

فصلنامه علمی پژوهشی
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
سال نهم، شماره سی و یکم
پائیز ۱۳۹۵

بررسی عوامل مؤثر بر انحراف قیمت بازار سهام از ارزش فعلی جریان نقدی آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید یوسف احدی سرکانی^۱

الناز عمرانی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۵/۲/۵

چکیده

امروزه ارزشیابی سهام به عنوان یکی از مهمترین موضوعات در عرصه پژوهش های مالی به شمار می رود، چرا که سرمایه گذران با سرمایه گذاری در سهام سایر شرکتها با فرض انتخاب پورتنفوی بهینه، همواره در پی کسب حداکثر بازدهی با ریسک معین و یا حداقل ریسک با بازدهی معین هستند و با توجه به مبادله روزانه تعداد بسیاری از سهام، به پیش بینی قیمت سهام با توجه به ارزش آتی شرکتها می پردازند. پژوهشگران مالی، روشهای مختلفی را برای پیش بینی ارزش شرکت ارائه و آنها را با هم مقایسه نموده اند. پژوهش حاضر با استخراج قیمت بازار سهام ۸۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با ارزش پیش بینی شده شرکت، بر اساس مدل تنزیل جریان نقد و جوه نقد آتی طی یک دوره زمانی ۱۰ ساله (۱۳۹۰-۱۳۸۱) و محاسبه تفاوت بین آنها به بررسی تأثیر عواملی همچون اهرم مالی، تورم، میزان دارایی های ثابت و دارایی های نامشهود، بر ایجاد این تفاوت پرداخته است. یافته های حاصل از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره نشان می دهند که از بین مجموعه عوامل مورد بررسی، تورم و حجم دارایی های ثابت با میزان انحراف ارزش پیش بینی شده از قیمت بازار سهام، از رابطه منفی و معناداری برخوردار است. اهرم مالی و حجم دارایی های نامشهود با تفاوت ارزش پیش بینی شده از قیمت بازار سهام فاقد هرگونه رابطه معناداری بوده است.

واژه های کلیدی: قیمت بازار سهام، ارزش فعلی جریان نقد آتی، جریان نقد آزاد، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه (مسئول مکاتبات) Ahadiserkani@gmail.com

۲- کارشناس ارشد رشته مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه Elnaz.omrani@yahoo.com

۱- مقدمه

به حداقل رساندن دو مقدار پیش بینی شده و واقعی است، لذا در پژوهش حاضر تلاش شده با شناسایی و تعیین عوامل مؤثر بر ایجاد چنین تفاوتی، گامی مثبت در جهت کنترل عوامل شناسایی شده و کاهش تفاوت بین قیمت واقعی بازار سهام و ارزش مورد انتظار یا پیش بینی شده برداشت.

هر چند که مدلها و روشهای متفاوتی برای تخمین ارزش واقعی شرکتها و تعیین ارزش سهام آنها وجود دارد و تحلیل‌های مقایسه‌ای بسیاری نیز در زمینه مقایسه آنها با یکدیگر صورت گرفته است، لیکن پژوهش حاضر مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌ات نقدی آتی را بر اساس تعریف ارزش ذاتی بکار گرفته و عوامل مؤثر بر انحراف ارزش به دست آمده با استفاده از این روش با قیمت واقعی بازار سهام را مورد تجزیه و تحلیل دهد تا ضمن شناسایی این عوامل و اولویت بندی آنها ضرورت کنترل این عوامل را پیشنهاد دهد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

پژوهشگران در طی سالهای متمادی مدل‌های گوناگونی را برای ارزیابی شرکتها و سهام آنها بسط داده‌اند که شامل مجموعه‌ای از مدل‌های بسیار ساده و بسیار پیچیده و پیشرفته می‌باشند. برخی از این مدلها عبارتند از مدل گوردون، سود تقسیمی و تنزیل جریان‌ات نقد آزاد که در بسیاری از مطالعات مورد استفاده و مقایسه قرار گرفته‌اند.

پابلو فرناندز (۲۰۱۵)، در مقاله‌ای تحت عنوان ارزشیابی شرکتها با استفاده از جریان‌ات نقدی تنزیل شده ده مدل همراه با نه تئوری در مورد روش اخیر ارائه نموده است. هر یک از روشهای مورد نظر فرناندز مبتنی بر تئوری خاص خود بوده و از

اکثر اقتصاددانان بدون توجه به مکتب و دیدگاه فکری خود، بر تمرکز و تشکیل منابع مالی به عنوان مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید نموده‌اند. هدف از تمرکز منابع مالی، سرمایه‌گذاری در جهت کسب عایدات بیشتر و دستیابی سهامداران به ثروت بیشتر می‌باشد. از این جهت بازار سرمایه، نهادی برای تأمین مالی وجوه بلند مدت توسط بنگاه‌های اقتصادی و کانونی مطمئن و رسمی برای گردآوری نقدینگی و پس‌اندازهای خرد و کلان به شمار می‌رود. (شبان، ۱۳۹۱) سرمایه‌گذاران همواره به دنبال کسب بیشترین بازده با ریسک معین و یا حداقل ریسک با بازده معین می‌باشند، لذا تغییرات ناگهانی و دور از انتظار قیمت‌های سهام و نوسانات ناگهانی ارزش شرکتها برای سرمایه‌گذاران، نگرانی‌هایی به همراه دارد. بنابراین به منظور کاهش ریسک، سرمایه‌گذاران و نیز مدیران شرکت، به اطلاعاتی پیرامون آینده شرکت و عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت نیاز دارند. مدل‌های سهام، ابزار مناسبی برای درک و فهم محیط کسب و کار، و همچنین پیش‌بینی شرایط آتی به شمار می‌رود. از سوی دیگر انتخاب روش ارزشیابی مناسب برای پاسخگویی به نیاز سرمایه‌گذاران در تعیین بهای مورد مبادله از جمله مواردی است که تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در دهه اخیر توجه زیادی بر آن معطوف داشته و در جهت یافتن روشی مناسب که بتواند در افق زمانی محدود، ویژگی‌های ریسک و هزینه را پوشش دهد، مطالعات بسیاری نموده‌اند. (تاری وردی و داغانی، ۱۳۸۹)

از آنجا که انتظار سهامداران از روند آتی قیمت سهام شرکتها در انطباق با مقادیر پیش‌بینی شده

بین آنها، شرایط آتی را که می‌تواند شکاف بین این دو عامل را متاثر نماید، پیش بینی نمائیم. و این بدان معنی است که تفاوت این دو عامل با تغییر برخی عوامل خاص تغییر می‌یابند که موضوع اصلی مطالعه حاضر را تشکیل می‌دهد.

مطالعات پیشین انجام شده در این زمینه بطور عموم به ارزیابی مقایسه ای روشهای گوناگون پیش بینی کننده قیمت سهام و یا ارزش شرکت پرداخته اند. ارزیابی توان پیش بینی کنندگی جریان نقد آزاد در تعیین ارزش سهام، موضوع اصلی بسیاری از این پژوهشها را تشکیل داده است. در حالیکه ارزیابی تفاوت ارزش بازار با ارزش قابل پیش بینی آنها بر اساس جریان نقدی آتی ریشه در ادبیات اولیه مالی و به ویژه در دارائیها (شامل دارائیهای مالی) دارد، با این وجود پژوهشی که علل وجود تفاوت بین قیمت بازار سهام و ارزش فعلی جریان نقدی آتی را مورد تحلیل و تفسیر قرار داده باشند، مشاهده نشد.

چنانچه عامل B نتواند پیش بینی کننده خوبی برای عامل A باشد، احتمالاً تفاوت دو عامل A و B تحت تاثیر تغییرات برخی عوامل تغییر خواهد نمود. عدم رد فرضیه های مربوط به تاثیر تغییرات چنین عواملی بر تفاوت دو عامل A و B، به نحوی غیر مستقیم دلالت بر توان ضعیف پیش بینی کنندگی عامل A توسط عامل B خواهد داشت. بدیهی است عکس این استدلال یعنی رد فرضیه های مربوط به تاثیر تغییرات چنین عواملی بر تفاوت دو عامل A و B منجر به حصول نتیجه ای متقابل خواهد شد. لذا رد یا عدم رد فرضیه های پژوهش حاضر مبنی بر تاثیر عواملی همچون اهرم مالی، تورم، حجم دارائی‌های ثابت و میزان دارائی‌های نامشهود در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از

مفروضات و منطق معینی متابعت می‌نمایند. در پژوهش حاضر از روش تنزیل جریان نقد آزاد، برای ارزش گذاری شرکت‌ها استفاده شده است. بر اساس مدل جریان نقد آزاد^۲ وجوه نقد باقیمانده پس از پرداخت هزینه های عملیاتی مانند حقوق و دستمزد و همچنین وجوه نقد مازاد در سرمایه در گردش، می‌تواند برای پرداخت به سرمایه گذاران در شرکت بکارگرفته شوند. به این منابع وجوه باقیمانده یا جریان نقد آزاد شرکت^۳ نیز گفته می‌شود، چرا که این وجوه برای پرداخت به سرمایه گذاران، آزاد و در دسترس می‌باشند. بر این اساس ارزش شرکت، ارزش فعلی جریان های نقد آزاد مورد انتظار شرکت است که با نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه^۴ تنزیل می‌شود. (آسیما، ۱۳۹۳)

مبانی نظری و بنیان های تئوریک حاکم بر این پژوهش از تعریف اولیه ارزش شرکت و روابط تبعی آن با قیمت بازار سهام پیروی می‌نماید. زیرا ارزش سهام شرکت تابعی است از جریان نقدی آزاد مورد انتظار سهام به صورت پیش بینی شده، نرخ رشد ثابت و نرخ بازده مورد توقع سهامداران. (داموداران، ص ۵۲۱)

در واقع به دلیل روابط تبعی بین دو شاخص مطرح شده در عنوان پژوهش یعنی قیمت بازار سهام و ارزش فعلی جریان نقدی آزاد، تلاش نموده ایم تا تاثیر احتمالی برخی عوامل را بر میزان مربوط بودن " ارزش فعلی جریان نقدی آزاد" در پیش بینی قیمت های بازار ارزیابی نمائیم. به دیگر بیان هر دو عامل قیمت بازار سهام و ارزش فعلی جریان نقدی آزاد، تحت تاثیر عوامل بی شماری قرار دارند، لیکن در این پژوهش کلیه این عوامل را بکار نگرفته ایم بلکه با توجه به مفهوم محتوایی هر یک از آنها انتظار داریم به کمک تغییرات عوامل مؤثر بر تفاوت

کشور آسیایی (اندونزی، کره- جنوبی، مالزی، فیلیپین، تایوان و تایلند) بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که قیمت سهام با ارزش دفتری و سودهای باقیمانده از رابطه ی مثبت و معنی دار برخوردارند.

علی آتیلا پرک و سدا پرک^۱ (۲۰۱۲) در بررسی های خود به منظور ارزیابی شرکت ها، مدل های سود باقی مانده را در مقابل تنزیل جریانات نقدی برای ۹ شرکت ترکیه ای به کار گرفته و نتایج حاصل را مورد مقایسه قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مدل سود باقی مانده در مقایسه با مدل تنزیل جریانات نقدی، ارزش گذاری کمتر در شرکت ها را به دنبال داشته است.

تهرانی در پایان نامه دکتری خود در سال ۱۳۷۴ عوامل موثر بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران نظیر سود هر سهم، سود تقسیمی و نرخ رشد را مورد بررسی قرار داده است و از میان آنها سود هر سهم و سود تقسیمی را به عنوان موثرترین عوامل مؤثر بر قیمت سهام شناسایی نموده است.

مجتهد زاده و جهانخانی^۲ (۱۳۸۲)، نیز در مطالعات خود به معرفی مدل های محرک ارزش، جریانات نقد آزاد و ارزش افزوده اقتصادی پرداخته اند. آنان عنوان نموده اند که مدل تنزیل جریانات نقد آتی، ارزش واقعی شرکتها را منعکس می نماید. اما این مدل، مقیاس معناداری برای ارزیابی پیشرفت و عملکرد شرکت بدست نمی دهد.

تاری وردی و داغانی^۳ (۱۳۸۸)، طی مقاله ای به بررسی روشهای سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه ی شرکتها و مقایسه با میانگین ارزش شرکتها در اولین عرضه در بورس اوراق بهادار پرداخته اند. نتایج پژوهش آنان بازگوکننده این است که بین میانگین ارزش منصفانه

مدل تنزیل جریانات نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکتها قادر است، در زمینه توان پیش بینی مدل تنزیل جریانات نقدی مورد استناد قرار گرفته و با نتایج سایر پژوهش های انجام شده در این زمینه مورد مقایسه قرار گیرد. این عوامل چهارگانه با اتکاء به مبانی نظری، مورد استناد بسیاری از پژوهش های گذشته انتخاب شده اند. به عنوان مثال کوبن رایان (۲۰۰۸) وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و ارزش شرکت را تأیید نموده است. مطالعات جمالی و همکاران (۱۳۹۲)، نیز چنین ارتباطی را مورد تأیید قرار داده اند. استوان.ا. شارپ^۴ (۱۹۹۹)، در پژوهش خود بین تورم مورد انتظار و ارزش شرکت رابطه ای منفی را مشاهده نموده است. وی بیان نموده است که این نتیجه برابندی از اثر کاهنده رشد عایدات واقعی مورد انتظار و تاثیر فزاینده بازده واقعی مورد انتظار می باشد. و مشاهدات موریس لاکریج و همکاران (۲۰۱۱)، حاکی از ارتباطی معنی دار و قوی بین ارزش دفتری دارائی های ثابت و بازده سهام بوده است.

برخی تحقیقات تجربی از جمله مطالعات آبودی و لو^۵ (۱۹۹۸)، پژوهش های بارث و کلینچ (۱۹۹۸) و همچنین بررسی های الی و وایمیر^۶ (۱۹۹۹) نیز نقش دارائی های نامشهود در ایجاد ارزش برای شرکت را مورد تأیید قرار داده اند.

بارث و همکاران^۵ (۱۹۹۹) به بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی، جریانات نقدی حاصل از عملیات و ارزش شرکت پرداخته اند. مدل استفاده شده در این بر اساس مدل اولسون^۶ (۱۹۹۹) شکل گرفته است. نتایج آنها نشان داد که ضریب اقلام تعهدی و جریانات نقد عملیاتی به ترتیب منفی و مثبت هستند. گراهام و کینگ^۷ (۲۰۰۰) رابطه بین ارزش دفتری، سود حسابداری و قیمت سهام را در شش

یافتند که بین جریان نقدی آزاد در شرکتها و ارزش شرکت رابطه‌ی خطی نسبتاً قوی وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از حیث هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل های اقتصاد سنجی انجام شده است. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. نمونه انتخابی تحقیق نیز شامل شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱) در طی دوره‌ی ۱۰ ساله (سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰) عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.

۲) دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند.

۳) داده‌های مورد نظر، قابل دسترس باشد.

۴) در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.

۵) جزء بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آنها متفاوت است.

با توجه به محدودیت‌های فوق داده‌ها و اطلاعات مربوط به ۸۰ شرکت برای دوره ۱۰ ساله از صورت‌های مالی و گزارش حسابرس مستقل و بازرس قانونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از نرم افزار تدبیر پرداز، ره آورد نوین، بانک اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و آرشیو تصویری و آماری بورس

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.

باقی و همکاران (۱۳۹۳)، به مقایسه سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان‌ات نقدی به منظور ارزیابی سهام پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که بین قیمت‌های واقعی سهام و ارزش‌های برآوردی با استفاده از مدل تنزیل جریان‌ات نقدی نسبت به سایر مدل‌ها تفاوت قابل ملاحظه‌ای وجود دارد.

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۷)، توان سه مدل نسبت قیمت به عایدات، مدل عایدات پسماند و تنزیل جریان‌ات نقدی را در پیش بینی قیمت سهام (ارزش بازار شرکت) مورد ارزیابی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که مدل تنزیل جریان‌ات نقدی از کمترین میزان دقت در تخمین قیمت بازار برخوردار بوده است.

رضایی و مولودی (۱۳۸۹)، رابطه چهار عامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، جریان‌ات نقدی آزاد و سود باقیمانده را با ارزش ایجاد شده برای سهامداران مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌ات نقدی آزاد مهمترین مدل‌های پیش‌کننده ارزش ایجاد شده برای سهامداران بشمار می‌روند.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۴)، در مطالعات خود تحت عنوان ارزیابی رابطه‌ی بین جریان نقدی آزاد، ارزش واقعی شرکت و محافظه‌کاری سرمایه‌گذار در شرکت‌های بورسی ایران به این نتیجه دست

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

- متغیرهای مستقل: این متغیرها شامل اهرم مالی، تورم، نسبت داراییهای ثابت به کل داراییها و نسبت داراییهای نامشهود می باشند که نحوه اندازه‌گیری آنها در ادامه ارائه شده است.

اهرم مالی (LEV)

اهرم مالی میزان تغییر در درآمد عملیاتی و اثر آن روی EBT را مشخص می نماید.

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{هزینه های ثابت} - \text{هزینه متغیر} - \text{درآمد}}{\text{هزینه بهره} - \text{هزینه ثابت} - \text{هزینه متغیر} - \text{درآمد}} \quad (2)$$

$$= \frac{\Delta EBIT}{\Delta EBT}$$

تورم (INF)

اصطلاح تورم، برای نخستین بار در قرن نوزدهم در مسائل پولی به مفهوم انتشار بیش از حد اسکناس به منظور تأمین هزینه های جنگ در کشورهای اروپا متداول شد. در حال حاضر تورم به مفهوم افزایش مداوم سطح عمومی قیمت هاست. (هامپتون، ۱۳۸۳) نرخ تورم از پایگاه داده های بانک مرکزی استخراج گردیده است.

نسبت داراییهای ثابت^۹ به کل داراییها (FA/TA)^{۱۰}

معرف بخشی از منابع شرکت است که صرف تحصیل داراییهای مولد شده است.

نسبت داراییهای نامشهود^{۱۱} به کل داراییها (IA/TA)

واحد تجاری منابعی را صرف تحصیل، توسعه، نگهداری و بهبود داراییهای نامشهود از قبیل دانش

استخراج و با استفاده از نرم افزار اکسل در قالب پرونده های اطلاعاتی گردآوری گردید. برای تجزیه تحلیل نهایی اطلاعات نیز، از نرم افزارهای آماری SPSS و Eviews استفاده گردید.

روش همبستگی و تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی همراه با روشهای اعتبارسنجی مدل های رگرسیون به منظور آزمون فرضیه های پژوهش در قالب الگوی زیر بکار گرفته شدند:

(۱)

$$DRPV_{i,t} = \alpha + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(INF)_{i,t} + \beta_3(size)_{i,t} + \beta_4\left(\frac{FA}{TA}\right)_{i,t} + \beta_5\left(\frac{IA}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6(CR)_{i,t}$$

۴- فرضیه های پژوهش

(۱) اهرم مالی در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

(۲) تورم در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

(۳) حجم داراییهای ثابت در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

(۴) میزان دارایی نامشهود در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی از قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

$$DRPV_{i,t} = pz_{i,t} - pvz_{i,t} \quad (۶)$$

DRPV: انحراف ارزش فعلی جریان نقدی آتی (ارزش پیش بینی شده) از قیمت بازار سهام شرکت

PZ: قیمت بازار سهام شرکت

PVZ: ارزش فعلی جریان نقدی آتی شرکت

قیمت بازار سهام (pvz_{i,t})

با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه داده های مرتبط، ارزش بازار مجموع سهام شرکتهای نمونه را در پایان هر یک از سالهای مورد بررسی جمع آوری نموده ایم.

ارزش سهام بر مبنای روش تنزیل جریان نقد آتی (pz)

در مطالعه حاضر جهت محاسبه ارزش ذاتی سهام، از معادله ذیل استفاده شده است. (آسیما، ۱۳۹۳)

$$pz_{i,t} = V_0 = \frac{FCFF_i}{WACC - g} = \frac{FCFF_0 \times (1 + g)}{WACC - g}$$

که در آن :

V₀: ارزش فعلی جریان نقد آتی

FCFF: جریان نقد آزاد شرکت

g: نرخ رشد ثابت مورد انتظار

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه

جریان نقد آزاد شرکت (FCFF) :

$$FCFF = CFO + [Int \times (1 - \text{نرخ مالیات})] - FCI_{nv} \quad (۸)$$

که در آن :

فنی یا علمی، طراحی و اجرای سیستمهای جدید، حق امتیاز و علائم تجاری می نماید و به شرح زیر قابل محاسبه است.

$$\frac{IA}{TA} = \frac{\text{Intangible assets}}{\text{Total assets}} \quad (۳)$$

• متغیرهای کنترلی: این متغیرها شامل اندازه شرکت و نسبت دارائیهای جاری به کل دارائیهای می باشند که نحوه اندازه گیری آنها در ادامه ارائه شده است.

اندازه شرکت^{۱۲}

برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم مجموع دارائیهای شرکت در پایان سال استفاده شده است، بنابراین خواهیم داشت:

$$SIZE = \ln(\sum Assets_{i,t}) \quad (۴)$$

نسبت دارائیهای جاری به کل دارائیهای (CR)_{i,t}

این نسبت می تواند معرف سهم دارائیهای جاری شرکت از کل دارائیهای و مبین توانایی شرکت در پرداخت به موقع تعهدات جاری باشد و به شرح زیر قابل محاسبه است:

$$(CR)_{i,t} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Total assets}} \quad (۵)$$

متغیر وابسته (DRPV):

در این بررسی اختلاف بین قیمت سهام شرکت و ارزش فعلی جریان نقدی آتی به عنوان متغیر وابسته و بیانگر انحراف ارزش فعلی جریان نقد آزاد از قیمت سهام در نظر گرفته شده است، لذا خواهیم داشت:

(۱۲) CFO (جریان نقد عملیاتی)^{۱۳} : استخراج شده از صورت جریان وجوه نقد شرکت های نمونه
 Int (هزینه بهره)^{۱۴} : عبارت است از نرخ بهره بلند مدت بانکی
 FCI_{nv} : مخارج سرمایه ای : در این مطالعه معرف دارایی های ثابت مشهود می باشند.
 g : برای محاسبه نرخ رشد از مدل حفظ رشد استفاده کرده ایم که در آن از میزان اندوخته کردن سود به عنوان ضریب استفاده می شود:

$$R_E = R_f + [R_M - R_f] \times \beta_E \quad (۱۳)$$

R_f : نرخ بازده بدون ریسک که برابر است با متوسط نرخ بهره اوراق مشارکت منتشره طی سالهای ۱۳۹۰-۱۳۸۱.

R_M : نرخ بازده بازار که برای محاسبه آن ابتدا از گزارشات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، شاخص کل بازار را استخراج و سپس با استفاده از فرمول زیر نرخ مذکور را به دست آوردیم (تهرانی، گودرزی و مرادی، ۱۳۸۷) :

$$R_{Mt} = \ln\left[\frac{\text{index}_t}{\text{index}_{t-1}}\right] \quad (۱۴)$$

β_E : ضریب بتا- بتای سهام شرکت های نمونه مورد بررسی از پایگاه داده های آرشیو اطلاعاتی کتابخانه سازمان بورس استخراج شده اند.

پس از محاسبه تفاوت قیمت مجموع سهام هر شرکت از جریانات نقدی آزاد تنزیل شده برای هر سال نتیجه بدست آمده را به منظور محاسبه تفاوت مربوط به هر سهم بر تعدا کل سهام هر شرکت در هر سال تقسیم نموده ایم تا رابطه هر یک از

$$g = ROE \times RR \quad (۹)$$

ROE : این نسبت بیان می نماید که بنگاه اقتصادی به ازاء یک ریال سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می نماید. براین اساس رابطه محاسباتی نسبت فوق به شرح زیر می باشد:

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} \quad (۱۰)$$

RR : به معنای نرخ انباشت سود یا درصد نگهداری سود است که از تفاوت سود انباشته ۲ سال تقسیم بر سود انباشته سال قبل به دست آمده است.

میانگین موزون هزینه سرمایه ($WACC$):

میانگین موزون هزینه سرمایه یک شرکت، منعکس کننده ی ریسک و ساختار مطلوب سرمایه است و داراییهای فعلی شرکت را به عنوان یک کل شامل می شود.

برای محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه از معادله زیر استفاده کرده ایم:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D \times (1 - T_c) \quad (۱۱)$$

$$V = E + D$$

در این جدول، نشان می‌دهد، که سطوح همبستگی بین متغیرهای مستقل، اخلاقی در مدل رگرسیون ایجاد نخواهد کرد.

متغیرهای مستقل را با تفاوت ایجاد شده مربوط به هر سهم به عنوان متغیر وابسته آزمون نمائیم.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای

با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها پرداخته ایم. به عنوان مثال نتایج مندرج در جدول شماره (۱) نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، بین متغیر DRPV و Size همبستگی منفی و معنی داری با مقداری معادل ۰.۳۵۸۶ یا ۳۵/۸٪ وجود دارد در حالی که، بین DRPV و IA/TA همبستگی مثبت و معناداری با مقداری معادل ۲۹۹۴٪ و یا ۲۹،۹۴٪ وجود دارد. ماتریس همبستگی با توجه به ضرایب بدست آمده

۶-۲- سایر مفروضات مدل رگرسیون خطی

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری^{۱۵} مورد بررسی قرار گرفته و نتایج نشان داده است که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس باقیمانده‌ها در مدل تأیید می‌شود. به منظور بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است.

جدول شماره (۱): ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	DRPV	LEV	INF	Size	FA/TA	IA/TA	CR
DRPV	۱,۰۰۰						
احتمال	---						
LEV	-۰,۰۰۸۶	۱,۰۰۰					
احتمال	۰,۸۰۷۹	---					
INF	-۰,۰۶۵۷	۰,۰۳۴۴	۱,۰۰۰				
احتمال	۰,۰۶۳۰	۰,۳۳۱۸	---				
Size	-۰,۳۵۸۶	۰,۰۱۹۳	۰,۰۵۸۱	۱,۰۰۰			
احتمال	۰,۰۰۰۰	۰,۵۸۶۴	۰,۱۰۰۵	---			
FA/TA	-۰,۰۳۶۹	-۰,۰۲۸۴	-۰,۰۲۶۵	-۰,۱۰۹۸	۱,۰۰۰		
احتمال	۰,۲۹۶۲	۰,۴۲۲۰	۰,۴۵۴۵	۰,۰۰۱۹	---		
IA/TA	۰,۲۹۹۴	۰,۰۰۳۰	-۰,۰۵۳۷	-۰,۶۶۵۲	۰,۰۳۱۹	۱,۰۰۰	
احتمال	۰,۰۰۰۰	۰,۹۳۲۴	۰,۱۲۹۰	۰,۰۰۰۰	۰,۳۶۶۳	---	
CR	۰,۱۲۵۸	-۰,۰۰۸۳	۰,۰۳۸۳	-۰,۱۷۶۴	-۰,۱۹۳۸	۰,۲۳۸۳	۱,۰۰۰
احتمال	۰,۰۰۰۴	۰,۹۸۱۳	۰,۲۷۹۱	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	---

واریانس متغیرهای مستقل و کنترل در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

۳-۶- بررسی مانایی متغیرهای

برای بررسی مانایی متغیرهای آزمون «لین، لین و چو»^{۱۶} انجام شده است. نتایج آن در جدول شماره (۲) حاکی از ایستا بودن کلیه متغیرها می باشند.

نتایج حاصل از این آزمون نیز نشان داده است که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال ۰,۰۰۰۰ می باشد، بنابراین نمی توان فرضیه صفر را تأیید کرد به عبارت دیگر فرض عدم وجود خود همبستگی بین جملات باقیمانده برقرار نیست به همین منظور برای رفع خود همبستگی بین جملات باقیمانده از رفع خودهمبستگی مرتبه اول (AR(1)) استفاده شده است. فرض بعدی عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی است. نتایج حاصل از این آزمون بیانگر آن است که میزان تورم

جدول شماره (۲): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لین، لین و چو		نماد	متغیرها
	احتمال	آماره		
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۳۸,۳۲۱	DRPV	اختلاف بین قیمت بازار شرکت و ارزش فعلی جریان نقدی آتی
مانا	۰,۰۰۰۰	-۷,۶۴۰۷	LEV	اهرم مالی
مانا	۰,۰۰۰۰	-۲۶,۷۸۷۷	INF	تورم
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۴,۱۰۸۲	Size	اندازه شرکت
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۰,۷۸۲۶	FA/TA	نسبت دارایی های ثابت بر کل دارایی ها
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۳,۳۱۳۸	IA/TA	نسبت دارایی های نامشهود بر کل دارایی ها
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۲,۵۱۲۱	CR	نسبت دارائیهای جاری به کل دارائیها

با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن این مدل ها کمتر از ۵٪ می باشد از مدل اثرات ثابت برای تخمین آنها استفاده شده است.

جدول شماره (۳): نتایج حاصل از آزمون F لیمر و

آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	آماره	آزمون	مدل پژوهش
روش تابلویی	۰,۰۰۰۰	۴,۲۱۴۴	F لیمر	
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۸	۲۳,۰۴۱۴	هاسمن	

۴-۶- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین مدل ها لازم بود که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. بدین منظور از آزمون F لیمر و سپس برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده شده است. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" انجام گرفته است. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود آزمون هاسمن به کار گرفته شده است همانطور که در جدول شماره (۳) منعکس گردیده، احتمال F لیمر هر دو مدل کمتر از ۵٪ می باشد لذا برای تخمین هر دو مدل از روش تابلویی و

۵-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: اهرم مالی در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریان نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول شماره (۴) بهره گرفته شده

است. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر اهرم مالی، ۰,۰۰۰۷۶۵ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت اما ناچیز اهرم مالی بر میزان انحراف ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریان نقدی آتی از قیمت بازار سهام است. با توجه به آماره t ، این ضریب معنی دار نیست و با توجه به موارد فوق نمی توان فرضیه اول پژوهش را تأیید نمود.

جدول شماره (۴): نتایج تخمین مدل پژوهش

$DRPV_{i,t} = \alpha + \beta_1(LEV_{i,t}) + \beta_2(INF_{i,t}) + \beta_3(size) + \beta_4\left(\frac{FA}{TA}\right)_{i,t} + \beta_5\left(\frac{IA}{TA}\right)_{i,t} + \beta_6(CR_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۰,۲۷۹۴۷۴	۰,۰۸۶۱۰۷	۳,۲۴۵۶۷۶	۰,۰۰۱۲
اهرم مالی	LEV	۰,۰۰۰۷۶۵	۰,۰۰۰۴۴۳	۰,۱۷۲۵۷۰	۰,۸۶۳۰
تورم	INF	-۰,۰۰۰۵۰۸	۰,۰۰۰۲۲۶	-۲,۲۴۹۷۷۰	۰,۰۲۴۸
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۴۰۹۹۵	۰,۰۱۴۵۴۹	-۲,۸۱۷۷۴۷	۰,۰۰۵۰
نسبت دارایی های ثابت برکل دارایی ها	FA/TA	-۰,۰۵۶۰۸۳	۰,۰۲۷۴۲۰	-۲,۰۴۵۳۱۵	۰,۰۴۱۲
نسبت دارایی های نامشهود بر کل دارایی ها	IA/TA	-۰,۰۴۲۰۴۲	۰,۰۷۳۲۲۴	-۰,۵۷۴۱۵۳	۰,۵۶۶۱
نسبت داراییهای جاری به کل داراییها	CR	۰,۰۰۲۴۷۷	۰,۰۰۱۹۱۳	۱,۲۹۵۰۲۸	۰,۱۹۵۸
ضریب تعیین			۰,۴۹		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰,۴۲		
دوربین-واتسون			۱,۹۷		
آماره F			۷,۰۵۶۵		
احتمال (آماره F)			۰,۰۰۰۰		

فرضیه دوم: تورم در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریان نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

به منظور آزمون این فرضیه نیز از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۴) بهره گرفته شده است. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر تورم،

-۰,۰۰۰۵۰۸ بوده که نشان دهنده تأثیر منفی تورم بر میزان انحراف ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریان نقدی آتی از قیمت بازار سهام است که با توجه به آماره t ضریب متغیر تورم معنی دار می باشد، لذا با توجه به موارد فوق می توان فرضیه دوم پژوهش را تأیید نمود.

فرضیه سوم: حجم داراییهای ثابت در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل

اند. لیکن همواره به دنبال یافتن پاسخ این سوال می باشند که چرا در بسیاری از موارد ارزش فعلی جریانات نقدی آتی پیش بینی کننده مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت و قیمت سهام بشمار نمی رود. این موضوع در بسیاری از مطالعات انجام شده در گذشته تحت عنوان ضعف و ناتوانی ارزشهای برآوردی با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی مورد اشاره قرار گرفته است ولی دلایل روشنی برای اثبات وجود چنین وضعی مورد بحث قرار نگرفته است. پژوهش حاضر به دنبال آزمون و بررسی وجود ناتوانی مدل تنزیل جریانات نقدی در پیش بینی ارزش های آتی از یک سو و تاثیر عوامل دخالت کننده در این زمینه به این نتیجه دست یافته است که اولاً وجود رابطه معنی دار بین دو عامل تورم و حجم دارائیهای ثابت با متغیر وابسته یعنی تفاوت قیمت بازار سهام و ارزش فعلی جریانات نقد آزاد به نوعی تاثیر گذاری این عوامل بر ناتوانی در پیش بینی ارزش های آتی بشمار می رود. به دیگر بیان تغییرات در چنین عواملی می تواند تفاوت مورد نظر را که مبین توان پیش بینی قیمت ها توسط مدل تنزیل جریانات نقدی است را تغییر دهد. ثانیاً دو عامل تورم و نسبت حجم دارائیهای ثابت با ضرائب تاثیر منفی به ترتیب $0,000508$ و $0,056083$ بدان معنی است که دو عامل ذکر شده توانسته اند، توان پیش بینی قیمت ها توسط مدل تنزیل جریانات نقدی را افزایش دهند. زیرا افزایش هر واحد نرخ تورم و یا یک درصد در نسبت دارائیهای ثابت به کل دارائیهای، منجر به تغییرات کاهنده به ترتیب معادل $0,000508$ و $0,056083$ واحد (ریال) در تفاوت قیمت بازار از ارزشهای برآوردی برای هر سهم با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی خواهد شد. هر چند این ضرائب در نتایج بدست آمده مربوط به

تنزیل جریانات نقدی آتی و قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر نسبت دارایی های ثابت، $0,056083$ - بوده که نشان دهنده تأثیر منفی نسبت دارایی های ثابت بر میزان انحراف ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی از قیمت بازار سهام است که با توجه به آماره t ضریب متغیر نسبت دارایی های ثابت معنی دار می باشد لذا با توجه به موارد فوق می توان فرضیه سوم پژوهش را تأیید نمود.

فرضیه چهارم: میزان دارایی نامشهود در ایجاد تفاوت بین ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی از قیمت بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر نسبت دارایی نامشهود، $0,042042$ - بوده که نشان دهنده تأثیر منفی نسبت دارایی نامشهود بر میزان انحراف ارزش پیش بینی شده با استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی آتی از قیمت بازار سهام است ولی با توجه به آماره t ضریب متغیر نسبت دارایی نامشهود معنی دار نمی باشد، با توجه به موارد فوق نمی توان فرضیه چهارم پژوهش را مورد تأیید قرار داد.

۷- نتیجه گیری و بحث

سرمایه گذاران در سهام شرکت ها، سایر استفاده کنندگان از صورتهای مالی و حتی تحلیلگران مالی در ارزیابی ارزش و همچنین قیمت سهام شرکتها مفهوم ارزش فعلی جریانات نقدی آتی را به عنوان یک شاخص مناسب برای ارزیابی های خود پذیرفته

این نتایج به تصمیم‌گیرندگان کمک می‌نماید تا در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و استفاده بهینه از منابع، در بکارگیری روش‌های متداول، به میزان تورم، میزان دارایی ثابت شرکت و همچنین اندازه شرکت نیز توجه داشته باشند. زیرا بر اساس نتایج این پژوهش، روند کاهنده این عوامل تفاوت بین قیمت بازار از ارزش تنزیل شده جریان نقدی را افزایش داده و از توان پیش‌بینی مدل تنزیل جریان نقدی می‌کاهد. بر همین اساس می‌توان استنباط نمود که کوچک شدن شرکتها و کاهش سرمایه‌گذاری آنان بر روی داراییهای ثابت و همچنین بروز شرایط رکود در اقتصاد، افزایش شکاف بین دو عامل $pz_{i,t}$ و $pvz_{i,t}$ را به همراه داشته و توان پیش‌بینی مدل تنزیل جریان نقدی کاهش خواهد یافت.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهند که همواره تغییرات در برخی عوامل همچون تورم و حجم داراییهای ثابت (مطابق با نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های دوم و سوم) قادر است بین دو عامل قیمت بازار سهام و ارزش فعلی جریان نقد آزاد تفاوت ایجاد نماید. حصول چنین نتیجه‌ای می‌تواند توجیه‌کننده نتایج بدست آمده از آن دسته از مطالعاتی باشد که ناتوانی جریان نقد آزاد در پیش‌بینی قیمت‌های آتی سهام در بازار را مورد تأکید قرار داده‌اند. بنابر این نتایج پژوهش حاضر با نتایج بدست آمده از مطالعات مجتهد زاده و جهانخانی (۱۳۸۲)، اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۷)، تاری وردی و داغانی (۱۳۸۸)، و همچنین باقی و همکاران (۱۳۹۳)، همسو و با نتایج حاصل از مطالعات بارث و همکاران (۱۹۹۹)، علی آتیلا پرک و سدا پرک

هر سهم و ناچیز به نظر می‌رسد، لیکن با احتساب کل سهام در اختیار شرکت‌ها کمیت‌های قابل‌ملاحظه‌ای را بدست خواهند داد. دلایل احتمالی تأثیر منفی تورم در مدل برآزش شده که به معنی نقش مثبت عامل تورم در افزایش توان پیش‌بینی مدل تنزیل جریان نقدی می‌باشد مربوط به تأثیر همزمان عامل تورم بر قیمت بازار سهام (درک بازار از افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و تأثیر بر $pz_{i,t}$) از یک سو و تأثیر دوگانه تورم بر جریان نقدی آزاد برآورد شده و میانگین موزون هزینه سرمایه (عوامل دخالت‌کننده در محاسبه $pvz_{i,t}$) از سوی دیگر می‌باشد. استنتاج چنین روابطی در این مطالعه با نتایج حاصل از بررسی‌های استوان‌ا.شارپ (۱۹۹۹)، منطبق است.

نسبت داراییهای ثابت به کل داراییها نیز در مدل برآزش شده نقشی مشابه با تورم ایفا نموده است که ناشی از وجود رابطه مثبت بین این شاخص با هر دو عامل بوده و با نتایج مطالعات موریس لاکریج و همکاران (۲۰۱۱) انطباق دارد.

عامل اندازه شرکت نیز در کنار دو متغیر تورم و حجم داراییهای ثابت با تأثیری هم‌سو، حاکی از تأثیر مشابه این عامل بر اجزاء برآوردی متغیر وابسته ($DRPV_{i,t}$) می‌باشد.

عدم وجود رابطه معنی‌دار بین سه عامل اهرم مالی، نسبت داراییها نامشهود و نسبت داراییهای جاری به کل داراییها با متغیر وابسته، حاکی از آن است که با فرض ثبات سایر متغیرهای مستقل تعریف شده در مدل، این عوامل در بهبود و یا ضعف توانایی پیش‌بینی مدل تنزیل جریان نقدی فاقد نقشی مهم و تعیین‌کننده می‌باشند.

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی

* تازی وردی، یداله و داغانی، رضا (۱۳۸۹)، بررسی روشهای سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه ی شرکت در بازار سرمایه، فصلنامه علمی- پژوهشی بررسی های حسابداری و حسابرسی، بهار ۱۳۸۹، شماره ۵۹، ۳۰-۱۷

* تهرانی، رضا و گودرزی، مصطفی و مرادی، هادی، (۱۳۸۷)، آزمون مدل CCAPM در مقایسه با مدل CAPM در بورس اوراق بهادار تهران، تهران، فصلنامه تحقیقات اقتصادی، دوره ۴۳، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۷

* حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۴)، مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران، انتشارات سمت

* خاکی، غلامرضا، (۱۳۷۸)، روش تحقیق با رویکرد به پایان نامه نویسی، تهران، مرکز تحقیقات علمی کشور

* ذوالنور، سید حسین، (۱۳۷۴)، مقدمه ای بر روشهای اقتصاد سنجی، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز

* راس، استفان، (۱۳۸۷)، مدیریت مالی نوین، جهانخانی، علی، شوری، مجتبی، مدیریت مالی نوین، تهران، انتشارات سمت

* رحیمیان، نظام الدین. آخوندزاده، میثم. حبشی، علی. (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در

(۲۰۱۲)، رضایی و مولودی (۱۳۸۹) و رحیمیان و همکاران (۱۳۹۴)، مغایر است.

از سوی دیگر نتایج این پژوهش با توجه به استدلال بکارگرفته شده در مبانی نظری و روش شناسی پژوهش از حیث نقش عامل اهرم مالی در ارزش شرکت موید نتایج حاصل از مطالعات کوبن رایان (۲۰۰۸) و جمالی و همکاران (۱۳۹۲) از منظر تاثیر دارائیهای ثابت بر ارزش سهام مطابق با مشاهدات مورس لاکریج و همکاران (۲۰۱۱)، و از دیدگاه نقش دارائیهای نامشهود شرکت در ایجاد ارزش در راستای نتایج بدست آمده از مطالعات آبودی و لو (۱۹۹۸)، بارث و کلینچ (۱۹۹۸) و همچنین بررسی های الی و وایمیر (۱۹۹۹) قابل تبیین می باشد. لیکن یافته های این پژوهش از نظر رابطه تورم با ارزش شرکت نافی نتایج حاصل از مطالعات استوان. ا. شارپ (۱۹۹۹) می باشد.

فهرست منابع

- * آذر، عادل و مومنی، منصور، (۱۳۸۷)، آمار و کاربرد آن در مدیریت، تهران، انتشارات سمت.
- * آسیما، مهدی، (۱۳۹۳)، خودآموز آزمون ارزشیابی اوراق بهادار، تهران، انتشارات نگاه دانش، چاپ اول، ۲۰، ۱۳۹۳-۱۲
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا و باجلان، سعید و محمودی، وحید، (۱۳۸۷)، ارزیابی عملکرد مدل های ارزشگذاری در بورس اوراق بهادار، تحقیقات مالی، پاییز و زمستان ۱۳۸۷، شماره ۲۶، ۳۰-۲۱
- * برزگری خانقاه، جمال، دموری، داریوش و کفاش خورمیزی، مهین. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین تغییرات اهرم مالی با ارزش شرکت های

- بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابدار رسمی شماره ۲۸، سال سیزدهم، شماره ۱۴، پاییز ۱۳۹۲، ۱۳۳-۱۵۳
- * رضایی، فرزین. مولودی، سلیمان. (۱۳۸۹)، رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقدی آزاد و سود باقیمانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران، مطالعات مالی، شماره پنجم، بهار ۱۳۸۹، ۱-۱۸
- * شبانی، محمد، (۱۳۹۱)، بازارهای پولی و مالی بین‌المللی، تهران، انتشارات سمت.
- * صحت، سعید و شریعت پناهی، سید مجید و مسافری راد، فراز، (۱۳۹۰)، رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در صنعت بیمه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴۰-۱۲۱
- * عباسی نژاد، حسین، (۱۳۸۰)، اقتصاد سنجی (مبانی و روشها)، تهران، انتشارات دانشگاه تهران
- * گجراتی، دامودار، (۱۳۹۲)، مبانی اقتصاد سنجی، ابریشمی، حمید، انتشارات دانشگاه تهران.
- * معزز قره باغ، سید امیر، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز
- * مهرانی، ساسان. گنجی، حمیدرضا. تحریری، آرش. عسکری، محمد. (۱۳۸۸)، ارزیابی رتبه بندی شرکتها بر اساس اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری و مقایسه آن با رتبه بندی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، ۳۲-۷
- * وکیلی فرد، حمیدرضا. احمدی، سید علی. (۱۳۸۹)، مقایسه مدل سود باقیمانده و مدل اطلاعات خطی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، تابستان ۱۳۹۰، دوره ۳، شماره ۱۰۲، ۸۷-۱۰۲
- * هاشمی، ابوالقاسم. روزبهان، محمود. (۱۳۹۲)، اقتصاد مدیریت، تهران، انتشارات تابان
- * هامپتون، وارن، (۱۳۸۳)، مدیریت مالی، وکیلی فرد، حمیدرضا، تهران، کتابخانه ملی ایران
- * هییتی، فرشاد. رهنمای رودپشتی، فریدون. سلمانی، سوده. (۱۳۸۹)، ارتباط بین دو رویکرد قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مالی، سال سوم، شماره پنجم، بهار ۱۳۸۹، ۱۳۶-۱۱۵
- * Aboody ,D., Lev ,B.(1998)," The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization", Journal of Accounting Research, Vol. 36, Studies on Enhancing the Financial Reporting Model. , pp. 161-191.
- * Barth, Mary E, Clinch, G.(1998), " Revalued Financial Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Value Estimates", Journal of Accounting Research, Vol. 36.
- * CFA Institute,(2008), "Free Cash Flow Valuation", Study session 12, kaplan schewser inc.205.
- * Ely,K, Waymire,G.(1999)," Intangible Assets and Equity Valuation in the Pre-SEC Era ", Journal of Accounting Research, Vol. 37, Studies on Credible Financial Reporting , pp. 17-44.
- * Fernandez,Pablo,(2015), "Valuing Companis By Cash Flow Discounting:The Methods And Nine Theories",IESE Business School, University Of Navarra.
- * Herwartz,Ht,Kholodilin,K,(2014),"Uncertainty of Macroeconomic Forecasters and the prediction of Stock Market Bubbles",German Institute for Economic Research
- * Kuben Rayan,(2008),"Financial leverage and firm value", Dissertation for the degree

- of Master of Business Administration, Institute of Business Science, University of Pretoria.
- * Lockridge, T. Maurice, Saunders, G. Sridharan, U., " Can fixed asset liquidation values predict stock market returns? ", International business and economics research journal.- Littleton, Vol. 8.2009, 6, p. 31-40.
 - * Mayur, M,(2015),"Relation ship between Price-Earnings Ratios and stock value in an Emerging Market",SSRN.
 - * perek, A, perek, S, (2012), "Residual income versus discounted cash flow valuation model", Accounting and Taxation , 57-64.
 - * Steven A. Sharpe,(1999)," Stock Prices, Expected Returns, and Inflation", FEDS Working Paper No. 99-2.

یادداشت‌ها

- ¹ Capital Market.
- ² Free Cash Flow Model
- ³ Free Cash Flow to Firm
- ⁴ Weighted Average Cost of Capital
- ⁵ Barth et al
- ⁶ Ohlson
- ⁷ Graham and King
- ⁸ Ali Atilla Perek & Seda Perek
- ⁹ Fixed Asset
- ¹⁰ Total Asset
- ¹¹ Intangible Assets
- ¹² Size
- ¹³ Operating Cash Flow
- ¹⁴ Interest Expense
- ¹⁵ Breusch- Pagan- Godfrey
- ¹⁶ - Levin, Lin & Chu