

## تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر

### اندازه‌گیری و رفتاری

دکتر علی ثقفی \*

رافیک باغومیان \*\*

#### چکیده

در واکنش به نگرانی‌های ایجادشده در خصوص سودمندی گزارشگری مالی فعلی، پژوهش‌های متعددی به منظور بررسی روند تغییرات ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری طی دهه‌های اخیر انجام شده است. در این رابطه، علاوه بر نبود اجماع در زمینه وجود روند کاهشی در ارتباط ارزشی، میزان مناسب بودن روش سنتی اندازه‌گیری ارتباط ارزشی که مبتنی بر همبستگی متغیر قیمت بازار است، دغدغه‌ای دیگر در ادبیات این حوزه به‌شمار می‌آید. با توجه به شواهد روزافزون ارائه‌شده در ادبیات حوزه مالی رفتاری در خصوص انحراف قیمت بازار سهام از ارزش بنیادی،

---

\* دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

\*\* دانشجوی دوره دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

در پژوهش حاضر تلاش شده است تا به کمک الگوی ارزشگذاری سود مازاد، با استدلال و به شیوه تجربی نشان داده شود که روند کاهشی مشاهده شده در ارتباط ارزشی، برآمد تعامل دو عامل است؛ نه تک عاملی که پیش از این ادعا شده بود. عامل اول، اثر اندازه گیری حسابداری است که بیانگر ناتوانی الگوی فعلی گزارشگری مالی در ثبت و بازنمایی ارزش اقتصادی شرکت می باشد و موجب کاهش واقعی ارتباط ارزشی می شود. عامل دوم، اثر رفتار سرمایه گذاران است که حاصل تأثیر روزافزون عوامل غیربنیادی بر تصمیم های سرمایه گذاران در حوزه قیمت گذاری می باشد و باعث مشاهده یک روند کاهشی غیرواقعی در ارتباط ارزشی می گردد.

نتایج تحقیق بر اساس روش اندازه گیری سنتی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، حاکی از کاهش آن نزد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ می باشد. البته، همان گونه که فرضیه پردازی شده بود، کاهش پیش گفته فقط نتیجه کم رنگ شدن ویژگی "مربوط بودن" گزارشگری مالی (اثر اندازه گیری حسابداری) نیست، بلکه حاصل افزایش رفتار سوداگرانه سرمایه گذاران بر اثر نفوذ روزافزون عوامل غیربنیادی در قیمت بازار نیز می باشد (اثر رفتار سرمایه گذاران). همچنین، یافته های آزمون اضافی پژوهش که طی آن ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری با استفاده از همبستگی میان متغیرهای مالی و ارزش بنیادی مورد ارزیابی قرار گرفته است، حاکی از نبود روند کاهشی در ارتباط ارزشی طی دوره زمانی پیش گفته می باشد و نشان می دهد که دلیل اصلی روند کاهشی مشاهده شده توسط پژوهش های قبلی، رفتار سوداگرانه سرمایه گذاران بوده است که قابل انتساب به تغییرات ارزش بنیادی نمی باشد.

واژه های کلیدی: اطلاعات حسابداری، ارتباط ارزشی، رفتار سرمایه گذاران، الگوی ارزشگذاری سود مازاد.

### معرفی تحقیق

یکی از قابل تأمل ترین و چالش برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه

اقتصادی می‌باشد، به گونه‌ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاسی و اقتصادی کشورها تبدیل شده است. به اعتقاد صاحب‌نظران، شرط لازم برای دستیابی به توسعه اقتصادی، انباشت سرمایه فیزیکی می‌باشد که یکی از راهکارهای اصلی تجهیز و تخصیص بهینه آن، استفاده از ساز و کار بازارهای مالی به‌شمار می‌آید.

مطالعات انجام‌شده در خصوص بازارهای مالی حاکی از آن می‌باشد که طی سال‌های اخیر، جایگاه بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه به‌شدت تقویت شده و نقش آن به‌عنوان نیروی محرکه توسعه اقتصادی، پررنگ‌تر گشته، به گونه‌ای که هم‌اکنون نهاد مذکور به یکی از شاخص‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها تبدیل شده است.

در عین حال، با توجه به اینکه تصمیم‌گیری بازیگران عرصه بازار سرمایه و به‌ویژه سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار در محیطی انجام می‌شود که عدم اطمینان بر آن حاکم است، آنان نیازمند اطلاعات هستند. از سوی دیگر، سیستم حسابداری به‌عنوان یک سیستم اطلاعاتی قادر به تهیه و ارائه چنین اطلاعاتی است. به‌قول برنان<sup>۱</sup> (۱۹۹۱، ص ۶۱)، "عقل سلیم حکم می‌کند که حسابداری باید قادر به ارائه اطلاعاتی مربوط جهت ارزشگذاری سهام باشد." اهمیت و جذابیت چنین ادعایی موجب شده است تا در طول چهار دهه گذشته، صاحب‌نظران بسیاری به آزمون آن پردازند و شاخه جدیدی از پژوهش‌های مبتنی بر بازار در حسابداری را تحت عنوان "مطالعات ارتباط ارزشی"<sup>۲</sup> معرفی نمایند.

از سوی دیگر، تحولات اخیر به‌وجود آمده در محیط کسب‌وکار بنگاه‌های تجاری و بازارهای مالی که حاصل عوامل گوناگونی چون مقررات‌زدایی، خصوصی‌سازی، جهانی‌سازی و نوآوری‌های حوزه فناوری‌های اطلاعات و ارتباطات می‌باشد، موجب شده است تا شیوه‌های تصمیم‌گیری اقتصادی

1- Brennan.

۲- وجه مشترک تعاریف ارائه‌شده از ارتباط ارزشی یا مربوط بودن از منظر ارزشگذاری (Value Relevance) در ادبیات حسابداری، وجود رابطه معنادار آماری میان اطلاعات حسابداری و ارزش بازار حقوق مالکان (Equity) است (Beaver, 2002, p.459). از سوی دیگر، با وجود اینکه قدمت آزمون رابطه آماری مزبور به آثاری چون Miller and Modigliani (1966) و Horrigan (1966) بازمی‌گردد، اصطلاح "Value Relevance" برای اولین بار توسط Amir et al. (1993, p.230) مورد استفاده قرار گرفته است.

سرمایه‌گذاران به گونه‌ای تغییر کند که بسیاری از صاحب‌نظران حوزه مربوط، نسبت به توانایی الگوی کنونی گزارشگری مالی در هماهنگ شدن با تغییرات محیطی پیش‌گفته و تأمین نیازهای اطلاعاتی جدید سرمایه‌گذاران، اظهار تردید و نگرانی نمایند. در واکنش به انتقادهای روزافزون، پژوهش‌های متعددی انجام شده که هدف آنها مطالعه تغییرات ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در طول زمان بوده است. البته، بازنگری نتایج تحقیقات مذکور حاکی از ناسازگاری یافته‌های آنها با یکدیگر می‌باشد. یعنی، نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که به‌رغم ادعای منتقدان، تغییرات معناداری در روند ارتباط ارزشی مشاهده نمی‌شود؛ در حالی که یافته‌های مطالعات دیگر، حاکی از وجود یک روند کاهشی در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است.<sup>۱</sup>

در این میان، مسأله‌ای که ذهن پژوهشگر تحقیق حاضر را به خود مشغول داشته است، رویکردی می‌باشد که در مطالعات قبلی برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی و تغییرات آن مورد استفاده قرار گرفته است. در واقع، اغلب برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی از رگرسیون خطی چندگانه (معمولاً شامل ارزش دفتری و سود سهام به‌عنوان متغیرهای مستقل و قیمت بازار به‌عنوان متغیر وابسته) و برای تعیین سطح معنادار بودن آماری و مشخص ساختن روند تغییرات ارتباط ارزشی، از تحلیل سری‌های زمانی ضریب تعیین استفاده شده و کاهش همبستگی میان اطلاعات حسابداری و قیمت بازار (یا کاهش ضرایب تعیین محاسبه‌شده) در طول زمان، به‌عنوان کاهش ارتباط ارزشی تلقی شده است.

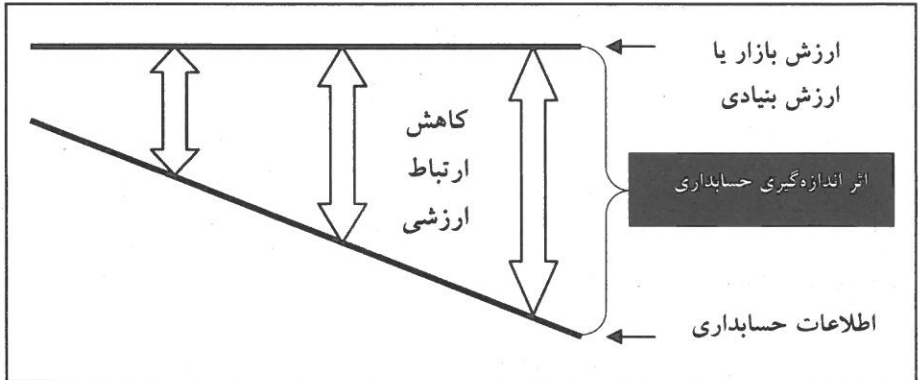
فرض اساسی پشتوانه طرز تلقی مذکور آن است که اطلاعات حسابداری قادر به تبیین ارزش بنیادی (ذاتی) می‌باشد و قیمت بازار، جانشین مناسب و نأریبی برای ارزش مزبور به‌شمار می‌آید. پس می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که هر گونه کاهش همبستگی میان اطلاعات حسابداری و قیمت بازار، نتیجه انحراف این اطلاعات از

۱- برای مثال، (Collins et al. (1997, p.65)، Francis and Schipper (1999, p.349)، و Ely and Waymire (1999, p.314).

۲- برای نمونه، (Lev and Zarowin (1999, p.383)، Brown et al. (1999, p.107)، (Chang (1999, p.44)، Core et al. (2003, p.65) و (Dontoh et al. (2004, p.809).

ارزش بنیادی و یا به عبارتی، ناشی از عامل اثر اندازه‌گیری حسابداری<sup>۱</sup> است (شکل (۱)).

شکل ۱. تبیین کاهش ارتباط ارزشی (رویکرد ستی)



از سوی دیگر، شواهد بسیاری وجود دارد که بر انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی دلالت می‌کند<sup>۲</sup>. انحراف مذکور، نتیجه رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذارانی است که بدون توجه به تغییرات واقعی ارزش بنیادی، به دادوستد سهام می‌پردازند. به بیان بهتر، چنین سرمایه‌گذارانی علاوه بر عوامل بنیادی، عوامل غیربنیادی دیگری را نیز به‌هنگام تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌های خود در نظر می‌گیرند. برخی از این عوامل عبارتند از انواع معاملات مبتنی بر اختلال<sup>۳</sup>، تحلیل‌های تکنیکی (فنی)<sup>۴</sup>، معاملات تکانه‌ای<sup>۵</sup> و تقلید کورکورانه<sup>۶</sup> از رفتار سایر سرمایه‌گذاران. نقش عوامل اخیر در تغییرات قیمت سهام، در ادبیات حوزه مالی رفتاری به‌خوبی مطالعه و

1- Accounting Measurement Effect.

۲- برای مروری بر پژوهش‌های خارجی این حوزه می‌توان به اثر جامع (2001) Kothari مراجعه نمود. در ایران، پژوهش‌های متعددی وجود دارد که یافته‌های آنها حاکی از عدم کارایی بازار اوراق بهادار در سطح نیمه قوی (جهانخانی و پورابراهیمی، ۱۳۸۲، ص ۹۳؛ اسلامی بیدگلی و صادقی باطنی، ۱۳۸۳، ص ۲۵؛ سببایی و محمودی، ۱۳۸۴، ص ۹۰) و حتی در سطح ضعیف (فدایی‌نژاد، ۱۳۷۴، ص ۲۴؛ نمازی و شوشتریان، ۱۳۷۴، ص ۱۰۲؛ نمازی و شوشتریان، ۱۳۷۵، ص ۱۰۱؛ سجادی، ۱۳۷۷، ص ۴۷؛ نمازی و شوشتریان، ۱۳۸۰، ص ۱۱۳؛ گودرزی، ۱۳۸۳، ص ۱۳) و در نتیجه انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی می‌باشد.

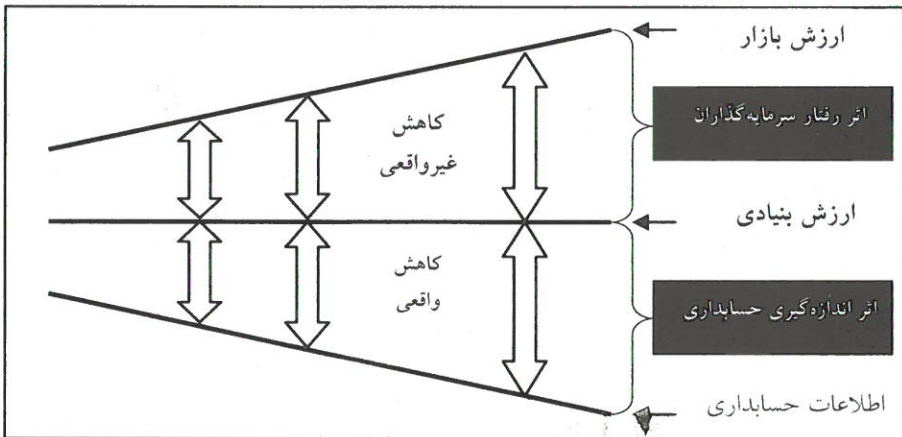
3- Noise Trading.

4- Technical Analysis.

5- Momentum Trading.

مستندسازی شده است. یافته‌های پژوهشگران حوزه مذکور نشان می‌دهد که عوامل رفتاری یادشده، موجب انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی آن می‌گردند. بدین ترتیب، کاهش همبستگی میان قیمت بازار و اطلاعات حسابداری را نباید بی‌درنگ به‌عنوان نوعی کاهش واقعی در ارتباط ارزشی تلقی نمود؛ بلکه باید توجه داشت که رابطه مذکور دو طرف دارد (قیمت بازار و اطلاعات حسابداری) و هر گونه انحراف از ارزش بنیادی منتسب به هر یک از طرفین رابطه یادشده، موجب کاهش همبستگی آنها خواهد شد. این در حالی است که در رویکرد سنتی، همواره فرض شده که کاهش همبستگی مزبور واقعی و تنها حاصل اثر اندازه‌گیری حسابداری می‌باشد و این احتمال که امکان دارد کاهش همبستگی میان قیمت بازار و اطلاعات حسابداری غیرواقعی و نتیجه انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی، یعنی اثر رفتار سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup> باشد، نادیده گرفته شده است (شکل ۲).

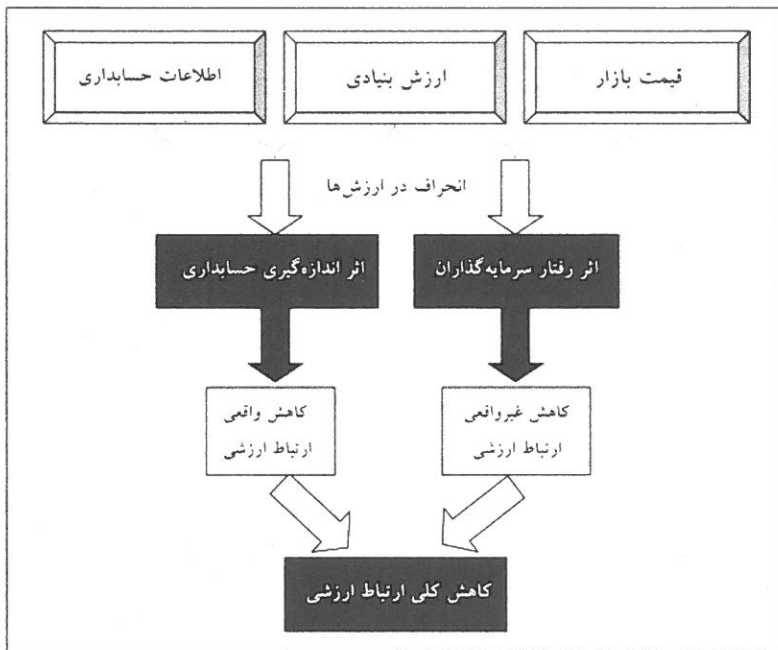
شکل ۲. تبیین کاهش ارتباط ارزشی (رویکرد پژوهش حاضر)



به دلیل اهمیت تفکیک عوامل مرتبط با تغییرات ارتباط ارزشی به اثر اندازه‌گیری حسابداری و اثر رفتار سرمایه‌گذاران و همچنین تبیین جایگاه هر یک از آنها در کاهش کلی ادعاشده در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، روابط مربوط در قالبی

جدید و در شکل (۳) بازنمایی است. بررسی یافته‌های پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص تغییرات دو عامل اثر اندازه‌گیری حسابداری<sup>۱</sup> و اثر رفتار سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup> در طول زمان، نشان می‌دهد که روند تغییرات عوامل مذکور افزایشی بوده است.

شکل ۳. تبیین کاهش ارتباط ارزشی (رویکرد پژوهش حاضر از منظری دیگر)



۱- صاحب‌نظران، دو دلیل عمده را برای افزایش انحراف اطلاعات حسابداری از ارزش بنیادی ذکر کرده‌اند. نخست اینکه تحولات صورت‌گرفته در محیط کسب‌وکار و نگاه‌های تجاری در طی دو دهه اخیر به همراه ظهور صنایع جدید دانش‌پایه (Knowledge-Based)، موجب ورود دارایی‌های جدیدی به ترازنامه شرکت‌ها شده است که الگوی گزارشگری مالی فعلی قادر به شناسایی کامل آنها نمی‌باشد (برای مثال، Elliott, 2000, p.74). علاوه بر این، نتایج تحقیقات انجام‌شده حاکی از افزایش آثار گزارشگری محافظه‌کارانه (Conservative Reporting) در چنین محیط‌هایی است (Givoly and Hayn, 2000, p.287; Holthausen and Watts, 2001, p.41).

۲- به اعتقاد اندیشمندان این حوزه، پرننگ‌تر شدن نقش اجزای غیربنیادی در قیمت سهام (ارزش غیربنیادی) (برای مثال، Zhong et al. (2003, p.65-66) و Core et al. (2003, p.688) و افزایش آن بخش از نوسان‌پذیری قیمت سهام که قابل انتساب به ارزش بنیادی نمی‌باشد (برای مثال، Shiller (2003, p.90) و Ibbotson and Chen (2003, p.p.96-

شایان ذکر است که اثر رفتار سرمایه گذاران، پدیده‌ای فراتر از حوزه گزارشگری مالی به شمار می‌آید. از این رو، کم‌رنگ جلوه دادن آن بخش از روند کاهشی ارتباط ارزشی که به عامل مذکور نسبت داده می‌شود، غیرمعقول به نظر می‌رسد. مطلب اخیر، نکته بسیار بااهمیتی به شمار می‌آید که در رویکرد سنتی کمتر به آن پرداخته شده است. از این رو، در تحقیق حاضر سعی می‌شود تا نقش عامل اثر رفتار سرمایه گذاران در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به طور شایسته‌تری مورد مطالعه قرار گیرد.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

به اعتقاد بارث<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۱، ص ۷۹)، هدف اصلی پژوهش‌های حوزه ارتباط ارزشی، افزایش سطح آگاهی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی نسبت به ویژگی‌های کیفی "مربوط بودن" و "قابل اتکاء بودن" اطلاعات حسابداری منعکس شده در ارزش بازار حقوق مالکان است. ویژگی‌های کیفی مذکور، دو معیار اصلی هیئت‌های تدوین استاندارد برای انجام بهترین انتخاب از میان گزینه‌های پیش روی<sup>۲</sup>، و آزمون ارتباط ارزشی بیانگر نوعی رویکرد جهت عملیاتی کردن تعاریف ویژگی‌های کیفی پیش گفته به شمار می‌آید. دلیل طرز تلقی اخیر نیز آن است که اقلام حسابداری تنها در صورتی از منظر ارزشگذاری مربوط محسوب می‌گردند که حاوی اطلاعات مربوطی جهت ارزشگذاری شرکت و دارای قابلیت اتکای کافی به منظور انعکاس در قیمت سهام آن باشد (بارث و همکاران، ۲۰۰۱، ص ۸۰). علاوه بر این، از آنجا که شرط لازم برای تأثیرگذاری اطلاعات حسابداری بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، مربوط بودن و نه صرفاً جدید بودن آن است<sup>۳</sup>، می‌توان سطح ویژگی کیفی "مربوط بودن" اطلاعات حسابداری را از طریق تلخیص

1- Barth.

۲- برای مثال، در بیانیه شماره ۲ مفاهیم حسابداری مالی ایالات متحده (FASB, 1984, pars.14,33) به این نکته اشاره شده است.

۳- اگر استفاده‌کنندگان اطلاعات یکسانی را از منابع مختلفی دریافت نمایند، به‌رغم کاهش ارزش اطلاعاتی که دیرتر دریافت شده است، خدشه‌ای بر ویژگی کیفی "مربوط بودن" آن وارد نمی‌گردد (FASB, 1984, par.37) و اطلاعات مذکور همچنان مفید و اثرگذار تلقی می‌شود.



یا تجمع اطلاعاتی که حتی ممکن است از منابع دیگری نیز تحصیل شده باشد، حفظ کرد.

از سوی دیگر، در مطالعات حوزه ارتباط ارزشی از الگوی های ارزشگذاری مختلفی برای آزمون فرضیه ها و از اطلاعات گوناگونی (معمولاً اطلاعات بازار، شامل قیمت یا بازده) به عنوان معیار سنجش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری استفاده شده است. برای مثال، در برخی از پژوهش های صورت گرفته (برای نمونه، بارث و کلینچ<sup>۱</sup>، ۱۹۹۶؛ عبودی<sup>۲</sup> و لو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۸) بر ضرایب متغیرهای حسابداری الگوهای ارزشگذاری تأکید شده، در حالی که در سایر تحقیقات انجام شده، قدرت تبیین کلی متغیرهای حسابداری در فرایند ارزشگذاری و یا به عبارت بهتر، رابطه میان متغیرهای حسابداری و اطلاعات بازار (که توسط ضرایب تعیین مربوط اندازه گیری می شود) مورد توجه واقع شده است (برای نمونه، کالینز<sup>۴</sup> و همکاران، ۱۹۹۷؛ فرانسیس<sup>۵</sup> و شیپر<sup>۶</sup>، ۱۹۹۹). در اینجا، باید خاطر نشان ساخت که پژوهش حاضر در زمره مطالعات گروه دوم قرار می گیرد.

به طور خلاصه، مبانی نظری پژوهش های حوزه ارتباط ارزشی شامل ترکیبی از نظریه ارزشگذاری و مباحث نظری حسابداری است، به گونه ای که پژوهشگران به کمک آن قادر به پیش بینی چگونگی رابطه میان متغیرهای حسابداری و ارزش بازار حقوق مالکان می شوند.

در این راستا، الگوهای ارزشگذاری به سه گروه اصلی تقسیم می شود. گروه اول، شامل الگوهای مبتنی بر رویکرد سود و زیانی است که از قدمت بیشتری برخوردارند و میلر<sup>۷</sup> و مودیلیانی<sup>۸</sup> (۱۹۶۶) از نخستین استفاده کنندگان آن به شمار می آیند. گروه

1- Clinch.

2- Aboody.

3- Lev.

4- Collins.

5- Francis.

6- Schipper.

7- Miller.

8- Modigliani.

۹- Ball and Brown (1968) به عنوان طلایه داران سلسله پژوهش های پیش گفته، در تحقیق خود نشان دادند که رقم سود سالانه یک شرکت، نشان دهنده بخش قابل توجهی از مجموعه اطلاعاتی است که در قیمت (بازده) سهام آن منعکس می باشد. سپس، پژوهشگران بسیاری با پیروی از روش تحقیق مورد استفاده آنان به بررسی رابطه میان سود و قیمت (بازده) سهام شرکتها پرداختند. در این مطالعه، از مدل ارزشگذاری مبتنی بر سود و زیانی استفاده شد. این مطالعه نشان داد که سود سالانه یک شرکت، تنها یک عامل از میان عوامل متعددی است که در قیمت (بازده) سهام آن منعکس می باشد.

گروه دوم، شامل الگوهایی است که بر اساس رویکرد ترازنامه‌ای ارائه شده‌اند و صاحب‌نظرانی چون لندزمن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶)، بارث (۱۹۹۱)، بارث و همکاران (۱۹۹۶) در پژوهش‌های خود از آنها استفاده کرده‌اند.<sup>۲</sup> در تحقیقات گروه آخر نیز از ترکیب دو رویکرد قبلی و در نتیجه الگوی فلت‌هام و اهل‌سُون<sup>۳</sup> (۱۹۹۵) استفاده شده است. یعنی، فرض بر آن می‌باشد که ارزش شرکت را می‌توان در قالب یک تابع خطی از ارزش دفتری حقوق مالکان و ارزش فعلی عایدات غیرعادی<sup>۴</sup> آتی نمایش داد. یافته‌های بارث و همکاران (۲۰۰۱، ص ۹۱) نشان می‌دهد که پژوهش‌های کنونی حوزه ارتباط ارزشی، معمولاً با استفاده از الگوی فلت‌هام و اهل‌سُون (۱۹۹۵) و استفاده از متغیرهای سود حسابداری و ارزش دفتری انجام شده است.

لیو<sup>۵</sup> و اهل‌سُون (۲۰۰۰، ص ۳۲۵) در ادامه تلاش‌های به‌عمل آمده بر آن شدند تا دامنه کاربرد الگوی فلت‌هام و اهل‌سُون (۱۹۹۵) را گسترش دهند. اندیشمندان مزبور نشان دادند که در الگوی مورد بحث می‌توان از حسابداری محافظه‌کارانه<sup>۶</sup> نیز بهره جست و در نتیجه، رشد (خالص) دارایی‌های عملیاتی را به‌عنوان یک متغیر مستقل اصلی مطرح ساخت. علاوه بر این، آنان نشان دادند که در این الگو امکان تعریف دو متغیر مستقل نرخ رشد سود موردانتظار و اندازه شرکت که معمولاً در پژوهش‌های حوزه ارزش‌گذاری نادیده گرفته می‌شود نیز وجود دارد. چنین توضیحاتی موجب شد تا صاحب‌نظرانی چون مایرز<sup>۷</sup> (۲۰۰۰، ص ۳۳۵) اعلام کنند که الگوی فلت‌هام و اهل‌سُون (۱۹۹۵)، موجب بهبود درک ما از رابطه میان اعداد و ارقام حسابداری و ارزش شرکت شده است. در نهایت، می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد

دوره‌های بازدهی با افق‌های زمانی متفاوتی سود جستند. برای آشنایی بیشتر با پژوهش‌های پیش گفته، می‌توان به اثر ارزشمند (Lev, 1989) pp.168-169 مراجعه کرد.

1- Landsman.

۲- از رویکرد ترازنامه‌ای برای تبیین ارتباط ارزشی دارایی‌ها و بدهی‌های ثبت‌نشده (Landsman, 1986; Barth, 1991; Barth et al., 1992 and 1993) ارزش منصفانه ابزار گوناگون مالی (Barth, 1994; Barth et al., 1996) و اطلاعات غیرمالی (Barth and McNichols, 1994; Hughes, 2000) نیز استفاده شده است. این همه در حالی می‌باشد که به‌قول (Beaver, 1998, p.115)، رویکرد ترازنامه‌ای تنها برای تعدادی از صنایع (برای مثال، بانک‌ها) و یا برخی از موارد خاص (مانند طرح‌های بازنشتگی که شامل دارایی‌ها و بدهی‌های مالی می‌باشند) قابل اعمال و مورد پذیرش است.

3- Feltham and Ohlson Model.

4- Abnormal Earnings.

5- Liu.

6- Conservative Accounting.

7- Myers.

که طی دههٔ اخیر، الگوهای پیشنهادی اهلسون (۱۹۹۵) و فلت‌هام و اهلسون (۱۹۹۵) تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر پژوهش‌های حوزهٔ حسابداری و به‌ویژه حوزهٔ ارزشگذاری داشته‌اند؛ به‌گونه‌ای که به اعتقاد بیور<sup>۱</sup> (۲۰۰۲، ص ۴۵۷)، نقش مهمی را در تبیین بسیاری از ویژگی‌های سیستم حسابداری از قبیل رابطهٔ مازاد خالص، ارزش دفتری، سود، محافظه‌کاری و تأخیر در شناخت ایفاء نموده‌اند.

البته، با وجود اینکه یافته‌های اکثریت قریب به اتفاق چنین پژوهش‌هایی که تعداد آنها در طول زمان و در نقاط گوناگون جهان به ده‌ها و شاید صدها مورد می‌رسد، حاکی از تأیید ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بوده، ولی تأکید آنها بر مطالعهٔ مقطعی و نه طولی ارتباط ارزشی قرار داشته است. این در حالی می‌باشد که با توجه به انتقادهای مطرح‌شده در خصوص رویه‌های فعلی حسابداری در اواسط دههٔ ۱۹۹۰ و ورشکستگی همراه با رسوایی‌های حسابداری شرکت‌هایی چون انرون<sup>۲</sup> و وُردل‌کام<sup>۳</sup> در اوایل دههٔ اخیر، اهمیت این گروه از پژوهش‌های حوزهٔ ارتباط ارزشی در حال حاضر به‌نحو چشمگیری افزایش یافته است.

در این میان، ابراز نارضایتی روزافزون محافل حرفه‌ای و صاحب‌نظران حوزهٔ سرمایه‌گذاری نسبت به توانایی الگوی کنونی گزارشگری مالی در هماهنگ شدن با تغییرات ایجادشده در محیط‌های نوین کسب‌وکار و تأمین نیازهای اطلاعاتی جدید سرمایه‌گذاران، نقش به‌سزایی را در ارتقای جایگاه این شاخه از پژوهش‌های ارتباط ارزشی ایفاء نموده است.<sup>۴</sup> آنان این بحث را پیش می‌کشند که ادامهٔ ناتوانی الگوی مذکور، موجب تضعیف بیشتر ویژگی کیفی "مربوط بودن" اطلاعات حسابداری می‌شود و ارزشگذاری و ارزیابی عملکرد شرکت‌های فعال در محیط‌های

1- Beaver.

2- Enron.

3- Worldcom.

۴- دلایل ناتوانی الگوی فعلی گزارشگری مالی را باید در زمان ایجاد و ارائهٔ آن جستجو کرد. از آنجا که تحولات صورت‌گرفته در محیط کسب‌وکار بنگاه‌های تجاری، حاصل عواملی چون مقررات‌زدایی، خصوصی‌سازی، جهانی‌سازی و نوآوری‌های حوزهٔ فناوری‌های اطلاعات و ارتباطات می‌باشد و بخش عمدهٔ تأثیر این عوامل پس از معرفی الگوی فعلی گزارشگری مالی به‌وقوع پیوسته است (Rimerman, 1990, p.82)، هماهنگ شدن الگوی مذکور با تغییر و تحولات به‌عمل آمده، امر دشواری به‌نظر می‌رسد.

کسب و کار مبتنی بر فناوری‌های نوین و اطلاعات پایه<sup>۱</sup> کنونی را با چالش‌های جدی روبرو می‌سازد<sup>۲</sup> (الیوت<sup>۳</sup> و جیکوبسون، ۱۹۹۱، ص ۵۶؛ آبتون<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱، ص ۱). این در حالی است که بدینی موجود نسبت به ارتباط ارزشی الگوی گزارشگری مالی فعلی را می‌توان با بررسی درخواست‌های روزافزون سرمایه‌گذاران برای دریافت اطلاعات غیرمالی و ارائه شدن داوطلبانه چنین اطلاعاتی از سوی شرکت‌های مختلف، به‌وضوح مشاهده کرد<sup>۵</sup>. مطالعات انجام‌شده نشان می‌دهد که به اعتقاد سرمایه‌گذاران فعال در صنایع گوناگون، مربوط بودن اطلاعات مالی منتشرشده تنها از طریق ارائه اطلاعات غیرمالی مرتبط احراز می‌گردد<sup>۶</sup>.

البته، این رویکرد که ارتباط ارزشی سود حسابداری در طول زمان کاهش و در مقابل ارتباط ارزشی اطلاعاتی چون ارزش دفتری افزایش یافته، توسط تمام پژوهشگران مورد تأیید قرار نگرفته است<sup>۷</sup>. این همه در حالی می‌باشد که بازنگری نتایج تحقیقات انجام‌شده در زمینه روند تغییرات ارتباط ارزشی متغیر ترکیبی (سود و ارزش دفتری)، حاکی از ناسازگاری یافته‌های پژوهشی با یکدیگر است. به عبارت دیگر، نتایج برخی از مطالعات نشان می‌دهد که در طی سال‌های متمادی و به‌رغم ادعای منتقدان، تغییرات معناداری در روند ارتباط ارزشی مشاهده نشده<sup>۸</sup>؛ در حالی

#### 1 - Information-Based.

۲- ناگفته نماند که سازمان‌های گوناگونی از سراسر جهان به بررسی این موضوع و ارائه پیشنهادهایی در خصوص آینده گزارشگری مالی برون‌سازمانی پرداخته‌اند. در این میان، گزارش (The Jenkins Report) (1994) AICPA نقش تعیین‌کننده‌ای را ایفاء نموده است؛ به‌گونه‌ای که ارائه آن نقطه عطفی در پیشرفت بحث به‌شمار می‌آید (Beattie, 2000, p.3).

#### 3 - Elliott.

#### 4 - Upton.

۵- برای نمونه، در (SEC (2001, p.2)، Jackson (2004, p.5) و Leadbetter (2005, p.2) به این نکته اشاره شده است.  
۶- در همین ارتباط، صنایع ارتباطات بی‌سیم توسط (Amir and Lev (1996)، اطلاع‌رسانی الکترونیکی توسط Liang and Yao (2005) and خطوط هوایمایی توسط Behn and Riley (1999) و Riley Jr. et al. (2003)، تولید برق توسط Hughes (2000) و زیست‌فناوری (Biotechnology) توسط Xu (2002) و Yang (2003) مورد مطالعه قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش مهرانی و همکاران (۱۳۸۳، ص ۸۹) در ایران نیز حاکی از وجود رابطه آماری معناداری میان اطلاعات غیرمالی و بازده سهام است.

۷- برای مثال، یافته‌های (Brown et al. (1999, p.107) و Lev and Zarowin (1999, p.383) نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی ارزش دفتری در طول زمان کاهش یافته است.

۸- برای مثال، (Collins et al. (1997, p.65) و Francis and Schipper (1999, p.349) و Ely and Waymire (1999,

که یافته‌های پژوهش‌های دیگر حاکی از وجود یک روند کاهشی در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است.<sup>۱</sup>

در مجموع، چنین به نظر می‌رسد که به استثنای وحدت نظر موجود در زمینه روند کاهشی ارتباط ارزشی سود حسابداری، هیچ‌گونه اجماعی در خصوص چگونگی روند کلی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در میان صاحب‌نظران حوزه مربوط وجود ندارد. علاوه بر این، بررسی‌ها نشان می‌دهد که در تحقیقات انجام‌شده نیز توجه کافی به بررسی عوامل مربوط به هر گونه کاهش احتمالی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در طول زمان، مبذول نشده است. به قول لُو و زاروین<sup>۲</sup> (۱۹۹۹، ص ۳۷۰)، پژوهش‌های مذکور به‌جای ریشه‌یابی دلایل اصلی کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به تشریح علائم و آثار آن پرداخته‌اند.

این همه در حالی است که می‌توان مشاهده کرد فرض پژوهش‌های قبلی حوزه ارتباط ارزشی مبنی بر اینکه قیمت بازار جانشین مناسب و نآرایی برای ارزش بنیادی (ذاتی) محسوب می‌شود، به‌طور روزافزونی مورد تردید واقع شده است (هُوی‌تَش<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۲، ص ۱). از سوی دیگر، شیلر<sup>۴</sup> (۱۹۸۱، ص ۴۲۱) با بررسی نوسان‌پذیری فزاینده سهام در بازارهای مالی، چنین نتیجه‌گیری کرده است که تغییرات مذکور حاصل ورود اطلاعات جدید به بازار نمی‌باشد؛ زیرا این تغییرات نسبت به رویدادهای واقعی بعدی "بیش از اندازه بزرگ" به‌نظر می‌رسد. در نهایت، کاتلر<sup>۵</sup> و همکاران (۱۹۸۹، ص ۹) با مطالعه تغییرات قیمت سهام به این نتیجه رسیدند که قیمت مزبور، انعکاس‌دهنده عواملی فراتر از مجموعه مواردی است که ارزش بنیادی سهام ایجاب می‌نماید. وجود شواهد فزاینده حاکی از تأیید چنین پدیده‌هایی، موجب گرایش روزافزون محققان به سمت یافتن دلایل جدیدی برای تبیین روند تغییرات قیمت بازار سهام شده است. برای مثال، لُو (۱۹۸۹، ص ۱۷۴) رفتار

غیرعقلایی سرمایه‌گذاران را یکی از دلایل اخیر برشمرده یا بلک<sup>۱</sup> (۱۹۸۶، ص ۵۳۲) این بحث را پیش کشیده که ممکن است عملکرد معامله‌گران اختلال‌زا موجب انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی آن شود. به قول لی<sup>۲</sup> (۲۰۰۱، ص ۲۴۶)، "قیمت بازار، حاصل تعامل معامله‌گران اختلال‌زا و آریترائزکنندگان منطقی است که در چارچوب محدودیت هزینه‌های معاملاتی به فعالیت می‌پردازند."

بدین ترتیب، چنین به نظر می‌رسد که نتایج مطالعات قبلی انجام‌شده در زمینه ارتباط ارزشی را باید با احتیاط پذیرفت و تفسیر کرد؛ زیرا تنها معیار مورد استفاده برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی در آنها، قیمت بازار سهام بوده است. این در حالی می‌باشد که امروزه معلوم شده است رفتار سرمایه‌گذاران و آن بخش از نوسان‌پذیری قیمت سهام که قابل انتساب به تغییرات ارزش بنیادی نمی‌باشد نیز از نقش انکارناپذیری در فرایند ارزشگذاری برخوردار است و باید به‌هنگام انجام مطالعات مربوط، مورد توجه قرار گیرد.

در پژوهش حاضر، تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه‌گیری و به‌ویژه از دیدگاه رفتاری که در پژوهش‌های قبلی کمتر به آن پرداخته شده، مورد نظر قرار گرفته است. به همین دلیل، تشخیص این امر که چه میزان از تغییرات ارتباط ارزشی به دلیل ناتوانی اطلاعات حسابداری در بازنمایی کامل ارزش اقتصادی واقعی یا ارزش بنیادی (کاهش واقعی از منظر اندازه‌گیری) و چه بخشی از کاهش مذکور ناشی از تأثیر روزافزون سایر عوامل غیربنیادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران (کاهش غیرواقعی از منظر رفتاری) می‌باشد، از اهمیت بسیاری برخوردار بوده و محور اصلی پرسش‌ها و فرضیه‌های پژوهشی تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهد.

### فرضیه‌های تحقیق

براساس مباحثی که مطرح شد و با توجه به این واقعیت که تاکنون در ایران پژوهشی در چنین زمینه‌ای صورت نگرفته، تصمیم پژوهشگر در این تحقیق بر انجام پایه‌ای‌ترین کار ممکن بوده است. مطالعه مبانی نظری، پژوهش‌های انجام‌شده و

1- Black.

2- Lee.

بررسی روند تغییرات ارتباط ارزشی و عوامل مربوط نشان می‌دهد که انجام چنین کاری، مستلزم طراحی تحقیق در قالبی است که ابتدا به سه سؤال مقدماتی زیر پاسخ داده شود:

پرسش مقدماتی (۱): آیا روند افزایشی معناداری در اثر اندازه‌گیری حسابداری مشاهده می‌شود؟

پرسش مقدماتی (۲): آیا روند افزایشی معناداری در اثر رفتار سرمایه‌گذاران مشاهده می‌گردد؟

پرسش مقدماتی (۳): آیا روند کاهشی معناداری در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری مشاهده می‌شود؟

از سوی دیگر و با توجه به پرسش‌های مقدماتی که از نظر گذشت، در نهایت محقق در پی یافتن پاسخ برای دو پرسش اصلی و مشخص زیر خواهد بود:

پرسش اصلی (۱): آیا میان روند افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد؟ و

پرسش اصلی (۲): آیا میان روند افزایشی اثر رفتار سرمایه‌گذاران و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد؟

در این پژوهش نیز با در نظر گرفتن پرسش‌های مقدماتی و اصلی تحقیق که بر پایه مطالعات انجام‌شده و یافته‌های مطالعات قبلی تدوین شده‌اند و همچنین به‌منظور برخورداری از فراگرد مبتنی بر روش‌شناسی علمی، فرضیه‌های پژوهشی در دو گروه فرعی و اصلی به شرح زیر بیان می‌گردند.

فرضیه فرعی (۱): اثر اندازه‌گیری حسابداری طی زمان روند افزایشی معناداری داشته است.

فرضیه فرعی (۲): اثر رفتار سرمایه‌گذاران طی زمان روند افزایشی معناداری داشته است.

فرضیه فرعی (۳): ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری طی زمان روند کاهشی معناداری داشته است.

فرضیه‌های اصلی پژوهش نیز که بر پایه پرسش‌های اصلی مطرح‌شده در بخش

"بیان مسأله و پرسش‌های تحقیق" و فرضیه‌های فوق‌الذکر تدوین شده‌اند، به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اصلی (۱): میان روند افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد، و

فرضیه اصلی (۲): میان روند افزایشی اثر رفتار سرمایه‌گذاران و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد.

بنابراین، با توجه به فرضیه‌های اصلی تحقیق، دو متغیر روند اثر اندازه‌گیری حسابداری و روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان متغیرهای مستقل و متغیر روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به عنوان متغیر وابسته معرفی می‌گردند.

### تعریف عملیاتی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

#### اندازه‌گیری ارزش بنیادی

یکی از اساسی‌ترین مسائلی که در پژوهش حاضر به آن پرداخته می‌شود، برآورد ارزش بنیادی شرکت‌های مورد بررسی است. از این رو، پیش از پرداختن به نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق، ابتدا شیوه اندازه‌گیری ارزش بنیادی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد.

#### اندازه‌گیری ارزش بنیادی

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری ارزش بنیادی از الگوی ارزشگذاری سود مازاد استفاده شده است. بر این اساس، ارزش بنیادی هر سهم عبارت است از مجموع ارزش دفتری کنونی و ارزش فعلی عایدات غیرعادی آتی آن:

$$V_{it} = BVPS_{it} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FEPS_{i(t+j)} - (BVPS_{i(t+j-1)} \times r_{it})}{(1+r_{it})^j}$$

رابطه (۱)

در رابطه (۱)،  $BVPS_{it}$ ،  $FEPS_{i(t+j)}$  و  $r_{it}$  به ترتیب بیانگر مبالغ ارزش دفتری هر



سهام شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ ، پیش‌بینی سود (عایدی) هر سهم شرکت مزبور برای دوره مالی پس از آن و نرخ هزینه سرمایه شرکت مذکور در سال مالی  $t$  می‌باشد. همان‌گونه که ملاحظه می‌گردد، استفاده از رابطه پیش‌گفته مستلزم انجام پیش‌بینی برای یک افق زمانی نامحدود است. این در حالی می‌باشد که یافته‌های مطالعات انجام‌شده حاکی از آن است که در افق‌های زمانی فراتر از سه یا چهار سال، بهبود معناداری در ارزش بنیادی برآوردی مشاهده نمی‌شود.<sup>۱</sup> بدین دلیل، محاسبه متغیرهای مورد نیاز در الگوی ارزش‌گذاری تحقیق حاضر، بر پایه پیش‌بینی مقادیر مربوط برای یک افق زمانی سه ساله (دوره پیش‌بینی) صورت پذیرفته است. با توجه به محدود شدن افق زمانی پیش‌بینی و انعکاس ارزش دوره‌های زمانی فراتر آن در قالب یک ارزش پایانی<sup>۲</sup> بر پایه الگوی رشد گوردن<sup>۳</sup>، رابطه (۱) را می‌توان به صورت زیر نیز نمایش داد:

$$V_{it} = BVPS_{it} + \sum_{j=1}^3 \frac{FEPS_{i(t+j)} - (BVPS_{i(t+j-1)} \times r_{it})}{(1+r_{it})^j} + \frac{(FEPS_{i(t+3)} - (BVPS_{i(t+2)} \times r_{it})) \times (1+Ltg)}{(r_{it} - Ltg) \times (1+r_{it})^3}$$

رابطه (۲)

$V_{it}$ : ارزش بنیادی هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به سال مالی  $t$ .

$BVPS_{it}$ : ارزش دفتری هر سهم شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

$FEPS_{i(t+j)}$ : پیش‌بینی سود (عایدی) هر سهم شرکت  $i$  برای سال مالی  $t+j$  که بر پایه نخستین پیش‌بینی سود توسط مدیریت شرکت برای سال اول<sup>۴</sup> (یعنی  $MFEPS_{it}$ ) و

۱- برای نمونه، می‌توان به مطالعات (Bernard (1995, p.739)، Tse and Yaansah (1999, p.374) و Lee et al. (1999, p.1719) مراجعه کرد.

2 - Terminal Value.

3 - Gordon's Growth Model.

۴- در ایران، مراجع مستقل قابل اتکایی (مانند I/B/E/S یا Value Line) که سودهای آتی شرکت‌ها را پیش‌بینی می‌نمایند، وجود ندارد. از این رو، با توجه به یافته‌های پژوهش‌هایی چون جهانخانی و صفاریان (۱۳۸۲، ص ۷۹) مبنی بر وجود محتوای اطلاعاتی سود برآوردی هر سهم و تأثیرگذاری آن بر قیمت و حجم معاملات سهام و خلقی مقدم و آزاد (۱۳۸۳، ص ۵۰) در زمینه وجود رابطه قوی بین سود پیش‌بینی‌شده و سود واقعی و همچنین این واقعیت که نخستین پیش‌بینی سود مدیریت شرکت برای سال بعد بر قیمت سهام در آستانه مجمع مربوط به عملکرد سال قبل تأثیر می‌گذارد، چنین متغیر جایگزینی انتخاب شده است.

تعمیم آن بر مبنای نرخ رشد مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای سال‌های دوم و سوم از دوره زمانی سه‌ساله به دست می‌آید:

$$FEPS_{i(t+j)} = FEPS_{i(t+j-1)} \times (1 + growth_{it}) \quad j = 2,3 \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه (۳)،  $growth_{it}$  نشان‌دهنده نرخ رشد شرکت  $i$  می‌باشد که بر پایه میانگین هندسی نرخ‌های رشد مبالغ فروش برای دوره پنج‌ساله قبل از دوره  $t$  (نرخ‌های رشد فروش مربوط به دوره‌های زمانی  $t-1$  الی  $t-6$ )، محاسبه می‌شود (رابطه (۴)).

$$growth_{it} = \sqrt[5]{\frac{Sales_{i(t-1)}}{Sales_{i(t-6)}}} - 1 \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه (۴)،  $Sales_{i(t-1)}$  و  $Sales_{i(t-6)}$  به ترتیب بیانگر مبالغ فروش شرکت  $i$  در دوره‌های زمانی  $t-1$  الی  $t-6$  (در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۳۸۶) می‌باشند.

$R_{it}$ : نرخ هزینه سرمایه شرکت  $i$  برای سال مالی  $t$  که بر اساس الگوی رشد گوردن (۱۹۶۲) محاسبه می‌گردد.<sup>۲</sup> امکان دسترسی به داده‌های مورد نیاز و سازگاری این

۱- از آنجایی که سیاست تقسیم سود شرکت‌های ایرانی مبتنی بر الگوی گام تصادفی است (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴، ص ۲۷)، نرخ رشد سود تقسیمی چندان قابل اتکاء به نظر نمی‌رسد (بولو، ۱۳۸۶، ص ۱۲۲). از سوی دیگر، چون تأثیرپذیری فروش از رویه‌های حسابداری در مقایسه با سود بسیار کمتر است، چنین به نظر می‌رسد که در مجموع نرخ رشد فروش پایدارتر و قابل پیش‌بینی‌تر از نرخ رشد سود باشد. شواهد موجود نیز نشان می‌دهد که کاربرد نرخ‌های تاریخی رشد فروش در پیش‌بینی‌های به‌عمل آمده بسیار مفیدتر از نرخ‌های تاریخی رشد سود بوده است (Damodaran, 2002, pp.276-277).

۲- دو الگوی مطرح دیگر که برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد، عبارتند از الگوی ارزشگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (Capital Asset Pricing Model - CAPM) و الگوی ارزشگذاری سود مازاد. الگوی CAPM، در اصل الگویی یک‌دوره‌ای است و هر چند به‌رغم کاستی‌هایش هنوز به‌طور گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد (Smart et al., 2007, p.239)، به دلیل رشد سریع شاخص‌های بورس ایران در سال‌های اخیر و به‌ویژه سال ۱۳۸۲ (بولو، ۱۳۸۶، ص ۱۱۹)، در این پژوهش از آن استفاده نشده است (البته، پژوهشگرانی چون تقفی و تالانه، ۱۳۸۵، ص ۱۹) با انجام تعدیلاتی این الگو را به کار گرفته‌اند. علاوه بر این، یافته‌های عثمانی (۱۳۸۱، ص ۲۰۲) نشان می‌دهد که الگوی مزبور در ایران بر اساس معیار میزان همبستگی هزینه سرمایه با شاخص ریسک سیستماتیک (B)، در مقایسه با سایر الگوهای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از کمترین حد اعتبار برخوردار می‌باشد. از سوی دیگر، الگوی ارزشگذاری سود مازاد نیز به دلیل اینکه الگوی ارزشگذاری اصلی مورد استفاده در تحقیق حاضر به‌شمار می‌آید، برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه به‌خدمت گرفته نشده است.

الگو با شرایط بورس اوراق بهادار تهران، از ویژگی‌های آن محسوب می‌شود (بولو، ۱۳۸۶، ص ۱۱۹).<sup>۱</sup> رابطه ریاضی مربوط به این الگو را می‌توان به صورت زیر نمایش داد (بریگام و همکاران، ۱۳۸۲، ص ۲۰۸):

$$r_{it} = \frac{FDPS_{it}}{P_{it0}} + g_i \quad (۵)$$

FDPS<sub>it</sub>: سود تقسیمی پیش‌بینی شده شرکت i برای سال مالی t که بر مبنای سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت i برای دوره مذکور (یعنی MFEPS<sub>it</sub>) و با توجه به میانگین نسبت تقسیم سود شرکت i در دوره پنج ساله قبل از سال مالی t، به شرح زیر اندازه گیری می‌شود:

$$FDPS_{it} = MFEPS_{it} \times \left( \sqrt[5]{\prod_{j=t-5}^{t-1} \left(1 + \frac{DPS_{ij}}{EPS_{ij}}\right)} - 1 \right) \quad (۶)$$

در رابطه (۶)، DPS<sub>ij</sub> و EPS<sub>ij</sub> به ترتیب بیانگر مبالغ سود تقسیمی و سود (عایدی) هر سهم شرکت i برای سال مالی j می‌باشد.

P<sub>it0</sub>: قیمت هر سهم شرکت i پس از برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به بررسی عملکرد سال مالی t-1. انتخاب چنین قیمتی به دلیل آن است که اولاً، آثار تقسیم سود سال قبل در آن لحاظ شده و ثانیاً، قیمت مذکور براساس اطلاعات ارائه شده توسط شرکت i در خصوص سود پیش‌بینی شده هر سهم برای سال مالی t کشف گردیده و انتظارات معامله‌گران در آن انعکاس یافته است.

g<sub>i</sub>: نشان‌دهنده نرخ رشد شرکت i می‌باشد که بر پایه میانگین هندسی نرخ‌های رشد فروش آن در طی دوره زمانی تحقیق (نرخ‌های رشد فروش مربوط به سال‌های مالی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷)، محاسبه می‌شود (رابطه (۷)):

$$g_i = 10 \sqrt[10]{\frac{Sales_{i(1387)}}{Sales_{i(1377)}}} - 1 \quad (۷)$$

۱- فوقی (۱۳۸۳، چکیده) معنادار بودن استفاده از الگوی رشد گوردن را در بورس اوراق بهادار تهران نشان داده و بولو (۱۳۸۶، ص ۱۴۵) میانگین نرخ هزینه سرمایه شرکت‌های مورد بررسی را با استفاده از الگوی مذکور، ۳۲ درصد محاسبه کرده است که برای بازار سرمایه ایران رقم معقول، به نظر می‌رسد.

در رابطه (۷)،  $Sales_{i(1377)}$  و  $Sales_{i(1387)}$  به ترتیب بیانگر مبالغ فروش شرکت  $i$  در سال‌های مالی ۱۳۷۷ و ۱۳۸۷ می‌باشند.

$Ltg_t$ : نرخ رشد سود مازاد در بلندمدت (برای دوره‌های زمانی فراتر از افق زمانی پیش‌بینی) که به منظور برآورد ارزش پایانی در رابطه (۲) مورد استفاده قرار می‌گیرد. اقتصاددانان بر این باورند که در بلندمدت، ورود رقبای جدید و فشار رقابتی ناشی از آن موجب هموار شدن نرخ‌های رشد غیرعادی می‌شود (اسمارت<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۷، ص ۱۵۶). از سوی دیگر، یافته‌های مطالعات متعددی حاکی از آن است که نرخ رشد مورد بحث در بلندمدت به سمت نرخ تورم میل می‌کند<sup>۲</sup>. بر این اساس، در پژوهش حاضر نیز نرخ رشد سود مازاد در بلندمدت، برابر نرخ تورم اعلام شده توسط بانک مرکزی برای سال  $t$  در نظر گرفته شده است.

### متغیر مستقل روند اثر اندازه‌گیری حسابداری

اثر اندازه‌گیری حسابداری که به عنوان انحراف اطلاعات حسابداری از ارزش بنیادی تعریف شده است، حاصل ناتوانی الگوی فعلی گزارشگری مالی در ثبت و بازنمایی ارزش اقتصادی واقعی شرکت به شمار می‌آید. از منظر عملیاتی، در این پژوهش ارزش ثبت نشده<sup>۳</sup> به عنوان جانشین اثر اندازه‌گیری حسابداری مورد استفاده قرار می‌گیرد و به صورت تفاوت میان ارزش بنیادی و ارزش دفتری (شکل (۴)) تعریف می‌شود:

$$Unrecorded_{it} = V_{it} - BVPS_{it} \quad (۸)$$

$BVPS_{it}$ : ارزش دفتری هر سهم شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

$Unrecorded_{it}$ : ارزش ثبت نشده هر سهم شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

$V_{it}$ : ارزش بنیادی هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به

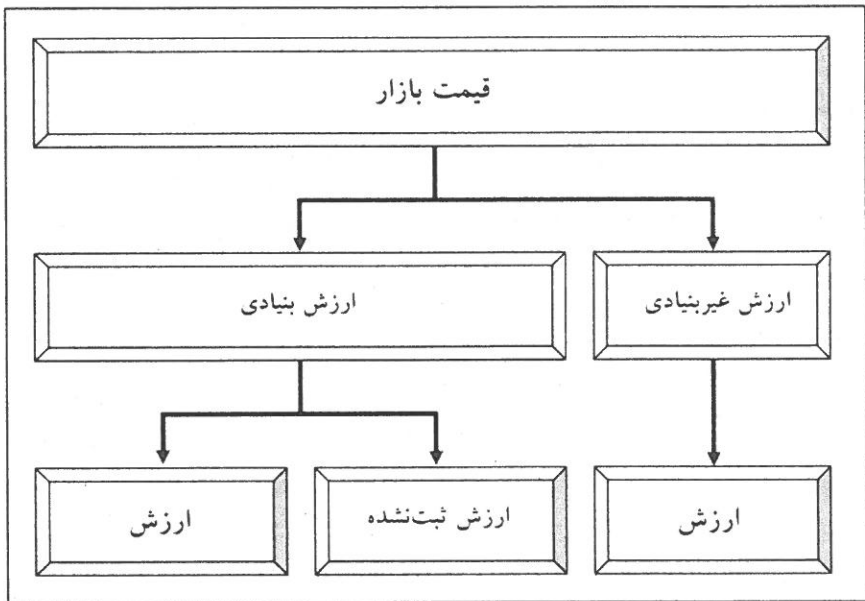
1- Smart.

۲- برای نمونه می‌توان به یافته‌های اندیشمندی چون (Francis et al., Penman and Sougiannis (1998, p.376)

(2000, p.54) و (Claus and Thomas (2001, p.1661) اشاره کرد.

سال مالی  $t$  که با استفاده از الگوی ارزشگذاری سود مازاد محاسبه می‌شود. حال برای تبیین نقش ارزش ثبت‌نشده در ارزشگذاری حقوق مالکان شرکت، کافی است تا با توجه به روابط میان‌متغیری نمایش داده‌شده در شکل (۴) و از طریق محاسبه ضریب تعیین تعدیل‌شده مربوط، همبستگی آماری ارزش مذکور با ارزش بنیادی مورد ارزیابی قرار گیرد.

شکل ۴. تبیین اجزای قیمت بازار از دیدگاه پژوهش حاضر



از سوی دیگر، روند اثر اندازه‌گیری حسابداری به‌عنوان تغییرات عامل مذکور در طول زمان تعریف می‌شود. بر این اساس، روند اثر اندازه‌گیری حسابداری بر مبنای ضریب متغیر روند<sup>۱</sup> مورد استفاده در تحلیل سری زمانی ضرایب تعیین تعدیل‌شده مربوط به ارزش‌های ثبت‌نشده برآوردی (که معرف جهت (تغییرات) اثر اندازه‌گیری حسابداری در طول زمان است) مشخص می‌شود. بدین منظور، از ضریب تعیین تعدیل‌شده معادله رگرسیون خطی ساده زیر استفاده شده است:

$$V_{it} = \alpha + \beta \text{Unrecorded}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۹)$$

برای بررسی روند اثر اندازه‌گیری حسابداری و استفاده از آن در آزمون فرضیه‌های تحقیق، روند سری زمانی ضرایب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۹) به کمک معادله رگرسیون خطی ساده زیر بررسی شده است:

$$R^2_{(UnrecV)_t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

$R^2_{(UnrecV)_t}$ : ضریب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۹) برای دوره  $t$ .  
 $TIME_t$ : متغیر روند که مقادیر ۱ تا  $t$  را متناظر با هر یک از سال‌های دوره زمانی تحقیق اختیار می‌کند.

بدین ترتیب، روند اثر اندازه‌گیری حسابداری (یکی از دو متغیر مستقل تحقیق) از طریق بررسی تغییرات علامت ضریب متغیر روند ( $\beta$ ) رابطه (۱۰) مورد اندازه‌گیری و مطالعه و از طریق فرضیه فرعی (۱)، مورد آزمون قرار گرفته است.

### متغیر مستقل روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران

اثر رفتار سرمایه‌گذاران که به‌عنوان انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی تعریف شده است، حاصل تأثیر عوامل غیربنیادی در تعیین قیمت سهام می‌باشد. از منظر عملیاتی، در پژوهش حاضر ارزش غیربنیادی<sup>۱</sup> به‌عنوان جانشین اثر رفتار سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد و به‌صورت تفاوت میان قیمت بازار و ارزش بنیادی تعریف می‌شود (شکل (۴)):

$$NFV_{it} = P_{it} - V_{it} \quad (11)$$

$NFV_{it}$ : ارزش غیربنیادی هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به سال مالی  $t$ .

$P_{it}$ : قیمت بازار هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به سال مالی  $t$ .

$V_{it}$ : ارزش بنیادی هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به

سال مالی  $t$  که با استفاده از الگوی ارزشگذاری سود مازاد محاسبه می‌شود. حال برای تبیین نقش ارزش غیربنیادی در ارزشگذاری حقوق مالکان شرکت، کافی است تا با توجه به روابط میان‌متغیری نمایش داده‌شده در شکل (۴) و از طریق محاسبه ضریب تعیین تعدیل‌شده مربوط، همبستگی آماری ارزش مذکور با ارزش بنیادی مورد ارزیابی قرار گیرد.

از سوی دیگر، روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران به‌عنوان تغییرات اثر مذکور در طول زمان تعریف می‌شود. بر این اساس، روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران بر مبنای علامت ضریب متغیر روند مورد استفاده در تحلیل سری زمانی ضرایب تعیین تعدیل‌شده مربوط به ارزش‌های غیربنیادی برآوردی (که معرف جهت (تغییرات) اثر رفتار سرمایه‌گذاران در طول زمان است) تعیین می‌شود. برای این منظور، از ضریب تعیین تعدیل‌شده معادله رگرسیون خطی ساده زیر استفاده شده است:

$$P_{it} = \alpha + \beta NNFV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

از سوی دیگر، برای بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران و استفاده از آن در آزمون فرضیه‌های تحقیق، روند سری زمانی ضرایب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۱۲) به کمک معادله رگرسیون خطی ساده زیر بررسی شده است:

$$R^2_{(NFV)_t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

$R^2_{(NFV)_t}$ : ضریب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۱۲) برای دوره  $t$ .  
 $TIME_t$ : متغیر روند که مقادیر ۱ تا  $t$  را متناظر با هر یک از سال‌های دوره زمانی تحقیق اختیار می‌کند.

بدین ترتیب، روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران (یکی از دو متغیر مستقل تحقیق) از طریق بررسی تغییرات علامت ضریب متغیر روند ( $\beta$ ) رابطه (۱۳) مورد اندازه‌گیری و مطالعه و از طریق فرضیه فرعی (۲)، مورد آزمون قرار گرفته است.

## متغیر وابسته روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری

مفهوم ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، بیانگر جایگاه اطلاعات مذکور در ارزشگذاری حقوق مالکان است؛ یعنی، نشان می‌دهد که چه بخش از ارزش شرکت را می‌توان به کمک این اطلاعات تبیین نمود.

از منظر عملیاتی، در این پژوهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به‌عنوان همبستگی آماری میان قیمت بازار (برآمد تصمیم‌گیری‌های واقعی در حوزه سرمایه‌گذاری) و اطلاعات حسابداری (در قالب دو متغیر سود و ارزش دفتری) تعریف می‌شود. بر اساس این تعریف که توسط پژوهشگران بسیاری مورد استفاده قرار گرفته است<sup>۱</sup>، هر چه قدرت تبیین (ضریب تعیین تعدیل‌شده رابطه همبستگی پیش‌گفته) اطلاعات حسابداری بیشتر باشد، نقش آن در ارزشگذاری حقوق مالکان پررنگ‌تر و یا به عبارت بهتر، ارتباط ارزشی آن بیشتر خواهد بود. برای این منظور، از ضریب تعیین چندگانه تعدیل‌شده معادله رگرسیون خطی چندگانه زیر استفاده شده است<sup>۲</sup>:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۴)}$$

$BVPS_{it}$ : ارزش دفتری هر سهم شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

$EPS_{it}$ : سود (عایدی) هر سهم شرکت  $i$  برای سال مالی  $t$ .

۱- برای نمونه می‌توان به آثار (Ely and Waymire (1999, Penman (1998, p.299), Collins et al. (1997, p.45), Francis and Schipper (1999, p.332), p.310), Bae و Rezende (2005, p.26), Arce and Mora (2002, p.578), Jeong (2007, p.748) and در خارج و پژوهش‌های پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴، ص ۸) و ثقفی و تالانه (۱۳۸۵، ص ۱۱) در ایران اشاره کرد.

۲- به اعتقاد Myers (1999, p.5)، در بحث ارزشگذاری می‌توان "خطی بودن" را شرط لازم برای محاسبه متغیرها به‌شمار آورد. از سوی دیگر، گرچه امکان وجود الگوهای با رفتار اطلاعاتی غیرخطی نیز وجود دارد، ولی به‌طور معمول چنین الگوهای قابل ردیابی نمی‌باشد. به‌قول Ohlson (1990, p.665)، به‌نظر نمی‌رسد که الگوهای مزبور را بتوان برای مقاصد ارزشگذاری مورد استفاده قرار داد. در ایران، اخیراً دستگیر و تالانه (۱۳۸۵، ص ۱۴) شواهد ضعیفی را در زمینه غیرخطی بودن رابطه میان سود و قیمت سهم (پس از کنترل ارزش دفتری سهم) یافته‌اند، به گونه‌ای که ضریب تعیین برازش غیرخطی مربوط در حدود ۳۱ درصد محاسبه شده است (همان مأخذ، ص ۱۲).



$P_{it}$ : قیمت بازار هر سهم شرکت  $i$  در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه مربوط به سال مالی  $t$ .

از سوی دیگر، برای بررسی روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و استفاده از آن در آزمون فرضیه‌های تحقیق، روند سری زمانی ضرایب تعیین چندگانه تعدیل‌شده رابطه (۱۴) به کمک معادله رگرسیون خطی ساده زیر بررسی شده است:

$$R_{(VR)t}^2 = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۵)}$$

$R_{(VR)t}^2$ : ضریب تعیین چندگانه تعدیل‌شده رابطه (۱۴) برای دوره  $t$ .  
 $TIME_t$ : متغیر روند که مقادیر ۱ تا  $t$  را متناظر با هر یک از سال‌های دوره زمانی تحقیق اختیار می‌کند.

بدین ترتیب، روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری (متغیر وابسته تحقیق) از طریق بررسی تغییرات علامت ضریب متغیر روند ( $\beta$ ) رابطه (۱۵) مورد اندازه‌گیری و مطالعه و از طریق فرضیه فرعی (۳)، مورد آزمون قرار گرفته است.

## روش‌شناسی تحقیق

### نوع روش تحقیق

این تحقیق از نوع همبستگی است که با استفاده از روش مطالعه گروه‌های منتخب (پانل)<sup>۱</sup> اجرا می‌شود. در روش اخیر، داده‌ها به‌طور همزمان دارای دو بُعد مکانی و زمانی هستند. ویژگی‌های چنین داده‌هایی، تحلیل‌های تجربی را به گونه‌ای غنی می‌سازد که در صورت استفاده صرف از داده‌های طولی یا مقطعی، این امکان وجود نداشت (گجراتی، ۱۳۸۵، ص ۱۱۴۳). همچنین، با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در پژوهش حاضر اطلاعات واقعی و تاریخی است، آن را می‌توان از نوع پس‌رویدادی نیز طبقه‌بندی کرد.<sup>۲</sup>

1- Panel Studies.

۲- پژوهش‌هایی که در آنها متغیر مستقل از پیش اتفاق افتاده است یا به هر دلیلی امکان اعمال متغیر مستقل در آنها وجود ندارد، تحقیقات پس‌رویدادی (Expost Facto) نامیده می‌شود (دلاور، ۱۳۸۰، ص ۲۰۵).

## جامعه آماری تحقیق

نظر به هدف پژوهش حاضر و با توجه به تعریف متغیرهای پژوهشی مربوط، جامعه آماری تحقیق عبارت است از کلیه شرکت‌هایی که امکان مشارکت سرمایه‌گذاران در آنها وجود دارد.

چون تعیین دامنه و شناسایی اعضای چنین جامعه‌ای اگر غیرممکن نباشد، بسیار دشوار و پرهزینه است، گزینه‌ای جز محدود کردن جامعه آماری پیش‌گفته باقی نمی‌ماند. بنابراین، با توجه به دستاوردهای سازمان بورس اوراق بهادار در یک دهه اخیر و همچنین فقدان هر گونه منبع اطلاعاتی قابل اطمینانی در زمینه دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌های غیربورسی، جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جانشین جامعه آماری پژوهش حاضر انتخاب شده است.

## دوره زمانی تحقیق

با توجه به لازم‌الاجرا شدن اولین مجموعه رهنمودهای حسابداری ایران از ابتدای سال ۱۳۷۸ و به‌منظور کاهش آثار ناشی از کیفیت اطلاعات مالی مورد استفاده و آثار ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و شناسایی رویدادهای مالی<sup>۱</sup>، دوره زمانی تحقیق حاضر از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ در نظر گرفته شده است. البته، با عنایت به لزوم دسترسی به اطلاعات تاریخی برخی از اقلام حسابداری برای یک دوره شش‌ساله قبل از شروع دوره زمانی تحقیق (شامل دوره زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۷)، دسترسی به داده‌های مذکور برای سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۷ (دوره زمانی دسترسی به اطلاعات) ضروری است.

## روش نمونه‌گیری و حجم نمونه تحقیق

به‌دلیل محدود بودن تعداد اعضای جامعه آماری پژوهش حاضر (شرکت‌های

۱- نکته اخیر در پژوهش‌هایی که ابتدای قلمرو زمانی تحقیق آنها زودتر از سال ۱۳۷۸ بوده، به‌عنوان یکی از محدودیت‌های تحقیق مطرح شده است (برای مثال، عثمانی (۱۳۸۱، ص ۱۵)، ثقفی و شعری (۱۳۸۳، ص ۱۱۵) و بولو (۱۳۸۶، ص ۱۷۷)).

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)؛ در پژوهش حاضر اقدام به نمونه گیری نشده، ولی به منظور رعایت تعجانس شرکت های برگزیده، اقدام به محدود کردن جامعه آماری بر اساس معیارهای چهارگانه زیر محدود شده است:

۱. نام شرکت قبل از سال ۱۳۷۳ در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد و تا پایان سال ۱۳۸۷، نام آن از فهرست مزبور حذف نشده باشد.
  ۲. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد و این تاریخ طی دوره دسترسی به اطلاعات، تغییر نکرده باشد.
  ۳. شرکت برگزیده متعلق به صنایع "بانک ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی"، "سایر واسطه گری های مالی"، "سرمایه گذاری های مالی" و "شرکت های چندرشته ای صنعتی" نباشد.
  ۴. سهام شرکت قبل از برگزاری مجمع مزبور و برای تمام سال های دوره زمانی تحقیق، حداقل یک بار مورد دادوستد قرار گرفته باشد.
- بدین ترتیب، تعداد ۴۰ شرکت از ۱۸ صنعت گوناگون که واجد شرایط پیش گفته بودند، به عنوان شرکت های برگزیده جامعه آماری انتخاب و اطلاعات مورد نیاز آنها استخراج شد (نمایشگر (۱)).

## جدول ۱. فهرست شرکت‌های برگزیده جامعه آماری تحقیق به تفکیک صنعت

ردیف	نام صنعت	تعداد
۱	سیمان، آهک و گچ	۵
۲	خودرو و ساخت قطعات	۵
۳	مواد و محصولات دارویی	۵
۴	محصولات غذایی و آشامیدنی، به جز قند و شکر	۳
۵	ماشین‌آلات و تجهیزات	۳
۶	لاستیک و پلاستیک	۲
۷	ساخت محصولات فلزی	۲
۸	سایر محصولات کانی غیر فلزی	۲
۹	فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۲
۱۰	فلزات اساسی	۲
۱۱	کاشی و سرامیک	۲
۱۲	استخراج سایر معادن	۱
۱۳	انتشار، چاپ و تکثیر	۱
۱۴	قند و شکر	۱
۱۵	ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۱
۱۶	محصولات چوبی	۱
۱۷	محصولات شیمیایی	۱
۱۸	منسوجات	۱
۴۰	مجموع تعداد شرکت‌های برگزیده	

## آزمون فرضیه‌های تحقیق

جهت آماده‌سازی اطلاعات لازم در خصوص متغیرهای مستقل و وابسته به‌منظور آزمون فرضیه‌های اصلی تحقیق، ابتدا پیش‌فرض‌های انجام‌شده در خصوص نوع روند (افزایشی یا کاهششی) اثر اندازه‌گیری حسابداری، اثر رفتار سرمایه‌گذاران و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از طریق آزمون فرضیه‌های فرعی سه‌گانه‌ای که در بخش "فرضیه‌های تحقیق" تعریف و ارائه گردید، مورد تأیید قرار گرفته است.

از سوی دیگر، آزمون فرضیه‌های فرعی تحقیق به منظور تأیید روندهای پیش فرض اثر اندازه‌گیری حسابداری، اثر رفتار سرمایه‌گذاران و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، از طریق بررسی تغییرات علامت ضریب متغیر روند ( $\beta$ ) در رابطه‌های (۱۰)، (۱۳) و (۱۵) که پیش از این و در بخش "روش اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق" از نظر گذشت، مورد اندازه‌گیری و مطالعه قرار گرفته و از نتایج حاصل به منظور آزمون فرضیه‌های اصلی تحقیق استفاده شده است:

جهت آزمون فرضیه فرعی (۱):

$$R^2_{(UnrecV)_t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

به منظور آزمون فرضیه فرعی (۲):

$$R^2_{(NFV)_t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

و در نهایت برای آزمون فرضیه فرعی (۳):

$$R^2_{(VR)_t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۵)}$$

پس از آزمون فرضیه‌های فرعی پژوهش و مشخص شدن روندهای مورد نیاز، برای آزمون فرضیه‌های اصلی تحقیق و بررسی رابطه میان روندهای اثر اندازه‌گیری حسابداری و اثر رفتار سرمایه‌گذاران با روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به صورت جداگانه و به طور همزمان، همبستگی آماری مقطعی ضرایب تعیین چندگانه تعدیل شده معادلات رگرسیون خطی چندگانه بیان شده در رابطه‌های (۹)، (۱۲) و (۱۴)، مورد ارزیابی قرار گرفته و برای این منظور، از ضرایب تعیین چندگانه تعدیل شده معادلات رگرسیون خطی چندگانه زیر به ترتیبی که مشاهده می‌شود، استفاده شده است:

جهت آزمون فرضیه اصلی (۱):

$$R^2_{(VR)_t} = \alpha + \beta R^2_{(UnrecV)_t} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۶)}$$

به منظور آزمون فرضیه اصلی (۲):

$$R^2_{(VR)_t} = \alpha + \beta R^2_{(NFV)_t} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۷)}$$

و در نهایت برای آزمون هم‌زمان فرضیه‌های اصلی (۱) و (۲):

$$R^2_{(VR)_t} = \alpha + \beta_1 R^2_{(UnrecV)_t} + \beta_2 R^2_{(NFV)_t} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۸)}$$

در انتها و جهت یادآوری، تعریف متغیرهای مورد استفاده در روابط مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق یک بار دیگر مرور می‌شود:

$R^2_{(UnrecV)_t}$ : ضریب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۹) (همبستگی میان ارزش ثبت‌نشده و ارزش بنیادی در دوره t).

$R^2_{(NFV)_t}$ : ضریب تعیین تعدیل‌شده رابطه (۱۲) (همبستگی میان ارزش غیربنیادی و قیمت بازار در دوره t).

$R^2_{(VR)_t}$ : ضریب تعیین چندگانه تعدیل‌شده رابطه (۱۴) (همبستگی میان سود و ارزش دفتری با قیمت بازار در دوره t).

$TIME_t$ : متغیر روند که مقادیر ۱ تا t را متناظر با هر یک از سال‌های دوره زمانی تحقیق (۱۰ دوره) اختیار می‌کند.

همچنین، برای ارزیابی فرض‌های پشتوانه الگوهای رگرسیون خطی معرفی شده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، آزمون‌های آماری مربوط انجام شده است. برای مثال، برای آزمون نرمال بودن توزیع خطاها از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف و برای آزمون استقلال خطاها از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است. همچنین، با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون<sup>۱</sup> نسبت به آزمون پدیده هم‌خطی در متغیرهای مستقل، اقدام شده است. همچنین، برای آزمون معنادار بودن الگوهای رگرسیون و ضرایب متغیرهای آنها به ترتیب آزمون‌های مربوط به توزیع فیشر و توزیع تی استیودنت به کار گرفته شده‌اند.

## اندازه‌گیری متغیر وابسته (روش جایگزین)

پس از آزمون فرضیه‌های تحقیق و در صورت تأیید شدن فرضیه اصلی (۲)، یعنی وجود رابطه آماری معناداری میان روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران و روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و در راستای تحقق یکی از اهداف کاربردی پژوهش حاضر، روش جایگزینی برای ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و مبتنی بر الگوی ارزش‌گذاری سود مازاد ارائه خواهد شد. در این روش، معیار ارتباط ارزشی بر پایه همبستگی سود (عایدی) و ارزش دفتری هر سهم با ارزش بنیادی (به جای همبستگی با قیمت بازار در روش قبلی، یعنی استفاده از الگوی رگرسیون رابطه (۱۴)) خواهد بود. برای این منظور، می‌توان از ضرایب تعیین چندگانه تعدیل‌شده معادله رگرسیون چندگانه خطی زیر استفاده نمود:

$$V_{it} = \alpha + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۹)}$$

استدلال پشتوانه استفاده از رابطه پیش‌گفته برای ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری آن است که ارزیابی مذکور باید بر پایه توانایی اطلاعات حسابداری در نشان دادن ارزش بنیادی و نه بر مبنای ناتوانی آن در انعکاس ارزش غیربنیادی مستتر در قیمت بازار انجام پذیرد. در این صورت، برای بررسی روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بر اساس معیار مبتنی بر ارزش بنیادی، کافی است تا روند سری زمانی ضرایب تعیین چندگانه تعدیل‌شده رابطه (۱۹) را با استفاده از یک معادله رگرسیون خطی ساده که نشان‌دهنده رابطه ضرایب مذکور با متغیر روند (متغیر مستقل زمان) است، مشخص گردد (رابطه (۲۰)):

$$R_{(V\_VR)t}^2 = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۲۰)}$$

$R_{(V\_VR)t}^2$ : ضرایب تعیین چندگانه تعدیل‌شده رابطه (۱۹) برای زمان  $t$ .  
 $TIME_t$ : متغیر روند که مقادیر ۱ تا  $t$  را متناظر با هر یک از سال‌های دوره زمانی تحقیق اختیار می‌کند.

## خلاصه نتایج آزمون‌های تحقیق

چکیده نتایج آزمون فرضیه‌های که به تفصیل در بخش قبل از نظر گذشت، به شرح زیر ارائه شده است:

جدول ۲. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

موضوع آزمون	نتیجه آزمون	سطح اطمینان
آزمون فرضیه فرعی (۱)	اثر اندازه‌گیری حسابداری طی زمان دارای روند افزایشی معناداری است	٪۹۵
آزمون فرضیه فرعی (۲)	اثر رفتار سرمایه‌گذاران طی زمان دارای روند افزایشی معناداری است	٪۹۵
آزمون فرضیه فرعی (۳)	ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری طی زمان دارای روند کاهشی معناداری است	٪۹۵
آزمون فرضیه اصلی (۱)	میان روند افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود ندارد	٪۹۵
آزمون فرضیه اصلی (۲)	میان روند افزایشی اثر رفتار سرمایه‌گذاران و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد	٪۹۵
آزمون همزمان فرضیه‌های اصلی (۱) و (۲)	میان روندهای افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و اثر رفتار سرمایه‌گذاران و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود ندارد	٪۹۵
آزمون فرضیه فرعی (۳) (روش جایگزین)	ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری (روش جایگزین) طی زمان دارای روند معناداری نیست	٪۹۵

## نتیجه‌گیری از یافته‌های پژوهشی

بررسی روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد روند مذکور طی زمان کاهشی بوده است. این نتیجه‌گیری، منطبق بر یافته‌های پژوهشگرانی چون لو و زاروین (۱۹۹۹)، براون<sup>۱</sup> و



همکاران (۱۹۹۹)، گر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۳)، دنتو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۴)، الحقیل<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) و گو<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) می‌باشد که ادعا کرده‌اند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری (شامل ارزش دفتری هر سهم و سود هر سهم) طی زمان کاهش یافته است. لازم به ذکر است که بازه زمانی پژوهش‌های انجام‌شده، ۱۸ تا ۴۶ سال بوده است که در مقایسه با پژوهش حاضر (۱۰ سال)، مدت زمان طولانی‌تری را در بر می‌گیرد. از سوی دیگر، یافته‌های تحقیق مغایر با نتایج پژوهش محققینی چون کالینز و همکاران (۱۹۹۷)، الی و وی‌مایر (۱۹۹۹) و فرانسیس و شیپر (۱۹۹۹) می‌باشد که ادعا نموده‌اند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری (شامل ارزش دفتری هر سهم و سود هر سهم) طی زمان افزایش یافته است. همچنین، شایان ذکر است که پژوهش‌های ایرانی انجام‌شده در این حوزه شامل پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) در بازه زمانی ۱۳۷۵ الی ۱۳۸۳ (۹ سال) و ثقفی و تالانه (۱۳۸۵) در بازه زمانی ۱۳۷۰ الی ۱۳۸۳ (۱۴ سال)، به نتایج مشخصی در مورد روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری نرسیده‌اند که دلیل آن را می‌توان به یکسان نبودن کیفیت اطلاعات مالی دوره‌های مالی مورد پژوهش نسبت داد.<sup>۵</sup> در همین راستا، تناقض میان یافته‌های پژوهش‌های مقطعی انجام‌شده در خصوص محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی در ایران نیز جالب توجه به نظر می‌رسد.<sup>۶</sup>

1 - Core.

2 - Dontoh.

3 - Al-Hogail.

4 - Gu.

۵ - با توجه به لازم‌الاجرا شدن اولین مجموعه رهنمودهای حسابداری ایران از ابتدای سال ۱۳۷۸، کیفیت اطلاعات مالی مربوط به دوره‌های مالی منتهی به قبل از سال ۱۳۷۸ به دلیل یکسان نبودن روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و شناسایی رویدادهای مالی، با دوره‌های مالی منتهی به پس از سال مزبور، تفاوت خواهد داشت.

۶ - برای مثال، در خصوص یافته‌های پژوهشی پشتوانه فرضیه نبود بار اطلاعاتی در صورت‌های مالی، می‌توان به نتایج تحقیق تهرانی و همکاران (۱۳۸۵) مبنی بر نامناسب بودن جایگاه نسبت‌های مالی و صورت‌های مالی در رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران ایرانی، یافته‌های پژوهشی جهانخانی و مرادی (۱۳۷۵) دال بر استفاده تنها ۱۳/۴ درصد از سرمایه‌گذاران از صورت‌های مالی شرکت‌ها به‌هنگام خرید سهام و نتیجه‌گیری غضنفری مجرد (۱۳۷۵) در خصوص بی‌توجهی سرمایه‌گذاران به عوامل مالی مؤثر بر قیمت سهام، اشاره کرد. از سوی دیگر، در پژوهش‌های بسیاری نیز وجود بار اطلاعاتی صورت‌های مالی تأیید شده است که از آن جمله می‌توان به یافته‌های پژوهشی خوش‌طینت (۱۳۷۷) مبنی بر کاهش تمایلات ذهنی سرمایه‌گذاران پس از دریافت صورت‌های مالی و همچنین نتایج تحقیق عرب‌مازار یزدی و مسیح‌آبادی (۱۳۸۰) دال بر اهمیت عامه ادراک اطلاعات مال.

از منظر ارزشگذاری و بر اساس استدلال‌هایی که در پژوهش حاضر ارائه شده است، روند کاهشی شدت رابطه میان قیمت بازار و متغیرهای مالی سود و ارزش دفتری هر سهم (ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری) را می‌توان به‌عنوان برآمد دو عامل در نظر گرفت. عامل اول، یعنی اثر اندازه‌گیری حسابداری، نتیجه ناتوانی الگوی فعلی گزارشگری مالی در بازنمایی کامل ارزش بنیادی شرکت است. از سوی دیگر، بررسی روند اثر اندازه‌گیری حسابداری از طریق آزمون فرضیه فرعی (۱) در پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که روند مذکور طی زمان افزایشی بوده است. نتیجه‌گیری اخیر، منطبق بر یافته‌های الحقیل (۲۰۰۴) می‌باشد که برای دوره زمانی ۱۹۸۰ الی ۲۰۰۱ در ایالات متحده به نتیجه مشابهی دست یافته بود. البته، اهمیت جزء ارزش دفتری عامل پیش‌گفته در ارزشگذاری حقوق مالکان، در ایران پررنگ نمی‌باشد. این در حالی است که شاید بتوان دلیل این امر را به استفاده از اصل بهای تمام‌شده توسط شرکت‌ها نسبت داد؛ زیرا بالا بودن نرخ تورم و عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها توسط شرکت‌ها، تفاوت قابل توجهی میان ارزش دفتری و ارزش بازار ایجاد کرده است (پورحیدری و همکاران، ۱۳۸۴، ص ۱۳).

همچنین، بر اساس آنچه که در پژوهش حاضر پیشنهاد و مورد بحث و بررسی قرار گرفت، عامل دوم تأثیرگذار بر کاهشی بودن روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، اثر رفتار سرمایه‌گذاران است که حاصل روند فزاینده به‌کارگیری عوامل غیربنیادی توسط سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های مربوط به قیمت‌گذاری تلقی می‌شود و موجب انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی پشتوانه آنها می‌شود. این همه در حالی است که بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران از طریق آزمون فرضیه فرعی (۲) در پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد روند مذکور طی زمان افزایشی بوده است. نتیجه‌گیری پیش‌گفته، منطبق بر یافته‌های الحقیل (۲۰۰۴) می‌باشد که برای دوره زمانی ۱۹۸۰ الی ۲۰۰۱ در ایالات متحده به

نتیجه مشابهی را به دست آورده بود. این در حالی است که نتیجه حاصل، منطبق بر یافته‌های دو پژوهش ایرانی در حوزه مالی رفتاری می‌باشد که بر اساس آن، واکنش بیش از حد سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌های زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵ (دموری و همکاران، ۱۳۸۷) و همچنین ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۲ (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴)، تأیید شده است؛ هر چند، قالیباف و نادری (۱۳۸۵) ادعا کرده‌اند که برای دوره زمانی ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۴، بروز چنین واکنش‌هایی از سوی سرمایه گذاران ایرانی، کوتاه مدت، ضعیف و از منظر آماری بی معنا تلقی می‌شود.<sup>۱</sup>

پس آزمون فرضیه‌های فرعی تحقیق و مشخص شدن روندهای مورد نیاز و در واقع فراهم آمدن اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش، فرضیه‌های اصلی تحقیق بررسی شد تا رابطه میان روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و استحکام فزاینده جایگاه ارزش ثبت نشده (جانشین اثر اندازه‌گیری حسابداری) و ارزش غیربنیادی (جانشین اثر رفتار سرمایه گذاران)، مورد آزمون قرار گیرد. بر همین اساس، ابتدا فرضیه اصلی (۱)، سپس فرضیه اصلی (۲) و در نهایت هر دو فرضیه به‌طور همزمان آزمون و نتایج حاصل استخراج شد.

آزمون فرضیه اصلی (۱) پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد میان روند افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود ندارد. به همین ترتیب، آزمون فرضیه اصلی (۲) پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد میان روند افزایشی اثر رفتار سرمایه گذاران و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود دارد. در ضمن، آزمون ضرایب الگوی رگرسیون مربوط نیز حاکی از معکوس بودن رابطه معنادار پیش گفته در سطح اطمینان ۹۵ درصد بود. در نهایت آزمون همزمان فرضیه‌های اصلی (۱) و (۲) پژوهش حاضر نیز نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد میان روندهای افزایشی اثر اندازه‌گیری حسابداری و اثر رفتار سرمایه گذاران و روند کاهشی ارتباط

۱- نتایج پژوهش مهرانی و نونهال نهر (۱۳۸۷) نیز حاکی از عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه گذاران ایرانی طی دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵ می‌باشد.

ارزشی اطلاعات حسابداری، رابطه معناداری وجود ندارد.

بدین ترتیب، با توجه به یافته‌های پژوهشی پیش گفته می‌توان در مجموع چنین نتیجه‌گیری کرد که روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، تنها حاصل کاهش میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی (اثر اندازه‌گیری حسابداری) نبوده است. بلکه همان‌گونه که در پژوهش حاضر نیز مورد استدلال قرار گرفت، روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری معلول رشد فزاینده تصمیم‌های سوداگرانه سرمایه‌گذاران در حوزه قیمت‌گذاری و در نتیجه پرننگ‌تر شدن جایگاه ارزش غیربنیادی در قیمت بازار (اثر رفتار سرمایه‌گذاران) نیز بوده است. این همه در حالی می‌باشد که ارائه یک روش جایگزین در تحقیق حاضر به‌منظور ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری که در آن به‌جای بررسی رابطه میان اطلاعات حسابداری و قیمت بازار (رویکرد سنتی و مورد استفاده در پژوهش حاضر)، بررسی رابطه میان اطلاعات یادشده و ارزش بنیادی پیشنهاد شده بود (روش جایگزین ارائه‌شده در تحقیق حاضر) از طریق آزمون فرضیه فرعی (۳) (روش جایگزین)، منجر به یافته‌های جالب توجهی گردید. نتایج آزمون‌های مربوط نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که روند معناداری در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری وجود ندارد. یعنی، بر خلاف یافته‌های پژوهشی استخراج‌شده از الگوی رگرسیون مبتنی بر قیمت بازار (رابطه ۱۴)، هیچ مدرکی دال بر کاهشی بودن روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری طی زمان، مشاهده نشده است. از سوی دیگر و با توجه به شواهد حاصل از ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بر اساس الگوی مبتنی بر ارزش بنیادی، می‌توان به دو نتیجه‌گیری شایان توجه دست یافت.

نخست این که مشاهده نشدن روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بر مبنای ارزیابی انجام‌شده توسط الگویی که عامل "اثر رفتار سرمایه‌گذاران" در آن حذف شده است (روش جایگزین)، می‌تواند منجر به شکل‌گیری این فرض منطقی گردد که بخش اعظم کاهش ارتباط ارزشی گزارش‌شده توسط پژوهشگران قبلی (از جمله تحقیق حاضر) که با استفاده از رویکرد سنتی گزارش‌شده بود، می‌تواند به

رفتار سوداگران سرمایه‌گذارانی نسبت داده شود که در دوره تحقیق و بدون توجه به تغییرات واقعی ارزش بنیادی، به دادوستد سهام پرداخته‌اند.

دوم آن که با توجه به تأیید نشدن وجود رابطه‌ای معکوس میان روند افزایشی پرنسب‌تر شدن جایگاه ارزش ثبت‌نشده (جانشین اثر اندازه‌گیری حسابداری) در ارزشگذاری حقوق مالکان و روند کاهشی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از یک سو و یافته نشدن هیچ‌گونه شواهدی مبنی بر کاهشی بودن روند ارتباط ارزشی به‌هنگام استفاده از روش جایگزین از سوی دیگر، نمی‌توان به‌طور قطعی چنین نتیجه‌گیری کرد که اطلاعات مربوط به ارزش ثبت‌نشده به‌طور غیرمستقیم و از طریق سایر منابع اطلاعاتی تأمین شده است. هر چند همواره این احتمال وجود دارد که برای مثال، اطلاعات سود از منظر ارزشگذاری، مربوط‌تر از اطلاعات ارزش دفتری بوده باشد یا به عبارت دیگر، ارتباط ارزشی اطلاعات سود، بیش از ارتباط ارزشی اطلاعات ارزش دفتری بوده باشد.<sup>۱</sup>

در یک جمع‌بندی و به‌اختصار می‌توان چنین اظهار داشت که بر اساس یافته‌های تجربی پژوهش حاضر، رفتار سرمایه‌گذاران از جایگاه بااهمیتی در ارزشگذاری حقوق مالکان برخوردار است. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که منشاء اصلی روند کاهشی مشاهده‌شده در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، روند افزایشی رفتار سوداگران سرمایه‌گذاران می‌باشد؛ رفتاری که نمی‌توان آن را به تغییرات ارزش بنیادی نسبت داد. در ضمن، با توجه به نتایج پژوهشی حاصل چنین به نظر می‌رسد که انتقادهای به‌عمل‌آمده در خصوص کاهش مربوط بودن اطلاعات حسابداری از منظر ارزشگذاری و در نتیجه کاهش سودمندی آن در تصمیم‌گیری‌های این حوزه، تا اندازه‌ای بی‌اساس بوده و بزرگ‌نمایی شده‌اند.

۱- حدس اخیر، مطلبی است که توسط پورحیدری و همکاران (۱۳۸۵، ص ۱۶) برای ایران مورد تأیید قرار گرفته و دلیل آن به تفاوت قابل توجه میان ارزش دفتری دارایی‌ها و ارزش روز آنها نسبت داده شده است. نکته قابل توجه دیگر نیز آن می‌باشد که نتیجه‌گیری پیش‌گفته مغایر با یافته‌های اندیشمندی چون Collins et al. (1997, p.51)، Francis and Schipper (1999, p.321) و Ely and Waymire (1999, p.312) و Aboody et al. (2002, p.967) است که اعتقاد داشتند ارتباط ارزشی اطلاعات ارزش دفتری طی زمان افزایش یافته است.

## محدودیت‌های تحقیق

تحقیق حاضر تحت تأثیر محدودیت‌هایی می‌باشد که به‌منظور بزرگ‌تر شدن نمونه مورد بررسی، اجتناب‌ناپذیر به‌نظر می‌رسیدند. برخی از محدودیت‌های پیش‌گفته که باید به‌هنگام تعمیم یافته‌های پژوهشی به آنها توجه نمود، عبارتند از:

- محدود بودن دوره زمانی تحقیق: با توجه به لازم‌الاجرا شدن اولین مجموعه رهنمودهای حسابداری ایران از ابتدای سال ۱۳۷۸ و به‌منظور کاهش آثار ناشی از کیفیت اطلاعات مالی مورد استفاده، دوره زمانی تحقیق حاضر از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ در نظر گرفته شده است. این در حالی می‌باشد که اگر اطلاعات مورد نیاز برای دوره زمانی طولانی‌تری در دسترس باشد، ممکن است نتایج متفاوتی به‌دست آید.

- ناهمگن بودن کیفیت اطلاعات مالی: با عنایت به لزوم دسترسی به اطلاعات تاریخی برخی از اقلام حسابداری شرکت‌های برگزیده برای یک دوره شش‌ساله قبل از شروع دوره زمانی تحقیق، دوره زمانی دسترسی به اطلاعات از سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۷ تعریف شده است. به دلیل نبود رهنمودها و استانداردهای حسابداری مالی تا قبل از سال ۱۳۷۸، کیفیت اطلاعات مالی سال‌های مورد اشاره ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

- آثار گزارش‌های حسابرسی: تعدیل نکردن ارقام صورت‌های مالی برخی از شرکت‌ها بابت بندهای شرط گزارش حساب‌برسان مستقل (عدم استفاده از صورت‌های مالی تجدید ارائه‌شده) به دلیل در دسترس نبودن گزارش‌های مزبور، می‌تواند بر یافته‌های پژوهشی اثرگذار باشد.

- تفاوت در ویژگی‌های صنایع و شرکت‌ها: آثار ناشی از تفاوت در صنایع گوناگون (برای مثال، صنعت دارو به‌دلیل استفاده از یارانه‌های غیرمستقیم) و

تفاوت در خصوصیات شرکت‌های برگزیده (از جمله قدمت و میزان اتکاء بر فناوری‌های جدید)، برای تمام شرکت‌ها یکسان فرض شده است؛ در حالی که شاید چنین نباشد.

- عوامل کلان: عواملی مانند تورم که از متغیرهای کلان اقتصادی به‌شمار می‌آید، از جمله عواملی هستند که می‌تواند بر نتایج تحقیق حاضر تأثیرگذار باشد؛ زیرا استفاده از صورت‌های مالی تعدیل‌شده بر مبنای سطح عمومی قیمت‌ها می‌تواند منجر به یافته‌های پژوهشی متفاوتی گردد.

### پیشنهادهایی مبتنی بر یافته‌های پژوهشی

یافته‌های پژوهشی تحقیق حاضر می‌تواند برای گروه‌های مختلفی چون سرمایه‌گذاران، مراجع قانون‌گذاری ذی‌ربط و پژوهشگران حوزه حسابداری، حاوی مضامین عملی و کاربردی جدیدی باشد. بنابراین، با توجه به نتیجه‌گیری‌های به‌عمل آمده پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- با توجه به یافته‌های تحقیق مبنی بر غیرواقعی بودن روند کاهشی مشاهده‌شده در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و انتساب نتایج پژوهش‌های قبلی به اثر رفتار سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران خواهند توانست با آگاهی و آسودگی خاطر بیشتری نسبت به انتخاب اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی به عنوان یک منبع اطلاعاتی قابل اتکاء به‌منظور تصمیم‌گیری، اقدام نمایند. لذا پیشنهاد می‌شود تا تمهیدات لازم برای تبیین بیش از پیش اهمیت و قابلیت اتکای این منبع اطلاعاتی با ارزش برای سرمایه‌گذاران، توسط مراجع ذی‌ربط اندیشیده شود.
- نظر به یافته‌های تحقیق مبنی بر غیرواقعی بودن روند کاهشی مشاهده‌شده در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و انتساب نتایج پژوهش‌های قبلی به اثر رفتار سرمایه‌گذاران، پیشنهاد می‌شود که مراجع استانداردگذار آثار مصوبات و

تصمیم‌گیری‌های خود را با توجه به تمایز مشخصی میان اثر اندازه‌گیری حسابداری و اثر رفتار سرمایه‌گذاران، در طول زمان مورد بررسی و بازنگری قرار دهند و صورت لزوم، اقدامات مقتضی را جهت شناسایی و حل و فصل مشکلات واقعی حرفه حسابداری به انجام رسانند.

- با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر در خصوص نقش مهم رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذاران (اثر رفتار سرمایه‌گذاران) در روند کاهشی مشاهده‌شده در ارتباط ارزشی و نادیده گرفته شدن آن در اغلب پژوهش‌های انجام‌شده، به پژوهشگران حسابداری حوزه بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد تا نتایج حاصل از مطالعات انجام‌شده در زمینه قیمت سهام را با احتیاط بیشتری تفسیر نمایند؛ زیرا اثر رفتار سرمایه‌گذاران ممکن است آثار بااهمیتی بر یافته‌های پژوهشی و نتیجه‌گیری‌های مربوط به‌ویژه در مواردی که سری‌های زمانی مورد تحلیل قرار می‌گیرند، داشته باشد.
- در انتها نیز با در نظر گرفتن اهمیت اثر رفتار سرمایه‌گذاران در ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، پیشنهاد می‌شود که موضوع مالی رفتاری به‌عنوان یکی از مباحث حسابداری مالی، در مواد آموزشی رشته حسابداری گنجانده شود.

### توصیه‌هایی در خصوص پژوهش‌های آتی

در پژوهش حاضر، ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه‌گیری و رفتاری تبیین شد و یافته‌های پژوهشی آن به پرسش‌های چندی پاسخ داد. با این حال، انجام این تحقیق موجب گردید تا سؤال‌های جدیدی نیز مطرح گردد. برخی از این موضوع‌ها به‌عنوان نمونه در زیر فهرست شده‌اند:



- انجام مجدد پژوهش حاضر با استفاده از سایر الگوهای ارزشگذاری به جای به کارگیری الگوی ارزشگذاری سود مازاد برای محاسبه ارزش بنیادی، به منظور مقایسه نتایج حاصل.
- بررسی رابطه میان ارزش ثبت نشده (جانشین اثر اندازه گیری حسابداری) و سایر اقلام صورت سود و زیان مانند فروش، به منظور آزمون این موضوع که آیا ارزش ثبت نشده را می توان به کمک ویژگی های ارزشی سایر اقلام مندرج در صورت های مالی پیش بینی کرد یا خیر.
- بررسی رابطه میان ارزش غیربنیادی (جانشین اثر رفتار سرمایه گذاران) و سایر متغیرهای کلان اقتصادی (مانند نرخ بازده بورس اوراق بهادار تهران و نرخ تورم) که ممکن است رفتار سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار دهد.
- بررسی این موضوع که آیا می توان از ارزش غیربنیادی (جانشین اثر رفتار سرمایه گذاران) به همراه برخی از معیارهای دیگر به عنوان شاخصی برای پیش بینی درماندگی مالی (مانند ورشکستگی و رسوایی های شرکتی) استفاده کرد یا خیر.
- انجام دوباره تحقیق حاضر با استفاده از داده های به موقع تر سه ماهه (به جای استفاده از داده های قابل اتکاء تر (حسابرسی شده سالانه)، به منظور مقایسه نتایج حاصل و بررسی این موضوع که آیا استفاده از داده های به موقع تر و با قابلیت اتکای کمتر، منجر به افزایش رفتار سوداگرانه سرمایه گذاران (تشدید اثر رفتار سرمایه گذاران) می شود یا خیر.
- بررسی ارزش غیربنیادی (جانشین اثر رفتار سرمایه گذاران) و همچنین ارزش ثبت نشده (جانشین اثر اندازه گیری) به تفکیک صنعت به منظور بررسی این موضوع که آیا اثر رفتار سرمایه گذاران و اثر اندازه گیری حسابداری، در برخی از صنایع به طور منظم بیش از سایر صنایع است یا خیر.

- انجام مجدد پژوهش حاضر در آینده و با استفاده از یک دوره تحقیق طولانی تر (بیش از ۱۰ سال) به منظور فراهم آوردن مبنای آماری بهتری برای ارزیابی روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری طی زمان.

## منابع و مأخذ

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و عبدالحسین صادقی باطانی (۱۳۸۳) "ارائه قواعد فیلتر و مقایسه قواعد فیلتر با روش خرید و نگهداری"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران*، سال ششم، شماره ۱۸ (پاییز و زمستان): ۲۶-۳.
۲. بریگام، اوجین اف.، لویی سی. گاپنسکی و فیلیپ آر. دی‌وز (۱۳۸۲) مدیریت مالی (میان‌ه)، ترجمه علی پارسائیان، چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه.
۳. بولو، قاسم (۱۳۸۶) هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود، رساله دکتری (منتشر نشده)، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی.
۴. پورحیدری، امید، غلامرضا سلیمانی امیری و محسن صفاجو (۱۳۸۴) "بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران*، سال دوازدهم، شماره ۴۲ (زمستان): ۱۹-۳.
۵. تهرانی، رضا، قدرت‌اله طالب‌نیا و صابر جلیلی (۱۳۸۵) "ارزیابی میزان اتکای معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران*، سال هشتم، شماره ۲۱ (بهار و تابستان): ۴۶-۲۷.
۶. ثقفی، علی و صابر شعری (۱۳۸۳) "نقش اطلاعات بنیادی حسابداری در پیش‌بینی بازده سهام"، *فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی*، سال دوم، شماره ۸ (زمستان): ۸۷-۱۱۹.
۷. ثقفی، علی و عبدالرضا تالانه (۱۳۸۵) "نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزشیابی حقوق مالکانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران ۱۳۷۰-۱۳۸۳"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران*، سال سیزدهم، شماره ۴۴ (تابستان): ۳۴-۳.

۸. جهانخانی، علی و امیر صفاریان (۱۳۸۲) "واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران*، سال پنجم، شماره ۱۶ (پاییز و زمستان): ۸۱-۶۱.
۹. جهانخانی، علی و سعید قربانی (۱۳۸۴) "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران*، سال هفتم، شماره ۲۰ (پاییز و زمستان): ۴۸-۲۷.
۱۰. جهانخانی، علی و محمدرضا پورابراهیمی (۱۳۸۲) "ارزیابی روش‌های خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران*، سال پنجم، شماره ۱۵ (بهار و تابستان): ۹۵-۷۳.
۱۱. جهانخانی، علی و مهدی مرادی (۱۳۷۵) "نحوه تصمیم‌گیری خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، در *مجموعه مقالات نخستین سمینار مدیریت مالی ایران*، چاپ اول، تهران: نشر پردازش.
۱۲. خالقی‌مقدم، حمید و محمد آزاد (۱۳۸۳) "محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌ها"، *فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی*، سال دوم، شماره ۷ (پاییز): ۵۳-۳۳.
۱۳. خوش‌طینت، محسن (۱۳۷۷) اثرات ارائه صورت‌های مالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری، *رساله دکتری (منتشر نشده)*، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی، دانشگاه تهران.
۱۴. دستگیر، محسن و عبدالرضا تالانه (۱۳۸۵) "سود، قیمت سهم و ارزشیابی مبتنی بر اختیار"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران*، سال سیزدهم، شماره ۴۶ (زمستان): ۱۷-۳.
۱۵. دلاور، علی (۱۳۸۰) *روش تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی*، چاپ دهم، ویرایش سوم، تهران: نشر ویرایش.
۱۶. دموری، داریوش، سعید سعیدا و احمد فلاح‌زاده ابرقویی (۱۳۸۷) "بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس

- اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری دانشگاه تهران، سال پانزدهم، شماره ۵۴ (زمستان): ۱۳۴-۱۱۷.
۱۷. سجادی، حسین (۱۳۷۷) "عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری دانشگاه تهران، سال ششم، شماره ۲۴ و ۲۵ (تابستان و پاییز): ۳۴-۶۰.
۱۸. سینایی، حسنعلی و ادریس محمودی (۱۳۸۴) "بررسی تأثیر خبر تجزیه سهام و سهام جایزه بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری دانشگاه تهران، سال دوازدهم، شماره ۳۹ (بهار): ۷۷-۹۶.
۱۹. عثمانی، محمدقسیم (۱۳۸۱) بررسی مدل هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن، رساله دکتری (منتشر نشده)، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی.
۲۰. عرب‌مازار یزدی، محمد و ابوالقاسم مسیح‌آبادی (۱۳۸۳) "ادراک اطلاعات حسابداری، قضاوت نسبت به آنها و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری"، فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، سال دوم، شماره ۵ (بهار): ۱۳۰-۹۵.
۲۱. غضنفری مجرد، محمدعلی (۱۳۸۰) تأثیر عوامل مالی و غیرمالی بر قیمت سهام، رساله دکتری (منتشر نشده)، واحد علوم و تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی.
۲۲. فدایی‌نژاد، محمداسماعیل (۱۳۷۴) "آزمون شکل ضعیف نظریه بازار کارای سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۵ و ۶ (زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴): ۲۶-۶.
۲۳. فوقی، سارا (۱۳۸۳) ارزیابی صحت رابطه گوردن در عوامل مؤثر بر قیمت معاملاتی سهام صنایع بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۷۵، پایان‌نامه کارشناسی ارشد (منتشر نشده)، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۲۴. قالیباف اصل، حسن و معصومه نادری (۱۳۸۵) "بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رونق و رکود"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال هشتم، شماره ۲۱ (بهار و تابستان): ۹۷-۱۱۲.

۲۵. گجراتی، دامودار (۱۳۸۵) مبانی اقتصادسنجی (جلد دوم)، ترجمه حمید ابریشمی، چاپ چهارم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۲۶. گودرزی، محمد (۱۳۸۳) "علل پایین بودن کارایی بورس اوراق بهادار"، ماهنامه بررسی‌های بازرگانی مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، سال دوم، شماره ۱۰ (بهمن و اسفند): ۱۴-۱۲.
۲۷. مهرانی، ساسان و علی‌اکبر نونهال نهر (۱۳۸۷) "ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال پانزدهم، شماره ۵۴ (زمستان): ۱۳۶-۱۱۷.
۲۸. مهرانی، ساسان، کاوه مهرانی و غلامرضا کرمی (۱۳۸۳) "استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیرمالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق از ناموفق"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال یازدهم، شماره ۳۸ (زمستان): ۹۲-۷۷.
۲۹. نمازی، محمد و امین ناظمی (۱۳۸۴) "بررسی تحلیلی تحقیقات انجام شده در بورس اوراق بهادار ایران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال هفتم، شماره ۱۹ (بهار و تابستان): ۱۶۶-۱۳۵.
۳۰. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۷۴) "بررسی کارایی بازار بورس اوراق بهادار ایران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۷ و ۸ (تابستان و پاییز): ۱۰۴-۸۲.
۳۱. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۷۵) "مروری بر آزمون‌های کارایی بورس اوراق بهادار در سطح ضعیف"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال سوم، شماره ۱۱ و ۱۲ (تابستان و پاییز): ۱۰۹-۶۲.
۳۲. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۸۰) "بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار ایران"، فصلنامه سیاست‌ها و پژوهش‌های اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، سال نهم، شماره ۲۰ (زمستان): ۱۱۵-۹۳.

۳۳. نیکبخت، محمدرضا و مهدی مرادی (۱۳۸۴) "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال دوازدهم، شماره ۴۰ (تابستان): ۹۷-۱۲۲.
34. Aboody, D., and B. Lev (1998) "The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization", *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Issue 3 (Supplement): 161-191
  35. Aboody, D., J. Hughes, and J. Liu (2002) "Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, Issue 4 (Sep): 965-985.
  36. Al-Hogail, A.A. (2004) **The Valuation Effect of Investor Behavior on the Relevance of Financial Information**, *Unpublished PhD Dissertation*, Department of Accountancy, Case Western Reserve University, Cleveland, OH, USA.
  37. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) (1994) **Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors**, *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (The Jenkins Report)*, New York, NY, USA: AICPA
  38. Amir, E., and B. Lev (1996) "Value Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industry", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Issue 1-3 (Aug-Dec): 3-30.
  39. Amir, E., T.S. Harris, and E.K. Venuti (1993) "A Comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, Issue 3 (Sup.): 230-264.
  40. Arce, M., and A. Mora (2002) "Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Difference on the Stock Market Valuation of Earnings and Book Value", *European Accounting Review*, Vol. 11, Issue 3 (Sep): 573-599.
  41. Bae, K.H., and S.W. Jeong (2007) "The Value Relevance of Earnings and Book Value, Ownership Structure, and Business Group Affiliation: Evidence from Korean Business Groups", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 34, Issue 5,6 (Jun-Jul): 740-766.
  42. Ball, R., and P. Brown (1968) "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, Issue 2 (Autumn): 159-178.
  43. Barth, M.E. (1991) "Relative Measurement Errors Among Alternative Pension Asset and Liability Measures", *Accounting Review*, Vol. 66, Issue 3 (Jul): 433-463.

44. Barth, M.E. (1994) "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks", *Accounting Review*, Vol. 69, Issue 1 (Jan): 1-25.
45. Barth, M.E., and G. Clinch (1996) "International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms", *Accounting and Finance*, Vol. 40, Issue 1 (Mars): 7-31.
46. Barth, M.E., and M.F. McNichols (1994) "Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, Issue 3 (Supplement): 177-209.
47. Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman (1992) "The Market Valuation Implications of Net Periodic Pension Cost Components", *Financial Analysts Journal*, Vol. 15, Issue 1 (Mar): 27-62.
48. Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman (1993) "A Structural Analysis of Pension Disclosure Under SFAS 87 and Their Relation to Share Prices", *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, Issue 1 (Jan/Feb): 18-26.
49. Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman (1996) "Value-Relevance of Banks' Fair Value disclosures Under SFAS No. 107", *Accounting Review*, Vol. 71, Issue 4 (Oct): 513-537.
50. Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman (2001) "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issue 1-3 (Sep): 77-104.
51. Beattie, V.A. (2000) "The Future of Corporate Reporting: A Review Article", *Irish Accounting Review*, Vol. 7, Issue 1 (Summer): 1-36.
52. Beaver, W.H. (1998) *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 3<sup>rd</sup> ed., Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Inc.
53. Beaver, W.H. (2002) "Perspectives on Recent Capital Market Research", *Accounting Review*, Vol. 77, Issue 2 (Apr): 453-474.
54. Behn, B.K., and R.A. Riley Jr. (1999) "Using Nonfinancial Information to Predict Financial Performance: The Case of the U.S. Airline Industry", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 14, Issue 1 (Winter): 29-56.
55. Bernard, V.L. (1995) "The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Issue 2 (Spring): 733-747.
56. Black, F. (1986) "Noise", *Journal of Finance*, Vol. 41 Issue 3 (Jul): 529-543.
57. Brennan, M.J. (1991) "A Perspective on Accounting and Stock Prices", *Accounting Review*, Vol. 66, Issue 1 (Jan): 67-79.



58. Brown, S., K. Lo, and T. Lys (1999) "Use of  $R^2$  in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, Issue 2 (Dec): 83-115.
59. Chang, J.J. (1999) **The Decline in Value Relevance of Earnings and Book Values**, *Unpublished PhD Dissertation*, Graduate School of Business and Administration, Harvard University, Boston, MA, USA.
60. Claus, J., and J. Thomas (2001) "Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets", *Journal of Finance*, Vol. 56, Issue 5 (Oct): 1629-1666.
61. Collins, D.W., E.L. Maydew, and I.S. Weiss (1997) "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Issue 1 (Dec): 39-67.
62. Core, J., W. Guay, and A. Buskirk (2003) "Market Valuations in the New Economy: An Investigation of What has Changed", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, Issue 1-3 (Jan): 43-67.
63. Cutler, D., J.M. Poterba, and L.H. Summers (1989) "What Moves Stock Prices?", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, Issue 3 (Spring): 4-12.
64. Damodaran, A. (2002) **Investment Valuation**, 2<sup>nd</sup> ed., New York, NY: John Wiley & Sons Inc.
65. Dontoh, A., S. Radhakrishnan, and J. Ronen (2004) "The Declining of Value-Relevance of Accounting Information and Non-Information-Based Trading: An Empirical Analysis", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21, Issue 4 (Winter): 795-812.
66. Elliott, R.K. (2000) "Financial Reporting for the 21<sup>st</sup> Century", *Practical Accountant*, Vol. 33, Issue 10 (Oct): 74.
67. Elliott, R.K, and P.D. Jacobson (1991) "U.S. Accounting: A National Emergency", *Journal of Accountancy*, Vol. 172, Issue 5 (Nov): 54-58.
68. Ely, K., and G. Waymire (1999) "Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Issue 2 (Autumn): 293-317.
69. Feltham, G.A., and J.A. Ohlson (1995) "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Issue 2 (Spring): 689-731.
70. Financial Accounting Standards Board (FASB) (1984) **Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises**, *Statement of Financial Accounting Concepts No.5*, Norwalk, CT, USA: FASB.

71. Francis, J., and K. Schipper (1999) "Have Financial Statements Lost their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Issue 2 (Autumn): 319-352.
72. Francis, J., P. Olsson, and D.R. Oswald (2000) "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Valuations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Issue 1 (Spring): 45-70.
73. Givoly, D., and C. Hayn (2000) "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Come More Conservative?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, Issue 3 (Jun): 287-320.
74. Gu, Z. (2007) "Across-Sample Incomparability of R<sup>2</sup>s and Additional Evidence on Value Relevance Changes Over Time", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, Issue 7-8 (Sep): 1073-1098.
75. Hoitash, R., and M. Krishnan, S. Sankaraguruswamy (2002) "Earnings Quality and Price Quality", *Working Paper*. Available at SSRN: <http://www.ssrn.com/abstract=320831>.
76. Holthausen, R.W., and R.L. Watts (2001) "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting", *Journal Accounting and Economics*, Vol. 31, Issue 1-3 (Sep): 3-75.
77. Horrigan, J. (1966) "The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios", *Journal of Accounting Research*, Vol. 4, Issue 3 (Sup.): 44-62.
78. Hughes II, K. E. (2000) "The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry", *Accounting Review*, Vol. 75, Issue 2 (Apr): 209-228.
79. Ibbotson, R.G., and P. Chen (2003) "Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy", *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, Issue 1 (Jan-Feb): 88-98.
80. Jackson, K.E. (2004) *An Examination of Investors' Use of Non-Financial Measures*, *Unpublished PhD Dissertation*, Faculty of Graduate School, University of Texas, Austin, TX, USA.
81. Kothari, S.P. (2001) "Capital Markets Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issue 1-3 (Sep): 105-231.
82. Landsman, W.R. (1986) "An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights", *Accounting Review*, Vol. 61, Issue 4 (Oct): 662-691.
83. Leadbetter, C. (2005) "New Measures for the New Economy", *Discussion Paper*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW). Available at <http://www.icaew.com/index.cfm?route=132120>.
84. Lee, C.M.C. (2001) "Market Efficiency and Accounting Research. A Discussion of 'Capital Markets Research in Accounting' by S.P. Kothari",

- Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issue 1-3 (Sep): 233-253.
85. Lee, C.M.C., J. Myers, and B. Swaminathan (1999) "What is the **Intrinsic Value of the Dow?**", *Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 5 (Oct): 1693-1741.
  86. Lev, B. (1989) "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: **Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research**", *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Issue 3 (Supplement): 153-192.
  87. Lev, B., and P. Zarowin (1999) "The **Boundaries of Financial Reporting and How to Extend them**", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Issue 2 (Autumn): 353-385.
  88. Liang, C.J., and M.L. Yao (2005) "The **Value Relevance of Financial and Nonfinancial Information – Evidence from Taiwan's Information Electronics Industry**", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 24, Issue 2 (Mar): 135-157.
  89. Liu, J., and J.A. Ohlson (2000) "The **Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications**", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 15, Issue 3 (Summer): 321-331.
  90. Miller, M.H., and F. Modigliani (1966) "Some Estimates of the Cost of **Capital to Electric Utility Industry 1954-57**", *American Economic Review*, Vol. 56, Issue 3 (Jun): 333-391.
  91. Myers, J.N. (1999) "Implementing **Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics**", *Accounting Review*, Vol. 74, Issue 1 (Jan): 1-28.
  92. Myers, J.N. (2000) "Discussion: **The Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications**", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 15, Issue 3 (Summer): 332-335.
  93. Ohlson, J.A. (1990) "A **Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flow and Earnings**", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 6, Issue 2, Part II (Spring): 648-676.
  94. Ohlson, J.A. (1995) "Earnings, **Book Values, and Dividends in Equity Valuation**", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Issue 2 (Spring): 661-687.
  95. Penman, S.H. (1998) "Combining **Earnings and Book Value in Equity Valuation**", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, Issue 3 (Autumn): 291-324.
  96. Penman, S.H., and T. Sougiannis (1998) "A **Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation**", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, Issue 3 (Autumn): 343-383.

97. Rezende, A.J. (2005) "The Relevance of Accounting Information in the Process of Valuation of Companies in the New and Old Economy", *Brazilian Business Review*, Vol. 2, Issue 1 (Jan-Jun): 21-41
98. Riley Jr., R.A., T.A. Pearson, and G. Trompeter (2003) "The Value Relevance of Non-Financial Performance Variables and Accounting Information: The Case of Airline Industry", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Issue 3 (May-Jun): 231-254.
99. Rimerman, T.W. (1990) "The Changing Significance of Financial Statements", *Journal of Accountancy*, Vol. 169, Issue 4 (Apr): 79-83.
100. Securities and Exchange Commission (SEC) (2001) "Strengthening Financial Markets: Do Investors Have Information They Need?", *Task Force Report*, SEC. Available at [www.fei.org/download/SEC-Taskforce-Final-6-6-2k1.pdf](http://www.fei.org/download/SEC-Taskforce-Final-6-6-2k1.pdf).
101. Shiller, R.J. (1981) "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends", *American Economic Review*, Vol. 71, Issue 3 (Jun): 421-436.
102. Shiller, R.J. (2003) "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Issue 1 (Winter): 83-104.
103. Smart, S.B., W.L. Megginson, and L.J. Gitman (2007) *Corporate Finance*, 2<sup>nd</sup> ed., Taunton, MA: Thomson South-Western.
104. Tse, S.Y., and R.A. Yaansah (1999) "An Analysis of Historical and Future-Oriented Information in Accounting-Based Security Valuation Models", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, Issue 2 (Summer): 347-389.
105. Upton Jr., W.S. (2004) "Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy", *Financial Accounting series*, Financial Accounting Standards Board (FASB). Available at <http://www.cfapubs.org/toc/rf/2004/2004/3>.
106. Xu, B. (2002) *The Value Relevance of Non-Financial Performance Information in Biotechnology Firms*, *Unpublished PhD Dissertation*, John Molson School of Business, Concordia University, Montreal, Quebec, Canada.
107. Yang, Y.W. (2003) *The Value-Relevance of Non-Financial Information: The Biotechnology Industry*, *Unpublished PhD Dissertation*, Graduate College, University of Tennessee, Knoxville, TN, USA.
108. Zhong, M., A.F. Darrat, and D.C. Anderson (2003) "Do U.S. Stock Prices Deviate from Their Fundamental Values? Some New Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 38, Issue 2 (Autumn): 271-295.