزش دفتری و سودهای گزارش شده، می‌شود. هم‌چنین در مقایسه‌ی روش جریان نقد تنزیل شده و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه، نتیجه به‌دست آمده از پژوهش همسو با نتایج پژوهش کوپرتینو و همکاران (۲۰۰۵) [۱۱] نبوده، اما نتیجه پژوهش همسو با نتیجه‌ی پژوهش احمدپور و دیگران (۱۳۸۴) [۱] است. نتیجه‌ی به‌دست آمده از فرضیه پژوهش در مورد نبود ارتباط معنادار بین روش تعدیل سود و میانگین ارزش شرکت‌ها در اولین عرضه، همسو با نتیجه به‌دست آمده از پژوهش احمدپور و دیگران (۱۳۸۴) [۱] است.

نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌های پژوهش در مورد ارتباط روش‌های سود باقی‌مانده و جریان نقد تنزیل شده در تعیین ارزش منصفانه شرکت‌ها، با پژوهش‌های لاندالم (۲۰۰۱)

[۹] و کوپرتینو و همکاران (۲۰۰۵) [۴]، هس و همکاران (۲۰۰۹) [۸] همسو است و با توجه به نتایج مطالعه هس و همکاران [۸] می‌توان بیان نمود که روش سود باقی‌مانده در حدود ۱۴٪ نسبت به روش جریان نقد تنزیل شده، ارزش نزدیک به میانگین ارزش در عرضه‌ی اولیه را نشان می‌دهد.

بنابراین، هر چه روند سودآوری آتی شرکت از روند بازده مورد انتظار بنگاه بیشتر باشد، تضمین‌کننده‌ی جریان نقدی عملیاتی ورودی به واحد تجاری است.

در مورد سایر روش‌های ارزشیابی، ارزش به‌دست آمده طبق روش جریان نقد تنزیل شده، همسو با ارزش‌های به‌دست آمده طبق روش تعدیل سود است. اما برآوردهای انجام شده در روش‌های سود باقی‌مانده و تعدیل سود، دارای نتایج متفاوت هستند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر، می‌توان دریافت که روش سود باقی‌مانده، در تعیین ارزش منصفانه واحد تجاری کمک بسزایی به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران می‌نماید. لازم به ذکر است طبق آیین‌نامه‌ی جدید قیمت‌گذاری واحدهای تجاری مشمول خصوصی-ساز، در سال ۱۳۸۶ به تصویب هیئت وزیران رسیده‌است، با اشاره‌ی کلی به سه روش سودآوری، روش بازار و ارزش جاری خالص دارایی‌های شرکت، روش سود باقی‌مانده، در ارزشیابی مورد توجه قرار نگرفته است. بنابراین، توصیه می‌شود، از روش سود باقی‌مانده در ارزش‌گذاری و تعیین قیمت پایه واحد تجاری در زمان ورود به بورس اوراق بهادار استفاده شود. در ادامه به مواردی اشاره می‌شود که راه‌گشای پژوهش‌های آتی خواهد بود:

انجام این پژوهش در مورد شرکت‌های فرا بورس و در واحدهای تجاری در حال ترکیب و بررسی سود باقی‌مانده قبل و بعد ترکیب.

هم‌چنین توصیه می‌شود تحلیل‌گران مالی، محدودیت‌های حسابداری مازاد ناپاک که انحراف‌هایی در برآوردهای منصفانه‌ی ارزش‌یابی دارایی‌ها و بدهی‌ها به‌وجود می‌آورند، در نظر گیرند و اثر آن‌ها را به حداقل برسانند.

منابع

۱. احمد پوراحمد، شریعت پناهی سید معجد، نوروزی رسول آبادی علی. بررسی روش‌های تعیین قیمت پایه سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران، ۱۳۸۴.

۲. محمودآبادی حمید و بایزیدی انور، مقایسه‌ی قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقی-مانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۱۰۱:۵۴-۱۱۶.

3. Curtis A., Fargher Neil L. A Comparison of Residual Income and Comparable Firm Valuation of Initial Public Offerings, University of New South Wales 2003.
4. Cupertino ,da Costa Jr, Almeida Coelho, Araújo Menezes Cash Flow, Earnings, and Dividends: a Comparison between Different Valuation Methods for Brazilian Companies 2005
5. Feltham G & Ohlson J, Residual earning valuation with risk and stochastic interest rates, accounting review 1999; 174:2.
6. Francis, J., P. Olsson and D. Oswald, "Comparing the Accuracy and Explain ability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates", Journal of Accounting Research 2000; 38: 45-70.
7. Gadd John L the opinion of the college on defining value in use Initiation, Chair responsibility, FASA, Published in Valuation 1989; 134: 2.
8. Hess, Homburg, Lorenz, Sievers Extended Dividend, Cash Flow and Residual Income Valuation Models - Accounting for Deviations from Ideal Conditions, University of Cologne, Germany. European Accounting Association Conference 2009.
9. Lundholm R., T. O'Keefe, and G. A. Feltham Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model. Contemporary Accounting Research 2001; 18(2):311-335.
10. Myers J Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics University of Arkansas ,The Accounting Review 1999; 74:1.
11. Penman H & Sougiannis ,Theodore A comparison of Dividend ,cash flow and earnings to equity valuation , University of California, Berkeley and College of Commerce and Business Administration University of Illinois at Urbana-Champaign 2003.
12. Scott Ohlson's Clean Surplus Theory on the Measurement Perspective on Decision Usefulness, Chapter 6 on accounting theory 2001.
13. Spilioti S. N. and. Karathanassis G. A An empirical application of the clean-surplus valuation model: The case of the London Stock Exchange Athens, University of Economics and Business, Department of Business, Athens, Greece 2003.
14. Statement of financial accounting standards, Fair value measurements (2006 To 2009); 157.
15. Weston, J.F. and T.E. Copeland, Managerial Finance, Eighth Edition, the Dryden Press, New York 1986.