



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌ودوم / تابستان ۱۳۹۶

تأثیر خالص هزینه‌های مالی بر روی ارزش شرکت با استفاده از مدل سود باقیمانده در بازار سرمایه

محمدحسین ستایش

دانشیار حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانشگاه شیراز، شیراز، ایران (نویسنده مسئول)
setayesh@shirazu.ac.ir

محمدکیامهر

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز، شیراز، ایران

غلامرضا حاجی زاده

مریی بخش مدیریت، اقتصاد و حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۳

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی ارتباط بین هزینه‌های مالی و ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور در مدل ارزشیابی سود باقیمانده، سود خالص به دو دسته سود عملیاتی و خالص هزینه‌های مالی تقسیم شد. داده‌های ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد بین قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سود هر سهم، ارزش دفتری هر سهم و سود عملیاتی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد. در حالی که بین قیمت سهام و خالص هزینه‌های مالی رابطه معناداری مشاهده نگردید. از آن جایی که بین خالص هزینه‌های مالی و قیمت سهام رابطه معناداری مشاهده نشد پیشنهاد می‌شود که به جای استفاده از مدل سود باقیمانده از مدل سود عملیاتی باقیمانده در ارزشیابی شرکت‌ها استفاده شود. هم‌چنین با توجه به این که بیشتر اقلام مالی در ترازنامه به ارزش منصفانه گزارش می‌شوند می‌توان گفت بین یافته‌های این تحقیق و این عقیده پزن من^۱ که "اقلامی که در تراز نامه به ارزش منصفانه گزارش می‌شوند در ارزشیابی شرکت‌ها نا مرتبط خواهند بود" سازگاری کامل وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: خالص هزینه‌های مالی، سود باقی‌مانده، سود عملیاتی، حسابداری ارزش منصفانه.

۱- مقدمه

به‌کارگیری مدل سود باقیمانده به منظور ارزیابی شرکت‌ها در طول دهه گذشته به شدت گسترش یافته است. به طوری که این مدل هم اکنون به عنوان یک مدل رسمی و پرکاربرد در سراسر دنیا مورد استفاده قرار می‌گیرد. در صورتی که خالص بدهی‌های مالی به ارزش منصفانه گزارش شود مدل سود باقیمانده با مدل سود عملیاتی باقیمانده برابر خواهد شد. با فرض استفاده از روش حسابداری ارزش منصفانه برای خالص بدهی‌های مالی، دیگر پیش‌بینی هزینه‌های مالی لازم نمی‌باشد زیرا تمام سودهای آتی باقیمانده به‌علاوه عملیاتی نسبت داده شده و تمرکز تجزیه و تحلیل بنیادی بر روی سود عملیاتی خواهد بود (بیسلند، ۲۰۱۳).

مدل ارزش‌گذاری مبتنی بر سودهای باقیمانده ارزش شرکت را به عنوان تابعی از ارقام جاری و مورد انتظار حسابداری بیان می‌کند، به طوری که اسکات اولسون^۳ (۲۰۰۱) ارزش شرکت را متأثر از سه عامل ارزش دفتری حقوق مالکان، سودهای باقیمانده و سایر اطلاعات می‌داند تا بتوان با تعیین ارزش نزدیک به ارزش ذاتی، ارزش منصفانه را در بازار سرمایه تعیین نمود.

بر اساس استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، دارایی‌ها و بدهی‌های مالی، هم بر اساس ارزش منصفانه و هم بر اساس ارزش دفتری گزارش می‌شوند. در عین حال در نظام‌های اقتصادی که تغییرات نرخ بهره در آن‌ها به کندی صورت می‌گیرد بین ارزش دفتری و ارزش منصفانه تفاوت عمده‌یی وجود نخواهد داشت (پن‌من، ۲۰۱۳). سوال مطرح شده در این تحقیق این است که آیا ارزش خالص اقلام مالی به اندازه کافی به ارزش منصفانه آن‌ها نزدیک می‌باشد تا سود عملیاتی باقیمانده تقریب مناسبی از سود باقیمانده باشد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- مدل سود باقیمانده و سود عملیاتی باقیمانده

ارزش یک شرکت تجاری برابر است با ارزش فعلی عایدات آتی آن. بر اساس رویکرد شمول کلی تغییرات در ارزش دفتری خالص دارایی‌های شرکت برابر است با سود خالص منهای سود تقسیمی. در واقع بر اساس رویکرد شمول کلی مدل سود باقیمانده به صورت زیر خواهد بود:

$$V_0^E = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(EARN_t - r_E \times B_{t-1})}{(1 + r_E)^t}$$

که در آن:

- V: ارزش خالص دارایی‌های شرکت در زمان t
- B: ارزش دفتری خالص دارایی‌های شرکت در زمان t
- r: نرخ بازده مورد انتظار
- EARN: سود خالص شرکت

بر اساس مدل سود باقیمانده، خالص دارایی‌های شرکت برابر است با ارزش دفتری خالص دارایی‌ها به اضافه ارزش فعلی سود مازاد آتی. سود مازاد برابر است با تفاوت بین سود شرکت و بازده مورد انتظار شرکت بر اساس ارزش دفتری خالص دارایی‌های شرکت (بیسلند، ۲۰۱۳).

اگر اقلام ترازنامه بر اساس ارزش منصفانه گزارش شوند آنگاه ارزش دفتری و ارزش منصفانه خالص دارایی‌های شرکت برابر خواهد شد و سود مازاد معادل صفر می‌شود. در عین حال بر اساس قواعد محافظه‌کارانه حسابداری عمدتاً ارزش دفتری دارایی‌ها کمتر و بدهی‌ها بیشتر ارزیابی می‌شوند. بنابراین انتظار می‌رود سود مازاد آتی شرکت بیشتر از صفر باشد.

هم‌چنین می‌توان مدل سود باقیمانده را برای تک‌تک اقلام ترازنامه به صورت جداگانه محاسبه نمود. که در این صورت ارزش خالص دارایی‌های شرکت برابر با جمع ارزش دفتری تک‌تک اقلام به علاوه سود مازادی است که انتظار می‌رود هر یک از اقلام ایجاد کنند. سود مازاد برای اقلامی که به ارزش منصفانه گزارش می‌شوند به احتمال زیاد نادیده گرفته می‌شود زیرا سود مازاد این اقلام، احتمالاً ناچیز یا برابر صفر می‌باشد (پن‌من، ۲۰۱۳). در اغلب کشورها، حسابداری اقلام عملیاتی بسیار محافظه‌کارانه می‌باشد. به عنوان مثال اموال ماشین‌آلات و تجهیزات بصورت تسریعی مستهلک می‌شوند که باعث می‌شود ارزش دفتری این اقلام در ترازنامه کمتر از ارزش منصفانه آن‌ها شود. علاوه بر این دارایی‌های نامشهود در اغلب اوقات کمتر از ارزش واقعی شان ارزیابی یا اصلاً شناسایی نمی‌شوند. هم‌چنین در حسابداری بدهی‌ها، بسیار محافظه‌کارانه عمل می‌شود به طوری که بدهی‌های عملیاتی و ذخایر قانونی به ندرت کمتر از واقع ارزیابی می‌شوند. در عین حال در بسیاری از موارد از جمله در استانداردهای گزارشگری بین‌المللی، تمایل بیشتری به سمت استفاده از ارزش‌های منصفانه برای دارایی‌ها و بدهی‌های مالی دیده شده است (هرناندز، ۲۰۰۴).

استدلال اولیه در دفاع از این رویکرد این است که استفاده از ارزش‌های منصفانه باعث می‌شود ارزش این اقلام در ترازنامه به روز باشد و سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی بتوانند ارزیابی دقیق‌تری از وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت داشته باشند (خورانا و مینگ‌سان، ۲۰۰۳). اگر اقلام مالی در ترازنامه به ارزش منصفانه گزارش شود، آنگاه سود مازاد این اقلام در آینده صفر خواهد بود. بنابراین این اقلام در پیش‌بینی عایدات آتی در نظر گرفته نمی‌شوند (پن‌من، ۲۰۱۳). در این صورت تمامی سود‌های مازاد آتی شرکت مربوط به اقلام عملیاتی خواهد بود. بنابراین در صورت استفاده از ارزش‌های منصفانه برای اقلام مالی در ترازنامه، مدل سود باقیمانده به صورت زیر در خواهد آمد:

$$V_0^E = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(OI_t - r_f \times NOA_{t-1})}{(1 + r_f)^t}$$

که در معادله بالا :

OL: سود عملیاتی؛ NOA: خالص دارایی‌های عملیاتی و r : نرخ بازده مورد انتظار.

سود مازاد عملیاتی برابر است با تفاوت بین سود عملیاتی شرکت و بازده مورد انتظار خالص دارایی‌های عملیاتی. در صورتی که شرکت دارای اقلام مالی در ترازنامه خود باشد نرخ بازده مورد انتظار اقلام مالی و نرخ بازده اقلام عملیاتی متفاوت خواهد بود (پن‌من، ۲۰۱۳).

علاوه بر پیش‌بینی آسان‌تر، مزیت دیگر مدل سود عملیاتی باقیمانده در مقایسه با مدل سود باقیمانده نرخ بازده مورد انتظار می‌باشد (بیسلند، ۲۰۱۳). به عقیده پن‌من^۱ (۲۰۱۳) اگر این نظریه میلر^۲ و مودیلیانی^{۱۱} که اظهار می‌دارند: "تامین مالی شرکت‌ها هیچ تأثیری بر روی میانگین بهای تمام شده سرمایه‌گذاری ندارد"؛ درست باشد؛ با فرض عدم تغییر ریسک عملیاتی شرکت در سال‌های آتی؛ می‌توان از یک نرخ تنزیل ثابت برای تمام سال‌ها استفاده نمود. این در حالی است که نرخ بازده مورد انتظار خالص دارایی‌ها که در مدل سود باقیمانده مورد استفاده قرار می‌گیرد با تغییر نسبت بدهی تغییر می‌کند. بنابراین این نرخ در اغلب اوقات می‌بایست در هر سال به صورت جداگانه محاسبه شود.

با توجه به مباحث مطرح شده می‌توان نتیجه گرفت که استفاده از نظام حسابداری ارزش منصفانه برای اقلام مالی باعث می‌شود فرآیند ارزشیابی شرکت آسان‌تر گردد. زیرا از یک سوبه دلیل حذف اقلام مالی در فرآیند ارزشیابی نیازی به پیش‌بینی خالص هزینه‌های مالی نمی‌باشد و از سوی دیگر نرخ بازده مورد انتظار شرکت برای تمامی سال‌ها یکسان می‌باشد (بیسلند، ۲۰۱۳).

با این حال تقریباً هیچ نظام حسابداری، تأکید صرف بر روی استفاده از ارزش‌های منصفانه اقلام مالی ندارد. در عین حال این بحث مطرح است که دامنه حسابداری ارزش منصفانه در نظام‌های مدرن حسابداری به اندازه‌ای می‌باشد تا مدل سود عملیاتی باقی مانده تقریب مناسبی از مدل سود باقی مانده شود (پن‌من^۱، ۲۰۱۳).
براین اساس می‌توان نتیجه گرفت که اگر دامنه ارزش منصفانه در حسابداری دارایی‌ها و بدهی‌های مالی قابل ملاحظه باشد آنگاه می‌توان از مدل سود عملیاتی باقیمانده به جای مدل سود باقیمانده استفاده نمود زیرا در مدل سود عملیاتی باقیمانده هم از نرخ بازده یکسانی برای تمامی سال‌ها استفاده می‌شود و هم رویکرد ساده‌تری در فرآیند ارزشیابی شرکت ارئه می‌دهد (بیسلند^{۱۲}، ۲۰۱۳).

بر اساس استانداردهای گزارش‌گری مالی بین‌المللی به‌جز سرمایه‌گذاری‌هایی که در دسته نگهداری تا سررسید طبقه بندی می‌شوند، بقیه سرمایه‌گذاری‌ها به ارزش منصفانه گزارش می‌شوند. باید توجه داشت که زمانی از ارزش‌های منصفانه برای ارزشیابی دارایی‌ها مالی استفاده می‌شود که این ارزش‌ها قابل اتکا و در یک بازار رسمی معامله شده باشد. در اغلب اوقات حسابداری بدهی‌ها بر اساس بهای تمام شده تاریخی انجام می‌شود این در حالی است که حسابداری دارایی‌های مالی عمدتاً بر اساس ارزش منصفانه می‌باشد. بنابراین کاملاً روشن است که استانداردهای گزارش‌گری بین‌المللی بر استفاده ترکیبی از بهای تمام شده تاریخی و ارزش منصفانه تأکید دارد. در بازارهایی که تغییرات نرخ بهره به کندی صورت می‌گیرد بهای تمام شده تاریخی به احتمال زیاد تفاوت چندانی با ارزش منصفانه نخواهد داشت (پن‌من^{۱۳}، ۲۰۱۳).

بنابراین به احتمال زیاد جمع ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های مالی بر اساس استانداردهای گزارش‌گری بین‌المللی، در بازارهایی که تغییرات نرخ بهره به کندی صورت می‌گیرد، تقریباً با ارزش منصفانه آن‌ها برابر خواهد بود تا مدل سود عملیاتی باقیمانده تقریب مناسبی از مدل سود باقی مانده شود (بیسلند، ۲۰۱۳).

۲-۲- پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر و به دلایل مختلفی از جمله توسعه اقتصاد جهانی، رشد سریع فناوری اطلاعات و نرخ بالای تورم، استفاده از بهای تمام شده تاریخی با انتقادهایی روبه‌رو شده است. گروهی از صاحب‌نظران از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری استفاده کرده و معتقدند به سبب برخوردار نبودن اطلاعات تاریخی از ویژگی مربوط بودن، استفاده از بهای تاریخی قادر به پاسخ‌گویی به نیازهای سرمایه‌گذاران (به‌عنوان استفاده‌کنندگان اصلی صورتهای مالی) نیست، بنابر این با استفاده از بهای تاریخی نمی‌توان تصویری درست و منصفانه از عملکرد و وضعیت مالی شرکت به دست آورد (ثقفی، ۱۳۸۱).

حسابداری ارزش منصفانه به صورت تاریخی موضوعی بحث برانگیز بوده است (نیسیم و پن‌من^{۱۳}، ۲۰۰۸؛ گویلیان و جکسون^{۱۴}، ۲۰۰۸) و بحث پیرامون آن پس از بحران مالی اخیر شدت یافته است (هیلپرن^{۱۵} و همکاران، ۲۰۰۹). بسیاری عقیده دارند یکی از عوامل ایجاد بحران مالی اخیر حسابداری ارزش منصفانه می‌باشد (هاترلی و رژمار^{۱۶}، ۲۰۱۱). سقوط ارزش‌های سهام به طور کلی و ابزارهای مالی باعث شد شرکت‌هایی که به طور مستقیم درگیر این بحران نبودند نیز به شدت متضرر شوند. ارائه سودهای غیر واقعی و نمایشی باعث سقوط قیمت‌ها در بازارهای مالی گردید. اگر بازارهای مالی در طول بحران نارکارآمد می‌بودند، سقوط قیمت‌ها باعث ایجاد یک موج منفی در بازار جهانی می‌گردید و از آنجا که سقوط قیمت‌ها باعث کاهش شدید سرمایه بانک‌ها می‌شود به احتمال فراوان این موج منفی تا اندازه‌ی بی‌بافت فروش اجباری دارایی‌ها گردید (لاوکس و لیوز^{۱۷}، ۲۰۱۰). در مقابل این داستان، سناریوی حساب بازار سهام وجود دارد. استفاده از ارزش‌های منصفانه ممکن است به این امر منجر شود که ارزش اوراق بهادار بر اساس اطلاعات صورت‌های مالی بیش از واقع ارزیابی و باعث ایجاد حساب در بازار گردد. بنابر این چه در زمانی که بازار دچار حساب است و چه در زمانی که بازار دچار رکود و بحران می‌باشد، این اطلاعات موجود در صورت‌های مالی است که می‌تواند عدم صحت قیمت‌های بازار را تایید یا رد نماید. (نیسیم و پن‌من، ۲۰۰۸).

از طرفی گزارش‌های مبتنی بر حسابداری ارزش منصفانه توجه سهامداران را به ارزش حقوق آنها جلب می‌کند و وظیفه مباشرت را بهبود می‌بخشد. حسابداری ارزش منصفانه همچنین برافشای کامل تاکید دارد و با شفافیت سازگار است (بارلیو و هاداد^{۱۸}، ۲۰۰۳).

روش سود باقیمانده (مازادخالص) به دنبال پویایی سودخالص است (تاری وردی و داغانی، ۱۳۸۹). بر اساس مدل سود باقیمانده، ارزش شرکت تابعی از سود حسابداری و ارزش دفتری شرکت می‌باشد. پن‌من^{۱۹} (۱۹۹۸) و ژانگ^{۲۰} (۲۰۰۰) نشان دادند که چگونه ارزش‌های دفتری با عواید در فرایند ارزش‌گذاری شرکت ترکیب می‌شوند. ارزیابی مجدد اقلام مالی، هم ارزش دفتری و هم عایدات را از طریق تغییر ارزش‌های جاری در ترازنامه شرکت‌ها، تحت تاثیر قرار می‌دهد. در عین حال سرمایه‌گذاران اثرات حسابداری این تجدید ارزیابی‌ها را کاملاً درک نمی‌کنند که این امر احتمالاً منجر به تغییر قیمت سهام در مقاطع معین خواهد شد. سرمایه‌گذاران ممکن است اثر ارزیابی مجدد را دو چندان کنند، بدین صورت که قیمت سهام شرکت ممکن است یک بار به‌خاطر تغییر ارزش دفتری و یک بار به‌خاطر تجدید نظر در انتظارات آتی سودآوری شرکت تغییر کند.

اثرات احتمالی تجدید ارزیابی از طریق بررسی نسبت P/E سنجیده می‌شود. این در حالی است که ارزیابی مجدد مقطعی بوده و نمی‌تواند دلیلی برای تغییر در انتظارات آتی سرمایه‌گذاران باشد (رونن^{۲۱}، ۲۰۰۸؛ دانبولت^{۲۲}، ۲۰۰۸).

تحقیقات گذشته نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران حداقل در کوتاه مدت به رقم آخر سود توجه و به نظر نمی‌رسد آن‌ها اثرات ارزیابی مجدد و بخش‌های تشکیل‌دهنده سود حسابداری را درک کنند. (اسلوان^{۲۳}، ۱۹۹۶).

مسئله دیگری که اخیراً در مورد اندازه‌گیری اقلام مالی مطرح شده است ترکیب دو نظام حسابداری بهای تمام شده و ارزش منصفانه می‌باشد. به عقیده بسیاری بر خورد دوگانه و کاملاً متضاد با اقلامی که دارای ویژگی‌های یکسان می‌باشند غیرمنطقی به نظر می‌رسد. ترکیب دو نظام حسابداری ارزش منصفانه و بهای تمام شده بر خلاف اصل تطابق در حسابداری می‌باشد (نیسیم و پن‌من، ۲۰۰۸).

نیسیم^{۲۴} و پن‌من (۲۰۰۸) شرایطی را مطرح کرده‌اند که در صورت وجود آن شرایط نظام حسابداری ارزش منصفانه سودمندی لازم را خواهد داشت. محور اصلی این شرایط این است که ارزش دارایی‌ها و بدهی‌ها باید تک‌تک باید بر اساس قیمت‌های بازار و بدون در نظر گرفتن ملاحظات مربوط به تأثیرپذیری عملکرد شرکت از این ارزیابی‌ها انجام شود.

لاوکس و لیوز^{۲۵} (۲۰۱۰) معتقدند زمانی که ارزش‌های منصفانه در متن صورت‌های مالی آورده نمی‌شوند میتوان ارزش‌های منصفانه را در یادداشت‌های توضیحی افشا نمود.

گوپلیان و جاکسون^{۲۶} (۲۰۰۸) در تحقیق خود با بررسی ارزش‌های منصفانه در متن صورت‌های مالی به این نتیجه رسیدند که چنین رویکردی مانع از استفاده از ارزش‌های منصفانه غیر قابل اتکا در محاسبه سود شده و هم‌چنین به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که خودشان این انتخاب را داشته باشند که این اقلام را در ارزش‌یابی شرکت دخالت دهند یا خیر.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) با بررسی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری در تعیین قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که اولاً بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به وسیله سود تعیین می‌شود، ثانیاً قدرت توضیح دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری، به خاطر سود است، ثالثاً ارزش دفتری در مقایسه با سود از قدرت توضیح دهندگی مناسبی برخوردار نیست.

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

محمودآبادی (۱۳۸۵) با بررسی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۳ الی ۱۳۸۲ با روش ترکیبی به این نتیجه رسید که مدل ارزش‌گذاری اولسون (۱۹۹۵) که به یک روش دینامیک مشهور است به خوبی توانایی پیش‌بینی ارزش شرکت را دارد.

وکیلان و همکاران (۱۳۸۸) با بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سود باقیمانده در پیش‌بینی سود هر سهم به این نتیجه رسیدند که بین سود باقیمانده و سود هر سهم سال آتی رابطه معنی‌داری وجود دارد ولی بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

تهرانی و رهنما فلاورجانی (۱۳۸۵) با بررسی معیارهای ارزیابی P/E و P/B و عملکرد آنها با استفاده از مدل سود باقیمانده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که نسبت P/B هم بستگی مثبتی با بازده حقوق صاحبان سهام دارد و نسبت P/E با رشد عایدات همبستگی مثبتی دارد.

۳- پرسش‌ها و فرضیات پژوهش

با توجه به مباحث مطرح شده ما در این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای این سوال اساسی می‌باشیم که آیا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدل سود عملیاتی باقی مانده می‌تواند تقریب مناسبی از مدل سود باقی مانده باشد؟

بدین منظور در مدل سود باقی مانده، سود خالص شرکت به دو بخش عملیاتی و اقلام مالی تفکیک شد و رابطه بین سود عملیاتی و خالص اقلام مالی با ارزش شرکت با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. در واقع ما در این مرحله به دنبال یافتن پاسخی برای این سوالات می‌باشیم که: آیا بین ارزش شرکت و خالص اقلام مالی رابطه‌ای وجود دارد؟ آیا بین ارزش شرکت و سود عملیاتی رابطه‌ای وجود دارد؟

در صورتی که نتایج نشان دهنده این باشد که بین خالص اقلام مالی و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود ندارد و هم چنین بین سود عملیاتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد، می‌توان نتیجه گرفت مدل سود عملیاتی باقی مانده تقریب مناسبی برای مدل سود باقی مانده خواهد بود. بنا بر این فرضیات این پژوهش بشرح زیر می‌باشد:

- ۱) بین ارزش شرکت و خالص اقلام مالی رابطه معناداری وجود دارد
- ۲) بین ارزش شرکت و سود عملیاتی رابطه‌ای وجود دارد
- ۳) مدل سود عملیاتی باقی مانده تقریب مناسبی برای مدل سود باقی مانده می‌باشد.

۴- روش شناسی پژوهش

از آن جایی که هدف ما در این تحقیق بررسی ارتباط بین خالص هزینه‌های مالی و قیمت سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده می‌باشد از روش رگرسیون خطی چند متغیره (در سطح خطای ۵ درصد) استفاده شد. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار اویوز^{۲۷} و بصورت پانل استفاده گردید.

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق از آن جایی که ارزش دفتری اقلام و سود حسابداری بر اساس صورت‌های مالی ارائه شده در پایان سال محاسبه شده است؛ از قیمت سهام شرکت‌ها در تاریخ ۲۹ اسفند استفاده گردید.

- دوره زمانی این تحقیق ۵ ساله می باشد که شرکت‌های مورد بررسی باید ویژگی‌های زیر را داشته باشند:
- (۱) پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - (۲) شرکت در دوره مورد بررسی (۱۳۸۹-۱۳۹۳) تغییر سال مالی نداشته باشد.
 - (۳) شرکت تا پایان سال مالی ۱۳۸۹ در بورس اوراق تهران پذیرفته باشد و تا پایان سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار فعال باشد.
 - (۴) معاملات سهام به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد.
 - (۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.
- با توجه به موارد فوق، داده‌های مالی ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت.

۵- الگوهای پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در آن

در مدل سود باقیمانده خالص ارزش شرکت تابعی از ارزش دفتری خالص دارایی‌ها و سود حسابداری می‌باشد. بنابراین مدل تجربی مورد استفاده بر این اساس بصورت زیر خواهد بود (کولینز^{۲۸} و همکاران، ۱۹۹۷):

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در معادله فوق :

P: قیمت سهام شرکت i در زمان t؛ BPS: ارزش دفتری هر سهم؛ EPS: سود هر سهم.

در صورتی که کلیه اقلام ترازنامه به ارزش منصفانه گزارش شوند ضریب رگرسیون BPS برابر یک و ضریب رگرسیون EPS برابر صفر خواهد شد. در عین حال بر اساس نظام حسابداری محافظه کارانه ارزش دفتری هر سهم طبیعتاً کمتر از ارزش بازار هر سهم خواهد بود. در نتیجه انتظار می رود ضریب رگرسیون EPS بزرگتر از صفر باشد.

همانطور که می دانیم سود خالص شرکت شامل سود عملیاتی و خالص اقلام مالی می‌باشد. ما در این تحقیق بصورت تجربی تاثیر خالص هزینه‌های مالی را بر روی ارزشیابی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادیم. بنابراین سود شرکت را به دو بخش سود عملیاتی و خالص اقلام مالی تفکیک نمودیم:

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 OIPS_{i,t} + \beta_3 FINPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در معادله بالا:

OIPS: سود عملیاتی هر سهم؛ FINPS: خالص هزینه‌های مالی هر سهم

اگر ارزش دفتری خالص بدهی‌های مالی شرکت به‌طور قابل ملاحظه‌ای از ارزش منصفانه‌شان متفاوت باشد، خالص هزینه‌های مالی بخشی از سود مازاد شرکت بوده و در ارزشیابی آن دخیل خواهد بود. که این امر منجر خواهد شد ضریب رگرسیون FINPS در معادله حاصله به‌طور قابل ملاحظه‌ای از صفر فاصله داشته باشد.

در صورتی که خالص بدهی‌های مالی شرکت به ارزش منصفانه یا نزدیک به آن گزارش شود خالص هزینه‌های مالی بخشی از سود مازاد شرکت نخواهد بود. در این صورت خالص هزینه‌های مالی در ارزشیابی شرکت نامرتب و ضریب رگرسیون FINPS در معادله حاصله صفر یا بسیار نزدیک به صفر خواهد بود (بیسلند^{۲۹}، ۲۰۱۳).

۶- یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۱ داده‌های توصیفی متغیرهای تحقیق شامل میانگین، میانه، ماکزیموم و مینیمم و انحراف استاندارد آورده شده است. لازم به ذکر است به منظور اجتناب از ایجاد داده‌های پرت در تجزیه تحلیل نتایج رگرسیون، ماکزیموم و مینیمم دیتاها که تغییرات فاحشی داشتند از تجزیه و تحلیل‌ها حذف گردیده است. در جدول شماره ۲ میزان همبستگی بین متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی بین متغیرهای تحقیق و قیمت سهام (به جز خالص هزینه‌های مالی FINPS) به طور قابل ملاحظه‌ای بالا می‌باشد. در عین حال همبستگی مثبت بین خالص هزینه‌های مالی و قیمت سهام تا اندازه‌ی دور از ذهن می‌باشد. در واقع این همبستگی به ما می‌گوید هرچه خالص هزینه‌های مالی بیشتر باشد قیمت سهام نیز بیشتر خواهد بود

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	P	BPS	EPS	OIPS	FINPS	N
میانه	۴۴۴۴/۵۸۲	۲۲۱۶/۳۲۵	۷۸۷/۵۲۶۲	۹۹۵/۱۵۴۱	۲۲۷/۴۲۳	۶۱۰
میانگین	۲۸۵۷	۱۸۸۲	۵۶۴	۷۱۹/۵	۱۳۸/۵	۶۱۰
ماکزیموم	۲۷۵۶۷	۱۳۳۸۶	۶۹۲۶	۶۷۹۰	۲۲۸۶	۶۱۰
مینیموم	۳۰۲	۶۵	-۱۱۲۴	-۵۳۵	۳	۶۱۰
انحراف معیار استاندارد	۴۳۰۴/۰۸۸	۱۲۵۰/۴۸۳	۸۲۸/۵۹۴۱	۹۱۴/۰۵۲۳	۲۶۸/۸۰۵۹	۶۱۰

p: قیمت سهام BPS: ارزش دفتری سهام EPS: سود هر سهم OIPS: سود عملیاتی هر سهم FINPS: خالص هزینه‌های مالی هر سهم

جدول شماره ۲- همبستگی متغیرها

	P	BPS	EPS	OIPS	FINPS
P	۱				
BPS	۰/۶۹۴۸۰۲	۱			
EPS	۰/۸۱۵۱۳۴	۰/۷۸۹۰۸۵	۱		
OIPS	۰/۷۹۹۱۸۴	۰/۷۱۸۲۸۸	۰/۸۹۴۲۷۶	۱	
FINPS	۰/۱۰۶۱۷۴	۰/۱۱۹۹۷۲	۰/۰۴۸۶۵۱	۰/۳۰۶۶۳	۱

p: قیمت سهام BPS: ارزش دفتری سهام EPS: سود هر سهم OIPS: سود عملیاتی هر سهم FINPS: خالص هزینه‌های مالی هر سهم

در جدول شماره ۳ نتایج رگرسیون آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد که در مدل شماره (۱) ضریب رگرسیون برای BPS و EPS به ترتیب ۰/۶۰ و ۱,۷۶ می‌باشد که برای هر دو متغیر به طور قابل ملاحظه‌ی بالا می‌باشد. همچنین ضریب رگرسیون برای EPS به نسبت BPS بالاتر می‌باشد. بنابراین ضریب بالاتر برای EPS نشان دهنده این است که بین EPS و قیمت سهام ارتباط بیشتری وجود دارد. در نتیجه می‌توان گفت که ارقام موجود در ترازنامه به ارزش منصفانه یا ارزشی نزدیک به آن گزارش نمی‌شوند. همچنین می‌توان نتیجه گرفت از آن جا که استفاده از قواعد حسابداری محافظه کارانه برای ارقام عملیاتی باعث می‌شود ارزش دفتری این ارقام به مراتب کمتر از ارزش منصفانه آن‌ها شود؛ منجر به ایجاد سود مازاد در سال‌های آتی خواهد شد. ضریب R^2 اصلاح شده برای مدل شماره (۱)، ۰/۸۰ می‌باشد که نشان‌دهنده میزان معناداری این مدل می‌باشد.

جدول شماره ۳ - نتایج رگرسیون چند متغیره

متغیرها	مدل (۱)		مدل (۲)		مدل (۳)	
	Coefficient	t-Value	Coefficient	t-Value	Coefficient	t-Value
Intercept	۱۷۱۹/۹۱	۶/۵۷	۱۰۰۸/۵۹	۳/۵۱	۱۲۲۴/۸۹	۴/۷۲
BPS	۰/۶۰	۴/۲۷	۰/۵۶	۴/۱۲	۰/۵۵	۴/۱۰
EPS	۱/۷۶	۷/۷۶				
OIPS			۱/۹۶	۸/۹۲	۲/۰۰	۹/۱۳
FINPS			۱/۱۲	۱/۷۴		
Adj. R2	۰/۸۰		۰/۸۰		۰/۸۰	
N	۶۱۰		۶۱۰		۶۱۰	

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۱}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 OIPS_{i,t} + \beta_3 FINPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۲}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 OIPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل ۳}$$

در مدل شماره (۲) جایی که سود به دو قلم سود عملیاتی و خالص هزینه‌های مالی شکسته می‌شود، ضریب رگرسیون برای BPS و OIPS و FINPS به ترتیب ۰/۵۶، ۱,۹۶ و ۱,۱۲ می‌باشد. مقایسه مدل (۱) و مدل (۲) نشان می‌دهد t-Value برای BPS در هر دو مدل تقریباً برابر می‌باشد. همچنین مقایسه مقادیر t-Value برای OIPS و EPS نشان‌دهنده ارتباط بیشتر سود عملیاتی با ارزش شرکت می‌باشد. ضریب R^2 اصلاح شده برای مدل شماره (۲)، نیز ۰/۸۰ می‌باشد که نشان‌دهنده میزان معناداری این مدل می‌باشد.

با توجه به اینکه در مدل شماره (۲) نتایج نشان داد که رابطه‌ی بین خالص هزینه‌های مالی شرکت و ارزش آن وجود ندارد بنابراین می‌توان خالص هزینه‌های مالی را در مدل ارزشیابی حذف نمود. در مدل شماره (۳) ضریب رگرسیون برای BPS و OIPS به ترتیب ۰/۵۵ و ۲ می‌باشد که برای هر دو متغیر به طور قابل ملاحظه‌ی بالا می‌باشد. میزان t-Value برای OIPS در مدل شماره (۳) بالاترین مقدار می‌باشد که این امر نشان‌دهنده این است که بر اساس استانداردهای حسابداری ارزش ارقام عملیاتی به طور قابل ملاحظه‌ی با ارزش منصفانه آن‌ها تفاوت دارد. ضریب R^2 اصلاح شده برای مدل شماره (۳)، نیز ۰/۸۰ می‌باشد که نشان‌دهنده میزان معناداری بالای این مدل می‌باشد.

۷- نتیجه گیری و بحث

نتایج این تحقیق به ما نشان داد که سود عملیاتی به منظور ارزشیابی قیمت سهام بسیار مفیدتر می‌باشد. یافته‌های این تحقیق هم‌چنین با این موضوع که، استفاده گسترده از حسابداری بهای تمام شده تاریخی برای ارقام عملیاتی باعث می‌شود سودهای باقیمانده آتی، بخشی از سود عملیاتی باشند، سازگاری کامل دارد. به عبارت دیگر ترازنامه اطلاعات کافی پیرامون ارزش منصفانه خالص دارایی‌های عملیاتی نشان نمی‌دهد. با این حال نتایج این تحقیق نشان داد بین خالص هزینه‌های مالی شرکت‌ها و قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج این تحقیق در واقع این مساله را تقویت می‌کند که احتمالاً در نظام گزارش‌گری مالی، خالص دارایی‌های مالی نزدیک به ارزش منصفانه گزارش می‌شود. هم‌چنین نتایج نشان داد مدل سود عملیاتی باقیمانده تقریب مناسبی از مدل ارزش‌یابی سود باقیمانده می‌باشد.

فهرست منابع

- * پورحیدری، امید؛ سلیمانی امیری، غلامرضا و صفاجو محسن؛ (۱۳۸۴) "بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره؛ ۴۲؛ ۱۹-۳
- * تاروی‌وردی، یداله؛ داغانی، رضا (۱۳۸۹)، "بررسی روشهای سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه‌ی شرکت در بازار سرمایه"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۱۵، ص. ۱۷-۳۰
- * تهرانی؛ رضا؛ رهنما فلاورجانی؛ روح اله (۱۳۸۵) "معیارهای ارزیابی P/E و P/B و عملکرد آن‌ها با استفاده از مدل سود باقی مانده در بور اوراق بهادار تهران"؛ پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی سال ششم شماره ۲۲ پاییز ۱۳۸۵
- * ثقفی، علی، "نقد بهای تاریخی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۰، زمستان ۱۳۸۱
- * محمود آبادی، حمید (۱۳۸۵)؛ "ارزیابی متغیرهای بنیادی در تعیین ارزش شرکت‌ها"؛ پایان نامه دکتری حسابداری؛ دانشگاه علامه طباطبائی

- * محمودآبادی حمید و بایزیدی انور (۱۳۸۷)، "مقایسه‌ی قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۱۰۱: ۱۱۶-۵۴
- * وکیلان آغویی؛ مهدی؛ ودیعی؛ حمد حسین و حسینی معصوم، محمدرضا (۱۳۸۸) "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سود باقی مانده در پیش بینی سود هرسهم سال آتی"؛ تحقیقات مالی دوره ۱۱ شماره ۲۷ بهار و تابستان ۱۳۸۸
- * Barlev, B. and J. R. Haddad. (2003). "Fair Value Accounting and The Management of The Firm." Critical perspective on accounting, Vol. 14. PP. 383-415.
- * Barth, M. E., & Taylor, D. (2010). "In defense of fair value: Weighing the evidence on earnings management and asset securitizations". Journal of Accounting & Economics, 49, 26-33
- * Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1996). "Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No". 107. Accounting Review, 71, 513-537
- * Beisland, L. A. (2013) "Equity valuation in practice: The influence of net financial expenses." Accounting Forum, in press.
- * Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). "Changes in the value-relevance Of earnings and book values over the past forty years." Journal of Accounting & Economics, 24, 39-67
- * Danbolt, J., & Rees, W. (2008). "An experiment in fair value accounting: UK investment vehicle." European Accounting Review, 17, 271-303
- * Gwilliam, D., & Jackson, R. H. G. (2008). "Fair value in financial reporting: Problems and pitfalls in practice: A case study analysis of the use of fair valuation at Enron." Accounting Forum, 32, 240-259
- * Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2006). "Value destruction and financial reporting decisions." Financial Analysts Journal, 62, 27-39
- * Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). "The economic implications of corporate financial reporting." Journal of Accounting & Economics, 40, 3-73.
- * Hatherly, D., & Kretschmar, G. (2011). "Capital and income financialization: Accounting for the 2008 financial crisis." Accounting Forum, 35, 209-216
- * Heilpern, E., Haslam, C., & Andersson, T. (2009). "When it comes to the crunch: What are the drivers of the US banking crisis?" Accounting Forum, 33, 99-113.
- * Hernández Hernández, F. G. (2004). "Another step towards full fair value accounting for financial instruments." Accounting Forum, 28, 167-179
- * Laux, C., & Leuz, C. (2010). "Did fair-value Accounting contribute to the financial crisis?" Journal of Economic Perspectives, 24, 93-118
- * Khurana, I. K., & Myung-Sun, K. (2003). "Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies." Journal of Accounting & Public Policy, 22, 19-42
- * Nissim, D., & Penman, S.H. (2008). "Principles for the application of fair value accounting white paper number 2." Center for Excellence in Accounting and Security Analysis: Columbia Business School.
- * Scott Ohlson's "Clean Surplus Theory on the Measurement Perspective on Decision Usefulness", Chapter 6 on accounting theory 2001.
- * Penman, S. H. (1998). "Combining earnings and book value in equity valuation." Contemporary Accounting Research, 15, 291-324.

- * Penman, S. H. (2013).” Financial statement analysis and security valuation (fifth ed.).” New York: McGraw-Hill.
- * Penman, S. H. (2007). “Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?” In Accounting & Business Research. UK: Wolters Kluwer.
- * Ronen, J. (2008).” To fair value or not to fair value: A broader perspective.” Abacus, 44, 181–208.
- * Sloan, R. G. (1996). “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?” Accounting Review, 71, 289–315.
- * Zhang, X.-J. (2000).” Conservative accounting and equity valuation.” Journal of Accounting & Economics, 29, 125–149

یادداشت‌ها

- ¹ . Penman
- ² . Beisland
- ³ . Scott Ohlson
- ⁴ .PENMAN
- ⁵ . penman
- ⁶ . Hernández
- ⁷ . Khurana & Myung-Sun
- ⁸ . PENMAN
- ⁹ . MILLER
- ¹⁰ . MODIGLIANI
- ¹¹ . penman
- ¹² . Beisland
- ¹³ . NISSIM &PENMAN
- ¹⁴ . Gwilliam & Jackson
- ¹⁵ . Heilpern
- ¹⁶ . Hatherly & Kretzschmar
- ¹⁷ . Laux & Leuz
- ¹⁸ . Barlev & Haddad
- ¹⁹ . PENMAN
- ²⁰ . ZHANG
- ²¹ . Ronen
- ²² . Danbolt
- ²³ . Sloan
- ²⁴ . NISSIM &PENMAN
- ²⁵ . Laux & Leuz
- ²⁶ . Gwillia & Jackson
- ²⁷ . -EVIEWS
- ²⁸ . Collins
- ²⁹ . Beisland