

نقش سود و ارزش دفتری در ارزیابی قیمت سهام و تعیین رابطه آن با سود پیش‌بینی شده

دکتر محسن خوش‌طینت

عضو هیأت‌علمی دانشگاه علامه طباطبائی

مهدی رضایی

عضو هیئت علمی دانشگاه خلیج فارس بوشهر

چکیده

سود به عنوان یکی از اقلام بسیار مهم صورتهای مالی توجه بسیار زیادی را به خود جلب کرده است و تحقیقات زیادی که حول و حوش و جنبه‌های مختلف سود صورت می‌گیرد نشان از اهمیت بسیار زیاد آن است. در این مقاله سعی شده است استمرار سود به عنوان عاملی اساسی و تاثیرگذار در امر تصمیم‌گیری و قیمت سهام مدنظر قرار گیرد. بدین منظور با در نظر گرفتن سه سطح سود: سود عملیاتی، سود خالص و سود پیش‌بینی هر سهم به بررسی رابطه استمرار سود و توان توجیه قیمت بوسیله سود توجه شده است. از دیگر اقلام صورتهای مالی که در دهه‌های اخیر مدنظر قرار گرفته است، ارزش دفتری هر سهم می‌باشد که با ارائه مدل‌های ارزیابی سهام که ارزش دفتری را به عنوان عاملی مربوط تلقی کرده‌اند نقش این قلم

پررنگ‌تر شده‌است. از این‌رو در این مقاله به بررسی توان توجیه قیمت بوسیله ارزش دفتری در شرایطی که استمرار سود زیاد یا کم است نیز پرداخته شده‌است. نتایج نشان می‌دهد، در شرایطی که استمرار، افزایش می‌یابد توان توجیه قیمت بوسیله سود نیز افزایش می‌یابد که فرضیه مربوط در این خصوص در تمام سطوح مختلف سود عملیاتی، سود خالص و سود پیش‌بینی تایید شده‌است. اما در مورد ارزش دفتری فرضیه مربوط مبنی بر این که با کاهش استمرار سود، توان توجیه قیمت بوسیله ارزش دفتری افزایش می‌یابد، رد شده‌است.

کلیدواژه‌ها: قیمت سهام، سود هر سهم، ارزش دفتری، استمرار سود.

مقدمه

با توجه به پتانسیل‌های خالی در بازار سرمایه ایران و توان جذب این سرمایه‌ها از یک سو و تلاش مسئولین و دست‌اندرکاران امر برای گسترش هر چه بیشتر بازار سرمایه در سال‌های اخیر، زمینه‌ساز تحقیقات بازار سرمایه در ایران می‌باشد. با در نظر گرفتن عوامل تاثیرگذار متعدد در این بازار و تغییرات مداوم این عوامل در گذر زمان لزوم انجام این‌گونه تحقیقات بیشتر آشکار می‌گردد. این تحقیقات از یک سو می‌تواند به عنوان راهنمایی مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار گیرد که با استفاده از مکانیزمها و متغیرهای آزمون شده و مطمئن‌تری راجع به امر سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری نمایند. از سوی دیگر مسئولین و دست‌اندرکاران با استفاده از این تحقیقات می‌توانند با در نظر گرفتن الزامات افشاء موجب شفافیت بیشتر بازار شده و زمینه جذب بیشتر سرمایه را فراهم آورند و در نتیجه به اهداف خود مبنی بر استفاده از پتانسیل‌های خالی موجود در بازار سرمایه، دست یابند. در این میان تحقیقاتی که به بررسی رفتار قیمت سهام و عوامل تاثیرگذار در آن می‌پردازند از اهمیت بسزایی برخوردارند. چرا که قیمت سهام و تغییرات آن به عنوان معیار ارزش شرکت - حال

چه این معیار به ارزش ذاتی شرکت نزدیک باشد یا نباشد- به مانند سایر بازارها، شکل‌دهنده تمام رفتارهای موجود در بازار سرمایه است.

پیشینه تحقیق

تحقیق‌های مبتنی بر مربوط بودن سود و ارزش دفتری

موخرجی و کیم^۱ (۱۹۹۷)، رابطه بازده و متغیرهای بنیادی را در کره مورد مطالعه قرار داد. متغیرهای مستقل تحقیق شامل بتا، نسبت‌های ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار آن (B/M)، ارزش دفتری بدهی به ارزش بازار سهام (D/E)، نسبت سود به قیمت سهم (E/P)، ارزش بازار حقوق سهامداران (MVE) و نسبت فروش به ازای هر سهم به قیمت سهم (S/P) مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق به شرح زیر بود:

۱) بازده سهام با B/M, S/P, D/E رابطه مثبت و معناداری دارد.

۲) بازده سهام با اندازه شرکت رابطه منفی و معنادار دارد.

۳) بازده سهام با E/P رابطه مثبت و با بتا رابطه منفی دارد ولی معنادار نیست.

فاما و فرنچ^۲ (۱۹۹۲) در تحقیقات خود اثبات کردند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M) در امریکا قوی‌ترین رابطه را با بازدهی دارد.

گروت و گسپر^۳ (۲۰۰۲) رابطه بین بازده مورد انتظار سهام، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را در پنج کشور آسیایی، هند، کره، مالزی، تایوان و تایلند مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان داد که رابطه‌ای قوی بین اندازه شرکت و بازده در همه کشورهای فوق وجود دارد. همچنین رابطه قابل توجه و مستقیمی بین ارزش دفتری به ارزش بازار در کشورهای کره، مالزی و تایلند مشاهده گردید.

1 - Mokherji & Kime

2 - Fama & Frech

3 - Grote & Gispere

آقای بیور^۱ (۱۹۹۸) تحقیقی انجام داد که بر نقش متفاوت صورت سود و زیان و ترانزنامه تاکید داشت. آنها نشان دادند که در شرایط بد مالی ارزش دفتری اطلاعات مربوطتری نسبت به سود ارائه می‌کند و در شرایط کلی مربوط بودن ارزش دفتری به میزان دارایی غیرقابل شناسایی در شرکت‌ها و صنایع مختلف بستگی دارد. به این ترتیب که هر چه دارایی غیرقابل شناسایی کمتر باشد، ارزش دفتری شاخص مربوطتری خواهد بود.

آقای لنسیمن^۲ (۱۹۹۹) مدل اولسن را با اطلاعات سود نقدی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که سود نقدی اطلاعاتی مربوط ارائه می‌کند اما در شرایطی که اقلام غیرمستمر درآمد زیاد باشد، سود نقدی شاخص بهتری است.

این طرز تفکر از آقای میلر و مولیانی در سال ۱۹۵۹ ارائه شد که سود نقدی هر سهم در مقایسه با سود هر سهم ممکن است همبستگی بیشتری با سود آینده شرکت داشته باشد. آنها چنین بیان داشتند که سود گزارش شده کوتاه‌مدت است و بنابراین با موارد تصادفی و انحرافات زیادی روبرو است و از این‌روست که سود جاری معیار ناقصی برای پیش‌بینی سودهای آتی است لذا عوامل مداخله‌گر بالقوه بر قدرت پیش‌بینی آن اثر معکوس دارد و سرمایه‌گذاران منطقی این را در نظر می‌گیرند. بعلاوه معیارهای دیگری وجود دارد که شاخص اندازه‌گیری صحیح‌تری را ارائه می‌کند و بنابراین آنها اعتقاد داشتند که سود نقدی سهام شاخص بهتری نسبت به سود سهام است.

در تحقیقی از پنمان^۳ در سال ۱۹۹۵ نشان داد، زمانی که نسبت E/B بالاست، نقش ارزش دفتری در تعیین ارزش شرکت بسیار مشخص‌تر است و ارزش دفتری می‌تواند بخش زیادی از ارزش سهام را توجیه نماید.

1 -Biver

2 -Lensman

3 -Penman

در سال ۱۹۹۵ در بررسی جان از شرکتهای زیان‌ده این چنین نشان داد که از بین متغیرهای حسابداری این ارزش دفتری است که می‌تواند ارزش شرکت را بهتر توجیه نماید.

در سال ۱۹۹۸ بریت^۱ با استفاده از متغیرهای مبتنی بر حسابداری به بررسی سلامت مالی شرکتها پرداخت و به این نتیجه رسید که افزایش قدرت توجیه ارزش دفتری در ارزیابی ارزش شرکت، نشانگر سلامت مالی بیشتر شرکت می‌باشد.

در سال ۲۰۰۱ ریچارد بریف به بررسی این موضوع پرداخت که آیا ارزش دفتری با سود نقدی توان بیشتری برای توجیه قیمت سهام دارند یا ارزش دفتری و سود هر سهم؟ تاکید ایشان بر این بوده است که بازار در تصمیمات خود سود نقدی را بیشتر مدنظر قرار می‌دهد یا سود هر سهم را؟ نتایج نشان داد که اولاً ارزش دفتری و سود نقدی اغلب توان توجیهی مشابه ارزش دفتری و سود هر سهم داشته‌اند. ثانیاً برای شرکتهایی با سود غیرمستمر بالاتر، سود نقدی نسبت به سود هر سهم قدرت توجیه بیشتری در تبیین قیمت سهام داشته است.

در سال ۱۹۹۷ وایز و کولینز بر اساس تحقیقات اولسن و فلتمن در سال ۱۹۹۵ به بررسی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که طی ۴۰ سال گذشته از مربوط بودن سود هر سهم در پیش‌بینی قیمت سهام کاسته شده و برمربوط بودن ارزش دفتری افزوده گردیده است.

در سال ۱۹۹۵ برناد^۲ به بررسی مدل‌های تنزیلی (DDM) و مقایسه آنها با مدل سود باقی مانده (RIVM) در ارزیابی قیمت سهام پرداخت و به این نتیجه رسید که مدل مبتنی بر سود باقی مانده قدرت بیشتری در توجیه قیمت سهام دارد.

در سال ۱۹۹۹ کولینز به بررسی این موضوع پرداخت که از بین ارزش دفتری و ارزش تصفیه شرکت کدامیک می‌تواند شاخص بهتری برای سود نرمال آتی شرکت و در نتیجه قیمت باشد که مطابق با انتظارات، ارزش دفتری شاخص مناسب‌تری

1 -Brite

2 -Bernarde

بوده‌است، البته در مورد شرکت‌هایی که در تداوم فعالیت آنها شک وجود داشته ارزش تصفیه شاخص بسیار مناسب‌تری بوده است.

کامران چن^۱ در سال ۱۹۹۶ به بررسی رابطه نسبت ROE و ارزش سهام ۴۷ شرکت بزرگ پرداخت و به این نتیجه رسید که تغییرات در ROE بیش از ۴۵٪ تغییرات قیمت سهام را پیش‌بینی می‌کند.

لیفر و ویسی^۲ (۱۹۹۸) رابطه Q توپین را با میزان خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران برای نمونه‌های متشکل از ۳۷۱ شرکت بررسی کرد. نتیجه این که همبستگی معناداری بین افزایش Q توپین وقتی به سمت یک میل می‌کند و میزان معامله سهام در بورس وجود دارد.

رچاردسون و همکاران (۲۰۰۱) با تاکید بر ارزش نهایی براساس پیش‌بینی تحلیلگران، با انتخاب نمونه‌ای از سال ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۶ به ارزیابی مدل اولسن پرداختند آنها به جای استفاده از مفهوم ثبات (استمرار) سود که در مدل اولسن برای پیش‌بینی سود عملیاتی از سود پیش‌بینی شده تحلیل‌گران استفاده کردند و به این ترتیب پیش‌بینی واقعی‌تری از ارزش شرکت ارائه دادند. چرا که مدل اولسن و با عوامل مربوط موجود در آن، معمولاً ارزش شرکت را کمتر از واقع ارزیابی می‌کرد که با این تغییر این ایراد تا اندازه‌ای مرتفع شد.

نوع دوم تحقیقات که بر اساس مدل اولسن شکل گرفت تحقیقات در مورد پیش‌بینی سود آتی به عنوان عامل اصلی در تخمین سرفظی شرکت بود. به این دلیل تحقیقات که به ارتباط اجزای صورتهای مالی و بازدهی سهام می‌پرداخت، افزایش یافت. لیو^۳ در سال ۱۹۹۳ نشان داد که چطور "علائم بنیادی"^۴ برگرفته از صورتهای مالی از قبیل تغییرات در فروش، حسابهای دریافتی، موجودی کالا، سود ناخالص و

1 -Kamran Chen

2 -Liffer & wishy

3 -Lev

4 -Fundamental Signals

هزینه سرمایه می‌تواند در پیش‌بینی بهتر سود سال آتی ما را یاری رساند. میرز^۱ در سال ۱۹۹۹ خواست از سایر عوامل نیز در پیش‌بینی استفاده نماید. وی دریافت برخی از آنها نمی‌توانند، فاکتور مناسبی در پیش‌بینی سود آتی شرکت باشند و در نتیجه این فاکتورها نمی‌توانند با عنوان عاملی مربوط وارد مدل ارزیابی شرکت (مازاد پاک) شوند.

گریستین تن^۲ (۲۰۰۴) به بررسی نقش ارزش دفتری و سود در ارزیابی ارزش شرکت پرداخت. در این تحقیق با تاکید در مورد مربوط بودن ارزش دفتری و سود بر نقش متفاوت آنها در تبیین سلامت مالی شرکتها پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که سود تلفیقی نسبت به ارزش دفتری مربوطتر می‌باشد. دوم این که ارزش دفتری تلفیقی عامل مربوطتری در شرکت‌های با وضعیت عادی، نسبت به شرکت‌های ورشکسته ارائه می‌کند. سوم اینکه ارزش دفتری نماینده بازده مورد انتظار آتی در شرکتها با وضعیت عادی است در حالی که این مسئله برای شرکت‌های ورشکسته صادق نیست.

تدوین فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های تحقیق به شکل زیر تدوین شده‌است:

- ۱- بین قدرت سود سال جاری در توجیه قیمت سهام با انحراف در پیش‌بینی سود به طور همزمان، رابطه منفی وجود دارد.
- ۲- بین قدرت ارزش دفتری سهام در توجیه قیمت سهام با انحراف در پیش‌بینی سود به طور همزمان، رابطه مثبت وجود دارد.

1 - Myers

2 - Chistine Tan

متغیرهای تحقیق

الف- متغیر مستقل: متغیر مستقل اصلی تحقیق قیمت سهام است که با استفاده از متغیر واسطه‌ای PRDCHGt (که در ادامه به بحث در مورد آن توضیح داده می‌شود) به بررسی روابط آن با متغیرهای وابسته پرداخته می‌شود بر این اساس قیمت سهام در آخر اسفند ماه برای سالهای مورد بررسی مبنای محاسبات بوده که تعدیلات لازم به منظور حفظ قابلیت مقایسه قیمت‌ها اعمال گردیده است.

ب-۱- سود عملیاتی هر سهم EPS₀: سود عملیاتی سودی است که نشان‌دهنده تمام فعالیت‌های عملیاتی و عادی شرکت طی یک سال مالی است و شرکت به منظور کسب چنین سودی تاسیس شده‌است که در صورت سود و زیان به صورت جداگانه نشان داده می‌شود. با تقسیم سود عملیاتی بر تعداد سهام شرکت، سود عملیاتی هر سهم به عنوان عاملی وارد مدل می‌شود که البته تعدیلات لازم جهت حفظ قابلیت مقایسه لحاظ گردیده‌است. منظور از قابلیت مقایسه در مورد شاخص PRDCHG است، چرا که در صورت کسر مربوط به این شاخص، سود سال جاری از سود سال قبل کم می‌شود، حال در صورتی که افزایش سرمایه داشته باشیم، سود این دو سال با هم قابل مقایسه نیستند که در این صورت با اعمال افزایش سرمایه در سود سال قبل، سودها هم وزن و قابل مقایسه شده‌اند. این تعدیل در مورد سود خالص و سود خالص پیش‌بینی شده نیز اعمال شده است.

ب-۲- سود خالص هر سهم EPS: سودی که نشان‌دهنده تمام فعالیت‌های شرکت طی یک سال مالی است و به عنوان آخرین رقم در صورت سود و زیان ارائه می‌گردد. که با تقسیم سود خالص بر تعداد سهام شرکت به عنوان عاملی وارد مدل ارزیابی می‌گردد و تعدیلات لازم جهت حفظ قابلیت مقایسه در آن لحاظ گردیده است.

ب-۳- سود خالص پیش‌بینی شده هر سهم EEPS: سودی است که نشان‌دهنده برآورد مدیریت از سود آتی شرکت را نشان می‌دهد و از حاصل کل سود پیش‌بینی

شده بر تعداد سهام حاصل می‌شود. که در اینجا اولین پیش‌بینی مدیریت شرکت به عنوان مبنای محاسبه وارد مدل شده است.

ب-۴- ارزش دفتری هر سهم BV: ارزش دفتری بیان‌کننده ارزش شرکت براساس اصل بهای تمام شده تاریخی است و حاصل تقسیم حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام شرکت می‌باشد که تعدیلات لازم جهت حفظ قابلیت مقایسه در آن انجام شده است.

روش تحقیق

روش تحقیق، همبستگی می‌باشد، یعنی بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون، و روش‌شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

در این تحقیق با استفاده از مفهوم استمرار سود به بررسی شرکت‌های نمونه توجه شده است. با توجه به شرایط تحقیق از دو رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک و رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور کلی با دو دید گذشته‌نگر و آینده‌نگر در آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. که در ادامه توضیح هر کدام از رویکردها و نحوه آزمون فرضیه‌های تحقیق داده می‌شود.

رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک

در این رویکرد تجزیه و تحلیل داده‌های آماری برای هر سال به طور جداگانه انجام می‌شود و آمارهای مورد آزمون به طور جداگانه، برای هر سال مورد بررسی قرار می‌گیرد، لذا بر این اساس می‌توان گفت که فرضیه‌های تحقیق در چه سالی از دوره تحقیق پذیرفته و در چه سالی رد شده است.

۱- رویکرد گذشته‌نگر

در رویکرد گذشته‌نگر معیار ثبات سود براساس اطلاعات سود سال قبل مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به این موضوع که ثبات (استمرار) سود در سطوح

مختلف سود حسابداری می‌تواند مورد بررسی قرار گیرد و نحوه همبستگی آنها آزمون شود، لذا ما به این منظور از دو سطح سود بسیار مهم در حسابداری بهره برده‌ایم. در مدل مورد استفاده از سود عملیاتی و سود خالص به صورت جداگانه استفاده شده است.

۱-۱- رویکرد گذشته‌نگر مبتنی بر سود عملیاتی: در این مدل با تاکید بر سود عملیاتی هر سهم به عنوان مبنا و شاخص تصمیم‌گیری استفاده شده است. در این روش از فرمول زیر بهره برده شده است:

$$PRDCHG_{10} = \frac{|EPS_{.t} - EPS_{.t-1}|}{LOG(TA_t)}$$

$PRDCHG_{10}$: متغیری است که با استفاده از آن شرکت‌های نمونه را به دو گروه تقسیم نموده، و بوسیله آن قدرت توجیه سود سهام و ارزش دفتری بررسی می‌شود. این متغیر به عنوان معیاری برای ثبات (استمرار) سود شرکت، مدنظر قرار می‌گیرد. نکته قابل توجه اینکه برای بدست آوردن این متغیر از قدر مطلق انحراف سود دو سال متوالی استفاده می‌گردد و به این ترتیب هم انحراف مثبت و هم انحراف منفی در مدل لحاظ می‌گردد. هرچه مقدار این متغیر کمتر باشد، استمرار سود عملیاتی شرکت، بیشتر است و برعکس.

EPS_{0t} : سود عملیاتی هر سهم در سال مورد بررسی است.

EPS_{0t-1} : سود عملیاتی هر سهم مربوط به سال قبل است.

$LOG(TA_t)$: لگاریتم مبنای ده کل داراییهای شرکت در سال مورد بررسی است.

مدل بالا برای همه شرکت‌های نمونه محاسبه می‌گردد.

این مدل برای هر یک از شرکتها به طور جداگانه محاسبه شده و از آن به عنوان شاخص انتخاب پرتفوی استفاده می‌گردد. چون استمرار سود امری نسبی است و با توجه به شرایط خرد و کلان اقتصادی وضعیت شرکت تغییر می‌کند، پس به طور مطلق نمی‌توان گفت که شرکت استمرار سود دارد یا خیر. لذا استمرار سود را تنها می‌توان با مقیاسهای بیشتر، کمتر، متوسط، در مقایسه با سایر شرکتها و توجه به

شرایط مختلف سنجید. برای این منظور ابتدا PRDCHG to کلیه شرکتها محاسبه و از کوچک به بزرگ مرتب می‌شود، سپس شرکتهایی که از میانه پایین‌تر باشد، در یک پرتفوی (استمرار سود بیشتر) و شرکتهایی که از حد میانه PRDCHG to آنها بزرگتر باشد در پرتفوی دیگر (استمرار سود کمتر) قرار می‌گیرد. به این ترتیب شرکتهای نمونه برای هر سال به طور جداگانه به دو پرتفوی ۳۸ شرکتی تقسیم می‌شود. گروه اول شرکتهایی که دارای PRDCHG to پایین‌تری است که بنابراین مدل این گروه از شرکتها دارای ثبات سود بیشتری بوده و آزمون همبستگی در آنها احتمالا همبستگی بیشتر بین سود و قیمت را نشان می‌دهد. گروه دوم شرکتهایی که دارای PRDCHG to بالاتری می‌باشند که مطابق این مدل احتمالا همبستگی بین سود عملیاتی و قیمت سهام کاهش می‌یابد. علاوه بر این همبستگی سود عملیاتی و قیمت سهام در کل نمونه را نیز می‌توان بررسی نمود تا به عنوان معیار مقایسه دو گروه باشد.

برای آزمون فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون دومتغیره، متغیر دیگری (ارزش دفتری) وارد مدل می‌شود که احتمالا جبران‌کننده کاهش ایجاد شده در توان توجیه سود در گروه دوم می‌باشد، لذا با استفاده از رگرسیون دومتغیره به بررسی همبستگی همزمان سود عملیاتی و ارزش دفتری با قیمت سهام در سطح پرتفوی بالا، پایین و کل نمونه پرداخته می‌شود.

۱-۲- رویکرد گذشته‌نگر مبتنی بر سود خالص: در این مدل با تاکید بر سود خالص هر سهم به عنوان مبنا و شاخص تصمیم‌گیری، به آزمون فرضیه‌ها می‌پردازیم. در این روش از فرمول زیر استفاده شده است:

$$PRDCHG_m = \frac{|EPS_t - EPS_{t-1}|}{\text{LOG}(TA_t)}$$

PRDCHG_m: در این مدل با استفاده از قدر مطلق انحراف سود سال جاری با سود سال گذشته بر لگاریتم داراییها به معیاری جهت ثبات سود خالص شرکت دست می‌یابیم. هر چه مقدار این متغیر کمتر باشد، استمرار سود خالص شرکت، بیشتر است و برعکس.

EPS t: سود خالص مربوط بر هر سهم می‌باشد که حاصل تقسیم سود خالص شرکت در سال مورد بررسی بر تعداد سهام شرکت است.

EPS t-1: سود خالص مربوط به هر سهم در سال قبل می‌باشد که حاصل تقسیم سود سال گذشته بر تعداد سهام شرکت است.

LOG (TA t): لگاریتم مبنای ده کل داراییهای شرکت در سال مورد بررسی است.

همان‌طور که گفتیم، استمرار سود امری نسبی است و با توجه به شرایط خرد و کلان اقتصادی و وضعیت شرکت تغییر می‌کند، پس به طور مطلق نمی‌توان گفت که شرکت استمرار سود دارد یا خیر. لذا استمرار سود را تنها می‌توان با مقیاسهای بیشتر، کمتر، متوسط، در مقایسه با سایر شرکتها و توجه به شرایط مختلف سنجید. برای این منظور ابتدا PRDCHGtn کلیه شرکتها محاسبه و از کوچک به بزرگ مرتب می‌شود، سپس شرکتهایی که از میانه پایین‌تر باشد، در یک پرتفوی (استمرار سود بیشتر) و شرکتهایی که از حد میانه PRDCHGtn آنها بزرگتر باشد در پرتفوی دیگر (استمرار سود کمتر) قرار می‌گیرد. لذا براساس شاخص PRDCHGtn شرکتها به دو پرتفوی بالا و پایین تقسیم می‌شود. برای این دو پرتفوی فرض بر این است که برای پرتفوی نخست که دارای PRDCHGtn پایین‌تر است استمرار سود بیشتر و برای پرتفوی دوم که دارای PRDCHGtn بالاتر است استمرار سود کمتر می‌باشد. با استفاده از رگرسیون یک متغیره به بررسی ضریب تعیین T در گروه بالا، پایین و با توجه به مدل PRDCHGtn و در سطح کل نمونه می‌پردازیم.

برای آزمون فرضیه دوم، با استفاده از رگرسیون دومتغیره، متغیر دیگری (ارزش دفتری) وارد مدل می‌شود که احتمالاً جبران‌کننده کاهش ایجاد شده در توان توجیه سود در گروه دوم می‌باشد، که با استفاده از رگرسیون دومتغیره به بررسی همبستگی همزمان سود خالص و ارزش دفتری با قیمت سهام در سطح پرتفوی بالا، پایین و کل نمونه می‌پردازیم.

۲- رویکرد آینده‌نگر

در رویکرد آینده‌نگر معیار ثبات سود براساس اولین سود خالص پیش‌بینی سال بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به این موضوع که ثبات (استمرار) با معیاری متفاوت از گذشته مورد بررسی می‌گیرد، لذا رویکرد آینده‌نگر مدل به صورت زیر تعدیل می‌شود:

$$PRDCHG_{if} = \frac{|EEPS_t - EPS_t|}{\text{LOG}(TA_t)}$$

EEPS_t: اولین سود پیش‌بینی شده هر سهم توسط مدیریت است.
EPS_t: سود تحقق یافته پایان سال موردنظر که در مجامع شرکت مورد تصویب قرار گرفته است.

LOG (TA_t): لگاریتم داراییها در مقطع پایان سال مورد نظر است.
PRDCHG_{tf}: شاخصی است که براساس آن با استفاده از سود پیش‌بینی شده سال بعد و سال مورد نظر معیاری را جهت ثبات سود ارائه می‌کند. هر چه مقدار این متغیر کمتر باشد، استمرار سود پیش‌بینی شرکت، بیشتر است و برعکس. همان‌طور که گفتیم، استمرار سود امری نسبی است و با توجه به شرایط خرد و کلان اقتصادی و وضعیت شرکت تغییر می‌کند، پس به طور مطلق نمی‌توان گفت که شرکت استمرار سود دارد یا خیر. لذا استمرار سود را تنها می‌توان با مقیاسهای بیشتر، کمتر، متوسط، در مقایسه با سایر شرکتها و توجه به شرایط مختلف سنجید برای این منظور ابتدا PRDCHG_{tf} کلیه شرکتها محاسبه و از کوچک به بزرگ مرتب می‌شود، سپس شرکتهایی که از میانه پایین‌تر باشد، در یک پرتفوی (استمرار سود بیشتر) و شرکتهایی که از حد میانه PRDCHG_{tf} آنها بزرگتر باشد در پرتفوی دیگر (استمرار سود کمتر) قرار می‌گیرد. لذا براساس این شاخص شرکتها به دو پرتفوی بالا و پایین تقسیم می‌شود. برای این دو پرتفوی فرض بر این است که پرتفوی نخست که دارای PRDCHG_{tf} پایین‌تری است استمرار سود بیشتر و برای پرتفوی دوم که دارای PRDCHG_{tf} بالاتری است استمرار سود کمتر می‌باشد. با استفاده از رگرسیون یک

متغیره به بررسی ضریب تعیین r در گروه بالا و پایین با توجه به مدل PRDCHGtf و در سطح کل نمونه می‌پردازیم.

برای آزمون فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون دومتغیره، متغیر دیگری (ارزش دفتری) وارد می‌شود که احتمالاً جبران‌کننده کاهش ایجاد شده در توان توجیه سود می‌باشد، لذا با استفاده از رگرسیون دومتغیره به بررسی همبستگی همزمان سود خالص و ارزش دفتری با قیمت سهام در سطح پرتفوی بالا، پایین و کل نمونه می‌پردازیم.

رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور کلی

از آنجا که در رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک اولاً به دلیل محدودیت‌های گفته شده، تعداد نمونه‌ها برای تقسیم‌بندی انحراف سود به بیش از دو گروه مناسب نیست و ثانیاً نتیجه‌گیری کلی در خصوص مدل خصوصاً در مورد ارزش دفتری ممکن است با مشکل مواجه شود، چرا که ممکن است نتایج آزمون فرضیات در سالهای مختلف متفاوت باشد. ثالثاً به منظور ارائه نتایج ملموس‌تر از رابطه سطوح مختلف سود و اثر آن در قیمت، از رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور کلی استفاده کرده‌ایم.

در این رویکرد شاخص‌های انحراف سود را که در رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک بدست آمده است مبنا قرار داده و دوره ۶ ساله تحقیق به عنوان یک مجموعه واحد تلقی شده است که به این ترتیب تعداد نمونه به ۴۵۶ مورد افزایش می‌یابد. نکته قابل توجه این است که هر شرکت در این حالت ۶ بار در نمونه حضور دارد اما هر کدام یک نمونه جداگانه تلقی می‌شود چون دارای سود، ارزش دفتری و شاخص ثبات سود متفاوت از سال قبل می‌باشد. این روش با علم به این که تشکیل چنین پرتفویی در عمل امکان‌پذیر نیست، صورت گرفته است. اما حسن این روش این است که انحراف سود پیش‌بینی به علت افزایش نمونه، همگن‌تر شده و نتیجه‌گیری کلی تسهیل می‌گردد. به این ترتیب با دو رویکرد گذشته‌نگر و آینده‌نگر به بررسی

رابطه همبستگی سود با قیمت و ارزش دفتری با قیمت در پرتفوی‌های دو گروهی، سه گروهی و پنج گروهی می‌پردازیم. که نمونه‌های موجود در پرتفویها در این حالت از انحراف کمتری در پیش‌بینی سود برخوردارند.

جامعه آماری

جامعه آماری شامل تمام شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۳ و شامل ۲۲۸ شرکت می‌باشد، که به دلیل روش تحقیق، تجزیه و تحلیل اطلاعات فقط برای ۶ سال انجام گردیده است. ضمناً از جامعه آماری موجود، شرکتهای زیر مستثنی شده‌اند:

۱) شرکتهای سرمایه‌گذاری به دلیل اینکه این شرکتها فاقد فعالیت مستقل هستند و قیمت سهام آنها و سایر عوامل موجود در آنها تابع سایر شرکتها و شرایط کلی بازار است و با توجه به دارا بودن تنوع در پرتفوی آنها تغییرات قیمت آنها حاصل برآیند همه تغییرات است که در نتیجه کنترل عوامل مداخله‌گر امری دشوار و غیرممکن است. پس از اعمال این محدودیت تعداد شرکتها از ۲۲۸ به ۲۱۵ شرکت تقلیل می‌یابد.

۲) شرکتهایی که سال مالی آنها به اسفندماه ختم نمی‌شود، به علت تغییرات در پایان سال از لحاظ افزایش قیمت‌های عمومی، تغییرات در برخی قوانین و مقررات مانند قانون بودجه که بالتبع بر بازار بورس و اوراق بهادار بی‌تاثیر نیست و به دلیل رعایت قابل مقایسه بودن شرکتهای موجود در نمونه، این گروه از شرکتها از شانس انتخاب شدن برخوردار نبوده‌اند. پس از اعمال این محدودیت تعداد شرکتها از ۲۱۵ به ۱۹۷ شرکت تقلیل می‌یابد.

۳) شرکتهای زیان‌ده به علت تغییر به دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به آنها و تغییرات عوامل مربوط در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و با توجه به پیشینه تحقیق از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند. پس از اعمال این محدودیت تعداد شرکتها از ۱۹۷ به ۱۳۴ شرکت تقلیل می‌یابد.

۴) شرکت‌هایی که در سالهای نخستین دوره تحقیق به علت عدم الزامات بورس در ارائه سود پیش‌بینی، سود پیش‌بینی قابل اتکا برای آنها وجود نداشته است، به این ترتیب با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیر و پارس پرتفولیو به مقایسه سود پیش‌بینی شرکت‌های پرداخته‌ایم و در صورت نبود، یا برابر نبودن سود پیش‌بینی شرکت، این شرکت به علت نداشتن سود پیش‌بینی قابل اتکا، کنار گذاشته شده‌است. پس از اعمال این محدودیت تعداد شرکتها از ۱۳۴ به ۷۷ شرکت تقلیل می‌یابد.

نمونه آماری

با اعمال محدودیت‌های بالا در جامعه و نبود یا قابل اتکا نبودن اطلاعات سود پیش‌بینی برخی از شرکتها، تعداد شرکت‌های واجد شرایط نمونه‌گیری طی سالهای ۷۸ تا ۸۳ به ۷۷ شرکت تقلیل یافته که جهت تسهیل تجزیه و تحلیل آماری و قابلیت مقایسه بیشتر پرتفوی‌های با استمرار سود کمتر و بیشتر بهتر است که دو پرتفوی تشریح شده در بالا دارای اعضای مساوی باشند. به این ترتیب نهایتاً تعداد نمونه به ۷۶ شرکت تقلیل یافته است و فرضیه‌های تحقیق براساس آنها مورد آزمون قرار می‌گیرد.

روش جمع‌آوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق از طریق نرم‌افزارهای تدبیر و پارس پرتفولیو، کتابخانه سازمان بورس و همچنین سایت‌های بورس اوراق بهادار تهران، شرکت خدمات بورس و کارگزاری مفید گردآوری شده است. با انتقال داده‌ها به صفحه گسترده اکسل و اعمال محاسبات لازم، اطلاعات مزبور جهت تجزیه و تحلیل به نرم‌افزار آماری spss 11 منتقل شد.

روش آزمون فرضیه‌ها

روش آزمون فرضیه اول: با توجه به تشکیل پرتفوهایی که در بالا به آنها اشاره شد با استفاده از مدل رگرسیون مقدار ضریب تعیین تعدیل شده و β را برای پرتفوهای ارائه شده مقایسه می‌نماییم. که مطابق فرضیه با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی می‌باید از مقدار ضریب تعیین تعدیل شده و β مربوط به سود کاسته شود. در صورتی که چنین روندی در پرتفوی‌های مورد بررسی مشاهده شود فرضیه اول تایید می‌گردد. معنادار بودن رابطه بین متغیر مستقل (سود) با متغیر وابسته (قیمت) در درجه دوم اهمیت می‌باشد.

روش آزمون فرضیه دوم: با توجه به تشکیل پرتفوهایی که در بالا به آنها اشاره شد با استفاده از مدل رگرسیون دو متغیره، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده و β_1 (ضریب مربوط به سود هر سهم) β_2 (ضریب مربوط به ارزش دفتری هر سهم) برای پرتفوهای ارائه شده مقایسه می‌گردد. که مطابق فرضیه با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی می‌باید از β_1 مربوط به سود کاسته شود. اما با ورود ارزش دفتری β_2 افزایش یابد و در نتیجه ضریب تعیین تعدیل شده مدل افزایش یابد. در صورتی که چنین روندی در پرتفوی‌های مورد بررسی مشاهده شود فرضیه دوم تایید می‌شود. معنادار بودن رابطه بین متغیرهای مستقل (سود و ارزش دفتری) با متغیر وابسته (قیمت) در درجه دوم اهمیت می‌باشد.

انجام آزمونهای کنترلی تحقیق

۱) آزمون نرمال بودن داده‌ها: آزمون نرمال بودن داده‌ها انجام شد که داده‌های آماری از توزیع نرمال نبوده‌اند. سپس با گرفتن لگاریتم طبیعی (LN) از داده‌ها آنها را به داده‌های نرمال تبدیل کرده‌ایم و تجزیه و تحلیل داده‌ها براساس آن صورت گرفته است.

۲) تست همبستگی متغیر مستقل: آزمون همبستگی متغیر مستقل یعنی ارزش دفتری و سود با استفاده از آزمون همبستگی پیرسون انجام شد نکته قابل توجه این

که سود و ارزش دفتری دارای همبستگی می‌باشند اما این همبستگی معنادار در کمتر ۹۵ درصد اطمینان معنادار است.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها و ارزیابی نتایج آزمون فرضیه‌ها با رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور منفک آزمون فرضیه یک:

"بین قدرت سود سال جاری در توجیه قیمت سهام با انحراف در پیش‌بینی سود به طور همزمان، رابطه معکوس وجود دارد."
برای آزمون فرضیه فوق با دو رویکرد گذشته‌نگر و آینده‌نگر به بررسی نتایج می‌پردازیم.

۱- رویکرد گذشته‌نگر- آزمون فرضیه اول

۱- الف- استفاده از مفهوم سود عملیاتی هر سهم: در این رویکرد با استفاده از مفهوم سود عملیاتی از مقدار "انحراف سود عملیاتی دو سال متوالی تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است پرتفوی اول با توجه به شاخص، دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر در سود عملیاتی هر سهم می‌باشند. برای آزمون فرضیه از مدل یک استفاده کرده‌ایم:

$$\text{Model 1: } Pt = \alpha + \beta \text{OEPSt} + \xi$$

Pt: آخرین قیمت سهام در پایان اسفند ماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

β : ضریب متغیر مدل

OEPSt: سود عملیاتی هر سهم طی سال مورد نظر

ξ : مقدار خطای مدل

نتایج نشان می‌دهد که گروه اول با توجه به شاخص فوق‌الذکر دارای انحراف سود عملیاتی کمتر بوده، که مطابق فرضیه تحقیق، قدرت سود عملیاتی جاری در این گروه باید بیشتر از گروه دوم باشد که از مقایسه مقدار ضریب تعیین R^2 و ضریب تعیین تعدیل شده دو گروه، این موضوع برای تمامی سنوات تحقیق صدق می‌کند. برای کل نمونه نیز مقدار R^2 بین پرتفوی اول و دوم محاسبه شده است. با مقایسه β بین دو پرتفوی و کل نمونه در می‌یابیم که β پرتفوی اول برای تمامی سنوات تحقیق بیشتر از پرتفوی دوم است البته این متغیر برای تمام نمونه و زیرمجموعه‌های آن مثبت است که نشان‌دهنده همبستگی مثبت بین سود عملیاتی و قیمت سهام در کل می‌باشد. با توجه به میانگین ارائه شده ضریب تعیین تعدیل شده برای پرتفوی اول ۶۰ درصد و برای پرتفوی دوم ۳۲ درصد است که تمامی آماره‌های ارائه شده حاکی از تفاوت قابل ملاحظه بین دو پرتفوی است. با توجه به t ارائه شده با اطمینان بیش از ۹۵ درصد رابطه بین سود عملیاتی و قیمت سهام تایید می‌گردد.

۱- ب - استفاده از مفهوم سود خالص: در این رویکرد با استفاده از مفهوم سود خالص هر سهم از مقدار "انحراف سود خالص دو سال متوالی تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است پرتفوی اول با توجه به شاخص دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر در سود خالص هر سهم می‌باشد. برای آزمون فرضیه از مدل دوم به قرار زیر استفاده شده است:

$$\text{Model 2: } Pt = \alpha + \beta EPSt + \xi$$

Pt : آخرین قیمت سهام در پایان اسفند ماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

β : ضریب متغیر مدل

$EPSt$: سود خالص هر سهم طی سال مورد نظر

ξ : مقدار خطای مدل

نتایج حاصل از این رویکرد نشان می‌دهد که گروه اول با توجه به شاخص فوق‌الذکر انحراف سود عملیاتی کمتر داشته، که طبق فرضیه تحقیق قدرت سود خالص جاری در این گروه می‌باید بیشتر از گروه دوم باشد که از مقایسه مقدار ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده دو گروه، این موضوع برای تمامی سنوات تحقیق صدق می‌کند. برای کل نمونه نیز مقدار R^2 بین پرتفوی اول و دوم بوده است. با مقایسه β بین دو پرتفوی و کل نمونه در می‌یابیم که β پرتفوی اول برای تمامی سنوات تحقیق بیشتر از پرتفوی دوم و البته این متغیر برای تمام نمونه و زیرمجموعه‌های آن مثبت است که نشان‌دهنده همبستگی مثبت بین سود خالص و قیمت سهام در کل می‌باشد. البته میانگین آماره‌های این مدل بیش از مدل سود عملیاتی است. با توجه به t ارائه شده با اطمینان بیش از ۹۵ درصد رابطه بین سود خالص و قیمت سهام تایید می‌گردد.

۲- رویکرد آینده‌نگر - آزمون فرضیه اول

در این رویکرد با استفاده از اولین سود پیش‌بینی مدیریت از مقدار "انحراف سود پیش‌بینی سال آینده با سود تحقق یافته سال جاری تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است پرتفوی اول با توجه به شاخص، دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر است. برای آزمون فرضیه از مدل سوم به قرار زیر استفاده شده است:

$$\text{Model 3: } P_t = \alpha + \beta EEPSt + \xi_t$$

P_t : آخرین قیمت سهام در پایان اسفند ماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

β : ضریب متغیر مدل

$EEPSt$: سود پیش‌بینی شده هر سهم در سال مورد نظر

ξ_t : مقدار خطای مدل

نتایج نشان می‌دهد در گروه اول با توجه به شاخص فوق‌الذکر انحراف سود پیش‌بینی کمتر بوده، که طبق فرضیه تحقیق، قدرت سود پیش‌بینی در توجیه قیمت سهام در این گروه می‌باید بیشتر از گروه دوم باشد که از مقایسه مقدار ضریب تعیین R^2 و ضریب تعیین تعدیل شده دو گروه این موضوع برای تمامی سنوات به استثنای سال ۸۲ صدق می‌کند. برای کل نمونه نیز مقدار R^2 بین پرتفوی اول و دوم بوده است. با مقایسه β بین دو پرتفوی و کل نمونه در می‌یابیم که برای تمام نمونه و زیرمجموعه‌ها مثبت است که نشان‌دهنده همبستگی مثبت بین سود پیش‌بینی و قیمت سهام در کل می‌باشد. با مقایسه میانگین‌های ارائه شده می‌بینیم که پرتفوی اول آماره‌های مناسب‌تری را ارائه کرده است. با توجه به t ارائه شده با اطمینان بیش از ۹۵ درصد رابطه بین سود پیش‌بینی و قیمت سهام تایید می‌گردد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: بین قدرت ارزش دفتری سهام در توجیه قیمت سهام با انحراف در پیش‌بینی سود به طور همزمان، رابطه مثبت وجود دارد.
فرضیه دوم نیز مانند فرضیه اول با دو رویکرد گذشته‌نگر و آینده‌نگر بررسی می‌شود.

۱- رویکرد گذشته‌نگر - آزمون فرضیه دوم

۱- الف - استفاده از مفهوم سود عملیاتی و ارزش دفتری هر سهم: در این رویکرد با استفاده از مفهوم سود عملیاتی، از مقدار "انحراف سود عملیاتی دو سال متوالی تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است. پرتفوی اول با توجه به شاخص، دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر است. برای جبران کاهش توان توجیه سود هر سهم در پرتفوی دوم که احتمالاً ناشی از افزایش انحراف سود پیش‌بینی است، ارزش دفتری هر سهم وارد مدل می‌شود که طبق فرضیه دوم باید با افزایش این انحراف قدرت توجیه قیمت سهام توسط ارزش دفتری هر سهم افزایش یابد. نتایج حاصل با استفاده

از رگرسیون دومتغیره ارائه می‌گردد. برای آزمون فرضیه از مدل چهارم به قرار زیر استفاده شده‌است:

$$\text{Model4: } Pt = \alpha + \beta_1 \text{OEPSt} + \beta_2 \text{BVt} + \xi$$

Pt : آخرین قیمت سهام در پایان اسفندماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

β_1 : ضریب متغیر مدل مرتبط با سود

OEPSt : سود عملیاتی هر سهم در سال مورد نظر

β_2 : ضریب متغیر مدل مرتبط با ارزش دفتری هر سهم

BVt : ارزش دفتری هر سهم در پایان اسفندماه سال مورد نظر

ξ : مقدار خطای مدل

نتایج آزمون آماری نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی اول و دوم و کل نمونه با وارد کردن ارزش دفتری در مدل، تغییر چندانی نکرده است، هر چند به طور مثال در سال ۸۲ ضریب تعیین تعدیل شده مدل یک، از ۵ درصد به ۳۹ درصد در مدل چهار افزایش یافته است اما در کل سنوات این امر حاکم نبوده است.

بعلاوه در مقایسه کل نمونه‌های دو مدل در سنوات مختلف تفاوت چندانی ایجاد نشده است. هر چند در مقایسه، میانگین ضریب تعیین تعدیل شده برای گروه دوم از ۳۲ به ۳۸ درصد افزایش یافته است. از بررسی p -value متوجه می‌شویم که رابطه ارزش دفتری هر سهم با قیمت سهم در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست.

۱- ب - استفاده از مفهوم سود خالص و ارزش دفتری هر سهم: در این رویکرد با استفاده از مفهوم سود خالص از مقدار "انحراف سود خالص دو سال متوالی تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص، برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است. پرتفوی اول با توجه به شاخص، دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر است. برای جبران کاهش توان توجیه سود هر سهم در پرتفوی دوم که احتمالاً ناشی از افزایش انحراف سود پیش‌بینی است، ارزش دفتری هر سهم وارد

مدل می‌شود که طبق فرضیه دوم باید با افزایش این انحراف قدرت توجیه قیمت سهام توسط ارزش دفتری هر سهم افزایش یابد. که نتایج حاصل با استفاده از رگرسیون دومتغیره ارائه می‌گردد. برای آزمون فرضیه از مدل پنجم به قرار زیر استفاده شده‌است:

$$\text{Model 5: } P_t = \alpha + \beta_1 EPSt + \beta_2 BV_t + \xi$$

P_t : آخرین قیمت سهام در پایان اسفندماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

B_1 : ضریب متغیر مدل مرتبط با سود

$EPSt$: سود عملیاتی هر سهم در سال مورد نظر

B_2 : ضریب متغیر مدل مرتبط با ارزش دفتری هر سهم

BV_t : ارزش دفتری هر سهم در پایان اسفندماه سال مورد نظر

ξ : مقدار خطای مدل

نتایج آزمون نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی اول و دوم و کل نمونه با وارد کردن ارزش دفتری در مدل، تغییر چندانی نکرده است، هر چند به طور مثال در پرتفوی دوم در سال ۸۲ ضریب تعیین تعدیل شده در مدل دو از ۳۹ درصد به ۶۹ درصد در مدل پنج افزایش یافته است اما در کل سنوات این امر حاکم نبود است. بعلاوه در مقایسه کل نمونه‌های دو مدل در سنوات مختلف تفاوت چندانی ایجاد نشده است. همان‌طور که می‌بینیم میانگین ضریب تعیین تعدیل شده از ۵۱ درصد مدل اول به ۶۱ درصد در این مدل رسیده است که نشان‌دهنده بهبود در پرتفوی دوم است اما در کل نمونه تنها تغییر یک درصدی ایجاد شده است. از بررسی p -value متوجه می‌شویم که رابطه ارزش دفتری هر سهم با قیمت سهم در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست.

رویکرد آینده‌نگر - آزمون فرضیه دوم

استفاده از سود پیش‌بینی و ارزش دفتری: در این رویکرد با استفاده از سود پیش‌بینی مدیریت از مقدار "انحراف سود پیش‌بینی سال آینده با سود تحقق یافته سال جاری تقسیم بر لگاریتم دارایی‌ها" به عنوان شاخص برای انتخاب دو پرتفوی استفاده شده است پرتفوی اول با توجه به شاخص، دارای انحراف کمتر و پرتفوی دوم دارای انحراف بیشتر است. برای آزمون فرضیه از مدل ششم استفاده شده است:

$$\text{Model6: } Pt = \alpha + \beta_1 \text{EOPSt} + \beta_2 \text{BVt} + \xi_t$$

Pt : آخرین قیمت سهام در پایان اسفندماه سال مورد نظر

α : مقدار ثابت مدل

$B1$: ضریب متغیر مدل مرتبط با سود

EOPSt : سود عملیاتی هر سهم در سال مورد نظر

$B2$: ضریب متغیر مدل مرتبط با ارزش دفتری هر سهم

BVt : ارزش دفتری هر سهم در پایان اسفندماه سال مورد نظر

ξ_t : مقدار خطای مدل

برای سالهای ۷۹، ۸۰ و ۸۱ در سطح بالاتر از ۹۵ درصد و برای سال ۸۱ در سطح ۹۰ درصد معنادار است. اما در هر حال ارزش دفتری تفاوت چندانی در گروه با انحراف سود بیشتر و کل نمونه وجود نیاورده است، گرچه مقایسه میانگین در پرتفوی دوم ضریب تعیین تعدیل شده از ۵۲ به ۵۵ درصد افزایش یافته که تفاوت چندان قابل ملاحظه نیست. برای روشن‌تر شدن موضوع از رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور کلی، جهت آزمون استفاده کرده‌ایم. از بررسی p -value متوجه می‌شویم که رابطه ارزش دفتری هر سهم با قیمت سهم در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست.

آزمون فرضیه‌ها با رویکرد لحاظ نمودن سنوات به طور کلی

۱- آزمون فرضیه‌های تحقیق با دو پرتفوی: در این روش از آنجا که برای هر سال نمونه‌ای متشکل از ۷۶ شرکت داریم بنابراین با جمع کردن کل نمونه‌ها طی ۶ سال تعداد نمونه به ۴۵۶ شرکت افزایش یافته است به این ترتیب هر شرکت در نمونه ۶ بار تکرار شده اما این تنها نام شرکت است که تکرار شده چرا که تمام متغیرهای وابسته و مستقل مربوط به آن شرکت و از جمله شاخص استمرار سود تغییر یافته است. به این ترتیب ۴۵۶ شرکت نمونه به دو پرتفوی با انحراف کم و زیاد تقسیم‌بندی شده که جدول ۱ نشان‌دهنده نتایج برای سطوح مختلف سود می‌باشد.

جدول ۱- رویکرد کلی با دو پرتفوی

همبستگی سود و ارزش دفتری با قیمت							همبستگی سود با قیمت سهام					
n	t2	p-value	$\beta 2$	t1	$\beta 1$	ضریب تعیین تعدیل شده	n	t	B	ضریب تعیین تعدیل شده	گروه بنیادها	سطوح سود
۲۲۸	۳/۹۲	-/۰۰	-/۶۲	۱۰/۰۶	۳/۰۲	-/۳۹	۲۲۸	۱۳/۶۶	۳/۶۵	-/۳۵	گروه ۱	سود عملیاتی
۲۲۸	-/۸۰	-/۳۲	-/۱۰	۷/۱۶	۲/۵۳	-/۲۱	۲۲۸	۷/۸۱	۲/۳۳	-/۲۱	گروه ۲	
۲۵۶	۱/۷۹	-/۰۷	-/۱۷	۱۲/۵۱	۲/۷۱	-/۳۱	۲۵۶	۱۲/۳۲	۲/۸۷	-/۲۱	کل نمونه	
۲۲۸	۱/۱۹	-/۲۳	-/۱۵	۱۳/۵۰	۲/۳۲	-/۶۲	۲۲۸	۱۹/۰۸	۲/۶۳	-/۶۱	گروه ۱	سود خالص
۲۲۸	-/۵۹	-/۵۵	-/۰۷	۷/۶۱	۲/۲۹	-/۲۲	۲۲۸	۸/۲۹	۲/۲۶	-/۲۳	گروه ۲	
۲۵۶	۱/۳۵	-/۱۳	-/۱۳	۱۲/۹۱	۲/۷۹	-/۲۲	۲۵۶	۱۳/۷۵	۲/۹۲	-/۲۲	کل نمونه	
۲۲۸	-/۶۸	-/۳۹	-/۶۲	۱۳/۶۹	۶/۶۵	-/۵۱	۲۲۸	۱۵/۵۷	۶/۷۳	-/۵۱	گروه ۱	سود پیش‌بینی
۲۲۸	۲/۱۳	-/۰۳	-/۳۳	۸/۰۲	۲/۱۷	-/۲۰	۲۲۸	۹/۶۷	۳/۵۲	-/۲۹	گروه ۲	
۲۵۶	۲/۱۷	-/۰۳	-/۲۱	۱۳/۷۷	۳/۲۷	-/۳۷	۲۵۶	۱۶/۲۵	۳/۳۷	-/۳۷	کل نمونه	

همان طور که می‌بینیم در تمامی سطوح، سود گروه‌های با انحراف سود کمتر ضریب تعیین تعدیل شده بالاتر دارند و با توجه به t جدول فرضیه اول با اطمینان بیش از ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود اما فرضیه دوم مبتنی بر افزایش توان توجیه قیمت توسط ارزش دفتری با افزایش انحراف سود پیش‌بینی در هیچ یک از سطوح سود مورد تایید نیست.

۲- آزمون فرضیه‌های تحقیق با سه و پنج پرتفوی:

به منظور بدست آوردن رابطه دقیق‌تر بین سطوح مختلف سود و میزان تاثیر انحراف در توان توجیه قیمت سهام، مدل فوق در پرتفوی‌های سه گروهی و پنج گروهی به ترتیب در جدول ۲ و ۳ ارائه می‌گردد.

جدول ۲ رویکرد کلی با سه پرتفوی

همبستگی سود و ارزش دفتری با قیمت							همبستگی سود با قیمت سهام					
n	t2	p-value	β_2	t1	β_1	ضریب تعیین تعدیل شده	n	t	B	ضریب تعیین تعدیل شده	گروه بندیها	سطوح سود
۱۵۲	۳/۱۲	۰/۰۰	-۰/۶۶	۷/۱۵	۲/۹۲	-۰/۱۲	۱۵۲	۹/۷۲	۲/۶۲	-۰/۲۸	گروه ۱	سود عملیاتی
۱۵۲	-۰/۱۸	۰/۰۷	-۰/۲۹	۷/۰۲	۲/۵۲	-۰/۲۲	۱۵۲	۸/۲۱	۲/۲۲	-۰/۲۱	گروه ۲	
۱۵۲	-۰/۵۰	-۰/۶۱	-۰/۷۳	۷/۱۶	۲/۱۰	-۰/۱۷	۱۵۲	۵/۸۱	۲/۷۸	-۰/۱۸	گروه ۳	
۳۵۶	۱/۷۹	۰/۰۷	-۰/۱۷	۱۲/۵۱	۲/۷۱	-۰/۲۱	۳۵۶	۱۲/۲۲	۲/۸۷	-۰/۲۱	کل نمونه	سود عملیاتی
۱۵۲	-۰/۸۷	۰/۳۸	-۰/۱۲	۱۲/۷۷	۲/۳۷	-۰/۶۶	۱۵۲	۱۷/۳۰	۲/۵۶	-۰/۶۶	گروه ۱	
۱۵۲	۳/۱۲	۰/۰۰	-۰/۵۵	۱۱/۳۲	۲/۰۸	-۰/۶۰	۱۵۲	۱۲/۲۲	۲/۶۱	-۰/۵۷	گروه ۲	سود قطعی
۱۵۲	-۰/۸۲	۰/۱۲	-۰/۰۱	۵/۳۵	۲/۱۰	-۰/۱۶	۱۵۲	۵/۶۲	۲/۱۱	-۰/۱۷	گروه ۳	
۳۵۶	۱/۲۵	-۰/۱۲	-۰/۱۳	۱۲/۹۱	۲/۷۹	-۰/۲۲	۳۵۶	۱۲/۷۵	۲/۹۲	-۰/۲۲	کل نمونه	
۱۵۲	-۰/۷۲	۰/۷۲	-۰/۱۷	۱۵/۸۲	۲/۹۱	-۰/۶۲	۱۵۲	۱۶/۵۶	۲/۹۲	-۰/۶۲	گروه ۱	سود پیش‌بینی
۱۵۲	۱/۰۲	-۰/۲۹	-۰/۲۳	۸/۳۳	۷/۰۸	-۰/۳۲	۱۵۲	۱۱/۰۹	۷/۵۱	-۰/۳۵	گروه ۲	
۱۵۲	-۰/۰۵	-۰/۵۲	-۰/۲۵	۶/۱۸	۲/۹۲	-۰/۲۷	۱۵۲	۷/۲۶	۲/۱۹	-۰/۲۶	گروه ۳	
۳۵۶	۲/۱۷	-۰/۰۲	-۰/۲۱	۱۲/۷۷	۲/۲۷	-۰/۳۷	۳۵۶	۱۶/۲۵	۲/۲۷	-۰/۳۷	کل نمونه	

جدول ۳- رویکرد کلی با پنج پرتفوی

همبستگی سود و ارزش دفتری با قیمت							همبستگی سود با قیمت سهام					
n	t2	p-value	β_2	t1	β_1	ضریب تعیین تعدیل شده	n	t	B	ضریب تعیین تعدیل شده	گروه بندیها	سطوح سود
۹۱	۳/۱۵	-/۰۰	۱/۱۰	۳/۷۸	۳/۰۲	-/۳۵	۹۱	۷/۰۲	۲/۲۸	-/۳۵	گروه ۱	سود عملیاتی
۹۱	-۱/۱۲	-/۲۶	-/۲۷	۹/۲۱	۳/۳۱	-/۵۳	۹۱	۱۰/۳۳	۳/۱۱	-/۵۳	گروه ۲	
۹۱	۱/۶۶	-/۱۰	-/۲۹	۷/۱۶	۲/۵۳	-/۳۵	۹۱	۶/۹۳	۲/۸۱	-/۳۵	گروه ۳	
۹۱	-۰/۰۹	-/۹۲	-/۲۶	۶/۲۹	۵/۳۱	-/۳۷	۹۱	۷/۵۸	۵/۳۶	-/۳۹	گروه ۴	
۹۱	-/۱۲	-/۹۰	-/۲۲	۳/۲۰	۱/۶۲	-/۰۹	۹۱	۳/۳۱	۱/۶۲	-/۱۱	گروه ۵	
۳۵۵	۱/۷۹	-/۰۷	-/۱۷	۱۲/۵۱	۲/۷۱	-/۳۱	۳۵۵	۱۲/۳۲	۲/۸۷	-/۳۱	کل نمونه	
۹۱	-/۷۸	-/۳۲	-/۹۲	۱۲/۲۶	۳/۰۰	-/۸۰	۹۱	۱۹/۸۰	۳/۱۶	-/۸۰	گروه ۱	سود خاص
۹۱	۱/۹۳	-/۰۶	-/۵۹	۸/۹۳	۳/۹۲	-/۵۷	۹۱	۱۰/۷۳	۵/۲۹	-/۵۶	گروه ۲	
۹۱	۲/۰۶	-/۰۲	-/۵۱	۷/۸۱	۳/۱۸	-/۵۳	۹۱	۹/۶۰	۳/۶۷	-/۵۰	گروه ۳	
۹۱	-/۳۵	-/۷۲	-/۱۳	۸/۳۳	۵/۵۹	-/۵۰	۹۱	۹/۵۵	۵/۶۹	-/۵۰	گروه ۴	
۹۱	-۰/۰۱	-/۹۹	-/۱۲	۳/۳۰	۱/۵۹	-/۰۹	۹۱	۳/۳۱	۱/۵۸	-/۱۲	گروه ۵	
۳۵۵	۱/۳۵	-/۱۳	-/۱۳	۱۲/۹۱	۲/۷۹	-/۳۲	۳۵۵	۱۲/۷۵	۲/۹۲	-/۳۲	کل نمونه	
۹۱	۳/۱۲	-/۰۰	-/۳۰	۱۰/۲۸	۳/۰۱	-/۶۹	۹۱	۱۳/۲۹	۳/۶۵	-/۶۶	گروه ۱	سود پیش‌بینی
۹۱	-۰/۳۳	-/۶۶	-/۳۷	۱۱/۷۸	۶/۳۳	-/۶۰	۹۱	۱۱/۸۹	۶/۲۹	-/۶۱	گروه ۲	
۹۱	۲/۸۳	-/۰۱	۱/۹۸	۵/۱۸	۶/۳۸	-/۵۰	۹۱	۸/۸۳	۸/۷۷	-/۲۶	گروه ۳	
۹۱	-۰/۱۲	-/۹۰	-/۰۵	۶/۷۳	۳/۷۳	-/۳۷	۹۱	۷/۲۸	۳/۷۰	-/۳۸	گروه ۴	
۹۱	۱/۹۲	-/۰۵	-/۶۱	۳/۳۸	۲/۶۳	-/۲۵	۹۱	۵/۲۹	۳/۰۲	-/۲۳	گروه ۵	
۳۵۵	۲/۱۷	-/۰۳	-/۲۱	۱۲/۷۷	۳/۲۷	-/۳۷	۳۵۵	۱۶/۲۵	۳/۲۷	-/۳۷	کل نمونه	

روند گفته شده در مورد رویکرد کلی با دو پرتفوی برای تجزیه و تحلیل سه پرتفویی نیز ادامه داشته یعنی با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی شده، از قدرت توجیه قیمت توسط سود کاسته شده و مدل، ضریب تعیین تعدیل شده کمتری ارائه می‌کند که دلیلی بر تایید فرضیه اول می‌باشد. اما در مورد ارزش دفتری با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی شده تغییرات قاعده‌مند، مشاهده نشده است که دلیلی بر رد فرضیه دوم در رویکرد سه و پنج پرتفویی است. نکته قابل توجه اینکه در رویکرد پنج پرتفویی سود عملیاتی، از روند گروهی^۱ خارج شده اما در توان توجیه قیمت توسط سود عملیاتی خللی ایجاد نشده است. در ادامه، رویکرد ده پرتفویی اجرا شده نتایجی که در اینجا ارائه نشده نشان می‌دهد حتی در پرتفوی دهم که انحراف از سود پیش‌بینی شده بسیار بالاست، سود سهام با ۹۷ درصد اطمینان با ضریب تعیین تعدیل شده ۸ درصد توان توجیه قیمت را دارد. طبق فرضیه دوم با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی باید توان قیمت توسط ارزش دفتری افزایش یابد اما بهبودی در توان توجیه ارزش دفتری حتی در پرتفوی دهم که طبق شاخص استمرار سود دارای بالاترین انحراف از سود پیش‌بینی است، حاصل نشده است.

نتیجه‌گیری

پیش‌بینی سود و توان توجیه قیمت توسط سود سهام - فرضیه اول تحقیق
همان‌طور که نشان داده شد، در هر دو رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک و لحاظ نمودن سنوات به طور کلی، نتایج گویای این است که با افزایش انحراف در سود پیش‌بینی سود از میزان همبستگی سود با قیمت کاسته می‌شود. یعنی در شرایطی که انحراف سود پیش‌بینی شده کم باشد، بازار سود را به عنوان شاخص مناسبی جهت سودهای آتی تلقی می‌کند و لذا سود برای توجیه قیمت سهام توان بیشتری دارد ولی در شرایطی که انحراف از سود پیش‌بینی زیادتر است، بازار از میزان اتکای خود به

سود به عنوان عاملی تاثیرگذار می‌کاهد و سهام، کمتر تحت تاثیر سود قرار می‌گیرد و سایر شاخص‌های بازار، جایگزین کاهش اتکا به سود در بازار می‌شود. نتایج این فرضیه با تحقیق جان او و جیمز سپ^۱ (۲۰۰۲) هم‌خوانی دارد آنها با استفاده از رویکرد سود خالص برای پرتفوی با انحراف سود کم به میانگین ضریب تعیین سالانه ۶۵ درصد و برای پرتفوی با انحراف سود بیشتر به میانگین ۲۷ درصد رسیده‌اند و در رویکرد کلی، نتایج آنها با استفاده از رویکرد سود خالص برای پرتفوی با انحراف سود کم، ضریب تعیین ۶۰ درصد (این رقم در تحقیق حاضر ۶۱ درصد است) و برای پرتفوی با انحراف سود بالا به ضریب تعیین ۲۳ درصد (این رقم دقیقاً مطابق با تحقیق حاضر است) دست یافته‌اند. در ضمن ضریب بدست آمده برای معناداری سود در هر دو تحقیق با اطمینان بیش از ۹۵ درصد قابل تایید است. بنابراین بازار سرمایه ایران مشابه سایر بازارهای سرمایه، انحراف در سود پیش‌بینی را در تصمیم‌گیری لحاظ می‌کند.

پیش‌بینی سود و توان توجیه قیمت توسط ارزش دفتری- فرضیه دوم تحقیق
همان طور که نشان داده شد، در هر دو رویکرد لحاظ نمودن سنوات به تفکیک و لحاظ نمودن سنوات به طور کلی، نتایج گویای این است که با افزایش انحراف در پیش‌بینی سود باز نیز ارزش دفتری نمی‌تواند به عنوان متغیر مستقل تغییر چندانی در مدل ایجاد کند. یعنی در شرایطی که انحراف از سود پیش‌بینی زیاد است، بازار از میزان اتکای خود به سود به عنوان عاملی تاثیرگذار می‌کاهد و قیمت سهام کمتر تحت تاثیر سود قرار می‌گیرد. در این تحقیق متغیر جایگزین برای افزایش توان توجیه قیمت، ارزش دفتری فرض شده که از نتایج تحقیق مدرکی دال بر اثبات این فرضیه وجود ندارد و لذا فرضیه دوم تحقیق رد شده است. نتایج این فرضیه با تحقیق جان او و جیمز سپ (۲۰۰۲) هم‌خوانی ندارد. آنها با استفاده از رویکرد سود خالص برای پرتفوی با انحراف سود کم با اعمال ارزش دفتری به عنوان متغیر مستقل به میانگین

ضریب تعیین سالانه ۶۵ درصد (در تحقیق حاضر ۶۲ درصد) که این رقم برای پرتفوی با انحراف سود بالا به میانگین ۴۷ درصد رسید. (که در تحقیق حاضر ۲۲ درصد می‌باشد) نکته قابل توجه این که در تحقیق آنها با ورود ارزش دفتری ضریب تعیین برای پرتفوی با انحراف سود بیشتر از ۲۳ درصد به ۴۴ درصد افزایش نشان می‌دهد اما در تحقیق حاضر چنین نیست. در ضمن ضریب بدست آمده برای معناداری ارزش دفتری برای هر دو تحقیق با اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. بنابراین فرضیه دوم تحقیق رد می‌شود و در شرایطی که انحراف از سود پیش‌بینی افزایش می‌یابد در ایران ارزش دفتری نمی‌تواند جایگزین مناسبی برای افزایش توان توجه قیمت بوسیله سود باشد.

با توجه به نرخ بالای تورم در ایران و عدم انجام تجدید ارزیابی دارایی‌های شرکت ارقام ترانزنامه به بهای تمام شده تاریخی بدون هیچ‌گونه تعدیلی منعکس می‌شود که این امر قطعا از میزان مربوط بودن این عامل به شکل ارائه شده توسط حسابداران می‌کاهد. علاوه بر این همان‌طور که گفته شد ضرایب محاسبه شده برای ارزش دفتری در تحقیق جان او و جیمزسپ (۲۰۰۲) نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نبوده‌اند و اگر فرض بر بازار کارا باشد این امر نشان از محدودیت‌های کنونی حسابداری نه تنها از جهت مقوله عدم ثبات واحد پولی و تورم است، بلکه از این جهت است که شرکت دارایی‌های مثبتی دارد که در ترانزنامه کنونی تهیه شده توسط حسابداران منعکس نمی‌شود و این است که به عنوان نمونه بحث حسابداری نیروی انسانی مطرح شده است، همچنین شرکت بدهیهایی دارد که باز به ندرت در ترانزنامه شرکت منعکس می‌شود و این است که به عنوان نمونه بحث حسابداری محیط زیست مطرح شده است. در تحقیقی که در ایران توسط میثم محمدنژاد (۱۳۸۴) انجام شده فرضیه تحقیق به این ترتیب بوده که "بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت و ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم وجود دارد." به نظر محقق این فرضیه نشان می‌دهد که آیا یک شرکت در مقایسه با شرکت‌های مشابه کمتر یا بیشتر از واقع

ارزشیابی شده است؟ فرضیه مورد نظر در تحقیق ایشان رد شده است، لذا هر دو تحقیق عدم واکنش بازار به ارزش دفتری را نشان می‌دهند.

با توجه به مقایسه سطوح مختلف سود، سود خالص بیشترین توان توجیه را دارد و سود پیش‌بینی و سود عملیاتی در مرحله بعد می‌باشند و واکنش کمتر به سود پیش‌بینی، شاید به دلیل عدم هضم این اطلاعات در بازار و یا در نظر گرفتن سیاست‌های اعلام سود توسط مدیران باشد. نکته قابل توجه این است که سطوح مختلف سود با یکدیگر، همسبستگی درونی دارند و مستقل از هم نیستند.

محدودیت‌های تحقیق

محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای تحقیق وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج تحقیق و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرند به شرح زیر می‌باشند:

۱. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که تولیدی و سال مالی آنها منتهی پایان اسفندماه بوده و زیان‌ده نباشند، تسری نتایج به سایر شرکتهای بایستی با احتیاط انجام شود.
۲. اثرات ناشی از تفاوت در روشهای حسابداری در اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی و تعدیلات ناشی از گزارش حسابرسان ممکن است بر نتایج تاثیر بگذارد که تعدیلی از این بابت به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات صورت نگرفته است.
۳. دسترسی به اطلاعات شرکتهای با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بوده است. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارشهای مالی شرکتهای به صورت غیرمنسجم و نامنظم نگهداری می‌شود. خصوصاً در مورد سود پیش‌بینی هر سهم با توجه به کم توجهی به این عامل در سالهای اول نمونه‌گیری این اطلاعات به صورت منسجم و قابل اتکا وجود ندارد.
۴. با توجه به وضعیت بورس در سالهای ۸۲ و ۱۳۸۲، افزایش بی‌رویه قیمت سهام اغلب شرکتهای، نتایج تحقیق در این سنوات و در کل تحت تاثیر قرار گرفته است.

پیشنهاد‌های برخواسته از تحقیق:

۱) دست‌اندرکاران و ناظران بورس و اوراق بهادار تهران مکانیزم‌هایی اتخاذ نمایند که مدیران دلایل انحراف با اهمیت در پیش‌بینی سود را به طور روشن بیان کنند تا امکان ارزیابی عوامل تاثیرگذار در سود آتی شرکت در آینده و تعدیل انتظارات توسط خود سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد. مکانیزم‌های اتخاذ شده می‌تواند شامل: ۱) تایید سود پیش‌بینی شرکت توسط حساب‌رسان شرکت با توجه به اطلاع آنها از وضعیت شرکت، ۲) الزام شرکتها به ارائه به موقع تعدیلات سود پیش‌بینی و دلایل این تعدیلات، ۳) و در نظر گرفتن مکانیزم‌های تشویقی و تنبیهی با توجه به عملکرد شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار مانند افزایش یا کاهش حق درج سالانه شرکت و سایر قوانین و مقررات لازم.

۲) با توجه به تاثیر سود آتی شرکت در قیمت سهام ناظران بورس و اوراق بهادار با حمایت مالی و غیرمالی از تحلیل‌گران مالی زمینه را برای پیش‌بینی سود توسط این گروه به صورت رسمی و با انتشارات عمومی این گزارشها فراهم نمایند که این امر اولاً موجب شفافیت بیشتر بازار می‌گردد و ثانیاً با مکانیزمی فارغ از ملاحظات مدیریتی، بازار می‌تواند، حرکت کند.

۳) با توجه به شرایط تورمی در ایران و به منظور ارائه اطلاعات مالی مربوطتر استاندارددگذاران در راستای الزامی کردن اطلاعات مکمل جهت تعدیل اطلاعات بهای تمام شده اقدام نمایند که از این طریق به ارائه اطلاعات مربوطتری جهت سرمایه‌گذاری منجر شود.

۴) با توجه به شرایط بازار مالی در ایران سرمایه‌گذاران، انحراف از پیش‌بینی سود را به دقت مورد ملاحظه قرار داده و با توجه به کاهش توان توجیه سود و ناتوانی ارزش دفتری در توجیه قیمت‌ها در این شرایط با استفاده از ابزارهای قابل اتکا و با رعایت احتیاط به تصمیم‌گیری اقدام نمایند.

۵) حسابداران و سایر دست‌اندرکاران بازار سرمایه با علم به نقاط ضعف اقلام صورتهای مالی در پیش‌بینی و توان توجیه قیمت خصوصاً اقلامی مثل ارزش دفتری

در فکر راه‌حل‌های بنیادی و عملی باشند تا با ارائه آنها صورتهای مالی اطلاعات مربوطتری را ارائه نمایند.

۶) همان طور که قبلاً بیان شد، در مقابل تئوری مازاد پاک، تئوری مازاد کثیف^۱ با تاکید بر فاصله گرفتن ارزش ذاتی شرکت از ارزش بازار مطرح شده است که لازم است مسئولین بازار سرمایه با شفافیت اطلاعاتی بیشتر و سرمایه‌گذاران با هشیاری نسبت به موضوع، اقدام به تصمیم‌گیری نمایند.

۷) سرمایه‌گذاران علاوه بر تاکید بر سود خالص به سود عملیاتی و سایر اقلام صورتهای مالی جهت تصمیم‌گیری تاکید بیشتری کنند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به مباحث مطرح شده و نتایج تحقیق، پیشنهاد می‌شود:

۱) انحراف در پیش‌بینی سایر اقلام صورتهای مالی مانند در آمد فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته و غیره را مورد توجه قرار داده و به بررسی رابطه آن با عوامل موثر در بازار پردازند.

۲) با در نظر گرفتن تاثیر تورم و با توجه به قدرت خرید پول مربوط بودن ارزش دفتری و رابطه آن با عوامل بازار و از جمله قیمت مدنظر قرار گیرد.

۳) با توجه به غیر مشابه بودن اقلام داراییهای منعکس شده در ترازنامه شرکتهای مختلف این تحقیق، در سطوح صنایع مختلف بررسی شود.

۴) سایر روشهای پیش‌بینی سود مانند همبستگی سود در سنوات قبل، جایگزین پیش‌بینی مدیریت در مدل شود و توان توجیه مدل ارزیابی شود.

۵) با توجه به فرضیه مقابل مازاد پاک به ارزیابی نقش تئوری مازاد کثیف در بازار ایران پردازند.

۶) با در نظر گرفتن انحراف سود پیش‌بینی و تعدیلات سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت به بررسی ضریب واکنش بازار نسبت به این تغییرات در سطح صنایع مختلف پرداخته شود.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- آذر، عادل؛ منصور، مومنی (۱۳۸۳) آمار و کاربرد آن در مدیریت. سازمان سمت.
- احمدپور، احمد؛ محمود یحیی زاده (۱۳۸۳) مدیریت مالی. انتشارات دانشگاه بابلسر.
- استانداردهای حسابداری ایران (۱۳۸۱)، سازمان حسابرسی شماره ۱۶۰
- اوجین اف.بری گام. مدیریت مالی. ترجمه علی پارساییان (۱۳۸۱) انتشارات ترمه.
- بریلی، ریچارد (۱۳۷۷) خطر و بازده (ترجمه حسین عبده تبریزی و عبدالله کوثری) چاپ دوم، انتشارات نشر آگه.
- بلکویی، احمدریاحی، ترجمه علی پارساییان (۱۳۸۱)، "تئوری‌های حسابداری"، انتشارات سمارنگ
- ثقفی علی (۱۳۸۳) "تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام" انتشارات دانشکده علوم انسانی دانشگاه مازنداران
- ثقفی علی، محمدعلی آقایی (۱۳۷۳)، "رفتار سود حسابداری"، بررسی‌های حسابداری دانشگاه تهران، ش نهم
- ثقفی علی، صابر شعری (۱۳۸۳) "نقش اطلاعات بنیادی حسابداری در پیش‌بینی بازده سهام" فصلنامه مطالعات حسابداری شماره ۸
- جارلز، پارکر جونز. مدیریت سبب سهام. ترجمه محمد شاه علیزاد (۱۳۸۰) انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران.
- جهانخانی، علی؛ علی پارساییان (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- خوش طینت، محسن، مهدی رضایی، (۱۳۸۴) "هزینه نمایندگی ناشی از اضافه ارزیابی حقوق صاحبان سهام" ماهنامه حسابدار شماره ۱۶۵
- دلور، علی (۱۳۸۰) "مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی" انتشارات رشد

- دونالد ای، کی سو و جری جی، وی گانت "حسابداری میانه" ترجمه علی پارسایان و احمد مدرس ۱۳۸۲، انتشارات آژنگ
- رحمانی علی (۱۳۸۱) "سودمندی اقلام صورتهای مالی غیر از سود رد پیش‌بینی سود" رساله دکترا، دانشگاه علامه طباطبایی
- رشاد عبدالخالق و کیا آجین (۱۳۷۹)، "پژوهش‌های تجربی در حسابداری"، (ترجمه محمد نمازی) انتشارات دانشگاه شیراز
- شباهنگ، رضا، (۱۳۸۱)، "حسابداری مدیریت"، انتشارات سازمان حسابرسی، نشریه ۱۳۱
- شباهنگ، رضا، (۱۳۸۲)، "تئوری حسابداری"، جلد اول، انتشارات سازمان حسابرسی، نشریه ۱۵۷
- عزیزی احمد (۱۳۷۹) "شناسایی متغیرهای کلان تاثیرگذار بر شاخص" پایان‌نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی
- لویسی، گاپنسکی. فیلیپ آر، دیوز، ترجمه علی پارسائیان (۱۳۸۲)، "مدیریت مالی (میانه)"
- محمد نژاد، میثم (۱۳۸۵) "بررسی رابطه متغیرهای حسابداری با ریسک سیستماتیک" پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران

منابع لاتین

- Bao, Ben-Hsien and Bao, Da- Hsien (1998) "usefulness of Book Value in Equity Valuation Evidence from the Taiwan Stock Exchange Begley Ming, Watts "Bankruptcy classification errors in the 1980s: An empirical analysis of Altman's and Ohlson's Model"
- Collins, D.W. and Kothan, S.p(1991) "An Analysis of International and cross-sectional Determinants of Earning Response Coefficients, Journal of Accounting and economics
- Easton, P.D and Harris, T.S (1991) "Earning as an Explanatory Variable for return" Journal of Accounting Research

- Feltham G.A, Ohlson J.A, 1995 "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities" Contemporary Accounting research 11
- Isidro Helena & Young Steve (2004) "Dirty Surplus Accounting Flow Jane A.Ou and James F. Sepe(2002)" Analysts Earnings Forecasts and the Role of Earnings and Book Value in Equity Valuation" journal of Business Finance & Accounting
- Lee C.M.C "Market Efficiency and Accounting Research: Discussion of Capital Market Research in Accounting" Journal of accounting and economics september 2001
- Leve, B "On Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research" Journal of Accounting Research 1989
- O'Brien, P.C., "analysis Forecasts as Earnings Expectations" Journal of Accounting and Economics 1988
- Ou, J.a. and S.H Penman "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Return" Journal of Accounting and Economics (November 1989)
- Ramakrishnan r.t.s and J.k Thomas "Valuation of Permanent, Transitory and Price –Irrelevant Components of Reported Earnings, July 1991
- Roger Willett (2002), "Searching for co –integration (or perhaps value relevance?) Between market and book value" available at www.SSRN.com
- Ross L.Watts & Jerold L.Zimmerman (1986) "Positive accounting Theory"
- Subramanyam K.R. and Venkatachalam M, (1998) "The Role of Book Value in Equity Valuation: Dose the Stock Variable Merely Proxy for Relevant Past Flows?" available at www.SSRN.com
- Tan Christine (2004) "Alternative Adaptations of Distressed Firms: The Valuation Roles of Book Value of Equity and Earnings"
- William r Scott (1931) "financial accounting theory", third edition Education Canada.Inc, Toronto, Ontario

