

دارایی‌های نامشهود در شرکت‌های بورسی و تأثیر آن بر ارتباط ارزشی سود

علی رحمانی*
غریبه اسماعیلی**

چکیده

اقتصاد دانش‌بنیان، شیوه ارزشیابی شرکت‌ها را تغییر داده است. شکاف عمده بین ارزش بازار و ارزش دفتری شرکت‌ها، انگیزه تحقیقات گسترده‌ای در مورد ارزش تبیین نشده یا ذخیره نهانی است. مطالعات تجربی در بازارهای پیشرفته نشان می‌دهد، دارایی‌های نامشهود، راهبردی و بااهمیت هستند. در حال حاضر در ایران، مطالعات اندکی در مورد دارایی‌های نامشهود انجام شده است. هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط دارایی‌های نامشهود با ارزش بازار شرکت‌ها در بورس تهران است. نمونه متشکل از ۱۴۶۸ مشاهده (شرکت - سال) از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ است و فرضیه‌ها با استفاده از مدل شناسایی ترازنامه‌ای لاندسمن آزمون شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از ارتباط ارزشی دارایی‌های نامشهود در طی دوره مذکور است. ایجاد این دارایی‌ها نیز روندی رو به رشد دارد. نکته قابل توجه آن است که هنوز دارایی‌های مشهود در تعیین ارزش بازار شرکت‌های بورس تهران نقش اساسی دارد، هرچند که این دارایی‌ها روندی کاهشی را در تبیین ارزش بازار شرکت‌ها دارند.

واژه‌های کلیدی: دارایی‌های نامشهود، سرمایه فکری، ارتباط ارزشی.

* دکتری حسابداری، دانشیار دانشگاه الزهراء (س)، rahmani@alzahra.ac.ir

** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهراء (س)، ghareibeemaeli@yahoo.com

مقدمه

امروزه بخش زیادی از دارایی‌های سازمان را دارایی‌های نامشهودی تشکیل می‌دهند که روش‌های حسابداری سنتی قادر به اندازه‌گیری آن‌ها نیستند. دارایی‌های نامشهود، بیانگر مجموعه‌ای از قابلیت‌ها و توانمندی‌های یک سازمان است که به‌عنوان منبعی برای مزیت رقابتی پایدار و رشد و توسعه اقتصادی به کار گرفته می‌شود [۲]. در دهه ۱۹۸۰، دارایی‌های مشهود حدود ۸۰ درصد از ارزش بازار شرکت‌های ایالات متحده آمریکا را تشکیل می‌داد [۸]. به تدریج که اقتصاد دانش‌بنیان حاکم گردید، به‌طور بالقوه اهمیت دارایی‌های مشهود کاهش یافت و در عوض دارایی‌های نامشهود اهمیت بیشتری یافت. مطالعات بیانگر آن است که دارایی‌های نامشهود حدود ۶۰ درصد از ارزش بازار شرکت‌های انگلیسی را تشکیل می‌دهد. غالب این ارزش بازار با علامت تجاری یا پرتفویی از علائم تجاری شرکت‌ها مرتبط است. همچنین شواهد تجربی نشان داده که علامت تجاری با ارزش شرکت مرتبط است و به عملکرد آن کمک می‌کند [۳۲].

در ایران، تحقیقات در خصوص دارایی‌های نامشهود غالباً بحث سرمایه فکری، اجزای سرمایه فکری و ارتباط ارزشی هزینه‌های تحقیق و توسعه و سرقتی را مدنظر قرار داده‌اند. طبق بررسی‌های انجام‌شده، مطالعه‌ای مشاهده نشد که ایجاد و گسترش دارایی‌های نامشهود را به‌عنوان "ارزش تبیین نشده" یا "ذخیره نهان" آزمون نموده باشد، یا میزان ارتباط این ارزش‌ها به ارزش بازار شرکت‌های ایرانی را بررسی کرده باشد. پژوهش حاضر برای اولین بار بر میزان ارزش تبیین نشده یا ذخیره نهان تمرکز نموده و رابطه کلی دارایی‌های نامشهود با ارزش بازار شرکت‌ها را در بورس تهران بررسی می‌کند. این پژوهش چهار هدف کلیدی زیر را دنبال می‌نماید:

- ✓ بررسی اینکه آیا شرکت‌های بورسی دارایی‌های نامشهود ایجاد نموده‌اند.
- ✓ آیا دارایی‌های نامشهود شناسایی نشده با ارزش بازار شرکت رابطه دارند.
- ✓ تعیین الگوی ایجاد دارایی‌های نامشهود در بازار بورس تهران.
- ✓ مطالعه رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی.

در ادامه به بیان مسئله و اهمیت آن پرداخته می‌شود. پیشینه تحقیق بررسی و ادبیات و چارچوب نظری و همچنین فرضیه‌ها بیان می‌شود. روش پژوهش موردنیاز برای تجزیه و تحلیل داده‌ها شرح و در پایان نتیجه‌گیری انجام و پیشنهادهایی نیز مطرح می‌گردد.

بیان مسئله و اهمیت آن

ارزش بازار شرکت‌ها، عموماً بیشتر از ارزش دفتری آنهاست. یکی از دلایل این امر عدم انعکاس کامل ارزش سرمایه فکری و دارایی‌های نامشهود در ترازنامه است که در نتیجه باعث می‌شود که صورت‌های مالی، سودمندی ارزشی و اثربخشی اطلاعات خود را از دست بدهد [۱۱]. به این دلیل که اغلب نامشهودها به‌طور درون‌سازمانی ایجاد می‌شوند و شرکت‌ها نیز برای حمایت از ایده‌های خود، مکرراً مکانیسم‌های غیررسمی نظیر بازاریابی و مبادلات محرمانه بکار می‌گیرند، اغلب نمی‌توانند این دارایی‌ها را در ترازنامه گزارش نمایند. از سوی دیگر نیز، به نظر می‌رسد که به‌طور کلی شرکت‌ها متمایل به افشای اطلاعات بیشتر در مورد دارایی‌های نامشهود و سرمایه فکری نیستند، زیرا این افشا می‌تواند مزیت رقابتی آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. نتیجه این امر آن است که سطح افشای اختیاری این دارایی‌ها توسط شرکت‌ها در سطح بین‌المللی پایین است [۳۲].

در حال حاضر، توجه سهامداران و بازار سرمایه صرفاً محدود به دارایی‌های مشهود و نقدینگی شرکت نیست، بلکه عوامل نامشهود و ارزش آفرین شرکت نیز مورد توجه است. استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی برای تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری، اعطای اعتبار و سایر تصمیمات مرتبط، نیاز به صورت‌های مالی صحیح دارند. اما صورت‌های مالی کنونی به دلیل عدم انعکاس دارایی‌های نامشهود، تا حدی غیرقابل اتکا تلقی می‌شوند. به‌طوری‌که تعدادی از مطالعات نیز به این نتیجه رسیده‌اند که طی دهه‌های اخیر ارتباط ارزشی سود حسابداری کاهش یافته است و علت اصلی آن افزایش دارایی‌های نامشهود گزارش نشده است [۲۰]. و این در حالی است که تحقیقات، اهمیت و گسترش نامشهودها را هم در بازارهای پیشرفته و هم در بازارهای در حال توسعه مستند نموده‌اند [۳۲]. با کاهش محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی، شرکت‌ها برای ارائه اطلاعات خود به استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی با مشکل مواجه شده‌اند. بنابراین محققان توجه خود را به شناسایی، اندازه‌گیری و گزارش این دارایی‌ها معطوف نموده‌اند.

در تحقیقات، دارایی‌های نامشهود شناسایی شده را از دارایی نامشهود شناسایی نشده تفکیک می‌کنند [۲۸] و با استفاده از مدل‌هایی ارزش بازار، اجزاء سرمایه را به خالص دارایی‌ها و به سودها مرتبط نموده‌اند. یافته‌های این تحقیقات نشان داده است که ارزش دارایی‌های نامشهود شناسایی شده و استهلاک آن‌ها، با متغیرهای بازار سرمایه و سودهای آتی ارتباط ارزشی دارند [۱۲]. اما مطالعات بسیار اندکی ارتباط ارزشی دارایی‌های نامشهود شناسایی نشده را

موردبررسی قرار داده‌اند، بنابراین هدف مطالعه حاضر توجه به این شکاف تحقیقاتی و تا حدی پوشش آن در ایران است. سؤالات پژوهش به شرح زیر است: آیا مشابه با بازار سایر کشورها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، دارایی‌های نامشهودی ایجاد شده است؟ آیا دارایی‌های نامشهود شناسایی نشده برای سرمایه‌گذاران ارتباط ارزشی دارد؟ روند ایجاد دارایی‌های نامشهود در شرکت‌های بورسی چگونه است؟ و نهایتاً اینکه با توجه به میزان دارایی‌های نامشهودی که ممکن است ایجاد شده باشد، آیا سود حسابداری توان تبیین ارزش بازار شرکت‌ها را دارد؟

مروری بر پیشینه تحقیق

مارک راسل (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای با استفاده از داده‌های شرکت‌های استرالیایی در دوره ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۲، رابطه بین شناسایی دارایی‌های نامشهود و ارزش‌های آن را با انگیزه‌های شرکت برای مدیریت سود آزمون نمود. علاوه بر این، ارتباط ارزشی دارایی نامشهود و شناسایی سرفق‌لی، تحقیق و توسعه، اکتشاف و ارزیابی و دارایی‌های نامشهود قابل‌شناسایی با عملکرد شرکت را موردبررسی قرارداد. یافته‌های وی نشان داد که شناسایی دارایی‌های نامشهود با برنامه‌های پاداش مدیران، انتشار سهام، اهرم و Z-score آلتمن ارتباط دارد. علاوه بر این، اکتشاف و ارزیابی و سرفق‌لی در مقایسه با دارایی‌های نامشهود قابل‌شناسایی و تحقیق و توسعه، رابطه بسیار قوی تری با عملکرد دارند. همچنین دارایی‌های نامشهود هم با عملکرد شرکت‌های کوچک و هم با عملکرد شرکت‌های بزرگ رابطه‌ای منفی دارد [۲۸].

سالامودیان و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "ارزشیابی دارایی‌های نامشهود در بازار سرمایه مالزی" با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۲۱۲۱ مشاهده شرکت - سال در طی دوره ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۶ به بررسی وضعیت دارایی‌های نامشهود در بازار سرمایه مالزی پرداختند. نتایج حاکی از این بود که در بازار سرمایه مالزی هم مشابه با بازارهای پیشرفته (نظیر آمریکا و انگلیس) دارایی نامشهود ایجاد شده است، علاوه بر این روند ایجاد این دارایی‌ها، روندی افزایشی بوده است [۳۲].

باسو (۲۰۰۸) در مقاله‌ای با عنوان "آیا اهمیت دارایی‌های نامشهود واقعاً زیاد شده؟ اگر این‌طور است، چرا؟" به بررسی تحلیلی وضعیت نامشهودها پرداخته است. در این پژوهش وی، با این استدلال که تمرکز بر دوره‌های زمانی یا محدوده مکانی خاص اغلب دیدگاهی نادرست و اسفناک از نامشهودها ارائه می‌نماید، نامشهودهای حسابداری را از دیدگاه گسترده تاریخی و بین‌المللی تحلیل نموده است. تحلیل وی بیانگر آن است که جوامع انسانی در طی هزاران سال ایده‌های مفیدی تولید نموده‌اند و این دارایی‌های دانشی، برجسی با عنوان نامشهودها دریافت

نموده‌اند. ایشان برای نتیجه‌گیری در مورد افزایش یا عدم افزایش اهمیت نامشهودهای حسابداری دو مسیر را پیموده، اول اینکه بر نتایج پژوهش‌های آکادمیک که به اندازه‌گیری‌های غیرمستقیم برای نشان دادن اهمیت نامشهودها متوسل شده‌اند، اتکا نموده و در مجموع به این نتیجه رسیده است که این تحقیقات شواهدی برای حمایت از افزایش ارزش نامشهودها فراهم نموده است، اما این شواهد به نظر کم می‌باشند، دوم اینکه به تعداد نامشهودهای حسابداری (نظیر حق اختراع، علائم تجاری و...) که در سازمان‌های ثبت اختراع در سراسر دنیا به ثبت رسیده، استناد نموده و به شواهدی مبتنی بر افزایش تعداد دارایی‌های نامشهود حسابداری دست یافته، اما از نظر وی تعبیر این افزایش در تعداد، به ارزشمندتر شدن نامشهودهای حسابداری مبهم است [۱۵].

در داخل، پژوهشی انجام‌نشده که مستقیماً موضوع ایجاد دارایی‌های نامشهود و گسترش آن را در بازار بورس تهران مورد بررسی قرار داده باشد. بنابراین نمونه‌هایی از پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه سرمایه فکری، سرقفلی شناسایی شده و ارتباط آن‌ها با ارزش بازار مرور می‌شود. رحمانی و قاسمی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای به بررسی ارتباط ارزشی مقادیر سرقفلی گزارش شده در صورت‌های مالی کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداخته‌اند. آنان از روش همبستگی و تحلیل رگرسیون بر اساس مدل ارزشیابی اولسون (۱۹۹۵) استفاده نموده‌اند. یافته‌ها نشان داد که سرقفلی گزارش شده رابطه قوی معنی‌داری با قیمت سهام دارد [۳].

همتی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش خود به دلیل اهمیت موضوع سرمایه فکری و تمایل شرکت‌ها به سنجش و گزارش آن، ارتباط بین سرمایه فکری، ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ را مورد بررسی قرار دادند. ارزش سرمایه فکری شرکت‌ها بر اساس مدل پالیک محاسبه شده و نتایج نشان‌دهنده ارتباط معنی‌دار بین سرمایه فکری و ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های غیرمالی بوده است [۱۱].

انواری رستمی و سراجی (۱۳۸۴) پژوهشی را با عنوان "سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه میان سرمایه فکری و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار" انجام دادند. در این پژوهش، ۵ روش اندازه‌گیری سرمایه فکری ارائه شده است. هدف این پژوهش، بررسی و آزمون آماری ۵ روش بوده تا مشخص شود برای سنجش سرمایه فکری کدام‌یک از روش‌ها قدرت تبیین بیشتری دارد و رابطه بهتری با ارزش بازار شرکت‌ها را نشان می‌دهد. نتایج پژوهش نشان داد که از این ۵ روش دو روش

$$IC = \frac{(MV_t - BV_t)}{(1 + itn_f \mu)}$$

$$IC = \sum_{t=1}^T \frac{(MV_t - BV_t)}{(1+ilnf_t)} \text{ و } IC \text{ کارایی بهتری دارند [۱].}$$

ادبیات و چارچوب نظری

استانداردهای حسابداری ایران دارایی نامشهود را به شرح زیر تعریف نموده است: دارایی نامشهود به یک دارایی غیر پولی و فاقد ماهیت عینی اطلاق می‌شود که (الف) به منظور استفاده در تولید یا عرضه کالاها یا خدمات، اجاره به دیگران یا برای مقاصد اداری توسط واحد تجاری نگهداری می‌شود، (ب) با قصد استفاده طی بیش از یک دوره مالی توسط واحد تجاری تحصیل شده باشد و (ج) قابل تشخیص باشد. تعریف فوق، ضمن تأکید بر غیر پولی بودن و فقدان ماهیت عینی برای دارایی‌های نامشهود، شرایط شناسایی این دارایی‌ها را هم بیان نموده و مشخص است که برای شناسایی این دارایی‌ها باید کلیه شرایط فوق صادق باشد [۹]. با توجه به تعاریف فوق، دامنه دارایی‌های نامشهودی که در صورت‌های مالی گزارش می‌شود، محدود است و عمدتاً سرفقلی خریداری شده، حق اختراع، فرانشیز، حق امتیاز و حق انشعاب است. همچنین دارایی‌های نامشهود، سرمایه فکری را در برمی‌گیرد که متشکل از سرمایه انسانی و فرآیندهای نامشهود دانش‌بنیان است که منبع بااهمیتی برای منافع آتی به شمار می‌رود.

طبق اصول حسابداری فعلی، دارایی‌های نامشهود ارزشمندی مثل سرمایه فکری، علامت تجاری، تحقیق و توسعه در ترازنامه گزارش نمی‌شود. این مسئله باعث انتقاداتی می‌شود که گزارشگری مالی جاری غیرقابل اتکا و منسوخ است [۲۴] و [۱۹]. بالو و همکاران (۲۰۰۴) استدلال نمودند که دلیل اصلی عدم ارائه تصویر صحیح از ثروت واقعی شرکت‌ها در ترازنامه، آن است که اصول حسابداری جاری اجازه شناسایی دارایی‌های نامشهود را نمی‌دهد [۱۴]. در استدلالی مشابه، فوستر و همکاران (۲۰۰۳) ادعان می‌نمایند که دلیل نیاز به گزارش دارایی‌های نامشهود در ترازنامه، دستیابی به ارزش واقعی دارایی‌های شرکت است [۱۸].

با توجه به مشکلات اندازه‌گیری نامشهودها در ترازنامه، محققین دانشگاهی برای نشان دادن اهمیت نامشهودهای حسابداری به اندازه‌گیری غیرمستقیم متوسل شده‌اند. برای مثال لو و زاروین (۱۹۹۹) رابطه سود - بازده سال‌های ۱۹۸۰ الی ۱۹۹۵ را از طریق R^2 اندازه‌گیری نمودند. نتایج بیانگر رابطه کاهشی سود - بازده است و استدلال آن‌ها برای این روند کاهشی، اهمیت فزاینده نامشهودها است، زیرا روش‌های جاری مستلزم به هزینه بردن فوری این سرمایه‌گذاری‌های باارزش است [۲۶]. اشاره به این نکته ضروری است که بر اساس دیدگاهی، مقادیر بالای ارزش بازار به ارزش دفتری دهه ۱۹۹۰ ناشی از حباب بازار در سهام شرکت‌های اینترنتی و با فناوری بالا بوده است [۱۲]. الی و ویمایر (۱۹۹۹) هم R^2 سود - بازده را برای نمونه تصادفی

انتخاب شده از ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس نیویورک به صورت روزانه از سال ۱۹۲۷ تا ۱۹۹۳ محاسبه نمودند. یافته‌های آنان نشان داد که در نیمه دهه ۱۹۸۰، سودها و تغییرات در سودها، حدوداً ۲۰ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت‌ها را تبیین نموده، در حالی که در اوایل دهه ۱۹۹۰، درصد این تبیین تقریباً نزدیک صفر بوده است [۱۷]. لو (۲۰۰۱) برای ارائه شواهدی از افزایش اهمیت نامشهودهای حسابداری، از افزایش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت‌های S&P استفاده نموده است. وی فرض نمود افزایش این نسبت به دلیل کم بودن ارزش‌های دفتری در مقایسه با ارزش‌های بازار است، که این خود به دلیل عدم ثبت نامشهودهای حسابداری است [۲۴].

واژه دارایی‌های نامشهود در پژوهش حاضر با نامشهودهای گزارش شده در ترازنامه که نام‌آشنا ترین آن‌ها تحت عنوان سرقفلی شناخته می‌شود، متفاوت است. این پژوهش به پیروی از استدلال‌های فوق، دارایی‌های نامشهود را به عنوان شکاف بین دارایی‌های مشهود (که با ارزش دفتری خالص دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود (BVNA)) و ارزش بازار شرکت (CMV) شناسایی می‌نماید، و مشابه با واژه استفاده شده در مقاله‌های مختلف به عنوان دارایی "تبیین نشده" [۲۵]، "دارایی نهان" [۱۶]، "ذخیره نهان" [۲۲]، یا "سرمایه فکری" [۳۱]، نام گذاری شده است. تبیین این تفاوت مشکل به نظر می‌رسد، چون استاندارد گزارشگری مالی فعلی از گزارشگری و درک آن ناتوان است [۲۴]. این دیدگاه با شیوه پالیک (۲۰۰۰) نیز متفاوت است، در شیوه پالیک، از طریق ضریب ارزش افزوده فکری و با استفاده از داده‌های حاصل از صورت‌های مالی بدون در نظر گرفتن داده‌های مبتنی بر بازار، شیوه‌ای برای اندازه‌گیری سرمایه فکری ایجاد شده است [۳۰].

مدل ارزشیابی دارایی‌های نامشهود

در ادبیات مالی و حسابداری، مدل ارزشیابی ترازنامه‌ای به طور گسترده استفاده شده است. کاربرد این مدل به عنوان مدل معنی دار ارزشیابی، در مطالعات زیادی شامل تحقیق در حوزه‌های بانکداری، سرقفلی، دارایی‌های مربوط به بازنشستگی، تحقیق و توسعه و دارایی مربوط به علامت تجاری تأیید شده است [۳۲]. مدل ارزشیابی ترازنامه‌ای نشان داده شده در معادله ۱، بیان می‌نماید که ارزش بازار سهام می‌تواند به خالص دارایی‌های غیر بازنشستگی و خالص دارایی‌های بازنشستگی تفکیک شود [۲۳].

$$MVE = \alpha_0 + \alpha_1 NETNPA_t + \alpha_2 NETPA_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

بعدها کان و یونال (۱۹۹۰) مدل حسابداری ارزشیابی آماری بازار (SMVAM) را معرفی نمودند، این مدل برای تبیین دارایی‌های نامشهود مؤسسات بانکداری ایالات متحده که "دارایی‌های نهان" نامیده می‌شوند، به کار برده شد. آن‌ها دو منبع برای سرمایه نهان شناسایی نمودند: ارزشیابی نادرست اقلام درون ترازنامه و نادیده گرفتن منابع ارزشی خارج از ترازنامه. مدل آن‌ها، ارزش بازار سهام (سرمایه) را برحسب ارزش دفتری خالص دارایی‌ها تبیین می‌نماید، یعنی اینکه:

$$MV = U + kBV + \varepsilon \quad (2)$$

در معادله ۲، U بیانگر دارایی‌های نهان، BV ارزش دفتری دارایی‌ها منهای ارزش دفتری بدهی‌ها، k نسبت ارزشیابی و ε خطای تصادفی است [۲۲].

در پژوهش حاضر، برای تعیین رابطه بین دارایی‌های نامشهود و ارزش بازار شرکت از مدل رگرسیون مقطعی چند متغیره، مدل خالص دارایی‌ها و سود تعدیل شده ($NANED^1$)، استفاده می‌شود. این مدل از سه متغیر کلیدی، ارزش بازار شرکت (CMV)، ارزش دفتری خالص دارایی‌ها ($BVNA$) و سود تعدیل شده با فروش ($EARN$) تشکیل شده است. برای بیان مدل اصلی مورداستفاده در مطالعه، از مدل بنیادی که به شکل معادله ۳ است، شروع می‌کنیم:

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + BVOA_{rt} - BVOL_{rt} + e_{rt} \quad (3)$$

در این معادله:

- CMV_{rt} = ارزش بازار شرکت t در سال t
- $BVOA_{rt}$ = ارزش دفتری دارایی‌های شرکت t در سال t
- $BVOL_{rt}$ = ارزش دفتری بدهی‌های شرکت t در سال t
- e_{rt} = جمله خطا

بر اساس نتایج مطالعات مک‌کارتی و اشنایدر (۱۹۹۵) و جنینگر و همکاران (۱۹۹۶) معادله ۳، مدل معتبری برای جایگزینی ارزش بازار دارایی‌ها و بدهی‌هاست، زیرا که کمی نمودن هر دو آن‌ها مشکل است و هر دو غیرقابل مشاهده‌اند [۲۷] و [۲۱]. اما تحقیقات پیشین نشان داده‌اند که به کارگیری $BVOA$ و $BVOL$ به عنوان متغیرهای برون‌زا، می‌تواند به نتایج

1- Net Asset and Earnings Deflated model (NANED)

گمراه‌کننده‌ای منجر شود. باید توجه شود تحقیقاتی که نتایج تخمین مدل BVNA را توصیف نموده‌اند، نشان داده‌اند که نتایج تخمین رگرسیون این مدل، نسبت به تخمین رگرسیون مستقل BOVA و BVOL بسیار دقیق‌تر بوده است. یعنی اینکه:

$$BVNA_{rt} = BVOA_{rt} - BVOL_{rt} \quad (۴)$$

BVOL و BVOA بسیار به هم مرتبطند و مشکل هم خطی شدید را ایجاد می‌نمایند. برای مدیریت و کنترل این مشکل اقتصادسنجی، مدل خالص دارایی‌ها به صورت زیر معادله بندی شده است:

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + e_{rt} \quad (۵)$$

مک‌کارتی و اشنايدر (۱۹۹۵) برای تبیین ارزش بازار شرکت در مدل تخمینی خود، هم اجزای صورت وضعیت مالی و هم عملکرد مالی (سود) را وارد نمودند. آن‌ها بین سود حسابداری و ارزش بازار شرکت، رابطه‌ای مثبت قوی مستند نمودند [۲۷]. مدل اولسون (۱۹۹۵)، نیز ارزش بازار شرکت را تابعی از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود می‌داند [۲۹]. این تحقیق، معنی‌دار بودن متغیر سود در این مدل را تأیید نموده است. با توجه به این استدلال، مدل رگرسیون نهایی پیشنهاد شده عبارت است از: [۳۲]

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + \alpha_2 EARA_{rt} + e_{rt} \quad (۶)$$

فرضیه‌های پژوهش

در بازارهای پیشرفته نظیر آمریکا و انگلیس، نقش در حال افزایش دارایی‌های نامشهود (به‌ویژه سرقفلی) در تعیین ارزش بازار شرکت گزارش شده است. در بازارهای کشورهای در حال توسعه نظیر مالزی هم، در شرایط جاری نقش این دارایی‌ها در تعیین ارزش بازار شرکت‌ها مستند شده است. علیرغم پشتوانه تجربی در مورد ارتباط ارزشی دارایی‌های نامشهود گزارش شده، به دارایی‌های نامشهود گزارش نشده (دارایی تبیین نشده) در بورس تهران توجه زیادی نشده است. با توجه به اینکه پژوهش حاضر، دارایی‌های نامشهود را به‌عنوان شکاف بین دارایی‌های مشهود و ارزش بازار در نظر می‌گیرد، بنابراین در صورت ایجاد دارایی‌های نامشهود توسط شرکت‌های بورسی، انتظار بر این است که همانند بازارهای پیشرفته رابطه‌ای مثبت بین ارزش دارایی‌های نامشهود و ارزش بازار شرکت‌های بورسی، مستند شود. با توجه به این واقعیت اولین فرضیه به شرح زیر تدوین گردیده است:

فرضیه یک: ارزش دارایی‌های نامشهود با ارزش بازار شرکت‌های عضو بورس تهران رابطه مثبت

دارد.

همان‌گونه که در ادبیات بیان شد، لو (۲۰۰۱) در پژوهش‌های خود نشان داده که سهم ارزش دفتری حسابداری به ارزش بازار برای شرکت‌های منظور شده در شاخص S&P از ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰ در طی زمان کاهش یافته است و با ارزش‌های تبیین نشده یا دارایی‌های نامشهود، جایگزین شده است. در سال ۲۰۰۰، سهم دارایی تبیین نشده تقریباً ۸۰ درصد از ارزش بازار شرکت بوده است. در شرکت‌های عضو بورس تهران هم انتظار این است که روند شکل‌گیری دارایی‌های نامشهود رو به رشد باشد. بنابراین پژوهش حاضر، نه تنها ایجاد دارایی‌های نامشهود (فرضیه اول) را بررسی می‌کند، بلکه الگو و روند ایجاد این دارایی‌ها را نیز مدنظر قرار می‌دهد. از این رو فرضیه دوم به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه دو: ارزش دارایی‌های نامشهود در طی زمان در بورس تهران افزایش یافته است.

همان‌گونه که ذکر شد، بر اساس تحقیقات پیشین، سود متغیری تأثیرگذار در تبیین ارزش بازار شرکت‌هاست. طبق مدل اولسون (۱۹۹۵) و مطالعه مک‌کارتی و اشنایدر (۱۹۹۵)، سود در تعیین ارزش بازار شرکت با اهمیت است [۲۹] و [۲۷]. همچنین رویکرد اولسون در مطالعات متعددی استفاده و تأیید شده است [۲۶]. و این در حالی است که تعدادی از مطالعات به این نتیجه رسیده‌اند که طی دهه‌های اخیر ارتباط ارزشی سودهای حسابداری کاهش یافته است و علت اصلی آن را افزایش دارایی‌های نامشهود گزارش نشده، معرفی کرده‌اند [۲۰]. با توجه به موارد پیش گفته، انتظار بر این است که اگر ارتباط ارزشی سود با ارزش بازار شرکت‌ها قوی نباشد، می‌توان به شواهد بیشتری از افزایش دارایی‌های نامشهود شناسایی نشده در صورت‌های مالی دست یافت. بنابراین فرضیه سوم تحقیق به این قرار است:

فرضیه سه: سود حسابداری توان توضیح ارزش بازار شرکت‌ها را ندارد.

متغیرهای پژوهش

الف) ارزش بازار شرکت (CMV): این متغیر، حاصل ضرب قیمت پایان سال سهام شرکت‌ها (P) در تعداد سهام عادی در دست سهامداران در پایان همان سال (NOSH) است.

$$CMV = P * NOSH \quad (۷)$$

ب) ارزش دفتری خالص دارایی‌ها (BVNA): مجموع دارایی‌ها منهای مجموع بدهی‌هاست:

$$BVNA = BVOA - BVOL \quad (۸)$$

ج) سود (EARN): سود بعد از کسر مالیات تعدیل شده توسط فروش است.

نحوه آزمون فرضیات

برای آزمون فرضیه اول، ابتدا بر اساس مدل خالص دارایی‌ها که در پژوهش حاضر به‌عنوان مدل ۱ شناخته می‌شود، رگرسیون برازش گردید. در این مدل، بخشی از ارزش بازار شرکت برحسب خالص ارزش دفتری دارایی‌ها بیان شده و مابقی آن تحت عنوان دارایی نامشهود شناسایی می‌شود، که به‌صورت α_0 در معادله (۹) وارد شده است:

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + e_{rt} \quad (9)$$

برای تقویت نتایج و دستیابی به هدف سوم، یعنی ارزیابی رابطه بین سود و ارزش بازار، متغیر سود وارد معادله ۹ گردید و رگرسیون بر اساس مدل خالص دارایی‌ها و سود تعدیل شده که به‌عنوان مدل ۲ شناسایی می‌شود، برازش می‌گردد:

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + \alpha_2 EARA_{rt} + e_{rt} \quad (10)$$

برای آزمون فرضیه دوم، ابتدا برای مقایسه میانگین میزان دارایی‌های نامشهود (تفاوت بین ارزش بازار شرکت‌ها (CMV) و ارزش دفتری خالص دارایی‌های شرکت‌ها به‌عنوان میزان دارایی نامشهود شرکت‌ها شناسایی می‌شود) در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ از آزمون مقایسه میانگین چند جامعه (ANOVA) استفاده می‌شود و سپس روند میزان آن به‌صورت نموداری ترسیم می‌گردد، تا به فرضیه دوم پاسخ داده شود. برای آزمون فرضیه سوم نیز، روند رابطه سود حسابداری و ارزش بازار در معادله ۱۰ بررسی می‌شود.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی، ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ (۶ سال) است. روش نمونه‌گیری حذفی است. نمونه آماری شامل شرکت‌هایی است که ۱) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و تغییر سال مالی نداشته باشند ۲) اطلاعات مالی شرکت در دسترس باشد. با توجه به محدودیت‌های فوق تعداد ۱۴۶۸ شرکت - سال حائز این شرایط بودند. داده‌های لازم به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز جمع‌آوری شد. تفکیک نمونه آماری بر اساس سال در جدول شماره ۱ ارائه گردیده است.

جدول ۱. کل نمونه برای سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰

سال	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	مجموع
تعداد شرکت‌ها	۲۳۶	۲۴۲	۲۴۵	۲۴۰	۲۵۳	۲۵۲	۱۴۶۸

منبع: یافته‌های تحقیق

یافته‌های پژوهش

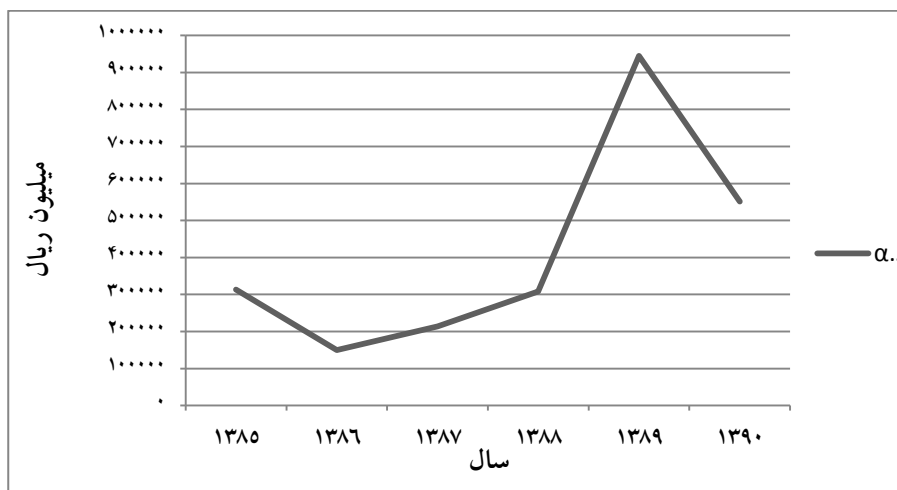
جدول ۲ آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه و انحراف معیار را ارائه می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود میانگین متغیرهای ارزش بازار شرکت‌ها و ارزش دفتری خالص دارایی‌ها به ترتیب $۱/۷۴۲/۱۴۶$ و $۹۹۱/۴۹۵$ میلیون ریال است که مؤید وجود نامشهودها است و میانگین سود تعدیل‌شده با فروش نیز $۰/۱۵۷۰$ است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار
ارزش بازار شرکت‌ها (میلیون ریال)	$۱/۷۴۲/۱۴۶$	$۲۷۶/۰۰۰$	$۵۲۹/۶۰۲$
ارزش دفتری خالص دارایی‌ها (میلیون ریال)	$۹۹۱/۴۹۵$	$۱۶۸/۴۸۷$	$۳۲۵/۲۵۲$
سود تعدیل‌شده با فروش	$۰/۱۵۷۰$	$۰/۰۹۰۹$	$۰/۹۴۴۵۴$

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجایی که هدف اصلی، بررسی این است که آیا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران دارایی‌های نامشهود ایجاد شده است، توجه اصلی این مقاله به عرض از مبدأ رگرسیون (α_0) است. نتایج عرض از مبدأ حاصل از برازش مدل ۱، در شکل ۱ نشان داده شده است. اگر در بورس، دارایی‌های نامشهود گزارش نشده ارزشمند تلقی شود، بنابراین α_0 باید به‌طور مثبت به ارزش بازار شرکت مرتبط باشد. برای قضاوت در این رابطه و انجام آزمون فرضیات، باید رگرسیون برازش گردد.



شکل ۱. بررسی روند دارایی‌های نامشهود در بازار (روند عرض از مبدأ سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰)

منبع: یافته‌های تحقیق

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است که پیش‌فرض‌های استفاده از آن، ارزیابی شود. به‌منظور بررسی همسانی واریانس جمله اخلاص مدل، از آزمون وایت استفاده گردید. بر اساس نتایج این آزمون احتمال آماره مربوط بزرگ‌تر از ۵ درصد و نشان‌دهنده عدم وجود ناهمسانی واریانس است. یکی از فرض‌های دیگر که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط مدل رگرسیون) از یکدیگر است. آماره دوربین واتسن در هر شش سال در دامنه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار گرفته که حاکی از عدم خودهمبستگی میان اجزاء خطا است. جهت بررسی هم خطی از دستور VIF استفاده شد، که با توجه به آنکه مقادیر VIF برای متغیرهای توضیحی، کمتر از ۱۰ است، نیاز به رفع هم خطی وجود ندارد.

جدول ۳، نتایج برآورد مدل ۱ را نشان می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، R^2 تعدیل‌شده، تغییراتی از ۰,۶۳ تا ۰,۸۹ دارد، یعنی اینکه ۶۳ تا ۸۹ درصد از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها برحسب ارزش دفتری دارایی‌ها توجیه می‌شود. ضریب خالص دارایی‌ها در هر یک از سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مقادیری مثبت بوده و p-value همگی، کمتر از ۵ درصد است، یعنی به لحاظ آماری در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار هستند. بعلاوه نتایج بیانگر آن است که در هر ۶ سال مذکور دارایی‌های نامشهود مثبت است و سطح معناداری آن‌ها نیز در همه این سال‌ها به‌جز در سال ۱۳۸۶، در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. بنابراین بر اساس نتایج ذکرشده، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه اول تأیید شد.

جدول ۳. برآورد رابطه ارزش بازار خالص دارایی‌ها و دارایی نامشهود

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + e_{rt}$$

سال	ضرایب تخمینی	α_0 (دارایی نامشهود گزارش شده)	α_1 (خالص دارایی‌ها)	R^2 تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	VIF	تعداد
۱۳۹۰	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۵/۵۰۹ ۲/۱۳۴ ۰/۰۳۴	۶E۱/۵۵۶ ۲۵/۱۲۵ ۰/۰۰۰	۰/۷۱۰	۱/۱۸۲	۱/۰۰۰	۲۵۲
۱۳۸۹	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۹/۴۴۵ ۳/۲۸۹ ۰/۰۰۱	۶E۱/۶۱۹ ۲۱/۰۳۰ ۰/۰۰۰	۰/۶۳۰	۱/۲۹۷	۱/۰۰۰	۲۵۳
۱۳۸۸	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۳/۰۷۹ ۲/۴۹۵ ۰/۰۱۳	۶E۱/۰۴۳ ۳۴/۷۸۹ ۰/۰۰۰	۰/۸۳۴	۲/۱۷۹	۱/۰۰۰	۲۴۰
۱۳۸۷	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۲/۱۳۹ ۲/۹۶۹ ۰/۰۰۳	۹۳۶۱۹۵/۱۶۳ ۴۳/۷۲۰ ۰/۰۰۰	۰/۸۸۷	۱/۹۹۸	۱/۰۰۰	۲۴۵
۱۳۸۶	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E+۱/۵ ۱/۰۸۶ ۰/۲۷۹	۱۵۱۹۴۶۱ ۲۹/۴۴۱ ۰/۰۰۰	۰/۷۸۰	۱/۹۸۰	۱/۰۰۰	۲۴۲
۱۳۸۵	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۳/۱۲۹ ۳/۰۴۷ ۰/۰۰۳	۶E۱/۵۲۱ ۲۸/۵۳۱ ۰/۰۰۰	۰/۷۷۱	۱/۶۷۲	۱/۰۰۰	۲۳۶

منبع: یافته‌های تحقیق

برای تقویت نتایج، با در نظر گرفتن سود به‌عنوان متغیر معنی‌دار، مدل ۱ گسترش داده شد. مطابق با مدل پیشنهادی لاندسمن (۱۹۸۶)، متغیر سود هر سال با فروش آن سال تعدیل شد. یافته‌ها در جدول ۴ نشان داده است.

جدول ۴. برآورد رابطه ارزش بازار خالص دارایی‌ها و سود تعدیل‌شده و دارایی‌های نامشهود بیان‌نشده

$$CMV_{rt} = \alpha_0 + \alpha_1 BVNA_{rt} + \alpha_2 EARA_{rt} + e_{rt}$$

سال	ضرایب تخمینی	α_0 (دارایی نامشهود)	α_1 (خالص دارایی‌ها)	α_2 (سود)	R^2 تعدیل‌شده	آماره دوربین واتسون	VIF	تعداد
۱۳۹۰	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۵/۵۲۱ ۲/۱۶۵ ۰/۰۳۱	۶E۱/۶۱۱ ۲۶/۱۲۵ ۰/۰۰۰	۱۰E۴/۶۷۶ ۰/۴۱۲ ۰/۶۸۰	۰/۷۳۱	۱/۱۰۸	۱/۰۰۱	۲۵۲
۱۳۸۹	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۸/۸۵۵ ۲/۷۳۱ ۰/۰۰۷	۶E۱/۶۱۰ ۲۰/۲۳۶ ۰/۰۰۰	۳۵/۱۴۲ ۰/۹۰۲ ۰/۳۶۸	۰/۶۲۹	۱/۲۹۶	۱/۰۳۶	۲۵۳
۱۳۸۸	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۲/۳۴۲ ۱/۷۰۸ ۰/۰۸۹	۶E۱/۰۳۸ ۳۴/۲۸۲ ۰/۰۰۰	۱۱E۳/۴۷۹ ۱/۲۸۲ ۰/۲۰۱	۰/۸۳۴	۲/۱۷	۱/۰۱۴	۲۴۰
۱۳۸۷	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۱/۱۹۷ ۱/۳۵۰ ۰/۱۷۸	۹۳۲۳۸۲/۱۰۵ ۴۳/۲۶۵ ۰/۰۰۰	۹۳۲۳۸۲/۱۰۵ ۴۳/۲۶۵ ۰/۰۰۰	۰/۸۸۷	۲/۰۵۱	۱/۰۱۰	۲۴۵
۱۳۸۶	ضریب آماره T سطح معناداری	- ۱۰E۴/۲۹۳ -۰/۲۵ ۰/۸۰۲	۶E۱/۵۰۳ ۲۸/۶۵۸ ۰/۰۰۰	۶E۱/۵۰۳ ۲۸/۶۵۸ ۰/۰۰۰	۰/۷۸	۱/۹۴۶	۱/۰۲۱	۲۴۲
۱۳۸۵	ضریب آماره T سطح معناداری	۱۱E۱/۶۸۳ ۱/۳۵۰ ۰/۱۷۸	۶E۱/۵۱۱ ۲۸/۵۹۳ ۰/۰۰۰	۱۱E۵/۲۵۴ ۱/۷۹۱ ۰/۰۷۵	۰/۷۸۳	۱/۶۵۶	۱/۰۱۸	۲۳۶

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به اطلاعات جدول ۴، R^2 تعدیل‌شده مدل ۲، از ۰,۶۳ تا ۰,۸۹ تغییر نموده است. یعنی اینکه ۶۳ تا ۸۹ درصد از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها برحسب ارزش دفتری دارایی‌ها و سود توجیه می‌شود. با مقایسه R^2 تعدیل‌شده مدل ۱ (مدل تک متغیره، خالص دارایی‌ها) با مدل ۲ (مدل خالص دارایی‌ها و سود تعدیل‌شده)، می‌توان نتیجه گرفت که بهبودی حاصل نگردیده و در واقع هر دو مدل تغییرات کاملاً مشابهی را ارائه نموده‌اند. حتی در نتایج عرض از مبدأ α_0 ,

نه تنها بهبودی حاصل نشده، بلکه در مواردی نتایج نامناسب تری حاصل شده است (مقدار منفی α_0 در سال ۱۳۸۶). برای دارایی نامشهود بیان نشده، مقدار آماره t تغییراتی در دامنه ۰,۲۵- تا ۲,۷۳۱ داشته و معناداری در سطح خطای ۵ درصد فقط در سال‌های ۸۹ و ۹۰ وجود داشته است. شواهد بیانگر آن است که خالص دارایی‌ها (BVNA) در طی دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ علامت مثبت و معنی دار داشته و مقدار t تخمینی آن دامنه تغییراتی از ۲۰ تا ۴۳ داشته که بیانگر غالب بودن خالص دارایی‌ها در ارزشیابی شرکت‌های بورس تهران است. یافته‌ها با نتایج مطالعات سالاموند و همکاران (۲۰۱۱) و رحمانی و قاسمی (۱۳۹۲) در مورد قدرت پیش‌بینی دارایی‌های مشهود سازگار است.

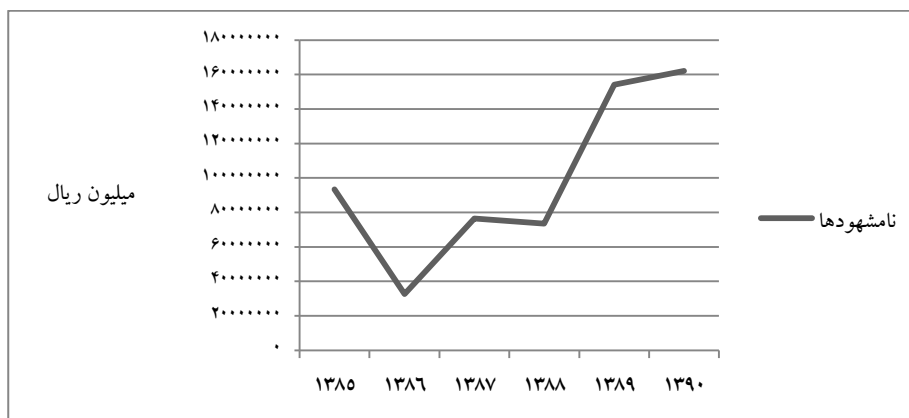
دومین فرضیه پژوهش با استفاده از آزمون مقایسه میانگین میزان دارایی‌های نامشهود در سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ بررسی می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون مقایسه میانگین میزان دارایی‌های نامشهود در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ (ANOVA)

سطح معناداری	آماره F	درجه آزادی	مجموع مربعات	
۰/۰۱۰	۳/۰۱۹	۵	۲۶E۴/۱۷۰	بین گروهی
		۱۴۶۳	۲۸E۴/۰۳۹	درون گروهی
		۱۴۶۸	۲۸E۴/۰۸۰	مجموع

منبع: یافته‌های تحقیق

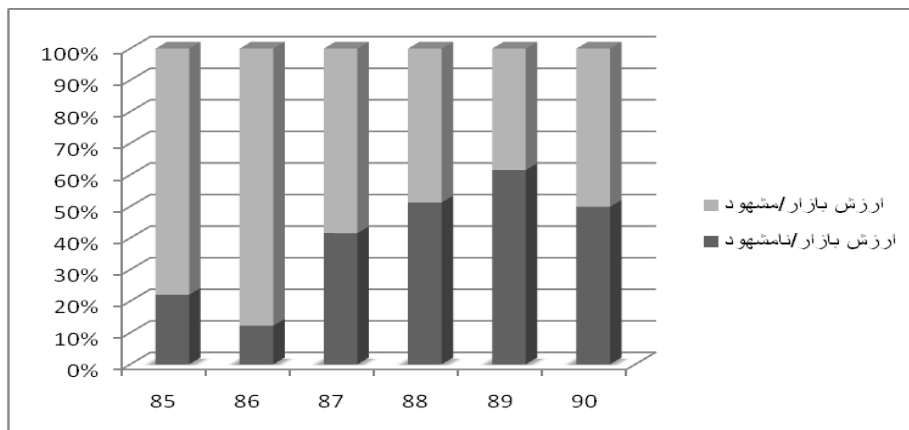
همان‌گونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود، سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است، بنابراین فرض تساوی میانگین میزان دارایی‌های نامشهود در سال‌های مذکور رد می‌شود. به عبارت دیگر میزان دارایی‌های نامشهود در سال‌های مختلف باهم برابر نیست. از طریق رسم نمودار روند دارایی‌های نامشهود بررسی می‌شود. شکل ۲ بیانگر روند افزایشی دارایی‌های نامشهود در طی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ است. بر اساس این نمودار، روند رو به رشد ایجاد دارایی نامشهود در بازار بورس تهران کاملاً مشهود است، به طوری که میزان دارایی‌های نامشهود (که بر اساس تفاوت بین ارزش بازار شرکت‌ها و خالص ارزش دفتری دارایی‌های مشهود محاسبه شده) از ۹۳۳۱۲۱۰۰ میلیون ریال در سال ۱۳۸۵ به میزان ۱۶۲۰۸۵۰۰۰ در سال ۱۳۹۰ رسیده است. این یافته می‌تواند در رابطه با افزایش میزان دارایی‌های نامشهود در بورس اوراق بهادار تهران، شواهد قوی فراهم نماید. بنابراین فرضیه دوم تأیید می‌شود.



شکل ۲. روند میزان دارایی‌های نامشهود بر اساس تفاوت ارزش بازار و ارزش خالص دارایی‌های مشهود از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰

منبع: یافته‌های تحقیق.

شکل ۳، شواهد بیشتری در تأیید فرضیه دوم ارائه می‌دهد. در این شکل نسبت میزان دارایی‌های نامشهود به ارزش بازار شرکت‌ها از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ نمایش داده شده است شکل ۳ بیانگر آن است که دارایی‌های نامشهود، در ارزشیابی شرکت‌های بازار بورس تهران، با اهمیت بوده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، اهمیت دارایی‌های ایجادشده از ۲۲ درصد در سال ۱۳۸۵ به ۴۹ درصد در سال ۱۳۹۰ افزایش یافته است، این بدان معناست که نسبت دارایی‌های نامشهود به ارزش بازار در سال ۱۳۸۵، ۲۲ درصد بوده و این نسبت در سال ۱۳۹۰ به ۴۹ درصد رسیده است. از لحاظ آماری علیرغم گسترش مثبت دارایی‌های نامشهود، هنوز خالص ارزش دفتری دارایی‌ها در بورس تهران غالب است.



شکل ۳. کاهش ارزش دفتری خالص دارایی‌ها و افزایش ارزش دارایی‌های نامشهود در بازار بورس تهران ۱۳۸۵-۱۳۹۰

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج در رابطه با متغیر سود، برخلاف یافته‌های پیشین در این زمینه است. نتایج تحقیقات پیشین حاکی از معنی‌دار بودن سود در ارزشیابی شرکت‌ها بوده است [۳۲]. اما در پژوهش حاضر، اضافه نمودن متغیر سود به بهبود نتایج منجر نشده است، بنابراین فرضیه سوم تأیید نمی‌شود.

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر تمرکز بر وضعیت دارایی‌های نامشهود در بازار بورس تهران بوده است. مقیاس‌های سنجش رشد حجم دارایی‌های نامشهود عبارت است از فاصله بین ارزش دارایی‌های مشهود انعکاس یافته در ترازنامه و ارزش بازار این گونه شرکت‌ها [۷]. با توجه به نتایج آزمون فرضیات پژوهش به شرح زیر می‌توان نتیجه‌گیری کرد.

۱. در شرکت‌های بورسی دارایی‌های نامشهود ایجاد شده و ارزش دارایی‌های نامشهود بازار شرکت، رابطه‌ای مثبت دارد. اما همچنان بخش زیادی از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها بر اساس دارایی‌های مشهود تعیین می‌شود. این یافته با نتایج تحقیق سالاموند و همکاران (۲۰۱۱) و رحمانی و قاسمی (۱۳۹۲) که ارقام مالی گزارش شده (متغیرهای ترازنامه) محتوای ارزشی برای سرمایه‌گذاران دارد، سازگار است. نتیجه به دست آمده بر این واقعیت دلالت دارد که سرمایه‌گذاران در بورس تهران برای ارزشیابی شرکت، بر

صورت‌های مالی گزارش شده بیشتر از دارایی‌های نامشهود گزارش نشده اتکا می‌کنند. به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران درعین حال که نگاهی به دارایی‌های نامشهود دارند، مایل به کسب حداکثر منافع از ارزش دفتری شرکت هستند.

۲. دارایی‌های نامشهود ایجاد شده از روند رو به رشدی نیز برخوردار بوده، به طوری که نسبت دارایی‌های نامشهود به ارزش بازار شرکت‌ها از ۲۲ درصد در سال ۱۳۸۵، به ۴۹ درصد در سال ۱۳۹۰ رسیده است. این روند رو به رشد در ایجاد دارایی‌های نامشهود، با وضعیت بازارهای پیشرفته نظیر ایالات متحده، اروپا و استرالیا، هرچند با تأخیری حدوداً ۲۰ ساله و با وضعیت جاری بازارهایی نظیر بورس مالزی سازگار است. این یافته با نتایج لو (۲۰۰۱) و سالاموند و همکاران (۲۰۱۱) هماهنگ است.

۳. متغیر سود در ارزشیابی شرکت‌ها متغیر معنی‌داری شناخته نشد، اگرچه در دو سال ۸۶ و ۸۷ معنادار بود ولی توان تبیین مدل را تغییر نداد و در واقع ارتباط ارزشی سود مورد تأیید قرار نگرفت. همان‌گونه که یافته‌ها نشان داد با اضافه نمودن سود به مدل برازش شده، قدرت مدل برای تبیین ارزش بازار شرکت تغییری نداشت. بنابراین این یافته، برخلاف نتایج حاصل از پژوهش سالاموند و همکاران (۲۰۱۱) است. مطابق با استدلال‌های پیش گفته در بخش فرضیه‌ها، به نظر می‌رسد به دلیل عدم شناسایی دارایی‌های نامشهود، ارتباط ارزشی بین سود و ارزش بازار مستند نشد. بنابراین با وجود تأیید فرضیه‌های اول و دوم مبنی بر ایجاد دارایی‌های نامشهود و همچنین روند رو به رشد آن در بازار بورس تهران، سود حسابداری با ارزش بازار شرکت‌های بورس تهران در بیشتر سال‌ها ارتباط ارزشی ندارند.

به نظر می‌رسد این نخستین مطالعه در ایران است که ایجاد دارایی نامشهود در بازار بورس را تحت عنوان ارزش تبیین نشده یا ذخیره نهان بررسی نموده و ارتباط ارزشی آن‌ها را با ارزش بازار شرکت‌ها می‌سنجد. علاوه بر این محتوای اطلاعاتی سود را مورد بررسی قرار می‌دهد، زیرا که اغلب مطالعات انجام شده در داخل صرفاً بحث سرمایه فکری و اندازه‌گیری آن را مدنظر قرار داده، یا اینکه ارتباط ارزشی دارایی‌های نامشهود محدود شناسایی شده (سرقفلی) را مورد بررسی قرار داده‌اند. ارزش افزوده اصلی این مقاله فراهم نمودن شواهد تجربی در این رابطه است که دارایی‌های نامشهود و دارایی‌های فکری، دارایی‌های استراتژیکی هستند که در هماهنگی با توسعه اقتصاد دانش‌بنیان باید مورد توجه ویژه قرار گیرند.

علاوه بر نتایج اصلی ذکر شده، از پژوهش حاضر دیدگاه‌های کلیدی زیر را می‌توان استنتاج

نمود:

اولاً، نتایج مطالعه حاضر می‌تواند پارادایم سنتی که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران برای اهداف

ارزشیابی سهام، صرفاً بر صورت‌های مالی اتکا می‌کنند، را تغییر دهد. مطمئناً در این زمینه فاکتورهای دیگری وجود دارد که می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. یکی از این عوامل، میزان دارایی‌های نامشهود است. زیرا نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که میزان این چنین دارایی‌هایی در بازار بورس تهران افزایش یافته است. بطوریکه تقریباً ۴۹ درصد از ارزش بازار شرکت‌ها را در سال ۱۳۹۰ تشکیل داده است. ثانیاً، دارایی‌های نامشهود برای شرکت‌ها، دارایی‌های بااهمیت استراتژیک خاص تلقی می‌شوند. این دارایی‌ها غالباً نادیده گرفته می‌شوند و به‌درستی مدیریت نمی‌شوند. این دارایی‌ها شامل علائم تجاری، تحقیق و توسعه، سرمایه انسانی، فناوری و ابداعات است. در اقتصاد نوین، مدیریت دارایی‌های مشهود به‌تنهایی کفایت نمی‌کند. شرکت‌های بورسی باید از وجود دارایی‌های نامشهود برای بهبود مزایای رقابتی خود بهره‌گیرند. ثالثاً، با توجه به اهمیت ذکر شده برای نامشهودها در فضای رقابتی جاری، ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود و افشای اختیاری آن‌ها برای عموم می‌تواند، مزیت رقابتی برای شرکت‌ها ایجاد نماید. نهایتاً، این مطالعه تفاوت بین ارزش دفتری و ارزش بازار را به نامشهودهای حسابداری نسبت داده است. درحالی‌که در تبیین این تفاوت توجه به امر جو و شرایط قیمتی در بازار بورس تهران که در مطالعات متعددی مستند شده [۴]، [۶]، [۵] و [۱۰]، اهمیت دارد و وجود آن به‌عنوان عاملی که می‌تواند بر میزان این تفاوت تأثیرگذار باشد، باید مدنظر قرار گیرد. همچنین نرخ‌های تورم بالا و تغییر نرخ ارز ممکن است بخشی از تفاوت ارزش دفتری خالص دارایی‌ها و ارزش جایگزینی یا بازار آن‌ها را تبیین کند که البته این تفاوت در این تحقیق به‌عنوان نامشهود لحاظ شده است. بر اساس نتایج و محدودیت‌های پژوهش حاضر پیشنهادهای ذیل برای پژوهش‌های آتی توصیه می‌گردد:

مطالعاتی در مورد اجزای جداگانه دارایی‌های نامشهود نظیر ارزش علائم تجاری، تحقیق و توسعه (R & D)، سرمایه فکری و سرمایه انسانی و تأثیر وجود و گزارشگری هر کدام از این دارایی‌ها بر ارزش بازار شرکت‌ها انجام شود. در شرکت‌هایی که تجدید ارزیابی انجام نداده‌اند اثر تورم و تغییر نرخ ارز با توجه به سال ایجاد دارایی‌های مشهود بر ارزش خالص دارایی‌های مشهود لحاظ شود تا بینش بهتری از نامشهودها و تأثیر آن بر ارزش شرکت فراهم شود. هم‌چنین می‌توان مدل‌ها را در شرایط مختلف رونق و رکود بورس تخمین زد تا اثر انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی را بر تخمین دارایی‌های نامشهود کنترل کرد.

منابع و مأخذ

۱. انواری رستمی، علی‌اصغر، سراجی، حسن. (۱۳۸۴). سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه میان سرمایه فکری و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۳۹)، شماره صفحات ۴۹-۶۲.
۲. بیگی، تورج، فطرس، محمدحسن. (۱۳۸۸). اندازه‌گیری میزان تأثیر سرمایه انسانی بر عملکرد سازمانی صنعت بانکداری ایران: از دیدگاه دارایی نامشهود. فصلنامه مدیریت صنعتی دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، ۴(۱۰)، سنندج، شماره صفحات ۸۱-۸۹.
۳. رحمانی، علی، قاسمی، مهسا. (۱۳۹۲). ارتباط ارزشی سرفعلی شناسایی شده. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹، شماره صفحات ۱۱۱-۱۲۴.
۴. سبزه‌یی، فاطمه، عباس‌لو، مهدی. (۱۳۸۹). بررسی حبابی بودن قیمت سهام ۵۰ شرکت فعال بورس طی سال‌های ۸۷ و ۸۸، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۳۶۵.
۵. صالح‌آبادی، علی، دلیریان، هادی. (۱۳۸۹). بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۹، تهران، شماره صفحات ۶۱-۷۵.
۶. عباسیان، عزت‌اله، محمودی، وحید، فرزندگان، الهام. (۱۳۸۹). شناسایی حباب قیمت سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ارزش حال، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۰)، تهران، شماره صفحات ۷۵-۹۲.
۷. فخاریان، ابوالقاسم. (۱۳۸۰). ضرورت سنجش و انعکاس دارایی‌های نامشهود از سوی حسابداران مدیریت، حسابدار، ۱۴۲، تهران، شماره صفحات ۳-۵.
۸. عزیزخانی، مسعود، خدادادی، نوراله. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر هزینه تبلیغات بر ارزش نامشهود واحد تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. شماره ۳۴، شماره صفحات ۵۳-۷۹.
۹. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، سازمان حسابرسی. (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری ایران، استاندارد شماره ۱۱، دارایی‌های نامشهود، نشریه ۱۶۰ سازمان حسابرسی.
۱۰. واعظ، محمد، ترکی، لیلا. (۱۳۸۷). حباب قیمت‌ها و بازار سرمایه ایران. مجله پژوهشی دانشگاه اصفهان (علوم انسانی)، ۳۱(۳)، اصفهان، شماره صفحات ۱۹۵-۲۰۷.
۱۱. همتی، حسن، محمود معین‌الدین، مریم، مظفری، شمسی. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین سرمایه فکری و ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های غیرمالی. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲(۷)، ۲۳-۴۸.
12. Aboody, D. and Lev, B. (1998), "The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization", Journal of Accounting Research, Vol. 36, pp. 161-91.
14. Al-Jifri, K., & Citron, D. (2009). The value relevance of financial statement

recognition versus note disclosure: evidence from goodwill accounting. *European Accounting Review*, 18 (1) 123–140.

15. Ballou, J., Burgman, R. and Molnar, J. (2004). Managing for shareholder value: intangibles, future value and investment decision. *Journal of Business Strategy*, Vol. 25 No. 3, pp. 26-34.
16. Basu, Sudipta. (2008). Has the Importance of Intangibles Really Grown? And If So, Why?. *Accounting and Business Research*, Special Issue, International Accounting Policy Forum. PP1-46.
17. Edvinson, L. and Malone, M.S. (1997), Intellectual Capital: realizing your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower, *Harper Business*, New York, NY.
18. Ely, K., and Waymire, G. (1999a). Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-93. *Journal of Accounting Research*, 37 (2), Autumn, PP. 293–317.
19. Foster, B.P., Fletcher, R. and Stout, W.D. (2003). Valuing intangible assets. *The CPA Journal*, October. PP.217-233.
20. Ghosh, D. and Wu, A. (2007), Intellectual capital and capital markets: additional evidence,
21. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8 No. 2, pp. 216-35.
22. John Goodwin, John, Ahmed Kamran .(2005). Longitudinal Value Relevance of Earnings and Intangible Assets: Evidence from Australian Firms, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Forthcoming.
23. Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R.B. II and Duvall, L. (1996). The relation between accounting goodwill numbers and equity. *The Journal of Business Finance Accounting*, Vol. 23 No. 4, pp. 513-34.
24. Kane, E.J. and Unal, H. (1990). Modeling structural and temporal variation in the market's valuation of banking firms. *The Journal of Finance*, Vol. XIV No. 1, pp. 113-36.
25. Landsman, W. (1986). An empirical investigation of pension fund property rights, *The Accounting Review*, Vol. 61 No. 4, pp. 662-91.
26. Lev, B. (2001). Intangibles: Management, Measurement and Reporting. *Brookings Institution Press*, Washington, DC.
27. Lev, B. (2004), Sharpening the intangibles edge, *Harvard usiness Review*, Vol. 82 No. 6, pp. 109-16.
28. Lev, B., and Zarowin, P.(1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them, *Journal of Accounting Research*, 37 (2), Autumn, PP. 353–385.
29. McCarthy, M.G. and Schneider, D.K. (1995). Market perception of goodwill: some empirical evidence. *Accounting and Business Research*, 26(1), pp. 69-81.
30. Mark Russell. (2014). Capitalization of Intangible Assets and Firm Performance, The University of Queensland, pp.1-67.
31. Ohlson, J. (1995) . Earnings, book value and dividends in security valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 611°-687.
32. Pulic, A. (2000). VAIC – an accounting tool for IC management. available at: www.measuringip.at/papers (accessed 3 November 2007).

33. Ross, G. and Ross, J. (1997). Measuring your company's intellectual performance. *Long Range Planning*, (30) 3, pp. 413-26.
34. Salamudin, N, Bakar, R, Ibrahim, M, Haji Hassan, F .(2011). Intangible assets valuation in the Malaysian capital market. *Journal of Intellectual Capital*,.(11). 3, pp. 391-405.