

Comparison of the Power of Explaining Theory of Clean Surplus and Prospect Theory in Companies Listed of Tehran Stock Exchange

Afshin Badiei¹, Saeid Ali Ahmadi²

Received: 15/06/2023

Accepted: 01/10/2023

Extended Abstract

Introduction

Active investors are usually interested in the financial statements and make their assessments of the fundamental value or wealth of the company based on it. On the other hand, according to International Accounting Standards Board (1989), the main purpose of financial reporting is to provide accounting information to participants in the capital market so that they can use it for investment. Feltham and Ohlson (1995) linked these two concepts by presenting the valuation model. Feltham and Ohlson (1995) showed that the market value of the company is related to the accounting data. The clean surplus theory examines the relationship between the value of the company and the accounting data. This theory states that if all the items affecting the equity (except for ownership exchanges) are reported in the profit and loss statement of the relevant period. So, the company's market value can be estimated using fundamental analysis of accounting data. Penman and Zhu (2022) showed that the asset pricing model based on accounting data and clean surplus theory can better explain cross-sectional stock returns. They believe that accounting data based on clean surplus theory can be a fundamental factor in explaining stock returns. Chehade and Procházka (2023) investigated the value content of accounting information in the emerging Saudi Arabia market. The results of their research showed that the value content of accounting information prepared based on the clean surplus theory has increased after the adoption of international financial reporting standards.

1. Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

2. Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. (Corresponding Author)
s.aliahmadi@khuisf.ac.ir

How to cite this paper: Badiei, A., Ali Ahmadi, S. (2023). Comparison of the Power of Explaining Theory of Clean Surplus and Prospect Theory in Companies Listed of Tehran Stock Exchange. *Advances in Finance and Investment*, 4(3), 113-130. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2023.1987904.1230>

The theory used stock valuation based on accounting data is the theory of clean surplus. Also, [Kahneman and Tversky \(1979\)](#) provided evidence that expected utility theory is not appropriate for investor decision making. Based on this, they tried to present a theory that is more consistent with the real behavior of investors when making decisions. They named this theory perspective. the value function can also be determined based on the theory of prospect. Therefore, the purpose of this study is to compare the explanatory power of the theory of clean surplus and theory of prospect theory.

Literature Review

In the first theories of financial valuation, it is stated that the value of stock is equal to the current value of all dividends or free cash flow. [Feltham and Ohlson \(1995\)](#) showed that firm value is a function of accounting data. There are three main assumptions in Ohlson's (1995) residual income valuation model. Prospect theory was introduced by [Kahneman and Tversky \(1979\)](#). presented prospect theory in order to measure investors' utility function and determine how investors make decisions under conditions of uncertainty. In perspective theory, the decision to gain profit or loss is made with respect to a reference point. Based on this, the book value of stock can be considered as a reference point. The second element of loss aversion refers to the fact that the feeling of dissatisfaction in losses is more than the feeling of satisfaction in gaining profits. The third element is the reduction of sensitivity, according to which the value function is convex in loss conditions and concave in profit conditions. Finally, the fourth element represents the probability weight. Based on this component, it is assumed that people use the probability weight approach in the utility function. Based on these four elements, it can be assumed that the value function of people is formed through a reference point and the value function is the shape of S. [Espinoza et al., \(2020\)](#) by examining the role of perspective theory in the valuation of investment decisions, concluded that the use of perspective theory in calculating the net present value of investments improves the investment process. [Wang et al., \(2021\)](#) showed that investors consider the effects of prospect theory when valuing stocks. [Hosseinpour et al., \(2022\)](#) investigated the impact of prospect theory on the relationship between liquidity risk and stock returns. The results of their research showed that perspective theory has an effect on this relationship.

Research Methodology

Using a systematic method, 152 listed companies were selected as the research sample. The research period is from 2009 to 2022. Research variables include operating earnings, book value and market value. In this research, research hypotheses were tested using multivariate regression and using panel data.

Results

The results indicate that the power of explaining the operating earnings of per share is greater in the theory of a clean surplus of the theory of prospect. Also, the results of the research showed that the explanatory power of accrual items of operating earnings of per share is greater in the theory of a clean surplus of the theory of prospect. However, the explanatory power of cash items of operating earnings of per share does not differ between the theory of a clean surplus and the theory of prospect.

Discussion and Conclusion

One of the most challenging topics in financial and accounting literature is present valuation models. [Feltham and Ohlson \(1995\)](#) showed that accounting data can be used in valuation models by considering the clean surplus theory. The investors' utility function is formed based on the traditional view and belief in the rationality of investors' behavior based on the expected utility function. The use of this utility function has led to the theory of clean surplus. On the other hand, with the emergence of behavioral finance and the acceptance of irrational behavior in the capital market, the value function was formed based on the perspective theory. Based on this, in order to check investors' reaction to accounting data, two functions of expected utility and value function can be used for stock pricing. In general, the results of the research show that the clean surplus theory and the perspective theory can be used to determine the share price, but the explanatory power of the clean surplus theory is more than the perspective theory. Based on the results of the research hypotheses, investors are suggested to use the clean surplus theory, which has a higher explanatory power, to determine the share price.

Conflict of Interest

The author (s) of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

Keywords: Valuation Theory, Clean Surplus Theory, Prospect Theory, Operating Earning of Per Share, Book Value Per Share.

JEL Classification: M41, G10, G40.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال چهارم، پاییز ۱۴۰۲ - شماره ۳

صفحات ۱۱۳-۱۳۰

نوع مقاله: پژوهشی

مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

افشین بدیعی^۱، سعید علی احمدی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۰۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۲۵

چکیده

هدف: تئوری رایج برای ارزش‌گذاری قیمت سهم بر اساس داده‌های حسابداری، تئوری مازاد تمیز است. همچنین، تابع ارزش می‌تواند بر اساس تئوری چشم‌انداز نیز مشخص گردد. از این‌رو، هدف پژوهش حاضر مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز است.

روش‌شناسی پژوهش: روش این پژوهش توصیفی از نوع هم‌بستگی است. با استفاده از روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۵۲ شرکت در دوره ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۰ به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید. متغیرهای پژوهش شامل سود عملیاتی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم و ارزش بازار هر سهم است. در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از داده‌های ترکیبی فرضیه‌های پژوهش آزمون شد.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان داد که قدرت توضیح‌دهندگی سود عملیاتی هر سهم در تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که قدرت توضیح‌دهندگی اقلام تعهدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است. اما، قدرت توضیح‌دهندگی اقلام نقدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز متفاوت نیست. در کل، نتایج پژوهش نشان داد که قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز بیشتر از تئوری چشم‌انداز است.

اصالت / ارزش‌افزوده علمی: به استناد یافته‌های پژوهش حاضر، فعالان بازار سرمایه می‌توانند برای تعیین ارزش‌گذاری سهام از تئوری مازاد تمیز استفاده نمایند.

کلیدواژه‌ها: ارزش دفتری هر سهم، تئوری ارزش‌گذاری، تئوری چشم‌انداز، تئوری مازاد تمیز، سود عملیاتی هر سهم.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G10, G40

۱. گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول) s.aliahmadi@kuisf.ac.ir

استناد: بدیعی، افشین؛ علی احمدی، سعید. (۱۴۰۲). مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۳)، ۱۱۳-۱۳۰.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران فعال معمولاً به صورت‌های مالی واحد تجاری علاقه‌مند هستند و ارزیابی خود از ارزش بنیادی یا ثروت شرکت را بر اساس آن انجام می‌دهند. از طرف دیگر، مطابق با هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابداری هدف اصلی گزارشگری مالی فراهم کردن اطلاعات حسابداری برای مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه است به‌گونه‌ای که آنها بتوانند برای سرمایه‌گذاری از آن استفاده کنند. فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) با ارائه مدل ارزش‌گذاری این دو مفهوم را با یکدیگر مرتبط کرد (Kumari and Mishra, 2017). فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) نشان دادند که ارزش بازار شرکت با داده‌های حسابداری ارتباط دارند. تئوری مزاد تمیز^۱ به بررسی رابطه ارزش شرکت با داده‌های حسابداری می‌پردازد. این تئوری بیان می‌کند در صورتی که تمام ارقام اثرگذار بر حقوق صاحبان سهم (به غیر از مبادلات مالکانه) در صورت سود و زیان دوره مربوط گزارش شود، می‌توان ارزش بازار شرکت را با استفاده از تجزیه و تحلیل بنیادی داده‌های حسابداری و ارزش دفتری محاسبه کرد. تئوری مزاد تمیز با این فرض آغاز می‌شود که ارزش بازار شرکت برابر ارزش فعلی سودهای نقدی مورد انتظار آتی است که بین سهام‌داران توزیع خواهد شد. سیستم حسابداری ایجاد و توزیع ثروت را ثبت می‌کند. رابطه ثروت ایجاد شده که توسط سیستم حسابداری ثبت شده است و سود نقدی پرداخت شده به سهام‌داران، مبنایی برای تفسیرهای جایگزین از ارزش بازار شرکت است (Ebrahimi Meimand and Setayesh, 2015). پنمن و ژبو (Penman and Zhu, 2022) نشان دادند که مدل قیمت‌گذاری دارایی مبتنی بر داده‌های حسابداری و تئوری مزاد تمیز بهتر می‌تواند بازده مقطعی سهام را توضیح دهد. آنها اعتقاد دارند که داده‌های حسابداری مبتنی بر تئوری مزاد تمیز می‌تواند یک عامل بنیادی در توضیح بازده سهام باشد. چیهاد و پروچازکا (Chehade and Procházka, 2023) به بررسی محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری در بازار نوظهور عربستان پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری تهیه شده بر اساس تئوری مزاد تمیز پس از پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی افزایش یافته است.

کانمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) شواهدی را ارائه کردند که بر اساس آن تئوری مطلوبیت مورد انتظار برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مناسب نیست. بر این اساس، آنها اقدام به ارائه تئوری کردند که با رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری‌ها همخوانی بیشتری داشته باشد. آنها این تئوری را چشم‌انداز^۲ نام‌گذاری کردند. به طور خلاصه تئوری چشم‌انداز به این موضوع اشاره دارد که تابع ارزش سرمایه‌گذاران در شرایط سود، سرمایه‌گذاران را به سمت ریسک‌گریزی و در شرایط زیان، سرمایه‌گذاران را به سمت زیان‌پذیری سوق می‌دهد. تئوری چشم‌انداز به دنبال تبیین چگونگی تأثیر احساسات و ترجیحات روانشناختی افراد بر شیوه

تصمیم‌گیری آنان است. به عبارت دیگر، این الگو نشان می‌دهد که چگونه افراد در بعضی مواقع به طور سیستماتیک اصل مطلوبیت را که یکی از اصول پایه و مترقی دیدگاه‌های مکاتب عقلانی در دیدگاه انسان اقتصادی است را نادیده می‌گیرند و برخلاف اصول عقلانی رفتار می‌کنند. این تئوری از دو فرآیند مشخص تحت عنوان اصلاح و ارزیابی استفاده می‌کند. در مرحله اصلاح، گزینه‌های مختلف تصمیم‌گیری براساس قواعد ذهنی بررسی و رتبه بندی می‌شوند و در مرحله ارزیابی با تعیین نقطه مرجع، سودمندی یا زیان تصمیم تعیین می‌شود. براساس این الگو افراد پیامدهای پیش‌بینی شده تصمیم را با نقطه مرجع مقایسه می‌کنند و میزان مطلوبیت آن را ارزیابی می‌کنند (Khajavai et al., 2017).

برای انجام این پژوهش چندین انگیزه وجود دارد؛ تا آنجایی که نویسندگان بررسی کردند، این پژوهش نخستین پژوهشی است که نقش تئوری چشم‌انداز را در حوزه ارزش‌گذاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده است. دوم، نتایج این پژوهش می‌تواند به توسعه حوزه دانش ارزش‌گذاری رفتاری و سنتی منجر شود. از این رو، باتوجه به جدید و نوپا بودن کاربردهای تئوری چشم‌انداز، این پژوهش بتواند به سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش‌گذاری شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران کمک زیادی کند. با توجه به اینکه واکنش سرمایه‌گذاران به افشای داده‌های حسابداری در قیمت سهم منعکس می‌شود و تابع ارزش سرمایه‌گذاران می‌تواند بر اساس تئوری مازاد تمیز یا تئوری چشم‌انداز شکل بگیرد، هدف پژوهش حاضر بررسی مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز در بورس اوراق بهادار تهران است. در ادامه مقاله، نخست مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح و سپس فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شود. بعد از بیان روش پژوهش، یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود و در نهایت نتیجه‌گیری و بحث ارائه می‌شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در نخستین تئوری‌های ارزش‌گذاری مالی بیان شده است که ارزش سهم شرکت برابر با ارزش فعلی تمام سودهای تقسیمی یا جریان نقد آزاد است. فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) نشان داد که ارزش شرکت تابعی از داده‌های حسابداری است. در مدل ارزش‌گذاری سود باقی‌مانده فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) سه فرض اصلی وجود دارد. فرض نخست این است که افراد عقاید همگن دارند و فرصت آربیتراژ وجود ندارد. فرض دوم این است که رابطه مازاد تمیز بین ارزش دفتری، سود و سود تقسیمی وجود دارد. فرض سوم این است که پویای اطلاعات خطی وجود دارد. با در نظر گرفتن این مفروضات می‌توان نشان داد که ارزش بازار سهم تابعی از ارزش دفتری و ارزش فعلی سودهای باقی مانده است. فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) با مطرح کردن تئوری مازاد تمیز فرض می‌کند که ارزش بازار شرکت با ارزش دفتری و سود خالص مرتبط است. بر این اساس رابطه تئوری مازاد تمیز به شرح رابطه (۱) تدوین می‌گردد:

$$BV_t = BV_{t-1} + E_t - D_t \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱)، BV_t بیانگر ارزش دفتری در پایان سال، BV_{t-1} نشان‌دهنده ارزش دفتری در ابتدای سال، E_t بیانگر سود خالص و D_t نشان دهنده سود تقسیمی است. براین اساس، در تئوری مازاد تمیز ارزش سهم تابعی خطی از ارزش دفتری و سود هر سهم در نظر گرفته می‌شود (Kothari, 2001).

تئوری چشم‌انداز توسط کانمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) معرفی گردید. کانمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) به منظور سنجش تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران و مشخص کردن نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط عدم اطمینان اقدام به ارائه تئوری چشم‌انداز نمودند. آنها معتقد هستند که مغز انسان تحت تأثیر عامل‌های اجتماعی و روانشناسی و شرایط ریسکی و عدم اطمینان قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر، کانمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) به جای مطرح کردن رفتار غیر منطقی افراد، اشاره دارند که عوامل فردی از جمله درک، ریسک، عدم اطمینان، عدم تقارن اطلاعاتی، تمایل به کسب سود، ترس از زیان و توانایی‌های شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. از این رو، این عوامل ممکن است تأثیر منفی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و قیمت سهام داشته باشد (Penman and Zhu, 2022). تئوری چشم‌انداز چهار عنصر اصلی دارد که شامل وابستگی به مرجع^۱، زیان‌گریزی^۲، تقلیل حساسیت^۳ و وزن احتمال^۴ است (Barberis, 2013). در تئوری چشم‌انداز، تصمیم‌گیری نسبت به کسب سود یا زیان با توجه به یک نقطه مرجع صورت می‌گیرد. بر این اساس، می‌توان ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم را به عنوان نقطه مرجع در نظر گرفت (Swanson and Alltizer, 2019). عنصر دوم زیان‌گریزی به این موضوع اشاره دارد که احساس نارضایتی در ضرر و زیان بیش از احساس رضایت از کسب سود است. عنصر سوم، تقلیل حساسیت است که بر اساس آن تابع ارزش در شرایط زیان به صورت محدب و در شرایط سود به صورت معقر است. در نهایت، عنصر چهارم نشان دهنده وزن احتمال است. بر اساس این جزء فرض می‌شود که افراد رویکرد وزن احتمال را در تابع مطلوبیت مورد استفاده قرار می‌دهند. بر اساس این چهار عنصر می‌توان فرض کرد که تابع ارزش افراد از طریق یک نقطه مرجع شکل می‌گیرد و شکل تابع ارزش به صورت S می‌باشد. در تئوری مطلوبیت مورد انتظار، افراد تنها از ثروت مطلق (برای مثال تئوری مازاد بدون محدودیت) مراقبت می‌کنند و در موقعیت‌های مختلف ثروت آنها نسبی نیست (برای مثال تئوری چشم‌انداز). بنابراین، تئوری چشم‌انداز اشاره دارد که ارزیابی افراد از ارزش شرکت ممکن است به صورت غیر خطی باشد و این در مقابل دیدگاه سنتی است که رفتار سود و قیمت را خطی در نظر می‌گیرد (Swanson and Alltizer, 2019; Ohk and Ju, 2021). اسپینوزا و

1. Reference Dependence
 2. Loss Aversion
 3. Diminishing Sensitivity
 4. Probability Weighting

همکاران (Espinoza et al., 2020) با بررسی نقش تئوری چشم‌انداز در ارزش‌گذاری تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که استفاده از تئوری چشم‌انداز در محاسبه خالص ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌ها موجب بهبود فرایند سرمایه‌گذاری می‌شود. وانگ و همکاران (Wang et al., 2021) نشان دادند که سرمایه‌گذاران در هنگام تعیین ارزش سهام اثرات تئوری چشم‌انداز را لحاظ می‌کنند. حسین‌پور و همکاران (Hosseinpour et al., 2022) به بررسی تأثیر تئوری چشم‌انداز بر رابطه بین ریسک نقدینگی و بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که تئوری چشم‌انداز بر این رابطه تأثیر دارد. علامی و سروش‌یار (Allami and Soroshyar, 2022) به بررسی نقش تئوری چشم‌انداز بر رابطه بین مومنتوم و بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از با اهمیت بودن تئوری چشم‌انداز در توضیح رابطه است. محمد نژاد اقدم و همکاران (Mohammadnejad Aghdam et al., 2022) نشان دادند که اندازه‌گیری بازده سهام را می‌توان با استفاده از متغیرهای جایگزین در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای بهبود بخشید.

در ادامه برخی از پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش بیان می‌شود. یوشیناگا (Yoshinaga, 2022) به بررسی سودمندی سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل‌های ارزش‌گذاری در سطح کشورهای بین‌الملل پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که مدل‌های ارزش‌گذاری برای توضیح قیمت بازار محتوای ارزشی دارند. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که مدل‌های ارزش‌گذاری می‌توانند برای سرمایه‌گذاران سودمند باشند.

سوانسون و آلتیزر (Swanson and Alltizer, 2019) در پژوهشی به مقایسه تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز پرداختند. دوره زمانی پژوهش سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ است. نتایج پژوهش حاکی از این است که تئوری مازاد تمیز بهتر از تئوری چشم‌انداز، قیمت سهم را تعیین می‌کند.

کریادی و همکاران (Karyadi et al., 2019) در پژوهشی به بررسی محتوای اطلاعاتی سود در مدل سود باقی‌مانده پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین سود و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد و از متغیرهای سودهای غیرعادی، سود خالص هر سهم، سود قبل از اقلام غیرمترقبه و سود خالص می‌توان برای اندازه‌گیری سود استفاده کرد.

صالح (Saleh, 2017) به بررسی تجربی مدل ارزش‌گذاری سود باقی‌مانده از سال ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۱ پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که مدل سود باقی‌مانده ارزش‌گذاری را در مقایسه با سایر مدل‌ها بهتر انجام می‌دهد.

هو و همکاران (Ho et al., 2017) اقدام به تحلیل مقایسه‌ای مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر داده‌های حسابداری کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که برای دوره ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۳ مدل سود باقی‌مانده اولسون در مقایسه با مدل سود باقی‌مانده رشدی و مدل سود تقسیمی عملکرد بهتری دارد.

کاریوکی و اویوگی (Kariuki and Oyugi, 2013) به بررسی مدل ارزش‌گذاری سود باقی‌مانده از دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۱ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مدل سود باقی‌مانده در مقایسه با مدل‌های سنتی بهتر است.

سیلوستری و ولتری (Silvestri and Veltri, 2012) به آزمون مدل سود باقی‌مانده در کشور ایتالیا پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از تأیید مدل سود باقی‌مانده در بازار سرمایه ایتالیا است. لطفی و عبدالباقی عطاآبادی (Lotfi and Abdolbaghi Ataabadi, 2021) به تحلیل رفتاری بازده سهام بر اساس مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها در چارچوب نظریه چشم‌انداز پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از این است که نظریه چشم‌انداز تأثیر معناداری بر توضیح مدل‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای دارد.

عسکرزاده و همکاران (Askarzadeh et al., 2018) به مقایسه مدل رفتاری تصویر سهام و مدل‌های سنتی ارزش‌گذاری سهام پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از این است که مدل رفتاری تصویر سهام نسبت به مدل‌های سنتی از توان تبیین‌کنندگی و دقت بالاتری برخوردار است. افلاطونی (Aflatooni, 2016) به بررسی تأثیر مدیریت سود بر عملکرد مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر سود حسابداری پرداخت. نتایج پژوهش وی حاکی از این است مدل سود باقی‌مانده در مقایسه با مدل جریان وجه نقد تنزیل شده عملکرد بهتری دارد. همچنین، نتایج پژوهش حاکی از این است که در شرکت‌های مشکوک به مدیریت سود، عملکرد مدل سود باقی‌مانده به صورت معنی‌داری کمتر از مدل جریان نقد تنزیل شده است.

باقی و همکاران (Baghi et al., 2014) به مقایسه مدل‌های تنزیلی سود تقسیمی، جریان نقد آزاد و سود باقیمانده در ارزشیابی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که برای پیش‌بینی قیمت سهام می‌توان از دو مدل سود باقی‌مانده و سود تقسیمی تنزیلی استفاده کرد.

مجتهدزاده و همکاران (Mojtahed Zadeh et al., 2008) در پژوهشی به بررسی رابطه ارزشی سود و ارزش دفتری بر اساس مدل سود باقی‌مانده پرداختند. نتایج نشان داد که بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و بازده آتی سهام رابطه معناداری وجود دارد. اما قدرت توضیح‌دهندگی این نسبت، در سطح پرتفوی قوی‌تر و بااهمیت‌تر از سطح شرکت است. همچنین، نتایج نشانگر وجود رابطه معنادار بین تغییرپذیری سری‌های زمانی نسبت بازده حقوق صاحبان سهام هر سهم با بازده آتی همان سهم است.

محمود آبادی و بایزدی (Mahmodabadi and Bayazidi, 2009) در پژوهشی تحت عنوان مقایسه قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها پرداخته شد. نتایج نشان می‌دهد که 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.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌توان فرضیه‌های پژوهش حاضر را به شرح زیر بیان

نمود:

- (۱) قدرت توضیح‌دهندگی سود عملیاتی تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است.
- (۲) قدرت توضیح‌دهندگی ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است.
- (۳) قدرت توضیح‌دهندگی ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

جامعه پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای

نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. دوره زمانی پژوهش سال ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۰ است. بر

اساس معیارهای زیر نمونه پژوهش انتخاب گردیده است:

- (۱) پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.
 - (۲) در طول سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۴۰۰ در بورس حضور داشته باشد.
 - (۳) اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- با اعمال معیارهای بالا در نهایت ۱۵۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل پژوهش از مدل پژوهش سوانسون و آلتیزر (Swanson and

Alltizer, 2019) اقتباس شده است:

که P_{it} بیانگر قیمت بازار هر سهم، BV_{it-1} بیانگر ارزش دفتری هر سهم، E_{it} بیانگر سود عملیاتی هر

سهم، CE_{it} نشان دهنده جزء نقدی سود عملیاتی هر سهم، AE_{it} نشان دهنده جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم،

$ArcE_{it}$ نشان دهنده آرک تانژانت سود عملیاتی هر سهم، $ArcCE_{it}$ بیانگر آرک تانژانت جزء نقدی سود عملیاتی

هر سهم، $ArcAE_{it}$ نشان دهنده آرک تانژانت جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم می‌باشد.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 AE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 CE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcAE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcCE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که P_{it} بیانگر قیمت بازار هر سهم، BV_{it-1} بیانگر ارزش دفتری هر سهم، E_{it} بیانگر سود عملیاتی هر سهم، CE_{it} نشان دهنده جزء نقدی سود عملیاتی هر سهم، AE_{it} نشان دهنده جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم، $ArCE_{it}$ نشان دهنده آرک‌تانژانت سود عملیاتی هر سهم، $ArcCE_{it}$ بیانگر آرک‌تانژانت جزء نقدی سود عملیاتی هر سهم، $ArCAE_{it}$ نشان دهنده آرک‌تانژانت جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم می‌باشد.

در این پژوهش جزء اقلام تعهدی عملیاتی هر سهم از تفاوت سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم محاسبه شده است. داده‌های متغیرهای پژوهش به صورت سالانه استخراج گردیده‌است. همچنین، با توجه به اینکه تابع آرک‌تانژانت مشابه تابع ارزش تئوری چشم‌انداز است و به پیروی از پژوهش سوانسون و آلتیزر (Swanson and Alltizer, 2019)، برای اینکه متغیرهای پژوهش بتوانند تئوری چشم‌انداز و غیرخطی بودن متغیر سود عملیاتی را منعکس کنند، لازم است از تابع ریاضی آرک‌تانژانت استفاده شود. از این رو، در این پژوهش ابتدا متغیرهای مستقل محاسبه و سپس بر اساس تابع ریاضی آرک‌تانژانت متغیرهای پژوهش محاسبه شد. به منظور بررسی آزمون‌های فرضیه پژوهش و بعد از تخمین مدل‌ها برای انتخاب مدل با قدرت توضیح‌دهندگی بیشتر از آزمون زد و وونگ استفاده شده است. به عبارت دیگر، اگر نتایج آزمون زد و وونگ **رابطه (۲)** و **رابطه (۵)** مثبت و معنی‌دار باشد، حاکی از این است که قدرت توضیح‌دهندگی **رابطه (۲)** بیشتر است. در مقابل، اگر آزمون زد و وونگ **رابطه (۲)** و **رابطه (۵)** منفی و معنی‌دار باشد، حاکی از این است که قدرت توضیح‌دهندگی **رابطه (۵)** بیشتر است.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این بخش ابتدا نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش بیان می‌گردد و در ادامه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در **جدول (۱)** ارائه شده‌است

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (1) Descriptive statistics

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
قیمت بازار هر سهم	۶۵۴۱/۷۲۹	۳۵۹۰/۰۰۰	۷۶۰۱۷/۰۰۰	۱۰۱۵/۰۰۰	۸۶۷۲/۱۸۱
ارزش دفتری هر سهم	۱۸۸۹/۳۱۶	۱۷۸۸/۵۱۹	۱۴۶۶۶/۷۱۰	-۲۰۲/۳۹۳	۲۷۳۲/۵۲۲
سود عملیاتی هر سهم	۹۶۶/۲۶۸	۵۴۱/۸۴۹	۱۳۸۹۹/۸۹۰	-۱۹۰۳/۹۰۰	۱۴۱۳/۷۷۳
جزء نقدی سود عملیاتی هر سهم	۷۸۸/۵۶۷	۴۷۱/۶۷۳	۲۵۷۶۰/۱۸۰	-۱۳۶۸۹/۹۴۰	۲۶۸۶/۶۳۹
جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم	۱۷۷/۷۰۱	۶۸/۳۹۱	۱۹۸۷۰/۲۵۰	-۱۹۶۹۴/۱۷۰	۲۶۳۸/۱۹۰
آرک‌تانژانت سود عملیاتی هر سهم	۱/۲۰۴	۱/۳۵۱	۱/۵۷۰	-۱/۵۷۰	۰/۹۹۸
آرک‌تانژانت جزء نقدی سود عملیاتی هر سهم	۱/۰۸۸	۱/۱۲۸	۱/۳۷۰	-۱/۲۶۵	۱/۱۲۱
آرک‌تانژانت جزء تعهدی سود عملیاتی هر سهم	۰/۱۸۹	۰/۳۲۶	۰/۵۳۲	-۰/۴۵۱	۱/۵۴۸

نتایج آمار توصیفی پژوهش حاکی از این است که میانگین قیمت هر سهم، ارزش دفتری و سود عملیاتی هر سهم در دوره پژوهش به ترتیب ۶،۵۴۱ و ۱،۸۸۹ و ۹۶۶ ریال است. انحراف معیار قیمت هر سهم، ارزش دفتری و سود عملیاتی هر سهم به ترتیب ۸،۶۷۲ و ۲،۷۳۲ و ۱،۴۱۳ ریال است. قبل از ورود به بخش آزمون فرضیه‌های پژوهش لازم است نتایج آزمون‌های تشخیصی و مفروضات رگرسیون در جدول (۲) مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج آزمون F لیمر حاکی از این است که در سطح خطای ۵ درصد تمام مدل‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیبی برآورد گردد. همچنین، نتایج آزمون خودهمبستگی ولدريج حاکی از این است که در تمام مدل‌های پژوهش خودهمبستگی وجود دارد که برای رفع این مشکل به تمام مدل‌های پژوهش اتو رگرسیو مرتبه اول اضافه شده است. علاوه بر این، نتایج آزمون ناهمسانی واریانس نسبت راست‌نمایی (LR) حاکی از وجود ناهمسانی واریانس در تمام مدل‌های پژوهش داشت. از این رو، به منظور رفع این مشکل تمام تخمین‌های مدل‌ها با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS¹) برازش گردید.

جدول (۲) نتایج آزمون خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس
Table (2) Heteroskedasticity and Autocorrelation tests

آزمون نسبت راست‌نمایی (LR)		آماره ولدريج	
نتیجه آزمون	سطح معنی‌داری	آماره	نتیجه آزمون
مدل اول	۰/۰۰۰	۲۱۳۰/۷۳۰	خودهمبستگی دارد
مدل دوم	۰/۰۰۰	۲۷۱۶/۲۲۰	خودهمبستگی دارد
مدل سوم	۰/۰۰۰	۲۷۵۵/۳۱۰	خودهمبستگی دارد
مدل چهارم	۰/۰۰۰	۲۷۴۴/۵۷۰	خودهمبستگی دارد
مدل پنجم	۰/۰۰۰	۲۷۳۰/۷۰۰	خودهمبستگی دارد
مدل ششم	۰/۰۰۰	۲۷۴۳/۴۱۰	خودهمبستگی دارد

در فرضیه اول پژوهش مطرح گردید که قدرت توضیح‌دهندگی سود عملیاتی تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه اول
Table (3) The results of the first hypotheses test

رابطه (۲) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$			رابطه (۵) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcE_{it} + \varepsilon_{it}$		
عنوان	ضریب متغیر	آماره آزمون t	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر	آماره آزمون t
عرض از مبدأ	۲۳۰۷/۰۹۳	۱۱۱/۹۴۳	۰/۰۰۰	۴۲۹۷/۸۵۵	۱۱۴/۷۰۵
ارزش دفتری هر سهم	۰/۴۲۵	۷۳/۳۸۹	۰/۰۰۰	۱/۳۸۲	۲۰۱/۹۲۵

سود عملیاتی هر سهم	۳/۷۶۲	۳۰۹/۹۳۴	۰/۰۰۰	-	-	-
آرک‌تانژانت سود عملیاتی هر سهم	-	-	-	-۱۵۴/۲۲۰	-۱۰/۲۶۹	۰/۰۰۰
اتو رگرسیو مرتبه اول	۰/۳۸۹	۲۱۴/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۶۲۹	۴۰۶/۴۶۳	۰/۰۰۰

سایر آماره‌های اطلاعاتی

آماره F	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره آمون F	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون
۱۴۰۲۳۵/۵۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۲۳	۲/۱۶۹	۹۰۵۸۴/۴۱۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۶	۲/۲۴۷
آماره زد وونگ	رابطه (۲) نسبت به رابطه (۵)	۶/۳۱۴	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰			

ضریب متغیر سود عملیاتی هر سهم و ضریب متغیر آرک‌تانژانت سود عملیاتی هر سهم به ترتیب ۷۶۲/۳ و ۱۵۴/۲۲۰ است که در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. همچنین، متغیر ارزش دفتری هر سهم در هر دو مدل معنی‌دار است. نتایج آماره زد وونگ برای فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مثبت و معنی‌دار است. نتایج آزمون زد وونگ حاکی از این است که قدرت توضیح‌دهندگی رابطه (۲) بیشتر از رابطه (۵) است؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر، قدرت توضیح‌دهندگی سود عملیاتی تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است.

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه دوم

Table (4) The results of the second hypotheses test

رابطه (۳) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 AE_{it} + \varepsilon_{it}$			رابطه (۶) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcAE_{it} + \varepsilon_{it}$		
عنوان	ضریب متغیر	آماره آزمون t	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر	آماره آزمون t
عرض از مبدأ	۴۱۵۲/۴۵۶	۱۲۱/۵۸۱	۰/۰۰۰	۴۱۴۵/۳۸۷	۱۲۰/۵۸۱
ارزش دفتری هر سهم	۱/۳۶۲	۲۰۱/۰۲۱	۰/۰۰۰	۱/۳۷۴	۲۰۲/۱۴۷
اقلام تعهدی سود عملیاتی هر سهم	۰/۰۵۰	۱۳/۱۸۵	۰/۰۰۰	-	-
آرک‌تانژانت اقلام تعهدی سود عملیاتی هر سهم	-	-	-	-۳۲/۸۶۷	-۴/۳۸۲
اتو رگرسیو مرتبه اول	۰/۶۲۶	۴۰۳/۸۰۴	۰/۰۰۰	۰/۶۲۹	۴۰۵/۳۵۰

سایر آماره‌های اطلاعاتی

آماره F	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره آمون F	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون
۹۰۶۳۰/۹۸۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۶	۲/۱۲۴	۹۰۵۲۴/۸۷۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۶	۲/۲۴۸
آماره زد وونگ	رابطه (۳) نسبت به رابطه (۶)	۲/۶۰۸	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۹			

در فرضیه دوم پژوهش مطرح گردید که قدرت توضیح‌دهندگی ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در **جدول (۴)** ارائه شده‌است.

ضریب متغیر ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم و ضریب متغیر آرک‌تانژانت ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم به ترتیب ۰/۰۵۰ و ۳۲/۸۶۷- است که در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. همچنین، متغیر ارزش دفتری هر سهم در هر دو مدل معنی‌دار است. نتایج آماره زد وونگ برای فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مثبت و معنی‌دار است. نتایج آزمون زد وونگ حاکی از این است که قدرت توضیح‌دهندگی **رابطه (۳)** بیشتر از **رابطه (۶)** است؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر، قدرت توضیح‌دهندگی ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است.

در فرضیه سوم پژوهش مطرح گردید که قدرت توضیح‌دهندگی ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مازاد تمیز از تئوری چشم‌انداز کمتر است. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش در **جدول (۵)** ارائه شده‌است.

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه سوم

Table (5) The results of the third hypotheses test

رابطه (۷) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 ArcCE_{it} + \varepsilon_{it}$		رابطه (۴) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 CE_{it} + \varepsilon_{it}$	
عنوان	ضریب متغیر آماره آزمون t	سطح معنی‌داری	ضریب متغیر آماره آزمون t
عرض از مبدأ	۳۹۳۲/۴۰۳	۰/۰۰۰	۴۰۵۸/۲۲۱
ارزش دفتری هر سهم	۱/۳۶۶	۰/۰۰۰	۱/۳۵۵
ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم	-	۰/۰۰۰	۳۹/۳۳۵
آرک‌تانژانت ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم	۲۰۰/۹۷۰	-	-
آماره زد وونگ	۰/۶۲۸	۰/۰۰۰	۰/۶۲۴
اتو رگرسیون مرتبه اول	۲۰/۲۲۹	۰/۰۰۰	۴۰۰/۹۶۵
سایر آماره‌های اطلاعاتی			
آماره آزمون F	ضریب تعیین	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین
ضریب تعیین	ضریب تعیین	سطح معنی‌داری	ضریب تعیین
۹۱۵۷۶/۲۸۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۲/۲۴۰	۰/۵۱۹	۲/۲۴۰	۰/۵۱۹
۰/۳۵۵	۰/۳۵۵	۰/۳۵۵	۰/۳۵۵
۰/۷۲۲	۰/۷۲۲	۰/۷۲۲	۰/۷۲۲

ضریب متغیر ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم و ضریب متغیر آرک‌تانژانت ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم به ترتیب ۰/۱۴۹ و ۲۰۰/۹۷۰ است که در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. همچنین، متغیر ارزش دفتری هر سهم در هر دو مدل معنی‌دار است. نتایج آماره زد و ونگ برای فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نیست. نتایج آزمون زد و ونگ حاکی از این است که بین قدرت توضیح‌دهندگی رابطه (۴) با رابطه (۷) تفاوت وجود ندارد؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر، قدرت توضیح‌دهندگی ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مزاد تمیز از تئوری چشم‌انداز متفاوت نیستند.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

ارائه و تدوین مدل‌های ارزش‌گذاری از چالش‌انگیزترین مباحث در ادبیات مالی و حسابداری بوده است. فلتهم و اولسون (Feltham and Ohlson, 1995) با در نظر گرفتن تئوری مزاد تمیز نشان داد که داده‌های حسابداری می‌تواند در مدل‌های ارزش‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران بر اساس دیدگاه سنتی و اعتقاد به منطقی بودن رفتار سرمایه‌گذاران بر اساس تابع مطلوبیت مورد انتظار شکل می‌گیرد. به کارگیری این تابع مطلوبیت موجب شده است که در ادبیات حسابداری، تئوری مزاد تمیز مطرح گردد. در مقابل، با مطرح شدن مالی رفتاری و پذیرش رفتار غیر عقلایی در بازار سرمایه موجب شد تابع ارزش بر اساس تئوری چشم‌انداز شکل بگیرد. بر این اساس، به منظور بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به داده‌های حسابداری می‌توان از دو تابع مطلوبیت مورد انتظار و تابع ارزش برای قیمت‌گذاری سهام استفاده نمود. بر این اساس، هدف پژوهش حاضر مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مزاد تمیز با تئوری چشم‌انداز در بازار سرمایه ایران است.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از این است که قدرت توضیح‌دهندگی سود عملیاتی تئوری مزاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است. نتایج این پژوهش با پژوهش سوانسون و آلتیزر (Swanson and Alltizer, 2019) همخوانی دارد. در تحلیل فرضیه اول پژوهش می‌توان اشاره کرد که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش داده‌های حسابداری در ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر اساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار شکل گرفته است. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که قدرت توضیح‌دهندگی ارقام تعهدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مزاد تمیز از تئوری چشم‌انداز بیشتر است. نتایج این پژوهش با پژوهش سوانسون و آلتیزر (Swanson and Alltizer, 2019) همخوانی دارد. تحلیل نتایج فرضیه دوم پژوهش حاکی از این است که در بازار سرمایه ایران برای تعیین ارزش‌گذاری سهام، سرمایه‌گذاران می‌توانند از داده‌های حسابداری بر اساس تئوری مزاد تمیز استفاده نمایند. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که قدرت توضیح‌دهندگی ارقام نقدی سود عملیاتی هر سهم تئوری مزاد تمیز از تئوری چشم‌انداز متفاوت نیستند. نتایج این پژوهش با پژوهش سوانسون و آلتیزر

(Swanson and Alltizer, 2019) همخوانی دارد. تحلیل نتایج فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که قدرت توضیح‌دهندگی اقلام نقدی سود عملیاتی بر اساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار و تئوری تابع ارزش با یکدیگر متفاوت نیستند و سرمایه‌گذاران در هنگام ارزش‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران اقلام نقدی سود عملیاتی را در تئوری ارزش‌گذاری رفتاری و سنتی برابر در نظر می‌گیرند. در کل نتایج پژوهش نشان می‌دهد که برای تعیین قیمت سهم می‌توان از تئوری مازاد تمیز و تئوری چشم‌انداز استفاده نمود؛ ولی قدرت توضیح‌دهندگی تئوری مازاد تمیز بیشتر از تئوری چشم‌انداز است. بر اساس نتایج فرضیه‌های پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای تعیین قیمت سهم از تئوری مازاد تمیز که قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری دارد، استفاده نمایند.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

۷- منابع

- Aflatooni, A. (2016). The effect of earnings management on the performance of accounting earnings-based on valuation models. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 13(50), 177-195. [In Persian]
- Allami, M., & Soroshyar, A. (2022). The Effect of Momentum on the Disposition Effect and Expected Stock Returns in the Framework of Prospect Theory and Mental Accounting Theory. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 45-65. [In Persian]
- Askarzadeh, G., Khaliliaraghi, M., Nikoomaram, H., & Rahnamaye Roodposhti, F. (2018). Comparing the Behavioral Model of Stock Images with Traditional Models in estimating Stock values of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 245-266. [In Persian]
- Baghi, M., Ebrahimi, M., & Nikzad chaaleshtor, GH. (2014). Comparison of dividend models, free cash flow and residual profit in stock valuation of Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*, 6(22), 89-113. [in Persian]
- Barberis, N. C. (2013). Thirty years of prospect theory in economics: A review and assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), 173-196.
- Chehade, S., & Procházka, D. (2023). Value relevance of accounting information in an emerging market: the case of IFRS adoption by non-financial listed firms in Saudi Arabia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.
- Ebrahimi Meimand, M., & Setayesh, M. H. (2015). Clean Surplus Model and Important of Dirty Surplus Items. *Accounting and Auditing Studies*, 4(14), 16-31. [in Persian]
- Espinoza, D., Rojo, J., Cifuentes, A., & Morris, J. (2020). DNPV: A valuation methodology for infrastructure and capital investments consistent with prospect theory. *Construction management and economics*, 38(3), 259-274.

- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.
- Ho, K. C., Lee, S. C., Lin, C. T., & Yu, M. T. (2017). A comparative analysis of accounting-based valuation models. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 561-575.
- Hosseinpour, H., Khodamipour, A., & Pourheidari, O. (2022). The impact of the prospect theory value on the relationship between liquidity risk and returns. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(4), 756-776.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kariuki, B. W., & Oyugi, L. A. (2013). Testing the residual income valuation model in a Nascent stock market: the case of Nairobi securities exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 4(10).1-13.
- Karyadi, H., Subroto, B., Rahman, A. F., & Maski, G. (2019). The value relevance of earning measurement using ohlson model: a meta-analysis. *The International Journal of Accounting and Business Society*, 26(2), 43-80.
- Khajavai, S., Hallaj, M., & Ganji, K. (2017). Prospect Theory use in non-laboratory environment. *Journal of Investment Knowledge*, 5(20), 187-204. [In Persian]
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231.
- Kumari, P., & Mishra, C. S. (2017). A literature review on Ohlson (1995). *Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(2), 28-47.
- Lotfi, M., & Abdolbaghi Ataabadi, A. (2021). Behavioral Analysis of Stock Returns Based on Assets Pricing Models in the Framework of Prospect Theory: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 11(36), 91-118. [In Persian]
- Mahmodabadi, H., & Bayazidi, A. (2009). A Comparison of Explanatory Power between Residual Income Valuation and Abnormal Earnings Growth Models in Determining the Value of Companies. *Accounting and Auditing Review*, 15(54), 101-116. [In Persian]
- Mohammadnejad Aghdam, A., Fazlzadeh, A., Ahmadian, V., & Naghdi, S. (2022). Improving the performance of Fama - French models in predicting expected returns by offering new definitions of risk factors in the Tehran stock exchange. *Advances in Finance and Investment*, 3(9), 29-52. [In Persian]
- Mojtahedzadeh, V., Alavi Tabari, S. Hossein., Ghasemi, Z. (2008). Clean Surplus Accounting: Value Relevance of Book Value and Earnings. *Accounting and Auditing Review*, 15(2), 57-68. [In Persian]
- Ohk, S., & Ju, B. G. (2021). Capitalizing on prospect theory value: The Asian developed stock markets. *Japan and the World Economy*, 57, 101042.

- Penman, S., & Zhu, J. (2022). An accounting-based asset pricing model and a fundamental factor. *Journal of Accounting and Economics*, 73(2-3), 101476.
- Saleh, W. (2017). Empirical estimation of the Residual Income Valuation Model: Profit-Making vs Loss-Making Firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 14-31.
- Silvestri, A., & Veltri, S. (2012). A test of the Ohlson model on the Italian stock exchange. *Accounting & Taxation*, 4(1), 83-100.
- Swanson, Z. L., & Alltizer, R. (2019). A Comparison of the Clean Surplus and Prospect Theory Valuation Models. *Journal of Management Policy and Practice*, 20(1), 95-110.
- Wang, J., Wu, C., & Zhong, X. (2021). Prospect theory and stock returns: Evidence from foreign share markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101644.
- Yoshinaga, Y. (2022). The Investment Usefulness of the Value Relevance Model: International Evidence. *Available at SSRN 3702199*.

COPYRIGHTS

© 2023 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

