

ارزش‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد استفاده از وجوه نقد واقعی و بکارگیری مدل ارزک ۲۰۰۵

رویا دارابی* کتایون علیمردانی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۷/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۹/۱۴

چکیده

ارزش‌گذاری را می‌توان وجه مشترک تمام فعالیت‌های مالی دانست. این موضوع نقش عمده‌ای در تخصیص بهینه سرمایه ایفا می‌کند. ارزش‌گذاری شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین و در عین حال پیچیده‌ترین مفاهیم اقتصادی هر کشور محسوب می‌شود، به طوری که در کشورهای پیشرفته و توسعه یافته که دارای بازارهای سرمایه پیشرفته هستند، تعیین ارزش شرکت‌ها توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری و با استفاده از استانداردهای مختص به هر صنعت تعیین می‌شود.

در کشور ما با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری، و اهمیت موضوع ارزش‌گذاری در اجرایی کردن فرمان ایشان، و نیز با توجه به مشکلات به وجود آمده در سال‌های گذشته در ارزش‌گذاری شرکت‌ها از سوی سازمان خصوصی‌سازی، این موضوع جز موضوعات قابل توجه قرار گرفته است. در این پژوهش که به صورت قیاسی-استقرایی انجام شده است، به بررسی ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از جریان نقد واقعی و مقایسه آن با ارزش بازار، از طریق تحلیل رگرسیون می‌پردازیم. برای بررسی این موضوع دو فرضیه ارائه شده که جهت بررسی آن، تعداد ۶۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است، که به سه گروه شرکت‌های با ۵ سال اطلاعات (۳۹ شرکت)، شرکت‌های با ۴ سال اطلاعات (۴۹ شرکت) و شرکت‌های با ۳ سال اطلاعات (۴۸ شرکت) مربوط به جریان نقد تقسیم می‌شود و با استفاده از جریان نقدی سرمایه واقعی، ارزش شرکت محاسبه شده و با ارزش بازار شرکت‌ها، مورد مقایسه قرار می‌گیرد. در واقع در این پژوهش بیانیه معروف کتاب‌های مالی در خصوص برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی مورد چالش قرار می‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: ارزش‌گذاری، ارزش شرکت، ارزش برآوردی شرکت، جریان نقد سرمایه.

*استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.

royadarabi110@yahoo.com

**کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب.

۱- مقدمه

ارزش‌گذاری دارایی‌ها اعم از اوراق بهادار یکی از ارکان اصلی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. ارزش‌گذاری اصولی و صحیح دارایی‌ها باعث تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای می‌شود. تخصیص بهینه سرمایه در اقتصاد نیز نقش عمده‌ای در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌نماید. ارزش‌گذاری نادرست و استفاده از روش‌های نامناسب و غیر عملی در تعیین ارزش دارایی‌ها باعث تخصیص غیر بهینه سرمایه و به هدر رفتن منابع سرمایه‌ای می‌شود.

پیرامون موضوع ارزش‌گذاری در کشور ما این نکته قابل ذکر است که با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام معظم رهبری در خصوص واگذاری شرکت‌های ذیل اصل ۴۴ قانون اساسی، یکی از موضوعاتی که در اجرایی کردن فرمان ایشان ضرورت وافر دارد بررسی و استفاده از روش‌های مناسب ارزش‌گذاری شرکت‌های موضوع واگذاری است. با توجه به اهمیت موضوع واگذاری شرکت‌ها مطابق اصل ۴۴ قانون اساسی، و فرایند خصوصی‌سازی و توجه به این موضوع که ارزش‌گذاری صحیح شرکت‌ها می‌تواند تخصیص صحیح سرمایه را در سطح کلان در پی داشته باشد، فقدان ارزش‌گذاری صحیح می‌تواند سبب سردرگمی و گمراهی سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، کارگزاران و سایر استفاده‌کنندگان و ارزش‌گذاران شرکت‌ها در تعیین ارزش سهام شرکت‌ها گردد، موضوع ارزش‌گذاری از موضوعات قابل توجه در کشور ما به‌شمار می‌رود. ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌تواند سبب کسب سودهای بادآورده توسط عده‌ای و تحمل زیان‌های قابل توجه‌ای توسط عده‌ای دیگر گردد. به عبارت دیگر قیمت‌گذاری نادرست بیانگر بازی برد و باخت می‌باشد، در حالی که قیمت‌گذاری سهام باید به گونه‌ای صورت گیرد که دو طرف به‌طور عادلانه منتفع گردند و به عبارت دیگر بازی برد برد باشد. در جریان فرایند خصوصی‌سازی انتقادات فراوانی به سازمان خصوصی‌سازی، مدیران و تحلیل‌گران بازار سرمایه وارد آمد، به طوری که در ارزش‌گذاری برخی شرکت‌ها، این سازمان به‌

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۲۵

فروشی و تضعیف سیاست های اقتصادی دولت متهم، و در برخی واگذاری ها به دلیل ارزان فروشی و حراج بیت المال، مورد انتقاد قرار گرفتند.

با توجه به مشکلات به وجود آمده در سال های گذشته در قیمت گذاری شرکت ها از سوی سازمان خصوصی سازی و همچنین توجه به این نکته که ارزش گذاری معتبر شرکت ها، باعث اقبال عمومی به سرمایه گذاری در شرکت هایی می شود که قرار است به بخش خصوصی واگذار شود، در این پژوهش به بررسی ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از وجوه نقد واقعی و مقایسه آن با ارزش بازار می پردازیم.

۲- بیان مسأله

توضیح مشترکی که در کتاب های مالی برای ارزش شرکت بیان شده است این است که ارزش شرکت برابر ارزش فعلی وجوه نقد آتی است، اگر چه تعدادی از تحلیل گران با این بیانیه مخالف هستند با این وجود این یک مطلب پذیرفته شده ی جهانی است. امروزه سازمان های اقتصادی در جهت پیشبرد اهداف خود به شناسایی تک تک عوامل تأثیرگذار بر توسعه آن می پردازند. یکی از عواملی که می تواند تأثیر به سزایی در دستیابی به این اهداف داشته باشد، وجوه نقد است. سرمایه گذاران نسبت به خرید سهام واحدهای انتفاعی که جریان وجوه نقد سرشاری دارند، علاقه نشان می دهند و از سرمایه گذاری در واحدهای فاقد وجه نقد آزاد^۱ می پرهیزند.

پیش بینی دقیق وجه نقد، خود نیازمند اطلاع و تحلیل صحیحی از جریان های نقدی سال جاری و سال های قبل است. هنگامی می توان موضوعی را با خطای کمتری پیش بینی نمود که شناخت صحیح و دقیقی از گذشته و حال آن موضوع داشته باشیم. کاملاً روشن است که جریان نقد آتی واقعی زمانی که این جریان توسط تحلیل گر برآورد می شود، کاملاً نامعلوم است و به علت فقدان اطلاعات واقعی جریان نقد آتی،

1. Free Cash flow

۱۲۶ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

تحلیل گران با استفاده از ایجاد پروژه‌های مشابه به پیش‌بینی جریان نقدی می‌پردازند که در نهایت بعضی از این پیش‌بینی‌ها بسیار خوشبینانه و بعضی بسیار بدبینانه هستند. به‌ویژه در کشور های در حال توسعه، پیش‌بینی جریان نقدی برای شرکت‌های فعال در این کشور ها مشکل است. زیرا بازار های کشور های در حال توسعه سطوح بالایی از تورم را تجربه می‌کنند (پلات و دمیرکا، ۲۰۰۰: ۹۳).^۱

عموماً پیش‌بینی جریان نقدی با تکیه بر عواملی از جمله: عملکرد گذشته شرکت‌ها، روند اقتصادی و مالی کنونی و احتمالی آینده، دانش و فهم مدیران - مالکان، برنامه‌های آینده شرکت‌ها و... انجام می‌شود. در اینجا نیز مانند همه پیش‌بینی‌ها، هر چه دقیق‌تر آینده را مورد بررسی قرار دهیم قطعیت کمتری از نتایج پیش‌بینی حاصل می‌شود. به این علت و عللی از جمله تورم و این که شرکت‌ها با عواملی از جمله تغییر شرایط اقتصادی و تغییر شرایط رقابتی رو برو هستند، جریان نقدی واقعی در بسیاری از مواقع با جریان نقدی پیش‌بینی شده بسیار متفاوت است.

با توجه به مسائل مطرح شده، در این پژوهش جریان نقد واقعی جایگزین جریان نقدی پیش‌بینی شده می‌شود. در واقع روش کار این پژوهش بر ارتباط بین ارزش فعلی جریان نقدی آتی و ارزش جاری بازار همانطور که در تئوری های مالی بیان شده است متمرکز است. چنانچه پیش‌بینی بازار در مورد شرکت‌ها بیش از اندازه خوشبینانه باشد (بدبینانه) آنگاه ارزش بازار (EV)^۲ به دست آمده، بیشتر (کمتر) از ارزش فعلی و جوه نقد سرمایه واقعی تنزیل شده خواهد بود. در واقع منظور این پژوهش بیان این مسئله است که شرکت‌ها متفاوت از چیزی که بازار معتقد است ارزش دارند و این مفهوم این نتیجه را در بر خواهد داشت که بیانیه ی قدیمی کتابهای مالی در مورد برابری ارزش شرکت با ارزش تنزیل شده ی جریان نقدی آتی درست نیست.

1. . Platt & Demirka,
2. Enterprise Value

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۲۷

۳- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ارزش گذاری یکی از موضوعات اساسی در مدیریت سرمایه گذاری است. سرمایه گذاری، تأمین مالی و انجام امور مالی شرکتی هر یک به گونه ای ارزش گذاری را بخشی از فرایند عملیاتی و اجرایی خود در نظر می گیرند. ارزش گذاری دارای مقاصد و اهداف مختلف و گسترده ای هم برای شرکت در مواجهه با موقعیت های مختلف و هم برای عوامل تأثیرگذار خارجی می باشد. گرچه روش های ارزش گذاری نباید به هدف ارزش گذاری وابسته باشند، اما اینکه هدف پیش از انجام هرگونه محاسبه ای تعریف شده باشد، حائز اهمیت می باشد.

از جنبه های مهم ارزش گذاری می توان به مواردی که در ادامه می آید، اشاره کرد. پویایی، ارزش گذاری یک فرایند است. یک فرایند، برای برآورد ریسک مورد انتظار و سنجش ریسک شرکت های مختلف و بخش های مختلف شرکت بسیار مهم است. مشارکت در مسائل مرتبط با شرکت: مدیران شرکت می بایست در تجزیه و تحلیل شرکت مشارکت داشته باشند، هم از لحاظ پیش بینی های مرتبط با صنعت و هم پیش بینی های مربوط به جریان نقدی. وظیفه ی مشترک: ارزش گذاری وظیفه ای نیست که به تنهایی توسط مدیر مالی انجام شود. برای کسب نتیجه ی بهتر در ارزشیابی، این نکته ضروری است که مدیران سایر بخش ها در برآورد جریان نقد آتی و ریسک مرتبط با آن، شرکت داشته باشند. راهبرد: تکنیک های ارائه مجدد جریان نقدی در تمامی ارزش گذاری ها یکسان است، اما در برآورد جریان های نقدی و سنجش ریسک می بایست راهبرد هر بخش از شرکت مورد توجه قرار گیرد. پاداش: وضعیت ارزش گذاری، زمانی که در بر گیرنده ی هدف هایی باشد (فروش، رشد، سهم بازار، سود، سرمایه گذاری و . . .) که پاداش آینده ی مدیر با آن مرتبط باشد، بهبود می یابد. تجزیه و تحلیل تاریخی: اگر چه ارزش وابسته به انتظارات آتی است، اما یک تجزیه و تحلیل کامل تاریخی مالی، راهبرد: از واحدهای مختلف شرکت به تعیین پیش بینی با

۱۲۸ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

ثبات کمک می‌کند. اصلاح، مطابق اصول فنی: اصلاح فنی به موارد ذیل اشاره دارد: الف) محاسبه ی جریان نقدی ب) در نظر گرفتن کافی ریسک ج) ثبات جریان نقدی مورد استفاده و نرخ کاربردی د) نحوه ی عمل با ارزش اسقاط ه) رفتار با تورم (فماندز، ۲۰۰۷: ۱۹).^۱

ارزش شرکت تحت تأثیر عوامل مختلفی شامل عوامل کمی و کیفی قرار دارد. از جمله این موارد، می‌توان از موارد ذیل نام برد. عملکرد آتی: عملکرد آتی قابل پیش‌بینی توسط خریداران بالقوه، تأثیر مستقیمی بر شرکت با توجه به سطح درآمد مورد نظر اعمال می‌کند. ساختار سرمایه: ساختار سرمایه یکی دیگر از عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت است. بدین مفهوم که ارزش شرکتی که متعهد است (شرکت دریافت کننده وام) به مراتب بیشتر از شرکتی است که از این روش، یعنی دریافت وام استفاده نمی‌کند. به دلیل برخورداری از هزینه بهره کمتر سرمایه استقراض شده در مقایسه با هزینه بهره سرمایه خود شرکت و همچنین به دلیل قابلیت کسر شدن هزینه بهره (معافیت مالیاتی) استفاده از این راه دارای مزیت است. دارایی‌ها: دارایی‌های یک شرکت تأثیر بسیار زیاد و ضد و نقیضی بر تعیین ارزش شرکت دارند. یک شرکت که از مزایای بهره مندی از تکنولوژی مدرن برخوردار است، به مراتب ارزش بیشتری از شرکتی دارد، که تجهیزات مشابه قدیمی و از رده خارج شده دارد. اما یک شرکت با برخورداری از سطح بالایی از دارایی ارزش کمتری نسبت به شرکتی که از سطح قابل توجهی از دارایی برخوردار نیست، دارد. دلیل این موضوع این است که در مرحله اول می‌بایست مقدار زیادی از سود، جهت جایگزینی این دارایی‌ها بعد از اتمام عمر مفید آن‌ها مجدداً سرمایه‌گذاری شود. جریان نقدی: جریان نقدی مستقیماً با ارزش شرکت در ارتباط است. روش جریان نقد تنزیل شده یک روش رایج برای تعیین ارزش شرکت است.

ارزش شرکت تنها وابسته به فاکتورهای مالی یا دارایی‌های مشهود نیست. عامل مؤثر دیگر فاکتورهای کیفی و دارایی‌های نامشهود است. مدل‌های رایج تعیین ارزش

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۲۹

شرکت، تنها عوامل مالی و عواملی را که مستقیماً قابل اندازه گیری باشند را مورد توجه قرار می دهند، بدون توجه به عواملی که شاید به طور مستقیم قابل اندازه گیری توسط پول نباشند، اما باعث ایجاد تفاوت در عملکرد شرکت ها و همچنین ارزش آن ها می شوند. به طور کلی می توان گفت که عواملی نامشهود، عوامل کیفی تأثیر زیادی بر عملکرد شرکت و ارزش آن دارند. از جمله این عوامل می توان به موارد: اعتبار، وفاداری مشتریان، آموزش و تجربه کارکنان، تیم مدیریتی قوی، حفظ اسرار مرتبط با روند کار تولیدی شرکت، موقعیت جغرافیایی و . . . اشاره کرد (ماریتا، ۲۰۰۹: ۲)^۱.

برای تعیین ارزش شرکت دو نظر کلی وجود دارد: نظر اول- از نظر عده ای از پژوهشگران ارزش شرکت عبارت است از مجموع قیمت اجزا آن از قبیل زمین، ساختمان تاسیسات و ماشین آلات شرکت پس از کسر بدهی ها. نظر دوم- عده ای از پژوهشگران نیز معتقدند که با توجه به عمر نامعین شرکت ها، ارزش شرکت ها برابر است با ارزش فعلی بازدهی آتی شرکت که با توجه به عامل ریسک و هزینه ی تأمین مالی به دست آمده باشد. بازدهی آتی شرکت می تواند به شکل سود شرکت، جریان های نقدی و سود سهام باشد و هزینه ی تأمین مالی نیز می تواند به شکل میانگین موزون هزینه سرمایه^۲ باشد. طبق نظر دوم دارایی های شرکت هنگامی دارای ارزش خواهد بود که مدیریت شرکت بازدهی مناسبی را از طریق دارایی های شرکت نصیب سهامداران نماید. بنابراین چنانچه بازدهی شرکت در حد پایینی باشد، ارزش شرکت نیز در سطح پایینی تعیین خواهد شد. نگرش اول و نگرش دوم هنگامی با هم منطبق می شوند که بتوان ارزش کلیه ی دارایی های شرکت به ویژه دارایی های نامشهود آن را به درستی تعیین نمود (طالب نیا، ۱۳۷۴: ۲۲).

۳-۱- پیشینه پژوهش

پژوهش های داخلی: با توجه به بررسی صورت گرفته تا به حال پژوهشی در ارتباط

1. Marieta
2. WACC

۱۳۰ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

با ارزش شرکت‌ها با استفاده از وجوه نقد واقعی در داخل کشور صورت نگرفته است. ولی در ادامه تعدادی از پژوهش‌های انجام شده مرتبط با ارزش شرکت به‌طور مختصر ذکر می‌شود. اولین پژوهش پیرامون ارزش‌گذاری شرکت‌ها توسط طالب‌نیا (۱۳۷۴: ۴۳) صورت گرفته است. این پژوهش، به مشکلات قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی و پیشنهاد در جهت روش قیمت‌گذاری مناسب متمرکز شده بود. این پژوهشگر پس از پرداختن به روش‌ها و مدل‌های مختلف ارزش‌گذاری به این نتیجه رسید که قیمت پایه معامله شده‌ی سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی که سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار عرضه شده است با مدل تئوریک و علمی مطابقت ندارد.

هواس بیگی (۱۳۷۶: ۹۴) در پژوهشی به مقایسه‌ی تئوری‌های ارزش‌گذاری سهام بر روند واقعی تغییرات قیمت آن در بورس اوراق بهادار پرداخت. جامعه آماری این پژوهش فاصله‌ی سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۵ را شامل می‌شد. نتیجه‌ی پژوهش این بود که در سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ اختلاف معناداری بین ارزش ذاتی و ارزش معاملاتی سهام شرکت‌ها وجود ندارد. از آنجایی که در این پژوهش از مدل گوردن جهت تعیین ارزش شرکت‌ها استفاده شده بود، هواس بیگی کارایی این مدل در سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ را در بازار سرمایه کشور رد کرد اما در سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ کاربرد این مدل در بورس تهران تأیید شد. قالیباف اصل و دیگران (۱۳۸۶)، با بررسی روش‌های مصوب هیات وزیران که تاکنون توسط سازمان خصوصی‌سازی برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها مورد استفاده قرار گرفته و نقد مختصر آن‌ها، چهار مدل ارزش‌گذاری، مدل گوردن، روش تنزیل جریان‌های نقدی آزاد، روش ارزش افزوده اقتصادی و روش ارزش فعلی تعدیل شده، مورد بررسی قرار می‌دهند. نتیجه بررسی آنان از این مدل‌ها نشان می‌دهد که وضعیت صنعت، وضعیت شرکت، سودآوری حاصل از فعالیت مالی (سرمایه‌گذاری مالی) فعلی شرکت، سودآوری ناشی از طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت و ریسک شرکت در ارزش‌گذاری باید مورد توجه قرار گیرد و با توجه به مباحث تئوریک موجود در روش‌های ارزش‌گذاری اگر روش‌های فوق به‌صورت مناسب در کنار هم و با توجه

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۳۱

اطلاعات موجود شرکت ها مورد استفاده قرار گیرند می توان ارزش منصفانه ای برای شرکت های در حال واگذاری تعیین کرد و فرایند واگذاری شرکت های دولتی را با سرعت بیشتری انجام داد. بر این اساس پیشنهاد داده اند که روش های مورد استفاده برای ارزش گذاری شرکت های موضوع واگذاری مورد تجدید نظر قرار گیرد و از روش های دارای اعتبار بیشتر استفاده گردد. سعیدی و قادری (۱۳۸۶) در پژوهشی، توان پیش بینی کنندگی ارزش دفتری، سود خالص، گردش وجوه نقد عملیاتی و سرمایه گذاری به عنوان نماینده اطلاعات حسابداری در رابطه با ارزش بازار شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق با استفاده از داده های ترکیبی مربوط به سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ پنجاه شرکت منتخب از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است که نتایج این تحقیق نشان داد که ارزش دفتری و سود حسابداری دارای اقلام مربوط تر و قدرت توضیحی بیشتری در تعیین ارزش شرکت ها هستند و وارد نمودن گردش وجوه نقد (عملیاتی و سرمایه گذاری) در قدرت توضیح دهندگی مدل ها افزایش معنی داری ایجاد نمی کند. و هم چنین قدرت توضیحی ارزش دفتری به تنهایی بالاتر از قدرت توضیحی سود حسابداری در تعیین ارزش شرکت ها است. مجتهد زاده و جهانخانی (۱۳۸۲) نیز در تحقیق خود به معرفی مدل های محرک ارزش، جریانات نقد آزاد و ارزش افزوده اقتصادی می پردازند. آنها عنوان می نمایند که مدل تنزیل جریانات نقد از طریق تنزیل جریان های نقد آتی، ارزش واقعی از شرکت ها ارائه می دهد. اما این روش تعیین ارزش، مقیاس معناداری برای ارزیابی پیشرفت و عملکرد شرکت ارائه نمی دهد. در انتها آنها به معرفی مدل ارزش افزوده اقتصادی می پردازند و عنوان می نمایند که این مدل مبانی روشنی برای ارزیابی عملکرد یک پروژه سرمایه گذاری جدید و یا انجام یک راهبرد نو ارائه می دهد. صامتی و مرادیان تهرانی (۱۳۸۶) در پژوهشی با بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص Q توپین در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی ۸۳-۷۳ به این نتیجه رسیدند که علی رغم عدم وجود رابطه معنادار بین Q

۱۳۲ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

توین و نرخ تورم بر اساس آزمون همبستگی پیرسون، این ارتباط برای هشت شرکت رد نشده است. همچنین نتایج آزمون رگرسیون کل دوره نشان دهنده ی عدم معنی‌داری نرخ تورم بر ارزش کلیه ی شرکت‌ها بوده است. در حالی که بررسی ارتباط بین این نرخ با ارزش تک تک شرکت‌ها نشان دهنده ی تأثیر گذاری نرخ تورم بر ارزش ده شرکت بوده است. اسلامی بیدگلی و دیگران (۱۳۸۷) در مطالعه ای، شش مدل ارزش‌گذاری را مورد بررسی و مقایسه قرار قرار دادند. نتایج این بررسی ها نشان داد که مدل نسبت قیمت به عایدات صحیح ترین تخمین ها را از قیمت بازار ارائه می‌دهد در حالیکه مدل‌های عایدات پسماند و تنزیل جریانات نقد دارای کمترین دقت می‌باشند که این نتایج به‌طور کلی با نتایج تحقیقات صورت گرفته در سایر بورس های دنیا در تضاد می‌باشند. محمودآبادی و بایزیدی (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان مقایسه ی قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها به بررسی این دو روش پرداخته اند. مدل ارزیابی سود باقیمانده، ارزش شرکت را تابعی از سود و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری مازاد خالص و مدل رشد غیر عادی سود، ارزش شرکت را تابعی از میزان سود غیر عادی در هر دوره می‌داند. در این پژوهش، تعداد ۱۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ی زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۱ بررسی شده است نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین قدرت توضیحی این دو مدل در تعیین ارزش شرکت‌ها در حالت کلی و در صنایع مختلف، تفاوت معنی‌داری وجود ندارد و تقریباً در تمامی موارد، مدل ارزیابی سود باقیمانده در تعیین ارزش شرکت‌ها دارای قدرت توضیحی نسبی بالاتری است. محسن دستگیر و دیگران (۲۰۱۰)، (۸۹) در پژوهشی به مقایسه جریان نقد سرمایه، جریان نقد آزاد و ارزش فعلی تعدیل شده در ارزش‌گذاری شرکت‌ها از طریق تنزیل جریان‌های نقدی پرداختند، در این پژوهش تعداد ۵۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بررسی شده است، نتایج این پژوهش نشان داد که در صورت استفاده از نرخ تنزیل مناسب و همچنین توجه به ارزش سپر مالیاتی، استفاده از جریان نقد سرمایه نیز در

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۳۳

ارزش گذاری شرکت ها، نتیجه ای مشابه دو روش دیگر خواهد داشت.

پژوهش های خارجی: اولین نوشته در مورد این موضوع که ارزش یک چیز با جریان نقدی آتی آن در ارتباط است مربوط به یوهان دی وایت^۱ ۱۶۷۱ است (پلات و دمیرکا، ۲۰۰۸، ۳). هر چند که آثار اولیه ی این ایده به یونانیان بر می گردد. در دوران کنونی این ایده که ارزش شرکت برابر با ارزش تنزیل شده ی آتی است اولین بار توسط جان ویلیامز^۲ ۱۹۳۸ بیان شده است. دوراند^۳ ۱۹۵۷ آنچه را که بعد ها به عنوان مدل رشد گوردن^۴ معروف شد را بیان کرد با این مضمون که سود سهام با نرخ رشد ثابت را می توان به منظور برآورد ارزش شرکت به کار برد^۵ (دامودارن، ۲۰۰۶، ۹ و ۱۰). بعدها گوردن در سال ۱۹۶۲ مدل رشد دو مرحله ای^۶ را معرفی کرد که این امکان را به وجود می آورد که دوره های با نرخ رشد ناپایدار به دنبال دوره های با نرخ رشد ثابت بیایند. مدل اهلسن^۷ (۱۹۹۵: ۶۶۷) یکی از انواع مدل های ارزشیابی شرکت ها است که در آن ارزش بازار شرکت بر اساس متغیرهای حسابداری (مثل سود و ارزش دفتری) و سایر اطلاعات بیان میگردد. همچنین در مدل مبتنی بر بازده، رابطه متغیرهای حسابداری با بازده سهام مورد بررسی قرار میگیرد. این مدل ها بارها در کشورهای مختلف مورد آزمون قرار گرفته است. کالینز و میدو^۸ (۱۹۹۷) بر مبنای آزمونی از مدل اهلسن (۱۹۹۵) پی بردند که طی سال های ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۳ مربوط بودن ترکیب ارزش دفتری و عایدات کاهش نیافته است بلکه افزایش اندکی نیز داشته است و همچنین مربوط بودن عایدات کاهش و در مقابل مربوط بودن ارزش دفتری افزایش یافته است. کاپلان و روبک^۹ (۱۹۹۵) شواهدی را مبنی بر توانایی مدل تنزیل جریانات نقدی در توضیح ارزش

1. Johan de Witt
2. John Williams
3. Durand
4. Gordon Growth Model
5. Damodaran
6. Two-Stage Growth Model
7. Ohlson
8. Collinse, Maydew,
9. Kaplan, S. , and R, Ruback

۱۳۴ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

مبادلاتی برای یک نمونه ۵۱ تایی از سهام ارائه نموده اند. نتایج تحقق آن‌ها نشان داد که میانه تخمین مدل ارزش جریان نقد در فاصله ۱۰٪ ارزش بازار قرار دارد و این مدل در مقایسه با مدل‌های مبتنی بر شرکت‌های قابل مقایسه بهتر عمل می‌نماید. فرانکل و لی^۱ (۱۹۹۸) در تحقیقی که انجام دادند دریافتند که روش عایدات غیرعادی در مقایسه با تخمین‌های مبتنی بر عایدات، ارزش‌های دفتری و یا ترکیبی از هر دو بخش قابل ملاحظه‌ای از تغییرات قیمت سهام را توضیح می‌دهند. گراهام و کینگ^۲ (۲۰۰۰) به بررسی ارتباط میان قیمت سهام و ارقام حسابداری در شش کشور آسیایی اندونزی، کره جنوبی، مالزی، فیلیپین، تایوان و تایلند پرداختند. آن‌ها پی بردند که قدرت تبیین قیمت سهام به وسیله ارقام حسابداری در کشورهای تایوان و مالزی نسبتاً پایین است در حالی که در مورد کشورهای فیلیپین و کره جنوبی نسبتاً بالا است، همچنین طبق تحقیقات آن‌ها قدرت تبیین ارزش دفتری در کره جنوبی و فیلیپین بالا، اما در تایوان پایین است و عایدات باقیمانده دارای قدرت تبیین کمتری نسبت به ارزش دفتری و همچنین نسبت به سود هر سهم در هر شش کشور است. فرانسیس، اولسن و اسوالد^۳ (۲۰۰۰) سه مدل ارزش‌گذاری یعنی مدل ارزش فعلی سود سهام^۴، مدل تنزیل جریان نقد آزاد^۵ و درآمد (عایدات) غیر عادی AE^۶ را در سال‌های ۱۹۹۳-۱۹۸۹ برای ۲۹۰۸ سال شرکت با یکدیگر مقایسه کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که مدل درآمدهای غیر عادی ۲۷٪ خطای مطلق پیش‌بینی کمتری از مدل تنزیل جریان نقد آزاد و ۵۷٪ کمتر از مدل ارزش فعلی سود سهام خطای مطلق پیش‌بینی دارد. سوجیانیز و ایکورا^۷ (۲۰۰۱) سه مدل ارزش‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند مدل درآمد سرمایه‌ای^۸ (مشابه روش جریان نقد

1. Frankel, R. , and C, Lee
2. Roger. C. Graham, King. R
3. Francis, Olsson, and Oswald
4. Discounted Dividends(DD)
5. Discounted Free Cash Flow(FCF)
6. Discounted Abnormal Earnings
7. Sougiannis and Yaekura
8. Earnings Capitalization Model

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۳۵

نقد آزاد) و درآمد باقی مانده^۱ (پسماند) (مشابه روش درآمد غیر عادی) با در نظر گرفتن ارزش تداوم^۲ و بدون آن. آن ها پیش بینی درآمد تحلیل گرها را در این سه مدل قرار دادند. این بررسی ۳۶۵۳۲ سال شرکت در دوره ی زمانی ۱۹۹۸-۱۹۸۱ را شامل می شد. بررسی آن ها این نتیجه را در برداشت که مدل درآمد باقی مانده (مشابه AE) با در نظر گرفتن ارزش تداوم در ۴۸٪ موارد ارزش را به درستی پیش بینی کرده است و مدل جریان درآمد سرمایه ای (مشابه FCF) در ۱۸٪ موارد و مدل درآمد باقی مانده (مشابه AE) بدون در نظر گرفتن ارزش تداوم در ۱۳٪ موارد و درآمد جاری و ارزش دفتری در ۲۱٪ موارد بهترین پیش بینی را داشته اند. بالاس و هواس^۳ (۲۰۰۵) تحقیق خود را با استفاده از داده های چهار کشور اروپایی فرانسه، آلمان، هلند و انگلستان و استفاده از متغیرهای سود، اقلام تعهدی و ارزش دفتری در رابطه با قدرت تبیین ارزش بازار شرکت های مورد بررسی انجام دادند. آن ها با استفاده از نتایج تحقیق خود دریافتند که متغیرهای سود و ارزش دفتری در ارزیابی شرکت ها دارای کاربرد هستند. همچنین آن ها عنوان نمودند که لحاظ نمودن خصوصیات صنعت در پیش بینی ارزش بازار بیشتر از ملاحظه نمودن خصوصیات کشورها میتواند خطای پیش بینی را کاهش دهد. پن من^۴ (۲۰۰۵) نیز در تحقیق خود نشان می دهد که مدل ارزیابی سود باقیمانده، برآوردهای صحیح تر و کم نوسانتری از ارزش، نسبت به مدل رشد غیر عادی سود ارائه میدهد. دونتو، رادهاکریشنان و رونن^۵ (۲۰۰۷) ارتباط بین قیمت سهام و ارقام حسابداری را مورد بررسی قرار دادند آن ها به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین ارقام حسابداری و قیمت سهام در طول زمان کاهش می یابد. آن ها همچنین بیان کردند که این نتیجه ممکن است ناشی از حجم بالای معاملات انجام شده ی بدون پشتوانه اطلاعاتی باشد.

-
1. Residual Income
 2. Terminal Value(TV)
 3. Ballas, A. A. ; and Hevas, D
 4. Penman, S. H
 5. Dontoh, Radhakrishnan, and Ronen

۱۳۶ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

بریف^۱ (۲۰۰۷) به این نتیجه می‌رسد که مدل ارزیابی رشد غیرعادی سود، پیچیده تر از مدل ارزیابی سود باقیمانده است. این پیچیدگی هم به خاطر پویایی و هم به خاطر تفسیر رشد غیرعادی سود در مقایسه با سود باقیمانده است. پالات و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد سرمایه آتی واقعی، در ۱۸۲۱ شرکت در طول دوره ی حداکثر ۱۲ سال تا ۵ سال پرداختند، بررسی آن‌ها این نتیجه را در بر داشت که برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی درست نیست، در واقع شرکت‌ها کمتر از ارزش فعلی وجوه نقد آتی آن ارزش‌گذاری می‌شوند و در نتیجه قیمت اوراق بهادار نمی‌تواند منعکس کننده درآمدهای آتی شرکت‌ها باشد. و اینکه ارزش تنزیل شده وجوه نقد آتی تأثیر بسیار اندکی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها دارد، همچنین با در نظر گرفتن تأثیر اندازه شرکت، این میزان کمتر نیز می‌شود. نهایتاً اینکه باید حداکثر بیان شود که ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی رابطه دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، ارزش شرکت (EV) را در برهه ای از زمان با جریان‌های نقدی متعاقب آن بررسی خواهیم کرد نزدیکی هر چه بیشتر این ارزش‌ها این مفهوم را در بر خواهد داشت که، بازار به‌طور صحیح تری توانسته است بر اساس جریان‌های نقدی آتی، شرکت‌ها را ارزش‌گذاری کند.

برای بررسی این موضوع فرضیه ی ذیل مد نظر قرار می‌گیرد: بین ارزش شرکت (EV) با جریان نقد واقعی آتی آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ی معنا داری وجود دارد.

در ادامه ی بررسی این موضوع، برای اطمینان از نتیجه‌ی به دست آمده، متغیر مستقل اندازه‌ی شرکت را جهت کنترل تأثیر اندازه ی شرکت، به بررسی خود اضافه می‌کنیم. برای بررسی این موضوع فرضیه ی زیر در نظر گرفته می‌شود:

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۳۷

بین ارزش شرکت و اندازه شرکت و جریان وجوه نقد آتی، در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه ی معناداری وجود دارد.

۵- جامعه آماری و روش جمع آوری داده ها

جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای ویژگی های زیر هستند:

- ۱- اطلاعات مالی شرکت ها در طول دوره ی مورد بررسی ۸۷-۱۳۸۲ موجود باشد.
- ۲- شرکت ها در طی دوره مورد بررسی انتخاب شده ی آن، تغییر سال مالی را تجربه نکرده باشند.
- ۳- سال مالی آن ها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد.
- ۴- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه ی مالی نباشند.
- ۵- شرکت هایی که تا قبل از دوره ی انتخاب شده جهت بررسی شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نیز نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
- ۶- در همه ی سال های مورد بررسی، یک ماه قبل از پایان سال مالی، سهام آن ها حداقل یکبار، جهت مشخص بودن قیمت بازار در پایان سال مالی، مورد معامله قرار گرفته باشد.
- ۷- جهت محاسبه ی هزینه سرمایه شرکت، بتای آن معنادار باشد (صفر یا منفی نباشد).

بر این اساس از بین شرکت های دارای این ویژگی ها ۸۰ شرکت در مرحله ابتدایی این پژوهش به صورت تصادفی به عنوان نمونه انتخاب شدند، که در ادامه تعدادی از این شرکت ها به دلایلی که در ادامه ذکر شده است حذف می شوند و نهایتاً تعداد ۶۰ شرکت به عنوان نمونه نهایی برگزیده می شوند. لذا هرگاه جامعه مورد تحقیق محدود باشد بعبارت دیگر اندازه جامعه مشخص باشد از فرمول ککران (رابطه ۱) به منظور

۱۳۸ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

آزمون کفایت تعداد نمونه انتخابی استفاده می‌گردد:

$$n = \frac{N z_{\alpha}^2 pQ}{Nd^2 + z_{\alpha}^2 pQ} \quad (1)$$

دلایل حذف تعدادی از نمونه‌ها بعد از انتخاب اولیه:

- دارا بودن جریان نقدی منفی در سال انتهایی از دوره‌ی مورد نظر شرکت انتخابی، و حذف آن به دلیل محاسبه ارزش تداوم در این پژوهش با استفاده از جریان نقدی سال آخر و بنابراین عدم امکان محاسبه آن برای این شرکت‌ها.
- همچنین منفی بودن و یا کمتر بودن هزینه سرمایه برخی از شرکت‌ها از نرخ رشد.

۶- روش پژوهش

این نوع پژوهش از نظر هدف کاربردی است و روش انجام این پژوهش به صورت همبستگی، اجرای آن از طریق استدلال قیاسی - استقرایی انجام می‌شود. بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش در چارچوب قیاسی و از طریق کتابخانه‌ای، مقالات تدوین یافته و جمع‌آوری داده‌ها برای رد یا قبول فرضیه‌ها با استدلال استقرایی انجام می‌گیرد.

۷- مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

روش‌های کنونی که برای تعیین ارزش شرکت‌ها استفاده می‌شوند تعداد نسبتاً زیادی هستند، ولی استاندارد شده نیستند. این روش‌ها از کشوری به کشور دیگر با توجه به سیستم حسابداری به کار برده شده، متفاوت می‌باشند. نکته‌ای مهمی که از ابتدا وجود داشته است این است که به طور کلی این روش‌ها عموماً می‌تواند برای شرکت‌های بزرگ به کار برده شود.

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۳۹

در این پژوهش از یکی از روش های تنزیل جریان نقدی به نام جریان نقدی سرمایه استفاده شده است که در ادامه توضیح داده شده است. روش های تنزیل جریان نقدی پر استفاده ترین روش ها برای تعیین ارزش شرکت هستند. این روش برای تعیین ارزش شرکت به دنبال برآورد وجوهی است که شرکت در آینده به دست می آورد و سپس آن را با استفاده از نرخ تنزیلی متناسب با ریسک جریان نقدی تنزیل می کند. به طور کلی مراحل مقدماتی در اجرای ارزش گذاری صحیح به وسیله تنزیل جریان نقدی عبارتند از: ۱- تجزیه و تحلیل تاریخی و راهبردی شرکت و صنعت، ۲- پیش بینی جریان های نقدی ۳- تعیین هزینه سرمایه ۴- خالص ارزش فعلی جریان های آتی ۵- تفسیر نتایج.

مدل تنزیل جریان های نقدی ارزش شرکت را به دو مؤلفه تجزیه می کند: ارزش فعلی جریان نقدی در طول دوره پیش بینی و ارزش فعلی جریان نقدی بعد از دوره پیش بینی (ارزش تداوم) رابطه (۲) نشان دهنده ارزش شرکت در این مدل می باشد:

$$(۲) \text{ ارزش شرکت} = \text{ارزش فعلی جریان های نقدی} + \text{ارزش فعلی جریان های نقدی}$$

بعد از دوره ی پیش بینی در طول دوره پیش بینی (ارزش تداوم)

ارزش تداوم: ارزش بعد از دوره ی پیش بینی را ارزش تداوم گویند. استفاده از ارزش تداوم نیاز برای پیش بینی جریان های نقدی شرکت برای یک دوره طولانی مدت را از بین می برد.

جریان نقد سرمایه^۱: این نوع جریان، شامل جریان نقدی است که قابل پرداخت و یا پرداخت شده به تمامی دارندگان اوراق بهادار شرکت خواه دارندگان سهام و یا بدهی می باشد. این نوع جریان نقدی در واقع وجه نقدی است که قابل استفاده توسط تمامی تأمین کنندگان سرمایه است. همچنین این نوع جریان نقدی، سپر مالیاتی ناشی از بهره را نیز شامل می شود.

این جریان مشابه جریان نقد آزاد است با این تفاوت که رفتار متفاوتی با سپر

1. Capital Cash Flow(CCF)

۱۴۰ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

مالیاتی بهره دارند. در محاسبه ی جریان نقدی سرمایه، سپر مالیاتی در محاسبه ی جریان نقدی آن محسوب می‌شود، در واقع سپر مالیاتی، درآمد مشمول مالیات را کاهش می‌دهد، مالیات را کاهش می‌دهد و در نتیجه جریان نقدی بعد از مالیات را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر می‌توان اینگونه بیان کرد که جریان نقد سرمایه برابر جریان نقدی آزاد به اضافه ی سپر مالیاتی بهره است (رابطه ۳).

$$(۳) \text{ جریان نقد سرمایه} = \text{جریان نقد آزاد} + \text{سپر مالیاتی}$$

برای آزمون فرضیه اول در این پژوهش از دو مدل استفاده شده است، که هر دو این مدل‌ها در دو حالت با عرض از مبدا و بدون عرض از مبدا مورد بررسی قرار گرفتند مدل‌های مورد استفاده عبارتند از: (مدل اول و مدل دوم)

$$EV = \alpha + \beta EEV \quad (\text{مدل اول})$$

$$EV = \beta EEV$$

EV: ارزش شرکت

EEV: ارزش برآوردی شرکت

$$\text{Ln } EV = \alpha + \beta \text{Ln } EEV \quad (\text{مدل دوم})$$

$$\text{Ln } EV = \beta \text{Ln } EEV$$

Ln EV: لگاریتم ارزش شرکت

Ln EEV: لگاریتم ارزش برآوردی شرکت

جهت آزمون فرضیه دوم از یک مدل استفاده شده است (مدل سوم)، البته در دو حالت با عرض از مبدا و بدون عرض از مبدا که عبارتند از:

$$\text{Ln } EV = \alpha + \beta_1 \text{Ln } EEV + \beta_2 \text{Ln } \text{assets} \quad (\text{مدل سوم})$$

$$\text{Ln } EV = \beta_1 \text{Ln } EEV + \beta_2 \text{Ln } \text{assets}$$

Ln EV: لگاریتم ارزش شرکت

Ln EEV: لگاریتم ارزش برآوردی شرکت

Ln assets: لگاریتم طبیعی دارایی‌ها نشان دهنده ی اندازه شرکت

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . . . ۱۴۱

۸- تعریف متغیرهای بنیادی تحقیق

در این پژوهش دو متغیر مستقل وجود دارد، که عبارتند از ارزش برآوردی شرکت (EEV) و اندازه شرکت.

ارزش برآوردی شرکت: ارزش برآوردی شرکت با استفاده از ارزش فعلی جریان نقدی سرمایه (رابطه ۴) و از طریق مدل ارزک (۲۰۰۵)^۱ محاسبه می شود، که برابر است با:

$$EEV = \sum_{i=1, \dots, n} (CCF_{ij}) / (1+k_u)^i + TV_j / (1+k_u)^n \quad (۴)$$

CCF = جریان نقدی سرمایه

^۲K_U = هزینه سرمایه شرکت بدون بدهی

^۳TV = ارزش تداوم (ارزش فعلی جریان های نقدی بعد از دوره پیش بینی)

نحوه ی محاسبه ی جریان نقدی سرمایه: در این پژوهش برای اندازه گیری جریان نقد سرمایه که در محاسبه ی ارزش برآوردی شرکت به کار می رود، از مدل ارزک ۲۰۰۵ استفاده می شود (رابطه ۵) که برابر است با:

(۵) جریان نقد سرمایه = سود خالص + استهلاک - مخارج سرمایه ای - Δ سرمایه در

گذر Δ - مالیات های معوق + بهره خالص

لازم به ذکر است در این مدل از مالیات های معوق استفاده شده که به دلیل عدم محاسبه ی مالیات های معوق در ایران در این پژوهش جهت محاسبه ی جریان سرمایه از مدل حذف گردیده است. بنابراین جریان نقد سرمایه در این پژوهش برابر است با:

جریان نقد سرمایه = سود خالص + استهلاک - مخارج سرمایه ای - Δ سرمایه در

گذر + بهره خالص

نحوه ی محاسبه ی هزینه سرمایه: جهت محاسبه ارزش فعلی، نیاز به محاسبه ی

1. Arzac(2005)
2. Unlevered Cost of Capital
3. Terminal Value-TV

۱۴۲ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

هزینه سرمایه داریم که در اینجا از طریق رابطه (۶) محاسبه می‌شود:

$$K_U = k_f + \beta_A \times ERP^1 \quad (6)$$

K_U : هزینه سرمایه شرکت بدون بدهی

k_f : بازده بدون ریسک (نرخ بازده بدون ریسک معادل سود علی الحساب اوراق

مشارکت در نظر گرفته شده است)

β_A : بتای دارایی، که از طریق رابطه (۷) محاسبه می‌شود:

$$\beta_A = (1 / (1 + D/E)) \times \beta \quad (7)$$

D = اسناد پرداختنی + وام های کوتاه مدت دریافتی + وام های بلند مدت دریافتی

E = قیمت سهام در انتهای سال \times تعداد سهام منتشره

ERP : صرف ریسک است و برابر است با (رابطه ۸):

$$ERP = (K_m - K_f) \quad (8)$$

K_m : بازده بازار

نحوه ی محاسبه ی ارزش تداوم: همان طور که گفته شد ارزش بعد از دوره ی پیش‌بینی را ارزش تداوم گویند. استفاده از ارزش تداوم نیاز برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی شرکت برای یک دوره طولانی مدت را از بین می‌برد. جهت محاسبه ی ارزش تداوم از رابطه (۹) استفاده می‌شود:

$$CCF_n * (1+g) \quad (9)$$

$$TV = \frac{CCF_n * (1+g)}{(k_u - g)}$$

در این رابطه منظور از CCF_n جریان نقد سرمایه در سال آخر می‌باشد. منظور از g ، نرخ رشد، بعد از n دوره پیش‌بینی شده است. مشکل رایج در محاسبه ی ارزش تداوم این است که زمانی که g ، یعنی نرخ رشد بزرگتر از نرخ تنزیل باشد این رابطه بی معنی است. برای جلوگیری از این مشکل اینگونه استدلال می‌شود که نرخ رشد شرکت‌ها در

1. Equity Risk Premium
2. Risk Free

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱۴۳

بلند مدت حداکثر برابر میانگین نرخ رشد شرکت های دیگر، یعنی GDP^۱ (تولید ناخالص داخلی) است. در این پژوهش نرخ رشد برابر ۰.۷٪ در نظر گرفته شده است.

اندازه شرکت: اندازه شرکت متغیر مستقل دیگر ما در این پژوهش است که برای محاسبه آن در این پژوهش، از لگاریتم طبیعی دارایی ها استفاده می کنیم (رابطه ۱۰):

$$\text{لگاریتم طبیعی دارایی ها} = \text{اندازه شرکت} \quad (10)$$

در این پژوهش متغیر وابسته ارزش شرکت (EV) است، که از طریق مدل ارزشک (۲۰۰۵) محاسبه می شود (رابطه ۱۱):

$$EV = \text{Market Cap} + \text{Debt} - \text{Cash} \quad (11)$$

که در این مدل Market Cap برابر است با رابطه (۱۲):

$$\text{Market Cap} = \text{تعداد سهام منتشره} \times \text{قیمت سهام در انتهای سال} \quad (12)$$

Debt: وام های کوتاه مدت، وام های بلند مدت دریافتی به اضافی اسناد پرداختنی. cash: وجوه نقد به اضافه ی سرمایه گذاری کوتاه مدت.

۹- تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش

۹-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

پس از اجرای آزمون ها جهت بررسی فرضیه اول طبق مدل اول این نتیجه حاصل شد که این مدل در گروه شرکت های ۳ و ۴ ساله در حالت بدون عرض از مبدا، معنی دار نیست و پیوند خطی وجود ندارد. همچنین ضریب تعیین در این دو حالت تقریباً صفر می باشد (جدول ۱). ولی در حالت بدون عرض از مبدا، مدل معنی دار می باشد. و در این دو گروه ضریب تعیین پایین است (جدول ۲). ضریب رگرسیون نیز در گروه ۳ سال، ۰.۴۷ و در گروه شرکت های ۴ ساله ۰.۸۸ است. (جدول ۴)

۱۴۴ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

در گروه شرکت‌های ۵ ساله مدل معنی‌دار و پیوند خطی وجود دارد و همبستگی میان متغیر وابسته ارزش شرکت و متغیر مستقل ارزش برآوردی شرکت از طریق آزمون اسپیرمن، مستقیم و زیاد است (۰.۵۸). در این گروه در حالت با عرض از مبدا ضریب تعیین ۰.۲۶ (جدول ۱) و در حالت بدون عرض از مبدا این ضریب بیشتر و در حدود ۰.۴۲ می‌باشد (جدول ۲). ضریب رگرسیون در حالت با عرض از مبدا ۴.۳۴ (جدول ۳) و در حالت بدون عرض از مبدا بیشتر از حالت قبل و برابر ۵.۲۷۹ می‌باشد (جدول ۴)، که در هر دو حالت میزان بسیار زیادی است، و نشان دهنده ی دید بسیار خوشبینانه بازار نسبت به ارزش واقعی وجوه نقد آتی می‌باشد. طبق نتایج این مدل در ۳ گروه، برابری ارزش شرکت EV با ارزش برآوردی شرکت EEV رد می‌شود. بیشترین میزان نزدیکی این دو متغیر در حالت بدون عرض از مبدا گروه شرکت‌های دارای ۴ سال اطلاعات است که برابر ۰.۸۸ است (جدول ۴)، به عبارت دیگر ارزش شرکت برابر ۸۸٪ ارزش برآوردی شرکت با استفاده از ارزش وجوه نقد آتی واقعی است.

جدول ۱- ضریب تعیین فرضیه اول (مدل با عرض از مبدا)

مدل‌ها با عرض از مبدا			
مدل	تعداد سال‌ها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل اول	۳	۰.۰۱	تقریباً صفر
	۴	۰.۰۱	تقریباً صفر
	۵	۰.۲۶	۰.۲۴

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

ارزش گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . . . ۱۴۵.....

جدول ۲- ضریب تعیین فرضیه اول(مدل بدون عرض از مبدا)

مدل‌ها بدون عرض از مبدا			
مدل	تعداد سال ها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل اول	۳	۰.۰۷۶	۰.۰۵۷
	۴	۰.۱	۰.۰۸۶
	۵	۰.۴۲	۰.۴

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- ضرایب رگرسیون فرضیه اول(با عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون EV به‌عنوان تابع ای از EEV با عرض از مبدا			
تعداد مشاهدات	ضریب	عرض از مبدا	تعداد سال ها
۴۸	۰.۱۹۶	**۱۵۶۱۹۵۷	۳
۴۹	۰.۳۶۱	**۱۷۴۱۳۲۴	۴
۳۹	**۴.۳۴	۹۰۴۰۴۶.۳	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴ - ضرایب رگرسیون فرضیه اول(بدون عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون EV به‌عنوان تابع ای از EEV بدون عرض از مبدا		
تعداد مشاهدات	ضریب	تعداد سال ها
۴۸	*۰.۴۶۹	۳
۴۹	**۰.۸۷۹	۴
۳۹	**۵.۲۷۹	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱۴۶ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

در بررسی مدل دوم جهت فرضیه اول، این نتیجه به دست آمد که این مدل در تمام گروه‌ها، چه در حالت با عرض از مبدا و چه بدون عرض از مبدا معنی‌دار است و پیوند خطی وجود دارد. ضریب همبستگی میان متغیر وابسته لگاریتم ارزش شرکت و متغیر مستقل لگاریتم ارزش برآوردی شرکت در این مدل نیز مثبت و زیاد است (جدول ۷) ضریب تعیین در این مدل در حالت با عرض از مبدا به ترتیب در گروه ۴، ۳ و ۵ ساله برابر ۰.۳۲، ۰.۲۹ و ۰.۳۸ می‌باشد (جدول ۵). در حالت بدون عرض از مبدا این مدل ضریب تعیین بسیار بالا و تقریباً برابر ۱ می‌باشد (جدول ۶)، و این به این معنی است که تقریباً تمامی تغییرات مربوط به ارزش شرکت به تغییرات ارزش برآوردی شرکت بستگی دارد.

جدول ۵- ضریب تعیین فرضیه اول (مدل با عرض از مبدا)

مدل‌ها با عرض از مبدا			
مدل	تعداد سال‌ها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل دوم	۳	۰.۳۲	۰.۳۱
	۴	۰.۲۸۸	۰.۲۷۳
	۵	۰.۳۸	۰.۳۶

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶- ضریب تعیین فرضیه اول (مدل بدون عرض از مبدا)

مدل‌ها بدون عرض از مبدا			
مدل	تعداد سال‌ها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل دوم	۳	۰.۹۸	۰.۹۸
	۴	۰.۹۸۷	۰.۹۸۶
	۵	۰.۹۸۹	۰.۹۸۸

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۴۷

جدول ۷- ضریب همبستگی

ضریب همبستگی پیرسون			
	LnEEV- 3	LnEEV- 4	LnEEV- 5
LnEV	۰.۵۷	۰.۵۴	۰.۶۲

*منبع: یافته های پژوهشگر

ضرایب رگرسیون، در حالت با عرض از مبدا در گروه شرکت های ۴، ۳ و ۵ ساله به ترتیب برابر ۰.۵۲، ۰.۵۴ و ۰.۸۳ می باشد (جدول ۸). تمامی این ضرایب میزانی کمتر از ۱ دارند و بنابراین نشان دهنده ی این است که بازار ارزش وجوه نقد واقعی آتی را کمتر از میزان واقعی آن برآورد کرده است. میانگین این ۳ عدد ۰.۶۳ می باشد که نشان دهنده ی این است که ارزش بازار حداکثر برابر ۶۳٪ ارزش برآوردی شرکت از طریق وجوه نقد واقعی آتی است.

در حالت بدون عرض از مبدا این مدل میزان این ضرایب در هر سه گروه تقریباً ۱ و یا اندکی بیشتر از آن است (جدول ۹) و همانطور که در بالا گفته شد ضریب تعیین در این حالت نیز بسیار بالا و تقریباً ۱ است. ضریب رگرسیون ۱ بیانگر این موضوع است که ارزش شرکت EV برابر ارزش برآوردی شرکت از طریق ارزش فعلی وجوه نقد آتی واقعی آن EEV است؛ و یا به عبارت دیگر بازار جریان های نقدی واقعی آتی را به درستی ارزش گذاری کرده است. و در این حالت بیانیه کتاب های مالی در خصوصی برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی تأیید می شود.

۱۴۸ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

جدول ۸- ضرایب رگرسیون فرضیه اول (با عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون LnEV به‌عنوان تابع ای از LnEEV با عرض از مبدا			
تعداد مشاهدات	ضریب	عرض از مبدا	تعداد سال ها
۴۸	**۰.۵۲	**۶.۸	۳
۴۹	**۰.۵۳۶	**۶.۷۴	۴
۳۹	**۰.۸۲۶	*۳.۵	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

**منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۹- ضرایب رگرسیون فرضیه اول (بدون عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون LnEV به‌عنوان تابع ای از LnEEV بدون عرض از مبدا		
تعداد مشاهدات	ضریب	تعداد سال ها
۴۸	**۱.۰۶	۳
۴۹	**۱.۰۷	۴
۳۹	**۱.۱۱۸	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

**منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

در بررسی فرضیه دوم لگاریتم طبیعی ارزش برآوردی شرکت (LnEEV) و اندازه شرکت (LnAseets) به‌عنوان متغیر مستقل و لگاریتم طبیعی ارزش شرکت (LnEV) به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. در بررسی همبستگی این مدل از طریق آزمون پیرسون مشخص شد که همبستگی بین متغیر وابسته لگاریتم ارزش شرکت (LnEV) و متغیر مستقل اندازه شرکت (LnAseets) مستقیم و بسیار زیاد

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۴۹

است (جدول ۱۰). ضریب تعیین نیز در این مدل در حالت با عرض از مبدا بالا (جدول ۱۱) و در حالت بدون عرض از مبدا تقریباً ۱ است (جدول ۱۲). همچنین در هر دو حالت با عرض از مبدا و بدون عرض از مبدا مدل معنا دار و پیوند خطی برقرار است.

جدول ۱۰- ضریب همبستگی

ضریب همبستگی پیرسون			
	Lnassets-3	Lnassets-4	Lnassets-5
LnEV	۰.۹	۰.۸۶	۰.۸۷۵

*منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۱۱- ضریب تعیین فرضیه دوم (مدل با عرض از مبدا)

مدل ها با عرض از مبدا			
مدل ها	تعداد سال	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل سوم	۳	۰.۸۲	۰.۸
	۴	۰.۷۴	۰.۷۳
	۵	۰.۷۷	۰.۷۵

*منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۱۲- ضریب تعیین فرضیه دوم (مدل بدون عرض از مبدا)

مدل ها بدون عرض از مبدا			
مدل ها	تعداد سال ها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
مدل سوم	۳	۰.۹۹۷	۰.۹۹۷
	۴	۰.۹۹۶	۰.۹۹۶
	۵	۰.۹۹۶	۰.۹۹۶

*منبع: یافته های پژوهشگر

در خصوص ضرایب رگرسیون نیز در هر دو حالت ضریب ارزش برآوردی شرکت بسیار اندک است و در سطح اطمینان ۹۰٪ و ۹۵٪ معنا دار نمی باشد. اما ضرایب لگاریتم

۱۵۰ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

دارایی‌ها در هر دو حالت برای کلیه گروه‌های ۴، ۳ و ۵ ساله تقریباً برابر ۱ است که نشان‌دهنده تأثیر کامل اندازه شرکت بر ارزش شرکت می‌باشد. (جدول ۱۳ و ۱۴). بنابراین می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که بازار تقریباً شرکت‌ها را بر اساس اندازه شرکت‌ها ارزش‌گذاری می‌کند و ارزش فعلی وجوه نقد آتی واقعی آن تأثیری بر ارزش شرکت‌ها ندارد. نهایتاً اینکه بازار به شرکت‌های بزرگتر ارزش بیشتری اختصاص می‌دهد. همچنین این نتیجه بیانیه معروف کتاب‌های مالی در خصوص برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی را تأیید نمی‌کند.

جدول ۱۳- ضرایب رگرسیون فرضیه دوم (با عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون LnEV به‌عنوان متغیر وابسته با عرض از مبدا				
تعداد مشاهدات	ضریب LnAssets	ضریب Ln EEV	عرض از مبدا	تعداد سال
۴۸	**۱.۰۹	۰.۰۲۸	-۱.۳۱۲	۳
۴۹	**۱.۱۶	۰.۰۰۲	-۱.۶۳۲	۴
۳۹	**۱.۱۷	۰.۷۵	-۲.۵۹۵*	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۱۴- ضرایب رگرسیون فرضیه دوم (بدون عرض از مبدا)

نتایج رگرسیون LnEV به‌عنوان متغیر وابسته بدون عرض از مبدا			
تعداد مشاهدات	ضریب LnAssets	ضریب Ln EEV	تعداد سال
۴۸	**۱.۰۰	۰.۰۱۸	۳
۴۹	**۱.۰۴۵	۰.۱۱-	۴
۳۹	**۱.۰۳	۰.۰۰۶	۵

* نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۰٪

** نشان دهنده با معنی بودن در سطح اطمینان ۹۵٪

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱۰- نتیجه گیری

پس از بررسی به عمل آمده با توجه به نتایج پژوهش مشخص شد که در صورت فرض ثابت بودن کلیه عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت به غیر از وجوه نقد آتی واقعی، این عامل می توان ارزش شرکت را تقریباً به طور کامل توجیه کند. که این با بیانیه کتاب های مالی در خصوص برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی همخوانی دارد. ولی در ادامه با توجه به ثابت نبودن سایر عوامل در واقعیت، با اضافه کردن یک متغیر مستقل دیگر، که اندازه شرکت می باشد، نشان داده شد که ارزش شرکت کاملاً تحت تأثیر اندازه آن است و تأثیر جریان های نقدی آتی تقریباً صفر است، که این نتیجه بیانیه کتاب های مالی در خصوص ارزش شرکت را تأیید نمی کند. در پژوهش مشابه انجام شده توسط پلات و دمیرکن این نتیجه متفاوت است. در بررسی انجام شده توسط این افراد این نتیجه حاصل شد که ۱٪ تغییر در وجوه نقد واقعی باعث ایجاد تنها ۱۴٪ تغییر در ارزش شرکت می شود، که این نتیجه بیانیه کتاب های مالی را تأیید نمی کند، که این نتیجه با نتیجه به دست آمده در این پژوهش متفاوت است. در ادامه با اضافه شدن متغیر اندازه شرکت نتیجه به دست آمده نشان داد که ۱٪ تغییر در اندازه شرکت تأثیری به میزان ۸۲٪ در ارزش شرکت دارد، که در این قسمت نیز بیانیه کتاب های مالی مورد تأیید قرار نگرفت، که این قسمت با نتیجه کسب شده توسط این پژوهش مشابهت دارد.

پس از بررسی به عمل آمده با توجه به نتایج پژوهش که نشان داد ارزش شرکت با اضافه شدن عامل دیگر تأثیرگذار بر ارزش شرکت علاوه بر ارزش فعلی وجوه نقد آتی آن، از جمله اندازه شرکت، به شدت تحت تأثیر اندازه شرکت است و ارزش فعلی وجوه نقد آتی آن، تأثیری در حد صفر بر ارزش شرکت ها دارد و عدم تأیید بیانیه کتاب های مالی در خصوص ارزش شرکت ها در این پژوهش. به نظر می رسد برابری ارزش شرکت ها با ارزش فعلی وجوه نقد آتی آن، با توجه به مشکلات پیش بینی این

۱۵۲ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

وجوه، امری دور از ذهن باشد و نیاز به بازنگری در این خصوص احساس می‌شود. اگرچه در این پژوهش برای رفع مشکل پیش‌بینی از وجوه نقد واقعی استفاده شد ولی همچنان این بیانیه در فرضیه دوم با اضافه شدن متغیر مستقل اندازه شرکت، مورد تأیید قرار نگرفت. بنابراین پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران جهت ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که تصمیم به سرمایه‌گذاری در آن را دارند به پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی اکتفا نکنند و عوامل دیگر تأثیرگذار بر ارزش شرکت‌ها به‌ویژه اندازه شرکت‌ها را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند، و از آن به‌عنوان ملاک جهت تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند.

موضوعات زیر برای انجام تحقیقات بعدی به محققین پیشنهاد می‌گردد:

۱. مطالعه این موضوع در صنایع مختلف، جهت بررسی عامل صنعت
۲. اجرای این موضوع یعنی بررسی برابری ارزش شرکت با ارزش فعلی وجوه نقد آتی با استفاده از جریان‌های نقدی دیگر، مانند جریان نقد آزاد یا جریان وجوه نقد

مالکین

۳. مطالعه این موضوع در شرکت‌های پذیرفته شده، از ابتدای ورود در بورس
۴. سنجش ارزش شرکت‌ها در دوره‌های زمانی بلند مدت تر از این پژوهش
۵. مطالعه تأثیر تسهیلات مالی (کوتاه مدت و بلند مدت) بر ارزش شرکت
۶. سنجش تأثیر سپر مالیاتی بر ارزش شرکت
۷. مطالعه تفاوت اندازه‌گیری جریان نقدی با استفاده از جریان نقدی سرمایه و

سایر روش‌های اندازه‌گیری جریان نقد

۸. مطالعه پیرامون تأثیر عوامل غیر کمی (کیفی) بر ارزش شرکت

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . . . ۱۵۳

منابع

اسلامی بیدگلی، غلامرضا، سعید باجلان و وحید محمودی، (۱۳۸۷)، "ارزیابی عملکرد مدل های ارزش گذاری در بورس اوراق بهادار"، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، ص ۴۰-۲۱.

سعیدی، علی و احسان قادری، (۱۳۸۶)، "بررسی مربوط بودن سود حسابداری"، ارزش دفتری و گردش وجوه نقد عملیاتی و سرمایه گذاری در مدل های ارزشیابی مبتنی بر قیمت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۵۰، ص ۴۷-۶۴.

صامتی، مجید و مهناز مرادیان تهرانی، (۱۳۸۶)، "بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص Q توپین در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی ۱۳-۱۳۷۳"، بررسی های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۳، ص ۶۰-۴۵.

طالب نیا، قدرت اله، (۱۳۷۴)، "مشکلات روش های قیمت گذاری سهام شرکت های مشمول خصوصی سازی"، رساله ی دکتری از دانشگاه تهران، ص ۴۳.

قالیباف اصل، حسن، محمد رضا رستمی و حجت اله انصاری، (۱۳۸۶)، "نقد روش های متداول ارزش گذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب"، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۴، ص ۸۰-۵۷.

جهانخانی، علی و ویدا مجتهدزاده، (۱۳۸۲)، "ارزش گذاری شرکت ها"، چاپ اول، مجموعه مقالات بازار سرمایه، انتشارات پیشبرد، ص ۱۷-۲۱.

مجتهدزاده، ویدا، (۷۵-۱۳۷۴)، "ارزش گذاری شرکت ها"، تحقیقات مالی فصلنامه علمی- پژوهشی دانشگاه تهران، سال سوم شماره ۹ و ۱۰ زمستان ۷۴ و بهار ۷۵، ص ۴۱-۶۸.

محمودآبادی، حمید و انور بایزیدی، (۱۳۸۷)، "مقایسه ی قدرت توضیحی مدل های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت ها"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، ص ۱۱۶-۱۰۱.

۱۵۴ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱

هواس بیگی، رضا، (۱۳۷۶)، "مقایسه تئوری های ارزش گذاری سهام با روند واقعی تغییرات قیمت آن در بورس اوراق بهادار" پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ص ۹۴.

Ballas, A. A. ; and Hevas, D. ,(2005), "Differences in The Valuation of Earning and Book Value: Regulation Effect or Industry Effect?", The International Journal of Accounting, Vol. 40, No. 4, PP. 363-389.

Brief, R. P. ,(2007), "Accounting Valuation Models; A Short Primer. " Accounting Policies & Procedures, Vol. 43. PP. 25-43.

Collinse, D. W. ; Maydew, E. L. and Weiss, I. ,(1997),"Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years", Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 1, PP. 39- 67.

Damodaran,Aswath,(2006),"Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence," Stern School of Business Working Paper, November, P. 10.

Dastgir M. , Khodadadi V. , Ghayed M. ,(2010) ," Cash Flows Valuation Using Capital Cash Flow Method Comparing it with Free Cash Flow Method and Adjusted Present Value Method in Companies Listed on Tehran Stock Exchange", Business Intelligence Journal - July, 2010 Vol. 3 No. 2, P. 45-58.

Diana Marieta , Cîndea,(2009)," Methods Designed to Determine the Value of the Firm and Their Deficiencies" ,Annals of the University of Oradea: Economic Science, Vol: 3 Issue: 1 ,PP. 131-136.

Dontoh, A. , Radhakrishnan, S. , and Ronen, J. ,(2007), "Is Stock Price a Good Measure for Assessing Value-Relevance of Earnings? An Empirical Test", Review of Managerial Science, Vol 1 No. 1, PP. 3-45.

Fernandez,Pablo,(2007),"Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", IESE Working Paper No. 449.

Francis, J. , Olsson, P. , and Oswald, D,(2000), "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates", Journal of Accounting Research, Vol. 38 ,No 1,PP. 45-70.

Frankel, R. , and C, Lee. ,(1998), "Accounting Valuation, Market Expectation and the book to Market Effect", Journal of Accounting and Economic(June): PP. 283-319.

Kapaln, S. , and R, Ruback,(1995)," The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis" Journal of Finance(September): PP. 1059-1093.

Ohlson J. A. ,(1995), "Earning, Book Value, and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No. 2: PP. 661-787.

ارزش گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . . . ۱۵۵.....

Penman, S. H. ,(2005), "Discussion of On Accounting Based Valuation Formulae" and "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value". *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, PP. 367-378.

Platt, H. and Demirkan, S. ,(2008)," Perilous Forecasts: Implications of Reliance on Terminal Value", Working Paper, Northeastern University.

Platt, H. , Demirkan, S. , and Platt, M. ,(2009)," Free Cash Flow, Enterprise value, and Investor Caution". Boston, MA: North eastern University Working Paper <http://ssrn.com/abstract=1397708>.

Roger. C. Graham, King. R. ,(2000),"Accounting Practices and The Market Valuation of Accounting Numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan and Thailand", *The International Journal of Accounting*, Vol. 35 No. 4,PP. 445-470.

Sougiannis, T. , and Yaekura, T. ,(2001), "The Accuracy and Bias of Equity Values Inferred from Analysts Earnings Forecasts", *The Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol 16, No. 4: PP. 331–362.