فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال ششم/ شماره ۲۲ /تابستان۹۳ /صفحات ۱۱۳-۸۹

مقایسه مدل های تنزیلی سود تقسیمی، جریان نقد آزاد و سود باقیمانده در ارزشیابی سهام شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مریم باقی*
محمد ابراهیمی**
قدرت اله نیکزاد چالشتری**

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۰/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۳/۲۵

چکیده:

ارزش سهام شرکت ها و تغییرات آن یکی از عوامل مورد توجه سرمایه گذاران، تحلیل گران مالی و مدیران شرکت های سهامی است. از این رو پژوهشگران به ویژه بنیادگرایان، درصدد هستند که بررسی کنند چه عواملی با ارزش سهام شرکت رابطه دارند. لذا در پژوهش حاضر تلاش شده است که بررسی شود آیا در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان های نقدی، تفاوتی معنی دار وجود دارد یا خیر. نمونه آماری این پژوهش شامل ۹۷ شرکت از شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در خلال سال های ۱۳۹۱-۱۳۸۲ است. در این پژوهش به منظور مقایسه توان ارزشیابی سهام شرکت ها با استفاده از مدل های مورد مطالعه از آزمون مقایسه میانگین جوامع استفاده شده است.

* مربی حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دهاقان، گروه حسابداری، دهاقان، اصفهان، ایران (نویسنده مسوول)
Email:m.baghi@gmail.com
** مربی حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خوراسگان، گروه حسابداری، اصفهان، اصفهان، ایران
*** مربی حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می دهد که اختلاف بین قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی و قیمت واقعی سهام کمتر از سایر مدل هاست و قیمت های برآوردی با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی نسبت به سایر مدل ها، تقریب نزدیک تری به قیمت های واقعی سهام ارایه می کند. همچنین نتایج پژوهش نشان می دهد که از بین مدل های مورد مطالعه، قیمت برآورد شده با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی بیشترین مقدار ضریب همبستگی را با قیمت واقعی سهام شرکت ها دارد اما نمی توان از این مدل به عنوان مدل ارزشیابی سهام استفاده نمود، زیرا بین قیمت های برآوردی سهام با استفاده از این مدل و قیمت واقعی سهام تفاوتی فاحش وجود دارد.

واژه های کلیدی: سود تقسیمی، جریان نقد آزاد، سود باقیمانده، ارزشیابی سهام، تحلیل واریانس

۱. مقدمه

قیمت سهام یکی از اقلامی است که افراد تمایل زیادی به پیش بینی آن دارند زیرا قیمت سهام مورد توجه استفاده کنندگان داخلی (مانند مدیران مالی و مدیران اجرایی) و استفاده کنندگان خارجی (مانند اعتبار دهندگان و سهامداران بالقوه و بالفعل) است و به منظور ارائه مدلی جهت پیش بینی قیمت سهام باید عوامل تأثیر گذار بر آن مشخص شوند و سپس میزان تأثیر هر یک از این عوامل تعیین گردد. معمولاً شیوه های ارزیابی سهام به سه دسته ی تجزیه و تحلیل پرتفوی، تجزیه و تحلیل تکنیکی[1] و تجزیه و تحلیل بنیادی[2] تقسیم می شوند. تجزیه و تحلیل پرتفوی بر مباحث کارایی بازار استوار است. در تجزیه و تحلیل پرتفوی فرض می شود که قیمت سهام در هر لحظه، با لحظه بعد آن هیچ رابطه ای ندارد و تغییر قیمت سهام کاملاً تصادفی است. لذا پیش بینی قیمت های آتی، هرگز ممکن نیست. بنابراین مدیران پرتفوی، وظیفه ایجاد بهترین مجموعه ی ممکن از سرمایه گذاری ها را بر مبنای خواسته ها و شرایط هر سرمایه گذار بر عهده دارند و سرمایه گذاران نیز می کوشند که مجموعه ای متنوع از اوراق بهادار را نگهداری کنند، تا بتوانند به نرخ بازدهی مطلوب خود، که نزدیک نرخ بازده بازار است، دست یابند (راعی و تلنگی،۱۳۸۳).

در تجزیه و تحلیل تکنیکی، تمرکز اصول ارزیابی یا پیش بینی بر این است که «چه زمانی» ارزش ها تغییر می کنند. تحلیل گران تکنیکی معتقدند که از طریق مطالعه رفتار قیمت و حجم

[1] - Technical Analysis
[2] - Fundamental Analysis

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

معامله سهام در گذشته، می توان قیمت آتی آن را تعیین کرد. در تجزیه و تحلیل بنیادی، محور تمرکز اصول ارزیابی بر این است که «کدام» عوامل، ارزش را تعیین می کنند و چرا ارزش ها تغییر می یابند. بنیادگراها در تلاش هستند که تغییرات قیمت آتی سهام را با بررسی عوامل مرتبط با ارزش های بازار سهام، پیش بینی نمایند. به سخن دیگر، آنها معتقدند که تاریخ تکرار می شود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

در تجزیه و تحلیل بنیادی، باید عوامل تأثیر گذار بر قیمت سهام مشخص شوند. در گذشته پژوهش های زیادی انجام شد که سود حسابداری را به عنوان نماینده متغیرهای حسابداری در نظر گرفته اند (مانند مطالعه بال و براون[1]، ۱۹۶۸) و میزان همبستگی بین سود حسابداری و قیمت های اوراق بهادار را بررسی کردند. اما می توان دلایل زیادی ارائه کرد که تنها نمی توان به سود حسابداری جهت پیش بینی قیمت آتی سهام اتکا کرد. بعضی از دلایل آن، عبارتند از:

۱. نظریه نمایندگی[2]: بر اساس این نظریه سهامداران اختیارات خود را به مدیران تفویض می نمایند تا آنها تصمیم های لازم را اتخاذ نمایند ولی مدیران دارای هدف های مشخصی هستند که با دیدگاه سهامدار مبنی بر به حداکثر رساندن ثروت مغایر است و بدین گونه نظریه نمایندگی موجب بروز تضاد منافع خواهد شد (بریگام و همکاران[3]، ۱۳۸۲).

۲.فرضیه طرح های پاداش: به موجب فرضیه طرح های پاداش، مدیران بر اساس نتایج حاصل از مدیریت خود، پاداش دریافت می کنند. از آنجا که صورتهای مالی به عنوان ملاکی برای عملکرد شرکت به شمار می روند، بنابراین منافع مدیریت شرکت در این است که سیاست های حسابداری بلند پروازانه را برای بهبود پاداش خود برگزینند (ثقفی و پوریا نسب،۱۳۸۴). از این رو بحث مدیریت سود[4] مطرح می شود.

۳.هموارسازی سود[5] : معمولاً مدیران به دلایل مختلفی از قبیل جلب اعتماد سرمایه گذاران از تداوم فعالیت و سودآوری شرکت، اقدام به هموارسازی سود می نمایند. بنابراین سود را نمی توان به عنوان تنها عامل تأثیرگذار بر قیمت سهام بررسی کرد و باید از سایر متغیرهای حسابداری و حتی ویژگی های شرکت استفاده کرد.

---

[1]- Ball & Brown
[2]- Agency Theory
[3] - Brigham et al.
[4]- Earning Management
[5]- Income Smoothing

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به این که ارزشیابی سهام شرکت ها، یکی از دغدغه های سهام داران بالقوه و بالفعل، مدیران شرکت ها و تحلیل گران مالی است، در پژوهش حاضر نیز در این چارچوب تلاش می شود که به پرسش زیر پاسخ داده شود:

آیا در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان های نقدی، تفاوتی معنی دار وجود دارد یا خیر؟

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- مفهوم ارزش

ارزش به مفهوم رغبت و تمایل یک شخص به صرف نظر کردن از چیزی به منظور کسب یک چیز به خصوص دیگر است. موضوع‌های اقتصادی، اغلب به صورت ارزشهای پولی بیان می‌شود و از آنجا که حسابداری به ارایه اعداد و ارقام می‌پردازد، می‌تواند اطلاعات سودمندی را در این رابطه در اختیار استفاده کنندگان قرار دهد. آگاهی از ارزش، سرمایه‌گذاران را در اتخاذ تصمیم‌های عقلانی و اقتصادی یاری می‌کند. افزون بر این، ارزش به میزان تلاش به کار رفته در جهت تولید یک کالا بستگی ندارد. به طور مثال ممکن است در تولید یک کالا مقادیر مواد بیشتر از حد استاندارد آن مصرف شود. «هر چند برای یک دارایی، ارزش های متفاوتی تصور شده است (برای مثال، بهای تمام شده خرید، بهای جایگزینی، ارزش خالص بازیافتنی و ....)، لیکن زیر بنای تمامی آنها، ارزش اقتصادی است. این ارزش به طور دقیق قابل اندازه گیری نیست و بر پایه مفاهیم ذهنی، استوار است؛ لذا اکثر صاحب نظران اقتصادی عقیده دارند که ارزش فعلی، بهترین برآورد از ارزش اقتصادی است. آنها اینگونه استدلال می کنند که این ارزش مستقیماً به جریان های نقدی مورد انتظار آتی ارتباط دارد و در نتیجه بعد زمانی ارزش پول را در نظر می‌گیرد. لذا آنان معتقدند که ارزش های مورد نظر تصمیم گیرندگان، اساساً همان ارزش فعلی[1]است » (فاضل تبار ملکشاه، ۱۳۸۴).

۲-۲- مدل‌های ارزشیابی سهام

پایه بسیاری از مدل های ارزشیابی سهام، مدل تنزیل سودهای تقسیمی است (جنکینز و کین[2]، ۲۰۰۶). به عبارت دیگر، ارزش عملیات یک شرکت برابر ارزش فعلی سودهای تقسیمی مورد انتظار آتی آن شرکت است که با استفاده از نرخ هزینه سرمایه تنزیل شده است. پنمان و

1-Present Value
2 - Jenkins and Kane

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سوگیانیس[1](۲۰۰۱) نشان دادندکه تفاوت بین مدل‌های مختلف ارزشیابی سهام، به ساختارهای حسابداری به کار رفته در آن مدل‌ها مربوط است. انتخاب ساختارهای حسابداری و مدل های ارزش یابی مرتبط با آنها، حداقل از دو طریق بر برآورد ارزش سهام یک شرکت اثر دارد: اولاً، بسیاری از فروض ثابت به کار رفته در مدل‌های ارزشیابی، در عمل (در شرایط واقعی) نقض می‌شوند. نقض شدن این فروض ثابت در مدل های مختلف ارزشیابی سهام، موجب پدید آمدن ساختارهای حسابداری متفاوتمی‌گردد. در نتیجه، این امر به تفاوت در دقت و صحت مدل‌های ارزشیابی سهام منجر خواهد شد. ثانیاً، محدودیت های ذاتی قدرت پیش بینی‌کنندگی عامل های ارزشیابی در دوره های زمانی بلند مدت، موجب پدید آمدن برتری هایی برای هر مدل ارزشیابی سهام در برابر سایر مدل‌های ارزشیابی می‌گردد. در ادامه پرکاربرد ترین مدل های ارزشیابی سهام تشریح می‌شود .

۲-۳- طبقه بندی مدل‌های ارزشیابی سهام

به منظور ارزش گذاری سهام، مدل های مختلفی ارایه شده است. مهمترین مدل های ارزش گذاری سهام مبتنی بر اطلاعات حسابداری عبارتند از: مدل ارزش دفتری، مدل سرمایه ای کردن سود، مدل تنزیل سودهای نقدی، مدل تنزیل جریان‌های نقدی، مدل سودهای باقیمانده و مدل مبتنی بر جریان‌های نقدی آزاد.

۲-۳-۱- مدل ارزش دفتری[2]

ارزش دفتری می تواند به عنوان یک شاخص جایگزین برای ارزش فعلی جریان منافع مرتبط با خالص دارایی های گزارش شده شرکت باشد. استفاده از ارزش دفتری در مدل‌های ارزشیابی باعث کاهش استفاده از ارقام برآوردی می‌گردد. اشکال اصلی مدل ارزش دفتری آن است که ارزش دفتری، اغلب اجزای با اهمیت ارزشیابی شرکت را در نظر نمی گیرد؛ به ویژه دارایی های نامشهودی از قبیل نام های تجاری، حق اختراع ها، حق پخش برنامه های تلویزیونی و ... لذا این مدل اغلب منابعی با اهمیت را که توان پرداخت سود سهام یک شرکت را نشان می دهند، در نظر نمی گیرد.

ارزش دفتری وقتی که دارایی ها و بدهی‌ها به ارزش جاری گزارش نشوند، دقیق نخواهد بود و می‌تواند موجب گمراهی سرمایه گذاران در انتخاب سهام گردد. ایرادهای ذکر شده در بالا نشان

1 -Penman and Sougiannis
2 - Book Value Model

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می دهد که ارزش دفتری به تنهایی قادر به ایجاد ارزشیابی اثربخش نیست. توانایی ارزش دفتری در انعکاس قابلیت پرداخت سود سهام شرکت، ممکن است نشان دهنده این موضوع باشد که الف) استفاده از سود در مدل‌های ارزشیابی سهام، مناسب نخواهد بود زیرا سود دارای مشکلاتی است و محتوای اطلاعاتی اندکی دارد، ب) در امر ارزشیابی سهام، ترازنامه مناسب ترین صورت مالی است. زیرا اقلام مندرج در آن به بهترین شکل طبقه بندی و به طور منصفانه قیمت گذاری می‌شوند (جنکینز و کین، ۲۰۰۶).

۲-۳-۲- مدل سرمایه ای کردن سود[1]

مدل های ارزشیابی مبتنی بر اقلام تعهدی از جمله مدل سرمایه ای کردن سود بر مبنای این مفهوم استوارند که ارزش سهام شرکت، از تنزیل سودهای تقسیمی آتی مورد انتظار سرمایه گذاران، به دست می آید. مدل سرمایه ای کردن سود نیز بر مبنای این فرض استوار است که سود عامل پیش بینی کننده اثربخش‌تری نسبت به سایر عوامل پیش‌بینی کننده ارزش سهام همچون جریان های نقدی است که به پیش بینی توانایی پرداخت سود سهام می پردازد (جنکینز و کین، ۲۰۰۶).

۲-۳-۳- مدل تنزیل سودهای نقدی[2]

مدل سنتی که برای محاسبه ارزش سهام مورد استفاده قرار گرفته است، مدل تنزیل سود نقدی است. براساس این مدل، عامل تأثیرگذار بر قیمت سهام، همان سود نقدی است. بر مبنای این مدل به منظور محاسبه قیمت سهام، سودهای نقدی آتی تنزیل و به زمان حال آورده می‌شود. در واقع ارزش سهام برابر با جمع سودهای نقدی تنزیل شده آتی است. در مدل تنزیل سودهای نقدی آتی می توان از یکی از دو فرض عدم وجود رشد و یا وجود رشد استفاده کرد. در مدل ارزشیابی سهام با فرض عدم وجود رشد، فرض این است که شرکت فاقد رشد است و کلیه عایدی تحصیل شده بین سهامداران توزیع می شود. بر این اساس ارزش سهم برابر است با Dحاصل تقسیم میزان سود متعلق به هر سهم شرکت برای دوره های آتی بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (بریلی و مایرز[3]، ۲۰۰۰). اما در مدل ارزشیابی سهام با فرض رشد در سال های آتی، فرض بر این است که کمتر شرکتی وجود دارد که سود هر سهم آن برای همیشه ثابت باشد زیرا اکثر شرکت ها به دلیل توسعه امکانات تولیدی و یا افزایش قیمت محصولات، دارای نرخ رشد

1 - Earning Capitalization Model
2 - Dividend Discounted Model
3 -Brealey and Myers

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مثبت در سودهای آتی هستند. اگر نرخ رشد سودهای آتی را g بنامیم در این صورت، میزان سود در سال دوم g درصد بیشتر از سود سال اول خواهد بود (دستگیر و حسینی افشاری۱۳۸۲). گوردن[1] با توجه به فرض فوق، مدلی را جهت ارزشیابی سهام ارایه کرد که به نام خود وی مدل گوردون نامیده می شود. طبق مدل وی، شرکت هایی که دارای نرخ رشد بیشتری باشند ارزش بیشتری نیز خواهند داشت.

۲-۳-۴- مدل تنزیل جریان‌های نقدی[2]

درمدل تنزیل جریان‌های نقدی، ارزش شرکت عبارت است از ارزش عملیات شرکت (ارزشی که متعلق به تمام سرمایه‌گذاران در شرکت است) منهای ارزش بدهی ها و سایر ادعاهای سرمایه-گذارانی که بر سهامداران عادی اولویت دارند (نظیر دارندگان سهام ممتاز). ارزش عملیات و بدهی شرکت برابراست با جریان‌های نقدی شرکت، که بانرخی که منعکس کننده ریسک این جریان‌های نقدی است، تنزیل می شوند. مدل تنزیل جریان‌های نقدی، ارزش شرکت رابه دو مؤلفه تجزیه می‌کند که عبارتند از:

الف) ارزش فعلی جریان نقدی درطول دوره پیش بینی

ب) ارزش فعلی جریان نقدی بعدازدوره پیش بینی(ارزش تداوم).

۲-۳-۵- مدل تنزیل سودهای باقیمانده[3]

مدل تنزیل سود نقدی کاربر فراوانی دارد و در کتاب های مالی و متون درسی آموزش داده می شود. این مدل که به وسیله بسیاری از متخصصین مالی و بسیاری از جوامع علمی به کار برده می شود بر رویکرد تنزیل سود نقدی در ارزشیابی سهام تاکید دارد. اما برخی از پژوهش گران با مطرح کردن این نکته که قیمت های سهام بسیار پرنوسان تر از آن است که به وسیله شاخص های موجود در مدل تنزیل سود نقدی سنجیده شود، به چالش با آن پرداخته اند. وست[4] (۱۹۸۸) بیان می‌کند این عقیده که قیمت سهام به وسیله ارزش فعلی سودهای مورد انتظار تعیین می گردد اشتباه است. لذا در سالهای اخیر مدل های چندگانه ارزشیابی مورد توجه واقع شده است (افلاطونی،۱۳۸۶).

1 - Gordon
2 - Discounted Cash Flow Model
3 - Residual Incom Model
4 - West

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

به طور کلی مدل‌هایی که در ارزشیابی سهام از دارایی ها و اطلاعات سود استفاده می کنند، به مدل‌های چندگانه ارزشیابی سهام مشهور هستند. مدل سود باقمانده یک مدل چندگانه ارزشیابی است که اخیراً بسیار درکانون توجه قرار گرفته است؛ زیرا این مدل یک مدل ارزشیابی را ارایه می کند که با نظریه تنزیل سودهای تقسیمی مرتبط است اما این مدل کاملاً مبتنی بر اطلاعات حسابداری است (جنکینز و کین[۱]، ۲۰۰۶).

ایده اصلی مدل سود باقیمانده به کارهای پرینیچ[۲] (۱۹۳۸)، ادواردز و بل[۳] (۱۹۶۱) و پینسل[۴] (۱۹۸۱ و ۱۹۸۲) بر می‌گردد. اخیراً به وسیله فرموله کردن آن به وسیله اولسن (۱۹۹۱ و ۱۹۹۵) و فلتام و اولسن (۱۹۹۵) و همچنین لی (۱۹۹۹) مورد توجه همگان قرار گرفته است (افلاطونی،۱۳۸۶). مدل سود باقیمانده بیان می‌کند که قیمت فعلی سهام برابر با مجموع ارزش دفتری سهام و ارزش فعلی سودهای باقیمانده تنزیل یافته آتی است.

بسیاری از پژوهش گران در مورد سود باقیمانده به پژوهش پرداخته‌اند. نتایج برخی از پژوهش‌های نشان می دهد که ارزش دفتری و سود حسابداری حاوی اطلاعات مفیدتری نسبت به سود نقدی به تنهایی هستند و نمایندگان بهتری از جریان‌های نقدی آزاد آتی می‌باشند. در حقیقت مدل سودهای باقیمانده نسبت به مدل تنزیل سودهای نقدی و مدل جریان نقدی آزاد، دارای خطای کمتری در ارزشیابی سهام است. دیچاو و همکاران[۵] (۱۹۹۹) مدل سود باقیمانده را با فرموله کردن پویایی اطلاعات به صورت تجربی اجرا کردند و دریافتند که مدل سود باقیمانده یک بهبود جزیی نسبت به مدل تنزیل سود نقدی فراهم می نماید.

۲-۳-۶- مدل مبتنی بر جریان‌های نقدی آزاد[۶]

جنسن[۷] اولین کسی بود که در سال ۱۹۸۶ تئوری جریان نقد آزاد را تبیین نمود. در طی سال‌ها، پژوهشگران زیادی با انجام مطالعات گسترده به تعریف و تبیین جریان‌های نقدی آزاد پرداختندکه از جمله آنها می‌توان به لن و پُلسن[۸] (۱۹۸۹) ،کاپلند[۹] (۱۹۹۱)، آرزاک[۱۰] (۲۰۰۴)

1 - Jenkins and Kane
2 -Preineich
3 -Edwards and Bell
4 -Pinsel
5- Dechow et al
6 - Free Cash Flow Model
7 - Jensen
8 - Lehn and Poulsen
9 - Copeland
10 - Arzac

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

اشاره نمود (باقری،۱۳۸۶). اغلب کتب و متون مالی تعریفی را جریان‌های نقدی آزاد ارایه می‌کنند که مطابق با تعریف کاپلند است (کاسنیدیس[1]، ۲۰۰۶).

بنا به تعریف کاپلند، جریان‌های نقدی آزاد یک واحد تجاری عبارت است از سود عملیاتی پس از مالیات به علاوه هزینه‌های غیر نقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش، اموال، ماشین آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها (قالیباف و همکاران،۱۳۸۶:۶۸). به عبارت دیگر جریان‌های نقدی آزاد عبارت است از وجوه نقد در دسترس شرکت به منظور توزیع بین سهامداران پس از کسر وجوه لازم به منظور مخارج سرمایه‌ای و مالیات ها (باقری،۱۳۸۶).

۳- پیشینه پژوهش

دردهه های اخیرپژوهش های زیای در زمینه تعیین و مقایسه روش های ارزش گذاری شرکت ها انجام شده است که نمونه های آن به شرح زیر است.

۳-۱- پژوهش های خارجی

هس و همکاران[2] (۲۰۰۹) روش های ارزشیابی جریان نقد تنزیل شده و سود باقیمانده را به منظور تعیین میزان انحراف روش های فوق از ارزش پرداخت شده را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش شرکت ها در ۲۰ پرتفوی، شامل ۶۹ شرکت از بورس اوراق بهادار نیویورک، بورس آمریکا و انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار گروه بندی، و ارزش شرکت ها را بر اساس روش های فوق برآورد نمودند. نتایج تجربی پژوهش بیانگر این مطلب است که روش سود باقیمانده در عمده شرکت های مورد بررسی طی سال های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ تورش کمتری نسبت به سایر روش های دیگر ارزشیابی دارد.

بایلی و همکاران[3] (۲۰۰۸) به مقایسه مدل های ارزش گذاری شرکت شامل مدل جریان نقد تنزیلی، مدل سود باقیمانده و مدل سود تقسیمی تنزیلی در سطح ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استرالیا پرداخته اند. در این پژوهش ارزش شرکت ها با استفاده از سه مدل فوق محاسبه واز طریق روش مقایسه میانگین ها ارزش محاسبه شده با قیمت واقعی سهام مقایسه شده است. بر اساس نتایج این پژوهش مدل سود باقیمانده نسبت به سابر مدل ها تخمین بهتری از ارزش شرکت فراهم می کند.

1 - Kousenidis
2 - Hess, et al.
3 - Bailey , et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کوپرتینو و همکاران[1] (۲۰۰۵) به بررسی جریان نقد، سود باقیمانده و سود سهام تنزیل شده در ارزشیابی در طی سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ شرکت های برزیلی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که روش جریان نقد، از قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به روش های دیگر دارد و بهتر می تواند ارزش واحد تجاری را برآورد نماید. همچنین مشخص شده روش سود باقیمانده و سود سهام تنزیل شده،قابلیت برآورد بالاتری نسبت به سایر روش های ارزشیابی دارند.

کورتیس و نیل فارگر[2] (۲۰۰۳) در پژوهشی تجربی به توانایی پیش بینی مدل ارزیابی مبتنی بر سود غیر عادی در مقایسه با جریان نقدی آزاد در تعیین قیمت عرضه اولیه سهام شرکت های آمریکایی که در طول سالهای ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۱ عرضه شده، پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می دهد، مدل های مبتنی بر سود غیرعادی، قیمت پیشنهادی عرضه های اولیه را حدود ۲۰ درصد بیشتر از قیمت معامله شده ارزیابی می کند و ابراز داشتند که روش های مبتنی بر سود، مناسب ترین روش جهت ارزش گذاری عرضه ی اولیه اوراق بهادار است.

پلنبرگ[3] (۲۰۰۲) در مطالعه ای توصیفی در مورد ارزش گذاری شرکت، رویکرد مبتنی بر جریان نقد تنزیل شده و سود باقیمانده را به منظور بررسی امکان تعیین یک رویکرد برتر بین این رویکرد ها مورد مقایسه قرار داده است. در نهایت ایشان نتیجه گیری می کند که چارچوب پیش بینی ها عموما متکی بر اطلاعات حسابداری تعهدی و کنترل های بودجه ای مبتنی بر ارقام حسابداری است و نه بر اساس ارقام جریان های نقدی. منطقی به نظر می رسد که تخمین ارزش شرکت باید بر مفاهیم ناشی از حسابداری تعهدی نظیر رویکرد سود باقیمانده انجام شود.

لاندهالم و همکاران[4] (۲۰۰۱) برآوردهای ارزش بر مبنای مدل های جریان نقد تنزیل شده و سود باقیمانده را در بورس اوراق بهادار نیویورک مقایسه ومغایرت گیری نمودند و این پرسش را مطرح نمودند که چرا تحلیل گران برآوردهای متفاوتی از ارزش ویژه با استفاده از دو مدل فوق دارند در حالی که هردو مدل از فرضیه های مشخصی پیروی می کنند. آنها دریافتند که تفاوت در برآورد این دو مدل به علت کاربرد فرضیه های ناسازگار در داده پردازی است.

فرانسیس وهمکاران[5] (۲۰۰۵) از برآوردهای خط ارزش ۵ ساله در محدوده زمانی مشخص با نرخ رشد صفر یا ۴ درصد به منظور امکان سنجی برآورد ارزش ذاتی واحد تجاری استفاده نمودند

[1] - Cupertion , et al.
[2] -Curtisand Fargher Neil
[3] - Plenborg
[4] -Lundholm , et al.
[5] -Francis , et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و با تعیین مدل ارزشیابی از طریق شبیه سازی وضعیت سرمایه گذاران دریافتند که برآوردهای مدل سود باقیمانده بر برآوردهای مدل های جریان نقد آزاد و سود سهام برتری دارد.

۳-۲- پژوهش های داخلی

رضایی و مولودی(۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان های نقدی آزاد و سود باقیمانده به عنوان متغیرهای مستقل و ارزش ایجاد شده برای سهامداران به عنوان متغیر وابسته پرداخته اند. برای آزمون فرضیه های این پژوهش اطلاعات ۷۴ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ در قالب دو گروه مورد استفاده قرار گرفته اند. گروه اول، شرکت هایی که خلق ارزش داشته اند(نرخ بازده واقعی سهام بیشتراز نرخ مورد انتظار بوده است) و گروه دوم شرکت هایی که تخریب ارزش نموده اند(نرخ بازده واقعی سهام از نرخ بازده مورد انتظار کمتر بوده است). نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که مدل های ارزش افزوده اقتصادی و سود باقیمانده در پیش بینی ارزش ایجاد شده برای سهامداران نسبت به سایر مدل های مورد مطالعه، قدرت پیش بینی بالاتری دارند.

فروغی و مظاهری (۱۳۸۸) توانایی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۶ مورد آزمون قرار دادند. به منظور محاسبه ارزش ذاتی تحقق یافته سهام، دوره زمانی مذکور به سه دوره مالی سه ساله تقسیم و برای دوره زمانی اول، تعداد ۱۵۳ شرکت، برای دوره زمانی دوم، تعداد ۱۷۰ شرکت و برای دوره زمانی سوم تعداد ۱۴۰ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که سود عملیاتی نسبت به جریان های نقدی عملیاتی، ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم شرکت را بهتر توضیح می دهد.

تاری وردی و داغانی (۱۳۸۸) به بررسی روش های سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه ی شرکت ها و مقایسه با میانگین ارزش شرکت ها در اولین عرضه بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که بین میانگین ارزش منصفانه شرکت ها با استفاده از سود باقیمانده و میانگین ارزش شرکت ها در اولین عرضه ی سهام تفاوتی معنی دار وجود ندارد. در حالی که بین میانگین ارزش منصفانه روش های جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در مقایسه با میانگین ارزش شرکت ها در اولین عرضه ی سهام، تفاوتی معنی دار وجود دارد. افزون بر این، بین میانگین ارزش منصفانه شرکت ها مبتنی برروش های سود باقیمانده و جریان نقد تنزیل شده و نیز مبتنی بر روش های جریان نقد تنزیل شده و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تعدیل سود تفاوتی معنی دار وجود ندارد. در مقابل، بین میانگین ارزش منصفانه شرکت ها مبتنی بر روش های سود باقیمانده و تعدیل سود تفاوتی معنادار وجود دارد.

محمودآبادی و بایزیدی(۱۳۸۷) به بررسی مقایسه قدرت توضیحی مدل های ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت ها پرداختند و نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که بین قدرت توضیحی این دو مدل در تعیین ارزش شرکت ها در حالت کلی ودر صنایع مختلف، تفاوتی معنی دار وجود ندارد.

با وجود انجام پژوهش های متعدد در زمینه ارزشیابی سهام شرکت ها، تاکنون مدلی جامع با توان توضیحی بسیار بالا ارایه نشده است و پژوهش تا زمان تعیین مدل بهینه ادامه خواهد داشت. از این رو در پژوهش حاضر تلاش شده است که بررسی شود آیا در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان های نقدی، تفاوتی معنی دار وجود دارد یا خیر.

۴- روش شناختی پژوهش

در این بخش از پژوهش به بیان فرضیه های پژوهش، جامعه آماری، روش نمونه گیری، معرفی متغیرهای پژوهش و روش آزمون فرضیه پژوهش پرداخته می شود.

۴-۱- فرضیه ی پژوهش

در این پژوهش به منظور مقایسه مدل های مختلف در ارزشیابی سهام شرکت ها، فرضیه زیر مورد آزمون قرار گرفته است:

فرضیه پژوهش: بین مدل ها یا نتایج ارایه شده توسط مدل ها در ارزشیابی سهام شرکت ها تفاوت معنی داری وجود ندارد؟

۴-۲- جامعه آماری پژوهش و روش نمونه گیری

جامعه آماری این پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در خلال سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ است که حایز شرایط زیر باشند:

الف- شرکت ها باید در خلال سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ در لیست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.

ب- اطلاعات لازم مربوط به آن ها موجود باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ج- نوع فعالیت شرکت ها باید تولیدی باشد و شرکت هایی از قبیل شرکت های سرمایه گذاری، مالی و اعتباری و خدماتی مد نظر نیستند.

به منظور فراگیر بودن پژوهش از روش نمونه گیری حذفی استفاده شده است و کلیه شرکت هایی از جامعه آماری انتخاب شدند که حایز شرایط لازم بودند و شرکت های فاقد احراز شرایط لازم، حذف شده و تنها ۹۷ شرکت شرایط حضور در نمونه ی آماری پژوهش را داشتند.

۴-۳- متغیرهای پژوهش و چگونگی محاسبه آن ها

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش عبارتند از قیمت برآورد شده سهام با استفاده ازمدل سود تقسیمی تنزیلی، قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی و قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل جریان های نقدی تنزیلی. متغیرهای مذکور همان متغیرهای مورد استفاده توسط بایلی و همکاران[1] (۲۰۰۸) هستند که به شرح زیر محاسبه می شوند.

۴-۳-۱- قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی

(رابطه ۱)

$$P_{Div} = \sum_{t=1}^{T} \frac{Div_t}{(1+K)^t}$$

که در آن:

P_{Div}= قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی

Div_t= سود تقسیمی در خلال دوره t

K= نرخ بازده مورد انتظار که بر اساس پژوهش بایلی و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از رابطه ۲ قابل محاسبه است.

صرف ریسک + نرخ بازده بدون ریسک اوراق مشارکت دولتی= نرخ بارده مورد انتظار (رابطه۲)

[1] - Bailey et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شایان ذکر است که در این پژوهش به تبعیت از پژوهش های بایلی و همکاران (۲۰۰۸)، دالیوال[1] (۲۰۰۷)، کُر و همکاران[2] (۲۰۰۶)، فرانسیس و همکاران[3] (۲۰۰۵)، استون[4] (۲۰۰۴) و فاما و فرنچ[5] (۱۹۹۳و۱۹۹۶)، مقدار صرف ریسک معادل ۶ درصد در نظر گرفته شده است.

۴-۳-۲- قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی

(رابطه۳)

$$P_{\text{Re } sInc} = BV_0 + \sum_{t=1}^{T} \frac{\text{Re } sInc_t}{(1+K)^t}$$

که در آن P_{ResInc}، K، BV_0 و $ResInc_t$ به ترتیب قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی، نرخ بازده مورد انتظار، ارزش دفتری سهام در ابتدای دوره و سود باقیمانده در خلال دوره t هستند. بر اساس پژوهش ثقفی و مرفوع (۱۳۹۰) سود باقیمانده با استفاده از رابطه ۴ قابل محاسبه است.

(رابطه۴)

هزینه سرمایه - سود قبل از کسر بهره و مالیات= سود باقیمانده

شایان ذکر است که هزینه سرمایه شامل کلیه وجوهی است که شرکت بابت تأمین مالی باید بپردازد. از این رو هزینه سرمایه شرکت شامل هزینه های مالی و سود تقسیمی سهامداران عادی و ممتاز است.

۴-۳-۳- قیمت برآورد شده سهام با استفاده از مدل جریان های نقدی تنزیلی

(رابطه۵)

$$P_{FCF} = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCF_t}{(1+K)^t} - Debt_0$$

1 - Dhaliwal
2 - Core et al.
3 - Francis et al.
4 - Easton
5-Fama andFrench.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

که در آن P_{FCF}، FCF_t و $Debt_0$ به ترتیب قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی، جریان های نقد آزاد در دوره t و جمع کل بدهی ها در ابتدای دوره هستند. شایان ذکر است که جریان نقد آزاد با استفاده از رابطه ۶ به دست می آید.

(رابطه ۶)

خالص سرمایه گذاری در دارایی عملیاتی – سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات = جریان نقد آزاد

خالص سرمایه گذاری در دارایی عملیاتی رابطه ۶ با استفاده از رابطه ۷ به دست می آید.

(رابطه ۷)

کل سرمایه عملیاتی ابتدای دوره– خالص سرمایه گذاری در دارایی عملیاتی= کل سرمایه عملیاتی پایان دوره

کل سرمایه عملیاتی رابطه ۷ با استفاده از رابطه ۸ به دست می آید.

(رابطه ۸)

سرمایه در گردش+ ارزش دفتری دارایی های ثابت = کل سرمایه عملیاتی

که در آن سرمایه در گردش از طریق تفاضل دارایی های جاری از بدهی های جاری به دست می آید.

۴-۴- روش آزمون فرضیه ی پژوهش

فرضیه پژوهش بیان می کند که در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان های نقدی، تفاوتی معنی دار وجود ندارد. به منظور آزمون فرضیه پژوهش، ابتدا قیمت برآورد شده سهام با استفاده از سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، سود باقیمانده تنزیلی و جریان نقد آزاد تنزیلی محاسبه می شود. پس از محاسبه ارزش فعلی جریان های آتی و برآورد قیمت سهام، میانگین قیمت های واقعی و برآوردی سهام مورد مقایسه قرار می گیرد تا مشخص شود که آیا در ارزشیابی سهام شرکت ها بین سه مدل مذکور، تفاوتی معنی دار وجود دارد یا خیر؟

به منظور مقایسه میانگین دو گروه آماری می توان از آزمون t جهت تجزیه و تحلیل آماری استفاده نمود اما اگر تعداد گروه های مورد مطالعه بیش از دو گروه باشد، می توان از تجزیه و تحلیل واریانس(ANOVA) استفاده کرد. یکی از مزایای استفاده از آزمون تحلیل واریانس این است که تنها با انجام یک بار آزمودن، اختلاف میان میانگین های کلیه تیمارهای موجود در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

آزمایش، مورد بررسی قرار می گیرد. در آزمون مقایسه میانگین در این پژوهش، فرضیه آماری پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

$H_o: \mu_1=\mu_2=\mu_3=\mu_4$

$H_1: \mu_i \neq \mu_j$ حداقل یکی از μ_i با سایر آنها تفاوت داشته باشد

بنابراین فرضیه صفر پژوهش حاضر ادعا می کند که بین میانگین قیمت های واقعی و برآوردی سهام با استفاده از سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل جریان نقد آزاد تنزیلی تفاوتی معنی دار وجود ندارد و فرضیه مقابل پژوهش عنوان می کند که مقدار میانگین از بین چهار گروه مذکور، لااقل برای یکی از گروه ها از سایر گروه ها تفاوتی معنی دار دارد.

در این پژوهش به منظور آزمون مقایسه میانگین ها از تحلیل واریانس تک عاملی[1] استفاده شده است. همچنین در این پژوهش به منظور بررسی این که آیا بین واریانس خطاها تفاوتی معنی دار وجود دارد یا خیر از آزمون همسانی واریانس ها[2] استفاده شده است. شایان ذکر است که چنانچه نتایج آزمون مقایسه میانگین های چند گروه حاکی از این باشد که اختلاف میانگین لااقل برای یکی از مدل ها با دو مدل دیگر تفاوت دارد باید مشخص نمود که مقدار میانگین برای کدام مدل یا مدل ها با سایرین اختلافی معنی دار وجود دارد. به منظور تعیین مکان تفاوت، روش های متفاوتی وجود دارد که رایج ترین آن ها سه روش Tukey، روش Duncan و روش Dunnett می باشد که در این پژوهش به منظور تعیین مکان تفاوت از روش Dunnett. استفاده شده است. قابل ذکر است که در این پژوهش به منظور محاسبه و مرتب سازی متغیرها از نرم افزار EXCEL و به منظور انجام آزمون های آماری شامل آمار توصیفی از نرم افزار آماری STATA و به منظور آزمون مقایسه میانگین گروه ها و آزمون برابری واریانس ها از نرم افزار آماری SPSS استفاده شده است.

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

در جدول ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، کمترین مقدار و بیشترین مقدار مشاهدات و متغیرهای پژوهش ارایه شده است.

[1] - One-Way ANOVA
[2] - Homogeneity of Variance Test

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۱- آمار توصیفی

نام متغیر	ارقام به هزار ریال				
	تعداد مشاهدات	حداقل داده	حداکثر داده	مقدار میانگین	انحراف معیار
قیمت واقعی سهام (P_{act})	۹۷	۱/۲۸	٤/۹٤	٤/٦۲	۷/٥٦
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد (P_{fcf})	۹۷	-۱/۹٥	۲/۸۳	۱/۲٦	٦/۰۱
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی (P_{div})	۹۷	۱/۹٤	۲/۸٦	۲/٦۹	۳/۷۷
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده (P_{resinc})	۹۷	-٦/۱۷	۲/۷۹	۱/۷۱	۸/۹٥

منبع: یافته های پژوهشگر، ۱۳۹۰

شایان ذکر است که به منظور محاسبه قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی از رابطه ۱، به منظور محاسبه قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی از رابطه ۳ و به منظور محاسبه قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی از رابطه ۵ استفاده شده است که آمار توصیفی مربوط به این متغیرها در جدول ۱ خلاصه شده است. با مراجعه به جدول ۱ ملاحظه می شود که ارزشیابی سهام برای ۹۷ شرکت (تعداد مشاهده ها) انجام شده است و در بین متغیرهای مورد مطالعه، قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی دارای بیشترین پراکندگی و قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی دارای کمترین میزان پراکندگی است. همچنین جدول ۱ نشان می دهد که قیمت برآوردی سهام برخی از شرکت ها منفی است و دلیل آن را می توان در وجود جریان های نقد آزاد منفی و بالا بودن هزینه سرمایه و میزان بدهی های این قبیل شرکت ها جستجو کرد. افزون براین جدول ۱ نشان می دهد که بیشترین قیمت واقعی سهام برابر ۴۹۴۰ ریال و کمترین قیمت واقعی سهام برابر ۱۲۸۰ریال است. ضمناً جدول ۱ نشان می دهد که ارقام ارایه شده در این جدول برای قیمت های واقعی سهام بیشترین نزدیکی را با ارقام مربوط به قیمت های برآوردی بر اساس مدل سود تقسیمی تنزیلی دارد، اما این امر به تنهایی به منزله رجحان مدل سود تقسیمی تنزیلی بر سایر مدل های مورد مطالعه نیست و به منظور قضاوت در این زمینه باید میزان ضریب همبستگی بین قیمت های برآوردی سهام با استفاده از مدل های تنزیلی پژوهش و قیمت واقعی سهام و آزمون مقایسه میانگین قیمت های برآوردی سهام مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل جریان نقد آزاد تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و قیمت واقعی سهام انجام گیرند. در این پژوهش مقدار ضریب همبستگی پیرسون بین قیمت های برآوردی سهام و قیمت واقعی سهام با استفاده از نرم افزار آماری STATA به دست آمده است و نتایج حاصل از آن در جدول ۲ خلاصه شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۲- ضریب همبستگی پیرسون بین قیمت های برآوردی سهام و قیمت واقعی سهام

	P_{ACT}	P_{FCF}	P_{Div}	P_{ResInc}
قیمت واقعی سهام (P_{ACT})	۱/۰۰	–	–	–
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی (P_{FCF})	۰/۳٦	۱/۰۰	–	–
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی (P_{Div})	۰/۰۵	۰/۱٤	۱/۰۰	–
قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی (P_{ResInc})	۰/۱۰	۰/۳۱	۰/٤۹	۱/۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر، ۱۳۹۰

با مراجعه به جدول ۲ مشاهده می شود که قیمت واقعی سهام بیشترین ضریب همبستگی را با قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی و کمترین ضریب همبستگی را با قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی دارد. همچنین جدول ۲ نشان می دهد که قیمت های واقعی و برآوردی سهام با یکدیگر رابطه ای مستقیم دارند. افزون بر این جدول ۲ نشان می دهد که مقدار ضریب همبستگی بین قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی و قیمت های برآوردی با استفاده از دو مدل دیگر نسبتاً بالاست. شایان ذکر است که تنها با استفاده از مقدار ضریب همبستگی نمی توان در خصوص مطلوب بودن مدل های مورد مطالعه قضاوت کرد و باید آزمون آماری مقایسه میانگین اختلاف بین قیمت های واقعی و برآوردی سه مدل مذکور نیز انجام گردد تا بتوان توان ارزشیابی سه مدل جریان نقد آزاد تنزیلی، سود تقسیمی تنزیلی و سود باقیمانده تنزیلی را با یکدیگر مقایسه نمود.

۵-۲- یافته های حاصل از آزمون فرضیه ی پژوهش

فرضیه پژوهش بیان می کند که در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل تنزیل جریان های نقدی، تفاوتی معنی دار وجود ندارد. به منظور آزمون فرضیه پژوهش، قیمت برآورد شده سهام با استفاده از سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، سود باقیمانده تنزیلی و جریان نقد آزاد تنزیلی محاسبه گردید و مقدار میانگین قیمت های برآوردی با استفاده از سه مدل مذکور و میانگین قیمت واقعی سهام مقایسه گردید تا مشخص شود که در ارزشیابی سهام شرکت ها، استفاده از کدام مدل مطلوب تر است. با توجه به این که آزمون مقایسه میانگین جوامع را می توان با دو فرض همسان بودن واریانس ها و ناهمسان بودن واریانس جوامع انجام داد، لذا ابتدا آزمون همسانی واریانس ها انجام شده است که نتایج آن در جدول ۳ خلاصه شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۳- آزمون همسانی واریانس

آماره آزمون (Levene Statistic)	درجه آزادی اول (df1)	درجه آزادی دوم (df2)	مقدار احتمال
۳/۱۰۷	۳	۳۸٤	۰/۰۲٦

منبع: یافته های پژوهشگر، ۱۳۹۰

جدول ۳ نشان می دهد که مقدار احتمال آزمون همسانی واریانس ها کوچک تر از ۰/۰۵ است و در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر (فرض همسان بودن واریانس ها) رد می شود و استنباط می شود که واریانس جوامع همسان نیستند. لذا در این پژوهش از آزمون مقایسه میانگین با فرض ناهمسانی واریانس و آزمون تحلیل واریانس (ANOVA) استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۴خلاصه شده است.

جدول ٤- آزمون تحلیل واریانس (ANOVA)

	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره آزمون F	مقدار احتمال
بین گروه ها	٦/٤٧	۳	۲/۱۵		
درون گروه ها	۱/۸۰	۳۸٤	٤/٦۹	٤/٦۰۱	۰/۰۰٤
جمع	۱/۸٦	۳۸۷			

منبع: یافته های پژوهشگر، ۱۳۹۰

جدول ۴ نشان می دهد که مقدار احتمال آزمون F کوچکتر از ۰/۰۵ است و در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر (فرض برابر بودن میانگین تمامی جوامع) رد می شود و استنباط می شود که از بین سه مدل برآورد قیمت و قیمت های واقعی سهام، لااقل میانگین یک گروه با سایر گروه ها تفاوت دارد. لذا در مرحله بعد باید مکان تفاوت مشخص شود و در این پژوهش به منظور مقایسه دو به دوی گروه ها از آزمون Dunnett استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۵ خلاصه شده است.

جدول ۵- آزمون مقایسه میانگین جوامع (قیمت سهام)

گروه اول	گروه دوم	اختلاف میانگین	انحراف معیار	کران پایین فاصله اطمینان	کران بالای فاصله اطمینان
قیمت واقعی سهام	**قیمت بر اساس مدل جریان نقد آزاد**	۳/۳۵	۹/۸۰	۵/۹۲	۷/۹٤
قیمت واقعی سهام	**قیمت بر اساس مدل سود تقسیمی**	۱/۹۲	۸/۵۷	-۳/۱۳	٤/۱۷

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

قیمت واقعی سهام	قیمت بر اساس مدل سود باقیمانده	۲/۹۱	۱/۱۸	-۱/۹۷	٦/۰۲
قیمت بر اساس مدل جریان نقد آزاد	قیمت بر اساس مدل سود تقسیمی	-۱/٤۲	۷/۲۰	-۳/۳۱	٤/٥٤
قیمت بر اساس مدل جریان نقد آزاد	قیمت بر اساس مدل سود باقیمانده	-٤/٤٦	۱/۰۹	-۳/۳۰	۲/٤۱
قیمت بر اساس مدل سود تقسیمی	قیمت بر اساس مدل سود باقیمانده	۹/۸۳	۹/۸٦	-۱/٥۹	۳/٥٦

منبع: یافته های پژوهشگر، ۱۳۹۰

همان گونه که جدول ۵ نشان می دهد، فرض صفر (فرض برابری میانگین جوامع) تنها در مورد میانگین واقعی قیمت سهام و میانگین قیمت سهام برآوردی بر اساس مدل جریان نقد آزاد تنزیلی رد می شود زیرا فقط در مقایسه ی این دو گروه، مقدار صفر در فاصله ی بین کران پایین و کران بالا قرار ندارد و برای سایر گروه ها مقدار صفر در فاصله بین کران پایین و کران بالا قرار می گیرد و نمی توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر را برای آن ها رد کرد. لذا از جدول ۵ استنباط می شود که تنها قیمت های برآوردی بر اساس مدل جریان نقد آزاد تنزیلی با قیمت های واقعی سهام تفاوتی فاحش دارند. همچنین با مراجعه به جدول ۵ و با توجه به ستون های مربوط به گروه اول، گروه دوم و اختلاف میانگین مشاهده می شود که اختلاف میانگین بین قیمت واقعی سهام و قیمت برآوردی با استفاده از جریان نقد آزاد تنزیلی برابر ۳/۳۵ و عددی مثبت است و بیانگر این است که قیمت واقعی سهام بیش از قیمت برآوردی با استفاده از مدل جریان نقد آزاد تنزیلی است.

با توجه به این که اختلاف میانگین قیمت واقعی سهام و قیمت های برآوردی با استفاده از دو مدل سود تقسیمی و سود باقیمانده فاحش و معنی دار نیست، لذا می توان اذعان داشت که می توان از یکی از دو مدل مذکور جهت ارزشیابی سهام استفاده کرد. به منظور تعیین این که کدام یک از دو مدل مذکور جهت ارزشیابی سهام مطلوب تر هستند، می توان از جدول ۵ استفاده نمود. با مراجعه به جدول ۵ ملاحظه می شود که اختلاف بین قیمت واقعی سهام و قیمت برآوردی با استفاده از مدل سود تقسیمی کمتر از اختلاف بین قیمت واقعی سهام و قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده است.

۶- بحث و نتیجه گیری

در فرضیه ی پژوهش ادعا شده است که در ارزشیابی سهام شرکت ها، بین سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده (اضافی) تنزیلی و مدل جریان های نقد آزاد تنزیلی، تفاوتی معنی دار وجود ندارد. در این پژوهش ابتدا قیمت سهام شرکت ها بر اساس سه مدل سود تقسیمی تنزیلی، مدل سود باقیمانده تنزیلی و مدل جریان نقد آزاد تنزیلی برآورد شده است و سپس

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدار ضریب همبستگی بین قیمت های واقعی و برآوردی سهام محاسبه گردید. نتایج پژوهش نشان می دهد که قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل جریان نقد آزاد بیشترین مقدار ضریب همبستگی را با قیمت واقعی سهام دارد. اما این امر به منزله مناسب بودن مدل جریان نقد آزاد تنزیلی در پیش بینی قیمت سهام نیست و مدلی جهت پیش بینی قیمت سهام مطلوب تر است که ارقام برآوردی آن به ارقام واقعی نزدیک تر باشد. از این رو در این پژوهش، میانگین قیمت های سهام برآوردی سه مدل مذکور با میانگین قیمت واقعی سهام مورد مقایسه قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می دهد که تنها قیمت برآوردی بر اساس مدل جریان نقد آزاد تنزیلی با قیمت واقعی سهام تفاوتی فاحش دارد و اختلاف میانگین قیمت سهام در دو مدل دیگر با میانگین قیمت واقعی سهام تفاوتی معنی دار وجود ندارد. از این رو استنباط می شود که جهت پیش بینی قیمت سهام می توان از یکی از دو مدل سود تقسیمی تنزیلی و مدل سود باقیمانده (باقیمانده) تنزیلی استفاده نمود. اما از آنجا که اختلاف میانگین بین قیمت واقعی سهام و قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی کمتر از اختلاف میانگین بین قیمت واقعی سهام و قیمت برآوردی سهام با استفاده از مدل سود باقیمانده تنزیلی است، لذا در ارزشیابی سهام، استفاده از مدل سود تقسیمی تنزیلی بر سایر مدل های مورد مطالعه مطلوب تر به نظر می رسد که این امر با نتایج حاصل از پژوهش های پیشین از جمله نتایج حاصل از پژوهش های فرانسیس وهمکاران(۲۰۰۵)، کوپرتینو و همکاران(۲۰۰۵)، هس وهمکاران(۲۰۰۹)، پلنبرگ (۲۰۰۲) و بایلی و همکاران(۲۰۰۸) سازگار است.

با توجه به این که نتایج حاصل از پژوهش های پیشین و پژوهش حاضر بیانگر مطلوبیت مدل سود تقسیمی تنزیلی در ارزشیابی سهام شرکت ها است، به استفاده کنندگان اطلاعات از جمله مدیران، سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی پیشنهاد می شود که در ارزشیابی سهام به مدل سود تقسیمی تنزیلی نیز توجه نمایند. همچنین به پژوهش گران آتی پیشنهاد می شود که به مقایسه مدل های تنزیلی و غیر تنزیلی در پیش بینی قیمت آتی سهام بپردازند تا مشخص شود که در پیش بینی قیمت های آتی سهام اطلاعات گذشته نگر مطلوب تر هستند یا اطلاعات آینده نگر. همچنین به پژوهشگران آتی پیشنهاد می شود در تنزیل جریان های نقد آتی، دوره های زمانی مختلف مانند دوره زمانی ۳ ساله، ۵ ساله و یا ۱۲ ساله را مورد آزمون قرار دهند تا مشخص شود کدام دوره زمانی جهت تنزیل جریان های نقد آتی مناسب تر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع:

۱- افلاطونی، عباس. (۱۳۸۶). بررسی میزان ارتباط سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود سهام با ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه کرمان.

۲- اوجین اف، بری گام؛ لوئیس سی، گاپنسکی و فیلیپ، آر. دی وز. (۱۳۸۲). **مدیریت مالی میانه**. ترجمه علی پارسائیان، **انتشارات ترمه**، چاپ اول.

۳- باقری، بهروز. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین مدیریت سود و جریان های نقدی آزاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت**، دانشگاه تهران.

۴- تاری وردی، یداله و رضا داغانی. (۱۳۸۸). بررسی روش های سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل سود در تعیین ارزش منصفانه ی شرکت در بازار سرمایه. **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۹، ۳۰-۱۷.

۵- ثقفی، علی و امیر، پوریانسب. (۱۳۸۴). پژوهش های تجربی حسابداری. **فصل نامه دانش و پژوهش حسابداری**، ۱(۳)، ۱۸-۶۳.

۶- ثقفی، علی و محمد، مرفوع. (۱۳۹۰). ریسک نقد شوندگی سهام و کیفیت سود. **فصل نامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۲۹، ۱-۳۸.

۷- دستگیر، محسن و حسینی افشاری، مهران. (۱۳۸۲). ارزیابی روش های قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه مطالعات حسابداری**، شماره۳، ۹۴-۶۰.

۸- راعی، رضا و احمد، تلنگی. (۱۳۸۳). **مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته**. تهران، انتشارات سمت، چاپ اول.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۹- رضایی، فرزین و سلیمان، مولودی. (۱۳۸۹). رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان های نقدی آزاد و سود باقیمانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران. **مجله مطالعات مالی**، شماره پنجم، ۱۸-۱.

۱۰- فاضل تبار ملکشاه، مریم.(۱۳۸۴). بررسی ارزش ذاتی سهام در برابر ارزش بازار آن در بورس اوراق بهادار. **پایان نامه کارشناسی ارشد**. دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.

۱۱- فروغی، داریوش و اسماعیل، مظاهری. (۱۳۸۸). توانایی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، شماره اول، ۱۶-۱.

۱۲- قالیباف اصل، حسن و رستمی، محمدرضا و انصاری، حجت الله. (۱۳۸۶). نقد روش های متداول ارزش گذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب. **فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی**، شماره ۴۵، ۸۰-۵۷.

۱۳- محمودآبادی، حمید و انور، بایزدی. (۱۳۸۷). مقایسه قدرت توضیحی مدلهای ارزیابی سود باقیمانده و رشد غیر عادی سود در تعیین ارزش شرکت ها. **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۴، ۱۱۶-۱۰۱.

14- Bailey, Paul. Paul, Brown. Michael Potter. And Peter, Wells. (2008). A Practical Comparison of Firm Valuation Models: Cash Flow, Dividend and Income. The Journal of Applied Finance, Issue 2, 22-28.

15- Ball, R. and P, Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, 41(3), 158-178.

16- Brealey, R. P. and Myers, S. (2000). Principles of Corporate Finance. **MC Graw-Hill, Irwin.**

17- Core, J., Guay, W. and Verdi, R. 2006, Is accruals quality a prices riskfactor?, Working paper, University of Pennsylvania

18- Cupertino, da. Costa, Jr. Almeida, Coelho. and Araújo, Menezes. (2005). Cash Flow, Earnings, and Dividends: a Comparison between Different Valuation Methods for Brazilian Companies, *Journal of Finance*, 8 (4), 112-124.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

19- Curtis, A. and Fargher, Neil. (2003). A Comparison of Residual Income and Comparable Firm Valuation of Initial Public Offerings. University of New South Wales.

20- Dhaliwal, D., Krull, L. and Li. O., 2007, 'Did the 2003 Tax Act reduce the cost of equity capital?', Journal of Accounting and Economics, vol. 43,pp. 121–150.

21- Dechow, P.M., Hutton, A.P. and Sloan, R.G. 1999, 'An empiricalassessment of the residual income valuation model', Journal ofAccounting and Economics, vol. 26, pp. 1–34.

22- Dichev, I. (1997). Measuring Value Relevance in Accounting – Based Variables without Reference to Market Prices. May 2, 2006, Available at **http://www.ssrn.com.**

23- Easton, P., 2004, 'PE ratios, PEG ratios, and estimating the impliedexpected rate of return on equity capital', The Accounting Review,January, pp. 73–95.

24-Eugene, F. Brigham. Louis C. Gapenski & Philip, R. Daves. (1999). Intermediate Financial Management. Sixth Edition, Mc Graw-Hill.

25- Fama, E.F. and French, K.R. 1993, 'Common risk factors in the returnson stocks and bonds', Journal of Financial Economics, vol. 33, pp. 3–56.

26- Francis, J., P. Olsson and D. Oswald. (2005). Comparing the Accuracy and Explain ability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, 38, 45-70.

27-Hess, H., SH, Homburg., and Sievers, Lorenz. (2009). Extended Dividend, Cash Flow and Residual Income Valuation Models - Accounting for Deviations from Ideal Conditions, *University of Cologne, Germany*. European Accounting Association Conference 2009.

28-Jenkins, D. and Kane, G. (2006). A Contextual Analysis of Income and Asset-Based Approaches to Private Equity Valuation. **Accounting Horizons**, 19-35.

29-Kousenidis, D. (2006). A Free Cash Flow Version of The Cash Flow Statement. **Managerial Finance**. 645-653.

30-Lundholm R., T. O'Keefe, and G. A. Feltham. (2001). Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Residual Income Model. *Contemporary Accounting Research*,18(2), 311-335.

31-Penman, S. and Sougiannis, T. (2001). A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**. 343-383.

32-Plenborg, Thomson. (2002). Firm Valuation: Comparing the Residual Income and Discounted Cash Flow Approaches. *Scandinavian Journal of Management*. 18 (2002), 303-318.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]