

فصلنامه بورس اوراق بهادار
سال دوم / شماره ۷ / پائیز ۸۸
تاریخ دریافت: ۸۸/۱۰/۰۷
تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۱/۳۱
ص ۱۵۹-۱۳۳

**بررسی و مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی ارزش افزوده اقتصادی، درآمد
پسماند و رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش بازار سهام شرکت‌های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

انور بایزیدی^۱
سعید جبارزاده کنگرلویی^۲

چکیده

این پژوهش به بررسی و مقایسه‌ی ارزش افزوده اقتصادی، درآمد پسماند و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش بازار سهام شرکت‌ها می‌پردازد. مدل ارزیابی درآمد پسماند، ارزش بازار شرکت را تابعی از سود و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول کلی و مدل رشد غیر عادی سود، ارزش بازار شرکت را تابعی از میزان سود غیر عادی در هر دوره می‌داند در حالی که مدل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش شرکت را بر اساس سود عملیاتی خالص پس از کسر هزینه‌های تأمین مالی (از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام) در روش حسابداری متعارف محاسبه می‌کند. در این پژوهش، تعداد ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز

۲. دانشجوی دکتری حسابداری و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ارومیه

اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۲ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها از داده‌های تلفیقی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین قدرت توضیحی این مدل‌ها در تعیین ارزش شرکت‌ها در حالت کلی تفاوت معنی‌داری وجود ندارد و تقریباً در تمامی موارد، مدل ارزیابی درآمد پسماند نسبت به مدل ارزش افزوده اقتصادی و همچنین مدل ارزش افزوده اقتصادی نسبت به مدل رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها دارای قدرت توضیحی نسبی بالاتری است.

واژه‌گان کلیدی: ارزیابی شرکت‌ها، ارزش افزوده اقتصادی، درآمد پسماند، سود غیرعادی و حسابداری شمول کلی.

طبقه بندی موضوعی: G39, C53

مقدمه

یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی، ارائه‌ی اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری است و سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری، نقش بسزایی در پیش‌برد فعالیت‌های سازمان‌ها و همچنین محیط اقتصادی کشور ایفا می‌کنند. یکی از اطلاعات مهم مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها، سود حسابداری است، اغلب تحلیل‌گران مالی در مدل‌های ارزش‌گذاری قیمت سهام و ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی از این قلم استفاده می‌کنند، اندازه‌گیری سود حسابداری، مستلزم استفاده از برآوردها و همچنین روش‌های متعدد حسابداری است، لذا در استفاده از سود حسابداری تردیدهایی وجود دارد (ناظمی، ۱۳۸۳، ۲-۳).

در بازار سرمایه‌ی ایران که در سال‌های اخیر از رونق خاصی برخوردار شده است، آزمون روش حسابداری شمول کلی یعنی فاصله گرفتن از حسابداری تعهدی با تفکر جدید در طبقه‌بندی اقلام صورت سود و زیان که می‌تواند راه‌گشای سهامداران و سرمایه‌گذاران،

تدوین کنندگان استانداردها و سایر استفاده کنندگان قرار گیرد، مورد توجه قرار نگرفته است و از طرف دیگر، مدل ارزیابی درآمد پسماند^۱ (Ohlson, 1995) که به میزان فزاینده‌ای به عنوان یک رویه‌ی عملی در متون تجزیه و تحلیل مالی و تکنیک ارزیابی، طرفدار پیدا کرده بود، در سال ۲۰۰۵، به چالش کشیده شده است (Penman, 2005) و همچنین مدل ارزش افزوده اقتصادی^۲ به عنوان یکی از مدل‌های ارزیابی عملکرد و تعیین ارزش شرکت‌ها جایگاه ویژه‌ای در بازارهای مالی دارد.

هدف از انجام این پژوهش، بررسی نقش ارقام واقعی و نه مورد انتظار در تعیین ارزش شرکت‌ها در قالب دو مدل ارزیابی درآمد پسماند و رشد غیر عادی سود^۳ در مقوله‌ی ارزش‌گذاری شرکت‌ها و مقایسه آن با مدل ارزش افزوده اقتصادی است. از جمله اهداف دیگر این پژوهش عبارتند از:

- ✓ کمک به درک و تفسیر اطلاعات حسابداری توسط گروه‌های مختلف ذینفع در بازار؛
- ✓ کمک به درک رابطه‌ی موجود بین اقلام حسابداری و ارزش شرکت؛
- ✓ افزایش دانش افراد مشغول در حرفه نسبت به کیفیت جریان سود و
- ✓ کمک به فرایند تدوین استانداردهای حسابداری.

بیان مسأله

در سال‌های اخیر گزارش‌گری مالی در معرض انتقادات جدی قرار گرفته است و استانداردهای حسابداری نتوانسته‌اند در برقراری ارتباط بین واحدهای تجاری و استفاده کنندگان صورت‌های مالی مؤثر واقع شوند (محمودآبادی، ۱۳۸۵، ۹۷) و لذا این سؤال مطرح می‌شود که

^۱. Residual Income Valuation (RIV)

^۲. Economic Value Added (EVA)

^۳. Abnormal Earnings Growth (AEG)

آیا سیستم‌های حسابداری موجود، اطلاعات مورد نیاز را برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در ارزیابی شرکت‌ها فراهم می‌کنند؟

نگرانی اصلی، درباره‌ی عدم کفایت اطلاعات حسابداری تعهدی برای تصمیم‌گیری و تردید در مورد امکان اتکا به ارقام تعهدی برای پیش‌بینی صحیح در آینده است، زیرا فرایند حسابداری تعهدی به خاطر اتکا بر بهای تمام شده‌ی تاریخی و قابلیت هموارسازی سود، از طریق بکارگیری اصول پذیرفته شده‌ی حسابداری، مورد انتقاد واقع شده است (محمودآبادی، ۱۳۸۵، ۷).

با وجود پژوهش‌های زیادی که در زمینه‌ی ارتباط داده‌های حسابداری با ارزش بازار شرکت‌ها انجام شده است، هنوز درک روشنی از چگونگی اثرگذاری متغیرهای اساسی حسابداری سود و ارزش دفتری سهام بر قیمت بازار سهام در دست نیست (Penman, 1998) و به طور کلی مطالعات انجام شده حاکی از افزایش نقش ارزش دفتری در ارزیابی سهام و ارتباط این متغیر با ارزش بازار شرکت‌ها است (سعیدی و قادری، ۱۳۸۶ و Berger et al, 1996). ولی به نظر می‌رسد با حذف اقلام موقت در تعیین سود شرکت و بدست آوردن سود حسابداری شمول کلی، باز هم نقش سود در تعیین ارزش شرکت برجسته شود و از طرف دیگر، در عمل برای انجام سرمایه‌گذاری بیش‌تر به رشد سود توجه می‌شود تا خود سود (Ohlson, 2004) و هم‌چنین محیط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی حاکم بر ایران متفاوت از کشورهای غربی است و این دلایل به نظر می‌رسد برای انجام چنین پژوهشی، کافی و قانع‌کننده باشد.

مقایسه روش‌های ارزش‌گذاری

ارزش افزوده اقتصادی نوعی نماد تجاری تلقی می‌شود که بیان‌گر سود مازاد پس از پوشش هزینه‌های سرمایه توسط سودهای عملیاتی است. بر مبنای این مدل، ارزش یک شرکت برابر است با ارزش کل سرمایه‌ی به کار گرفته شده توسط شرکت به علاوه‌ی ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی پیش‌بینی شده‌ی آن، بنابراین سه عامل در این مدل مؤثرند، کل سرمایه‌ی به کار گرفته شده، سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و نرخ هزینه سرمایه. البته در استفاده از مدل ارزش فزوده اقتصادی بایستی تعدیلاتی در سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و کل سرمایه‌ی به کار گرفته شده صورت گیرد، که این تعدیلات، اصل محافظه‌کاری و رعایت یکنواختی در اجرای اصول پذیرفته شده‌ی حسابداری را نقض خواهد کرد و همچنین قضاوت‌های شخصی را بالا برده و فرایند جمع‌آوری اطلاعات، برای محاسبه‌ی ارزش ذاتی شرکت را نیز طولانی می‌کند (آزاد، ۱۳۸۶، ۲۸) از این رو بهتر است با استفاده از مدل‌های ارزیابی سود پسماند یا مدل رشد غیرعادی سود و به کمک پیش‌بینی رشد شرکت، اجازه دهند که تحلیل‌گران مالی با تکیه بر قدرت پیش‌بینی‌کنندگی خود از سودها و رشد آتی واحد تجاری، به تجزیه و تحلیل بپردازند.

مدل ارزیابی سود پسماند برگرفته از مدل سود نقدی تنزیل شده است ولی با کیفیت بالاتری، ارزش شرکت را تعیین می‌نماید. این مدل علاوه بر این که به عنوان مدل تعیین ارزش به کار می‌رود، ابزاری برای تعیین سطح رشد واحد تجاری در آینده نیز می‌باشد. این مدل با استفاده از ارزش دفتری هر سهم در ترازنامه دوره‌ی جاری و سودهای پیش‌بینی شده، ارزش ذاتی هر سهم را برآورد می‌کند. در این مدل، ارزش سهام یک شرکت تابعی از مجموع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سودهای حسابداری پیش‌بینی شده و سودهای عادی است.

«به طور کلی سود پسماند به صورت سود حسابداری و در حدود سودهای عادی تعیین می‌شود. پیش‌فرض مهم مدل ارزشیابی سود پسماند، حذف اطلاعات اضافی حسابداری است» (همان منبع، ۲۸-۲۹).

مدل رشد غیرعادی سود نیز همانند مدل ارزیابی سود پسماند، یک مدل ارزشیابی بر مبنای ارقام حسابداری است. این مدل به جای ارزش دفتری سهام، از سودهای آتی سرمایه‌ای شده به عنوان مبنای ارزشیابی استفاده می‌کند. رشد سودهای غیرعادی در واقع رشد سودهای حسابداری نسبت به هزینه سرمایه می‌باشد. پن من (Penman, 2005) نشان می‌دهد که ارزش‌های بدست آمده از دو مدل ارزشیابی سود پسماند و ارزشیابی رشد غیرعادی سود در یک دوره‌ی بلند مدت مشابه و با مفروضات ارزش دفتری سهام، سودها و سودهای نقدی، برابر با مبالغ یکسانی خواهند شد. (آزاد، ۱۳۸۶، ۳۰).

مدل رشد غیرعادی سود در مقایسه با مدل ارزیابی سود پسماند، علاوه بر سادگی، از طریق حذف ارزش دفتری (مدل رشد غیرعادی سود جهت ارزیابی حقوق صاحبان سهام، ما را بی‌نیاز از ترازنامه می‌کند)، دارای دو مزیت مهم زیر است:

۱. مدل رشد غیرعادی سود مستلزم حسابداری شمول کلی نیست و بنابراین می‌تواند بر مبنای سود هر سهم به کار گرفته شود.

۲. به منظور کاهش ضرورت ارزیابی در افق زمانی محدود، مدل رشد غیرعادی سود چند تا نرخ رشد کلی را در نظر می‌گیرد.

ادبیات و پیشینه پژوهش

پژوهش‌های داخلی

پور حیدری و همکاران (۱۳۸۴) با بررسی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری شرکت در تعیین قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۵ به این نتیجه رسیدند که اولاً، بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به وسیله سود تعیین می‌شود، ثانیاً، عمده‌ی قدرت توضیح‌دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری شرکت به خاطر سود است و ثالثاً، ارزش دفتری شرکت از قدرت توضیح‌دهندگی مناسبی در مقایسه با سود هر سهم برخوردار نیست.

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

ثقفی و تالانه (۱۳۸۵) با بررسی نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزشیابی حق مالکانه در طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۰ نشان دادند که رابطه‌ی بین قیمت و متغیرهای سود و ارزش دفتری به صورت مجزا یا ترکیبی برای وضعیت‌های سود و زیانی متفاوت است، بدین صورت که ضریب متغیر سود در وضعیت‌های زیانی کوچک‌تر از وضعیت‌های سودی و بالعکس است.

سعیدی و قادری (۱۳۸۶) با انجام پژوهشی طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰ نشان دادند که ارزش دفتری و سود حسابداری نسبت به گردش وجوه نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری دارای

قدرت توضیحی بیش‌تری در تعیین ارزش شرکت‌ها هستند و هم‌چنین قدرت توضیحی ارزش دفتری به تنهایی بالاتر از قدرت توضیحی سود حسابداری در تعیین ارزش شرکت‌ها است. دستگیر و خدادادی (۱۳۸۶) با استفاده از مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر درآمدهای پسماند، مدل‌های خطی پذیرفته شده در جهت قیمت‌گذاری سهام را مورد استفاده قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که از بین مدل‌های برآورد شده، تنها یک مدل با تئوری موجود در این زمینه سازگاری دارد.

پژوهش‌های خارجی

برگر و همکاران (Berger et al, 1996) به این نتیجه رسیدند که ارزش دفتری در مقایسه با سود در توضیح تغییرات قیمت سهام از اهمیت بیش‌تری برخوردار است. کولین و همکاران (Collins et al, 1997) بر مبنای آزمونی از مدل اولسون به این نتیجه رسیدند که طی سال‌های ۱۹۹۳-۱۹۵۳، مربوط بودن ترکیب ارزش دفتری و سود حسابداری افزایش یافته است و هم‌چنین مربوط بودن سود حسابداری کاهش و در مقابل مربوط بودن ارزش دفتری افزایش یافته است. کینگ و لانگلی (King & Langli, 1998) به آزمون مدل اولسون در سه کشور اروپایی پرداختند. نتایج آن‌ها در مورد کشور آلمان نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، توان ارزش دفتری افزایش و توان سود در تعیین ارزش شرکت‌ها کاهش یافته است، در انگلستان توان توضیحی ارزش دفتری افزایش یافته است ولی توان توضیحی سود تقریباً بدون تغییر باقی مانده است ولی در کشور نروژ، طی این دوره، قدرت توضیحی سود و ارزش دفتری، تغییر قابل ملاحظه‌ای نداشته است.

ژانگ (Zhang, 2000) به این نتیجه می‌رسد که رشد شرکت بر روی نحوه ترکیب سود و ارزش دفتری جهت ارزیابی شرکت اثر می‌گذارد، زمانی که رشد مثبت است، وزن ارزش دفتری منفی است.

گراهام و کینگ (Graham & King, 2000) به این نتیجه رسیدند که قدرت توضیحی قیمت سهام به وسیله ارقام حسابداری در کشورهای تایوان و مالزی نسبتاً پایین است در حالی که در مورد کشورهای فیلیپین و کره جنوبی نسبتاً بالا است.

ایستون (Easton, 2004) نشان می‌دهد که چگونه تفاوت بین سودهای حسابداری و سودهای اقتصادی، نقش سودهای حسابداری را در قیمت‌گذاری مشخص می‌کند.

بالاس و هواس (Ballas & Hevas, 2005) با انجام پژوهشی در چهار کشور اروپایی به این نتیجه رسیدند که متغیرهای سود و ارزش دفتری در ارزیابی شرکت‌ها دارای کاربرد هستند.

الشامی و القنایی (El Shamy & Al-Qenae, 2005) به این نتیجه رسیدند که ارزش دفتری و سود حسابداری هم به صورت جداگانه و هم به صورت ترکیبی دارای قدرت توضیحی قابل ملاحظه می‌باشند و هم‌چنین از سال ۱۹۹۰ که استانداردهای بین‌المللی در کویت پذیرفته شده است، مربوط بودن سود افزایش و ارزش دفتری کاهش یافته است.

رهگذر (Rahgozar, 2005) به این نتیجه رسید که مدل‌های ارزیابی کاربرد محدودی در تعیین ارزش شرکت‌ها دارند.

پن من (Penman, 2005) نشان می‌دهد که مدل ارزیابی درآمد پسماند، برآوردهای صحیح‌تر و کم‌نوسان‌تری از ارزش، نسبت به مدل رشد غیرعادی سود ارائه می‌دهد.

یو (Yoo, 2006) با بررسی ۵۷۴۱ شرکت به این نتیجه رسید که رویکرد ترکیبی ارزیابی با استفاده از چند عامل تاریخی نسبت به رویکرد ارزیابی تک عاملی تاریخی دارای خطای پیش‌بینی کم‌تری است.

بریف (Brief, 2007) به این نتیجه می‌رسد که مدل ارزیابی رشد غیرعادی سود، پیچیده‌تر از مدل ارزیابی درآمد پسماند است. این پیچیدگی هم به خاطر پویایی و هم به خاطر تفسیر رشد غیرعادی سود در مقایسه با درآمد پسماند است.

جامعه آماری، نمونه و حجم نمونه

جامعه‌ی آماری این پژوهش، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه‌ی آماری، شامل شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر هستند:

۱. در طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۸۲ در بورس فعالیت داشته و گزارش‌های مالی خود را در طی این سال‌ها به بورس ارائه داده باشند.
 ۲. پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
 ۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.
 ۴. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر اساس حسابداری شمول کلی در پایان دوره‌ی مالی، منفی نباشد.
 ۵. جزء شرکت‌های سود ده بوده و در هر دوره‌ی مالی، سود مازاد بر هزینه سرمایه و هم‌چنین ارزش افزوده اقتصادی مثبت کسب کرده باشند.
- بر اساس معیارهای فوق نمونه‌ی آماری پژوهش ۱۱۵ شرکت را در بر می‌گیرد. کلیه‌ی اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای صحرا و تدبیر پرداز و نشریات بورس جمع‌آوری شد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های اصلی این پژوهش به صورت زیر است:

- فرضیه ۱: بین قدرت توضیحی مدل ارزش افزوده اقتصادی و مدل ارزیابی درآمد پسماند در تعیین ارزش شرکت‌ها، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بین قدرت توضیحی مدل ارزش افزوده اقتصادی و مدل رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین قدرت توضیحی مدل رشد غیرعادی سود و مدل ارزیابی درآمد پسماند در تعیین ارزش شرکت‌ها، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

روش پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه‌ی پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های تلفیقی آزمون شده است. ضرورت استفاده از این تکنیک که داده‌های سری زمانی و مقطعی را با هم ترکیب می‌کند، بیش‌تر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرها می‌باشد همچنین برای بررسی وجود یا عدم وجود خود همبستگی بین جملات باقی‌مانده (پسماند) از آماره دوربین- واتسون استفاده شده است. تحلیل‌های آماری به کمک نرم افزار EViews 6 انجام شده است. در یک مدل رگرسیونی از نوع سری زمانی، متغیرهای هر مدل اعم از مستقل و وابسته باید در طول زمان ثابت و پایا باشند که برای تعیین ایستایی متغیرهای مدل از آزمون ریشه واحد تلفیقی از نوع آزمون‌های ۱. ایم، پسران و شین،

۲. فلیپس پرون و ۳. دیکی فولر گسترش یافته استفاده شده است (عباسی نژاد، ۱۳۸۰، ۱۸۹-۱۸۵).

حسابداری شمول کلی^۱

این روش حسابداری در سال ۱۹۳۷ توسط می مطرح شد (May, 1937) که در سال‌های اخیر به عنوان یک فرض زیربنایی در روش‌های ارزش‌گذاری اوراق بهادار استفاده شده است. بر اساس این روش سود یک دوره‌ی مالی برابر است با خالص سود تقسیمی به اضافه‌ی تغییر در ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام که به آن سود شمول کلی گفته می‌شود. در این روش صورت سود و زیان یک مقطعی تهیه و هیچ قلمی از متغیرهای حسابداری بین صورت سود و زیان و ترازنامه قرار نمی‌گیرد یعنی کلیه‌ی اقلام افزایش یا کاهش‌دهنده‌ی حقوق صاحبان سهام (به استثنای افزایش یا کاهش سرمایه) مستقیماً وارد صورت سود و زیان می‌شود و متغیرهایی همانند اقلام غیرمترقبه، اثرات تغییر در اصول حسابداری، تجدید ارزیابی دارایی‌ها، تعدیلات سنواتی و تعدیلات مالیاتی روی سودهای سال‌های قبل که به فعالیت اصلی شرکت ارتباط ندارند، شناسایی نمی‌شود. مفهوم شمول کلی در مدل ارزیابی درآمد پسماند مطرح و از این طریق وارد ادبیات مالی شد، به طور کلی فرض اساسی نظریه شمول کلی این است که تمام عناصر سود و زیان در اندازه‌گیری سود خالص دوره مالی انعکاس می‌یابند و ضمناً سود جامع تعریف شده توسط هیأت استانداردهای حسابداری نیز با این نظریه هماهنگی دارد (Ohlson, 1995). فارول (Farwell, 2004) بیان می‌کند که این روش، روش فوق‌العاده دقیقی است که بر اساس آن می‌توان کارایی عملیاتی شرکت‌ها را با هم مقایسه کرد. چرا که با استفاده از این روش نسبت کارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به درستی تعیین

¹ Clean Surplus Accounting

می‌شود از جمله معایب این روش از دیدگاه والکر (Walker, 1997) عبارتند از مشکلات عملی در استفاده از این روش، فرض بر ثابت بودن محیط اطلاعاتی شرکت و فرض بر وجود رابطه خطی بین سود و قیمت سهام. محاسن این روش از دیدگاه پن من (Penman, 1998) عبارتند از:

۱. تأکید بر صورت سود و زیان یکپارچه مدیریت را وادار می‌کند تا کلیه عوامل تأثیرگذار بر ثروت سهام‌داران را مورد توجه قرار دهد.
۲. تحلیل‌گران مالی را مجبور می‌کند تا در زمان پیش‌بینی سودهای آتی، اثرات روی ثروت سهام‌داران را مورد توجه قرار دهند.
۳. تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری را به ارائه استانداردهایی تحریک می‌کند که کلیه ارقام سود و زیان را شامل شود.
۴. این روش یک رابطه صحیح بین صورت سود و زیان، ترازنامه و صورت گردش وجوه نقد ایجاد می‌کند.

حسابداری متعارف^۱

در این روش صورت سود و زیان به شکل متعارف آن تهیه می‌شود و همچنین صورت سود و زیان انباشته و صورت سود و زیان جامع که در برگیرنده کلیه ارقام مؤثر بر عملکرد جاری و سنوات گذشته است، در این روش تهیه می‌شود. در این روش جمع سودها در طول عمر شرکت با جریان‌های نقدی برابر نخواهد بود چرا که تغییرات در ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در صورت سود و زیان جاری یا سود و زیان انباشته وارد می‌شود بدون توجه به این که تغییرات مربوط به دوره جاری یا دوره‌های قبل باشد. این تغییرات در حقوق صاحبان سهام در

¹. Dirty Surplus Accounting

نتیجه اهرمی است که به عنوان هموارسازی سود مورد استفاده مدیران قرار می‌گیرد (محمودآبادی، ۱۳۸۵، ۵۴). بر اساس این روش، حسابداران بعد از آخرین رقم سود و زیان، اقلامی از قبیل تجدید ارزیابی دارایی‌ها، اقلام غیر مترقبه، اصلاحات مربوط به سنوات قبل، اثرات انباشته ناشی از تغییر در رویه‌های حسابداری و ... را در صورت سود و زیان دوره جاری یا سود و زیان انباشته وارد می‌کنند که این اقلام بر محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی اثر معکوس می‌گذارند و باعث می‌شوند که صورت سود و زیان شفافیت خود را از دست بدهد و اطلاعات مندرج در آن برای رسیدن به عملکرد واقعی بلند مدت شرکت مناسب نباشد (Ohlson, 1995). فارول (Farwell, 2004) از این روش به عنوان روش حسابداری سنتی یاد می‌کند.

متغیرهای پژوهش و تعاریف عملیاتی آن‌ها

این پژوهش، دارای یک متغیر وابسته تحت عنوان "ارزش شرکت" و متغیرهای مستقل سود شمول کلی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان دوره بر مبنای حسابداری شمول کلی در مدل ارزیابی درآمد پسماند و میزان رشد غیر عادی سود در مدل رشد غیر عادی سود و همچنین دارای متغیر مستقل ارزش افزوده اقتصادی بر مبنای حسابداری متعارف در مدل ارزش افزوده اقتصادی است. تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش به صورت زیر است:

ارزش شرکت: همان ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است که از حاصل ضرب تعداد سهام در جریان شرکت در قیمت هر سهم ده روز پس از فرصت قانونی چهار ماهه برای بستن حساب‌ها و تشکیل مجمع به دست می‌آید.

سود شمول کلی: جهت دستیابی به سود شمول کلی، سود عملیاتی شرکت مینا قرار گرفته و با تأثیر اقلامی چون هزینه‌های مالی، هزینه‌های جذب نشده در تولید، سایر درآمدها،

پاداش هیأت مدیره و مالیات بر سود، رقم سود خالص محاسبه می‌شود که به عنوان متغیر مستقل در ارزش‌گذاری شرکت (متغیر وابسته) استفاده می‌شود (محمودآبادی، ۱۳۸۵، ۱۰۹).

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام: حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول

کلی تحت تأثیر عوامل زیر قرار می‌گیرد:

۱- سود خالص (محاسبه شده بر اساس روش حسابداری شمول کلی)

۲- سود تقسیم شده

۳- افزایش در سرمایه‌ی شرکت

از آن‌جا که کلیه‌ی شرکت‌ها از بدو تأسیس، مبنای محاسبه‌ی سود شرکت را سود متعارف قرار داده‌اند، بنابراین به منظور محاسبه‌ی حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول کلی باید تعدیلات لازم روی سود خالص شرکت‌ها انجام شود و این سودها را به سود در روش حسابداری شمول کلی تبدیل نمود و سپس با در نظر گرفتن دو عامل دیگر، حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول کلی را محاسبه نمود و این فرایند باید تا سال صفر ادامه داده شود ولی به علت قدمت تعداد زیادی از شرکت‌ها و عدم وجود مدارک عملاً غیر ممکن می‌باشد و لذا در این پژوهش حقوق صاحبان سهام در سال اول پژوهش در روش حسابداری متعارف به عنوان حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول کلی منظور شده است (محمودآبادی، ۱۳۸۵، ۱۱۱).

رشد غیر عادی سود: رشد غیر عادی سود، میزان سود شمول کلی افزون بر سود عادی

در هر دوره است.

سود عادی: سود عادی در هر دوره برابر با حاصل ضرب ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای آن دوره در نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (نرخ سود سپرده بانکی) شرکت طی دوره است.

ارزش افزوده اقتصادی: مازاد سود عملیاتی شرکت بعد از پوشش هزینه‌های تأمین مالی است.

مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های اصلی زیر استفاده شده است:

در مدل ارزش افزوده اقتصادی بر اساس روش حسابداری متعارف داریم:

$$MVE_t = \beta_0 + \beta_1 EVA_t + \varepsilon_t$$

$$MVE_t = \text{ارزش بازار سهام در پایان سال } t$$

$$EVA_t = \text{ارزش افزوده اقتصادی در پایان سال } t \text{ بر مبنای روش حسابداری متعارف}$$

برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی بر مبنای روش حسابداری متعارف داریم (نوروش و همکاران، ۱۳۸۳، ۱۲۷):

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \times Capital_{t-1})$$

$$NOPAT_t = \text{سود عملیاتی پس از کسر مالیات در پایان سال } t \text{ در روش حسابداری متعارف}$$

$$WACC_t = \text{میانگین موزون هزینه سرمایه در پایان سال } t$$

در این پژوهش برای محاسبه نرخ هزینه بدهی‌های بهره‌دار از تقسیسم هزینه‌های بهره طی دوره بر ارزش دفتری بدهی‌های بهره‌دار و جهت تعیین نرخ هزینه مالکانه (بازده مورد انتظار سهامداران) جهت قابلیت مقایسه با دو مدل دیگر از نرخ سود سپرده بانکی استفاده شده است.

$$Capital_{t-1} = \text{میزان سرمایه در پایان سال } t-1$$

در مدل ارزیابی درآمد پسماند بر اساس روش حسابداری شمول کلی داریم
(Ohlson, 1995):

$$MVE_t = \beta_0 + \beta_1.CSI_t + \beta_2.BVE_t + \varepsilon_t$$

$$CSI_t = \text{t سود در روش حسابداری شمول کلی در سال } t$$

$$BVE_t = \text{بر مبنای روش حسابداری شمول کلی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال } t$$

$$MVE_t = \text{t ارزش بازار سهام در پایان سال } t$$

برای محاسبه سود در روش حسابداری شمول کلی داریم (Ohlson, 1995):

$$CSI_t = OI_t - FE_t - UC_t + OtR_t - B_t - T_t$$

که در این رابطه داریم:

$$OI_t = \text{سود عملیاتی در سال } t$$

$$FE_t = \text{هزینه های مالی در سال } t$$

$$UC_t = \text{هزینه های جذب نشده در سال } t$$

$$OtR_t = \text{سایر درآمدها در سال } t$$

$$B_t = \text{پاداش (هیأت مدیره) در سال } t$$

$$T_t = \text{مالیات در سال } t$$

برای محاسبه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در روش حسابداری شمول کلی داریم
(Ohlson, 1995):

$$BVE_t = NI_t + NC_t - D_t + BVE_{t-1}$$

که در این رابطه داریم:

NI_t = بر مبنای روش حسابداری شمول کلی t سود خالص در سال

NC_t = افزایش سرمایه جدید در سال t

D_t = سود تقسیمی در سال t

BVE_{t-1} = بر مبنای روش حسابداری شمول کلی $t-1$ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال
در مدل رشد غیرعادی سود بر اساس روش حسابداری شمول کلی داریم:

$$MVE_t = \beta_0 + \beta_1.CSIG_t + \varepsilon_t$$

MVE_t = ارزش بازار سهام در پایان سال t

$CSIG_t$ = میزان رشد سود در روش حسابداری شمول کلی در سال t

برای محاسبه میزان رشد سود در روش حسابداری شمول کلی در سال t از رابطه زیر

استفاده می شود:

$$CSIG_t = CSI_t - r_t.BVE_{t-1}$$

که در این رابطه داریم:

r_t = نرخ بازده مورد انتظار سهامداران در سال t (برای محاسبه سود عادی (مورد انتظار) از

نرخ سود سپرده بانکی در طی سال های پژوهش استفاده شده است)

CSI_t = سود در روش حسابداری شمول کلی در سال t

بر مبنای روش $t-1$ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال BVE_{t-1} حسابداری شمول کلی.

معیارهای مقایسه‌ی مدل‌ها

برای مقایسه‌ی قدرت توضیحی مدل‌های مذکور و همچنین به منظور حصول اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج بدست آمده از معیارهای زیر استفاده می‌شود:

۱. ضریب تعیین تعدیل شده ($\hat{R}^2$): این معیار بر خلاف ضریب تعیین، تعداد متغیرهای توضیح دهنده را در رابطه با تعداد مشاهدات، مدنظر قرار می‌دهد. به عبارت دیگر این معیار بابت کاهش در درجه آزادی، یک جریمه منظور می‌نماید.

۲. آماره F رگرسیون: آماره F بر خلاف آماره t رگرسیون، معنی‌داری ضرایب برآورد شده را توأمآ مورد آزمون قرار می‌دهد و طبعاً بالاتر بودن مقدار این آماره، نشان دهنده‌ی توان توضیح دهنده‌ی بیش‌تر مدل می‌باشد.

۳. میانگین مجذورات خطا (MSE): با توجه به این که وجود تغییرات نامنظم در سری زمانی نشان‌گر وجود نوسانات تعریف نشده و غیر قابل پیش‌بینی داده‌هاست، لذا باید انتظار خطا در پیش‌بینی را داشته باشیم. شاخص‌های زیادی برای تعیین خطای پیش‌بینی مدل وجود دارد که از جمله مهم‌ترین این شاخص‌ها، میانگین مجذورات خطا بوده که از تقسیم مجموع مجذورات خطا بر درجه آزادی به دست می‌آید. طبعاً کم‌تر بودن مقدار این شاخص نشان دهنده توان توضیح دهنده‌ی بیش‌تر مدل می‌باشد (عباسی نژاد، ۱۳۸۰، ۸۳).

۴. معیارهای آکائیک (AIC) و شوارتز – بیزین (SBIC): این دو معیار با افزایش ضریب تعیین، کاهش می‌یابند. به عبارت دیگر کم‌تر بودن این معیارها نشان دهنده بهتر بودن برازش مدل می‌باشد. هر دو معیار، دارای ویژگی‌های خاص خود می‌باشند و هیچ کدام از آن‌ها

برتری واضحی نسبت به دیگری ندارد. تنها تفاوت آن‌ها در این است که معیار شوارتز - بیزین، بابت از دست دادن درجه آزادی، جریمه سنگین‌تری در نظر می‌گیرد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول یک و مدل‌های رگرسیون برآوردی طی دوره پژوهش در جدول دو آمده است، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هر سه مدل در طی دوره پژوهش در حالت کلی (با توجه به آماره F رگرسیون در جدول سه) و همچنین ضرایب برآوردی مدل‌ها (با توجه به آماره t رگرسیون در جدول دو) معنی‌دار بوده‌اند.

جدول شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش

انحراف استاندارد	مینیمم	ماکزیمم	میانه	میانگین	آماره‌ها متغیرها
۲۸۳۸۴۷۲	۹۸۰۲	۲۳۱۱۶۸۰۰	۲۵۵۳۴۴	۱۰۸۱۸۳۳	MVE
۵۸۱۷۲۴	۳۲۳	۷۲۱۹۲۸۱	۵۶۳۷۵	۱۸۶۴۱۹	BVE
۴۹۳۶۱۸	۱۴۰۹	۵۳۳۸۸۳۴	۳۹۱۷۱	۱۵۳۴۷۸	CSI
۴۳۳۶۲۴	۶۱۷	۵۰۶۷۰۹۵	۳۰۳۱۷	۱۲۹۲۴۳	CSIG
۳۹۴۳۲۶	۱۳	۵۰۲۹۷۳۴	۲۵۵۸۲	۱۱۱۵۵۸	EVA

جدول شماره ۲: مدل‌های رگرسیون برآوردی طی دوره پژوهش

$MVE = ۱۲۴۱۳۷۴ - ۱/۱۱۱۰۴۴ * BVE + ۰/۳۱۰۰۰۸ * CSI$				مدل RIV
۳۴/۶	۵/۱	۱/۳	مقدار آماره t	
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۸۹	P-Value	
$MVE = ۱۱۴۴۱۷۹ + ۰/۵۵۸۸۶۲ * EVA$				مدل EVA
۲۳/۲	۲/۳		مقدار آماره t	
۰/۰۰۰۰	۰/۰۲۲۰		P-Value	
$MVE = ۱۱۳۳۷۶۸ + ۰/۴۰۱۸۳۷ * CSIG$				مدل AEG
۲۳/۴	۲		مقدار آماره t	
۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۲۶		P-Value	

مقایسه قدرت توضیحی مدل‌ها

این مقایسه در قالب جدول سه ارائه شده است:

جدول شماره ۳: مقایسه قدرت توضیحی مدل‌ها

معیار مدل	ضریب تعیین تعدیل شده ($\hat{R}^2$)	میانگین مجذورات خطا (MSE)	آماره F رگرسیون	معیار آکائیک (AIC)	معیار شوارتز- بیزین (SBIC)
مدل RIV	٪۹۱/۴۶	۸۲۹۱۰۸	۴۱/۷۵	۳۰/۳۱۶	۳۱/۳۹۹
مدل EVA	٪۹۰/۷۵	۸۶۳۳۱۱	۳۸/۶۲	۳۰/۳۹۵	۳۱/۴۶۸
مدل AEG	٪۹۰/۷۱	۸۶۴۷۱۸	۳۸/۴۸	۳۰/۳۹۸	۳۱/۴۷۲

همان‌طور که در جدول سه ملاحظه می‌شود، از لحاظ آماری تفاوت معنی‌داری بین قدرت

توضیحی این مدل‌ها در تعیین ارزش شرکت‌ها وجود ندارد ولی می‌توان گفت که با توجه به

تمام معیارها، تا حدودی مدل ارزیابی درآمد پسماند نسبت به مدل ارزش افزوده اقتصادی و

همچنین مدل ارزش افزوده اقتصادی نسبت به مدل رشد غیر عادی سود، مدل قوی‌تری در

تعیین ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است.

ایستایی یا پایایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش با توجه به جدول چهار، چون مقدار P-Value در همه آزمون‌ها کمتر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای وابسته و مستقل در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند.

جدول شماره ۴: ایستایی یا پایایی متغیرهای پژوهش با آزمون ریشه واحد تلفیقی

معیار مقدار	آزمون ایم، پسران و شین	آزمون فلیپس پرون	آزمون دیکی فولر گسترش یافته
آماره آزمون	-۱۴۱/۸۷۱	۸۱۹/۳۴۰	۱۰۲۱/۳۴
P-Value	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

نتیجه‌گیری

هدف از انجام این پژوهش، تعیین مدل بهتر از بین مدل‌های ارزیابی درآمد پسماند، رشد غیر عادی سود و ارزش افزوده اقتصادی برای تعیین ارزش شرکت‌ها با استفاده از اطلاعات حسابداری است. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های تلفیقی مربوط به سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶، ۱۱۵ شرکت منتخب از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دو سطح کل شرکت‌ها مورد آزمون و بررسی قرار گرفته است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تقریباً در تمامی موارد، تفاوت معنی‌داری بین قدرت توضیحی این مدل‌ها در تعیین ارزش شرکت‌ها وجود ندارد و سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند جهت ارزیابی شرکت‌ها از هر سه مدل استفاده کنند ولی در اغلب موارد مدل ارزیابی درآمد پسماند با توجه به پایین بودن میزان خطای استاندارد رگرسیون می‌توان گفت که به طور نسبی مدل بهتری در تعیین ارزش شرکت‌ها است که شاید دلیل اصلی آن، بالا بودن میزان قدرت توضیحی دو متغیر مستقل سود شمول کلی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام با استفاده از رابطه‌ی حسابداری شمول کلی در مقایسه با قدرت توضیحی

متغیرهای مستقل رشد غیر عادی سود و ارزش افزوده اقتصادی به تنهایی در دو مدل دیگر است و همچنین در مدل ارزیابی درآمد پسماند، قدرت توضیحی سود شمول کلی در تعیین ارزش شرکت‌ها بیش‌تر از قدرت توضیحی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در این مقوله است و در مجموع به دلیل منفی بودن ضریب ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌توان گفت که این متغیر به تنهایی قادر به تعیین ارزش شرکت‌ها نیست و این بیان‌گر ناتوانی سیستم تاریخی حسابداری در این مقوله است که این ناتوانی ممکن است به دلیل روش‌های محافظه‌کارانه حسابداری، مشکلات سطح ساختاری حسابداری از قبیل اصل بهای تمام شده تاریخی، عدم شناسایی و ثبت دارایی‌های نامشهود به غیر از مواد خاص باشد.

در رابطه با آزمون فرضیه دوم، با توجه به جدول دو ضریب ارزش افزوده اقتصادی (۰/۵۵۸۸۶۲) بالاتر از ضریب رشد غیر عادی سود (۰/۴۰۱۸۳۷) است که این امر نشان‌دهنده قوی‌تر بودن مدل ارزش افزوده اقتصادی نسبت به مدل رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها است ولی با توجه به معیارهای استفاده شده در این پژوهش برای مقایسه قدرت توضیحی این مدل‌ها، می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری بین این دو مدل در تعیین ارزش بازار شرکت‌ها وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه اول و سوم، با توجه به این که در مدل ارزیابی سود پسماند، دو متغیر مستقل وجود دارد، ضرایب این متغیرهای مستقل قابل مقایسه با ضریب متغیر مستقل در دو مدل دیگر نمی‌باشد ولی با توجه به معیارهای مقایسه قدرت توضیحی مدل‌ها، مدل ارزیابی سود پسماند قوی‌تر از دو مدل دیگر است ولی تفاوت بین این مدل‌ها در تبیین قدرت توضیحی ارزش بازار شرکت‌ها، از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد.

منابع و مأخذ:

۱. آزاد، محمد (۱۳۸۶). "سود باقیمانده و روش‌های ارزشیابی سهام". فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۹، ۳۳-۲۶.
۲. پور حیدری، امید؛ سلیمانی امیری، غلامرضا و صفاجو، محسن. (۱۳۸۴). "بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ۱۹-۳.
۳. ثقفی، علی و تالانه، عبدالرضا. (۱۳۸۵). "نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزشیابی حق مالکانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، ۳۴-۳.
۴. دستگیر، محسن و خدادادی، ولی. (۱۳۸۶). "آزمون ساختار خطی اطلاعات در مدل اولسن"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۶۲-۴۳.
۵. سعیدی، علی و قادری، احسان. (۱۳۸۶). "بررسی مربوط بودن سود حسابداری، ارزش دفتری و گردش وجوه نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری در مدل‌های ارزشیابی مبتنی بر قیمت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۰، ۶۴-۴۷.
۶. عباسی نژاد، حسین. (۱۳۸۰). اقتصادسنجی (مبانی و روش‌ها). چاپ اول، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
۷. محمودآبادی، حمید. (۱۳۸۵). "ارزیابی متغیرهای حسابداری در تعیین ارزش شرکت‌ها"، پایان‌نامه دکتری حسابداری، دانشگاه علامه‌ی طباطبائی.

۸. ناظمی، امین. (۱۳۸۳). "بررسی نقش سود حسابداری و جریان‌های نقدی در سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز.

۹. نوروش، ایرج؛ صالحی، فایق و کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۳). "بررسی رابطه جریان‌های نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، ۱۴۶-۱۲۱.

10. Ballas, A. A.; and Hevas, D. (2005). "Differences in The Valuation of Earning and Book Value: Regulation Effect or Industry Effect?", The International Journal of Accounting, Vol. 40, No. 4, pp. 363-389.
11. Berger, P.; Ofek, E. and Swary, I. (1996). "Investor Valuation of abandonment option" Journal of Financial Economics, Vol. 42, pp. 257-287.
12. Brief, R. P. (2007). "Accounting Valuation Models; A Short Primer" Accounting Policies & Procedures, Vol. 43. pp. 25-43.
13. Collins, D. W.; Maydew, E. L. and Weiss, I. S. (1997). "Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Value over the Past forty years" Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No.1, pp: 39- 67.
14. Easton, P. D. (2004). "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital" The Accounting Review, Vol. 79, No. 1, pp. 73-95.
15. El Shamy Mostafa, A. and Al-Qenae, R. (2005). "The Change of Value-Relevance of Earning and Book Value in Equity Valuation Over The Past 20 Years and The Impact of The

- Adoption of IASs: The Case of Kuwait”, *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 2, No. 2/1, pp. 153-167.
16. Farwell, J. B. (2004). “What Is Clean Surplus? Buffet and Beyond”, www.buffetandbeyond.com/whatiscleansurplus.html.
 17. Graham, Roger. C., king. R. (2000). “Accounting Practices and The Market Valuation of Accounting Numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan and Thailand”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 35 No. 4, pp. 445-470.
 18. King, R. D., and Langli, J. Ch. (1998). “Accounting Diversity and Firm Valuation”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, No. 5, pp. 529-567.
 19. May, G. O. (1937). “Eating Peas With Your Knife”, *Journal of Finance*, Vol. 7, pp. 77-91.
 20. Ohlson, J. A. (1995). “Earnings, book Value and Dividends in equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 661-687.
 21. Ohlson, J. A. (2004). “Accounting Based Valuation Formulae” *Review of Accounting Studies*, University of Arizona State. www.ssrn.com.
 22. Penman, S. (1998). “Combining Earnings and Book value in Equity Valuation” *Contemporary Accounting research*, Vol. 15, No. 3, pp. 291-324.
 23. Penman, S. H. (2005). “Discussion of “on Accounting Based Valuation Formulae” and “Expected EPS and EPS Growth as

- Determinants of Value”” Review of Accounting Studies, Vol. 10, pp. 367-378.
24. Rahgozar, R. (2005). “Valuation Models and Efficacy Predicting Stock Prices” Iranian Accounting & Auditing Review, No. 45, pp. 8-24.
25. Yoo, Y. K. (2006). “The Valuation Accuracy of Equity Valuation Using a Combination of Multiples” Review of Accounting and Finance, Vol. 5, No. 2, pp. 108-123.
26. Zhang, X. J. (2000). “Conservative Accounting and Equity Valuation” Journal of Accounting and Economics, Vol. 29, pp. 125-149.
27. Walker, M. (1997). “Clean Surplus Accounting Models and Market Based Accounting Research: A Review”, Accounting and Business Research, Vol. 27, pp. 341-351.