

تأثیر مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد بر مربوط بودن سودها و ارزش های دفتری

مهدی بشکوه^۱، علی جهانگیری لیواری^۲

چکیده: این پژوهش ابتدا مربوط بودن سودها و ارزش دفتری را بررسی کرده و بعد به تأثیر مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد بر مربوط بودن سودها و ارزش دفتری پرداخته است. برای آزمون مربوط بودن سودها و ارزش دفتری از مدل قیمت اولسون استفاده شد. آزمون فرضیه های پژوهش روی یک نمونه نودوهفت تایی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۸۹-۸۲ انجام گرفته است. نتایج بیان می کند که ارزش دفتری هر سهم در شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد و شرکت های فاقد این مشکل، ارزش مربوط نیست. همچنین نتایج بیانگر آن است که سود هر سهم در شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد و شرکت های فاقد این مشکل ارزش مربوط است و مقدار مربوط بودن سود هر سهم در شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد کمتر است. بنابراین مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد دارای تأثیر منفی بر مربوط بودن سودها است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

واژه های کلیدی: جریان های نقد آزاد، مشکل نمایندگی، مربوط بودن سودها و ارزش دفتری.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، قزوین، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، قزوین، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۷/۲۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۱۲/۱۴

نویسنده مسئول مقاله: مهدی بشکوه

E-mail: beshkoo@qiau.ac.ir

مقدمه

هدف حسابداری، تهیه اطلاعات سودمند برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده است. اطلاعات سودمند اطلاعاتی هستند که دارای ویژگی‌های کیفی (مربوط بودن و قابلیت اتکا) باشند. مربوط بودن به این معناست که اطلاعات حسابداری باید توانایی ایجاد تفاوت در یک تصمیم را داشته باشد. سودمندی در پیش‌بینی، سودمندی در ارزیابی و به‌موقع بودن، از عناصر ویژگی مربوط بودن است (FASB¹, 1980). یک مقدار یا کمیت حسابداری مربوط تلقی می‌شود، اگر برآورد شود که آن کمیت یا مقدار با ارزش بازار سهام ارتباط دارد. برای ارزیابی این نکته که آیا مقادیر حسابداری بیانگر آن اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران از آنها برای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها استفاده می‌کنند، مطالعات در زمینه «مربوط بودن» اقلام حسابداری طراحی شده‌اند (Barth, Beaver and Landsman, 2001). عناصر صورت‌های مالی در صورتی مربوط تلقی می‌شود که آنها با قیمت سهام و بازده‌ها مرتبط باشند (Hand, 2003). سودمندی سودها می‌تواند با استفاده از رگرسیون همزمان بین کمیت‌های بازده سهام یا تغییرات قیمت سهام و سودها اندازه‌گیری شود (Lev, 1989).

جریان‌های نقد آزاد، جریان‌های نقدی مازاد بر سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای تأمین مالی طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت است که با نرخ بازده مورد انتظار مربوط، تنزیل شده است (Jensen, 1986).

جنس جریان‌های نقد آزاد را یکی از منابع مشکل نمایندگی معرفی کرد. او می‌گوید: مدیران شرکت‌های دارای جریان‌های نقد آزاد زیاد، شاید اقدام به سرمایه‌گذاری آن در پروژه‌های حاشیه‌ای و طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی کنند (Jensen, 1986). پروژه‌ها و فعالیت‌هایی هم راستا با منافع مدیران است که امکان دارد مزایای پولی یا مزایای شخصی دیگری برای مدیران در برداشته باشد و این حالت مشکل نمایندگی (هزینه نمایندگی) را بیشتر می‌کند (Chung et al, 2005).

آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تأثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکت‌ها داشت و بدین ترتیب، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت (کنترل)، منجر به یک مشکل سازمانی به نام «مشکل نمایندگی» شد. این مشکل از آنجا ناشی می‌شود که منافع مدیران و سهامداران همسو نیستند و مدیران به جای تلاش در جهت منافع سهامداران (حداکثرسازی ارزش شرکت)، بیشتر در جهت منافع شخصی خود عمل می‌کنند. مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکت‌ها به دست سهامداران را نشان می‌دهد

1. Financial Accounting Standard Board

(حساس یگانه، ۱۳۹۰: ۱۰۵). منافع شخصی مدیران با وجود جریان‌های نقد آزاد، سبب حیف و میل شدن منابع و ناکارایی می‌شود. تعارض میان مدیران و سهامداران زمانی افزایش می‌یابد که شرکت از عملیات خود، جریان نقد آزاد به‌دست آورده باشد. در این حالت مشکل نمایندگی به‌صورت انگیزه مدیران برای خالی کردن وجوه نقد از طریق سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی و تلف کردن آن با ناکارایی سازمان نمایان می‌شود (Brush et al, 2000; Jensen, 1986). بنابراین می‌توان گفت که جریان‌های نقد آزاد، یکی از منابع ایجاد یا تشدید کننده مشکل نمایندگی است.

بیان مسئله

هدف پژوهش در گام اول، بررسی مربوط بودن سود و ارزش دفتری هر سهم است. در گام دوم بررسی تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوط بودن سود و ارزش دفتری هر سهم است. به بیان دیگر، در پژوهش پیش رو، نخست به بررسی مربوط بودن سود و ارزش دفتری سهام برای تمامی شرکت‌ها پرداخته شده است. سپس مربوط بودن سود و ارزش دفتری برای شرکت‌های دارای مسئله نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، مورد بررسی قرار گرفته است. برای دستیابی به هدف پژوهش در گام اول، این پژوهش در پی پاسخی برای پرسش‌های زیر است:

۱. آیا بین سود هر سهم و ارزش بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد؟
 ۲. آیا بین ارزش دفتری هر سهم و ارزش بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد؟
- یک مقدار، زمانی مربوط تلقی می‌شود که آن مقدار با ارزش بازار سهام ارتباط داشته باشد (Barth et al, 2001). پژوهش حاضر در پی بررسی مربوط بودن سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم است. برای این امر، ارتباط بین سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین با توجه نتایج مطالعات انجام گرفته (سعیدی و قادری، ۱۳۸۶؛ Rahman & Saleh, 2008)، انتظار می‌رود سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم، رابطه مثبتی با ارزش بازار سهام داشته باشد. بنابراین فرضیه‌های اول و دوم به‌صورت زیر بیان شده است:

- فرضیه اول: بین ارزش بازار سهام و سود هر سهم رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین ارزش بازار سهام و ارزش دفتری سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- برای دستیابی به هدف پژوهش در گام دوم، این پژوهش در پی پاسخی برای پرسش‌های زیر است:

۱. مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد چه تأثیری بر مربوط بودن سود هر سهم دارد؟

۲. مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد چه تأثیری بر مربوطبودن ارزش دفتری هر سهم دارد؟

شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقد آزاد و رشد کم، سرمایه‌گذاری در طرح‌های غیربهبه‌خود را از طریق دستکاری حسابداری پنهان می‌کنند. بنابراین از آنجایی که شرکت‌های دارای مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، تمایل به دستکاری سود گزارش شده دارند - که به صورت غیرمستقیم ارزش‌های دفتری گزارش شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد - انتظار می‌رود بازار پاسخ منفی به این اطلاعات نشان دهد. در نتیجه مربوطبودن سودها و ارزش دفتری، تحت تأثیر مسئله نمایندگی جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد (Gul & Tsui, 1998). همچنین نتایج مطالعات بیانگر آن است که میزان مربوطبودن سود و ارزش دفتری هر سهم، تحت تأثیر مسئله نمایندگی جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد (Chung et al, 2005; Rahman & Saleh, 2008). بنابراین فرضیه‌های سوم و چهارم به صورت زیر بیان می‌شوند:

فرضیه سوم: مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد باعث کاهش مربوطبودن سود هر سهم می‌شود.

فرضیه چهارم: مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد باعث کاهش مربوطبودن ارزش دفتری هر سهم می‌شود.

ادبیات پژوهش

مربوطبودن اطلاعات حسابداری

نتایج بررسی مربوطبودن سود و ارزش دفتری با استفاده از مدل قیمت در بازه زمانی ۱۹۹۳-۱۹۵۳، بیانگر آن است که ترکیب سود و ارزش دفتری، ارزش مربوط است و مربوطبودن سود و ارزش دفتری در طول زمان اندکی افزایش یافته است (Collinse et al, 1997). بررسی مربوطبودن سود و ارزش دفتری با استفاده از مدل‌های قیمت و بازده طی سال‌های ۱۹۵۲ تا ۱۹۹۴، نشان‌دهنده آن است که در بازه زمانی مورد بررسی، افزایش در مربوطبودن مدل قیمت با کاهش مربوطبودن در مدل بازده همراه است. همچنین نتایج بیانگر آن است که کاهش در مربوطبودن مدل بازده، شاید ناشی از رشد نوسان بازده بازار در دوره مورد مطالعه باشد (Francis & Schiper, 1999).

بررسی ارتباط میان قیمت سهام و ارقام حسابداری در شش کشور آسیایی اندونزی، کره جنوبی، مالزی، فیلیپین، تایوان و تایلند، بیانگر آن است که قدرت تبیین 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. همچنین قدرت تبیین ارزش دفتری در کره جنوبی و فیلیپین بالا، اما در تایوان پایین است. عایدات باقی‌مانده دارای قدرت تبیین کمتری نسبت به ارزش دفتری و همچنین نسبت به سود هر سهم در هر شش کشور است. گفتنی است که استانداردهای حسابداری فیلیپین و تایوان بر مبنای استانداردهای آمریکا و استانداردهای اندونزی، مالزی و تایلند بر مبنای استانداردهای بین‌المللی و استانداردهای کره جنوبی بر مبنای قوانین مالیاتی تدوین شده است (Graham & King, 2000).

بررسی قدرت تبیین ارزش بازار شرکت‌ها به‌وسیله متغیرهای سود، اقلام تعهدی و ارزش دفتری با استفاده از داده‌های چهار کشور اروپایی فرانسه، آلمان، هلند و انگلستان نشان داد که متغیرهای سود و ارزش دفتری در ارزیابی شرکت‌ها دارای کاربرد هستند. همچنین لحاظ کردن خصوصیت‌های صنعت در پیش‌بینی ارزش بازار، بیشتر از توجه به خصوصیت‌های کشورها می‌تواند خطای پیش‌بینی را کاهش دهد (Ballas & Heavas, 2005).

پژوهشی در بازار کویت برای دوره زمانی بیست‌ساله، منتهی به سال ۲۰۰۴ انجام شده است. یافته‌های این پژوهش عبارتند از: (۱) ارزش دفتری و عایدات هم به‌صورت جداگانه و هم به‌طور مشترک، قدرت تبیین قابل ملاحظه‌ای دارند؛ (۲) ویژگی مربوط بودن ترکیب ارزش دفتری و عایدات طی دوره مورد بررسی افزایش یافته است؛ (۳) مربوط بودن عایدات طی دوره مورد بررسی افزایش و مربوط بودن ارزش دفتری کاهش یافته است؛ (۴) از سال ۱۹۹۰ که استانداردهای بین‌المللی در کویت پذیرفته شده است، مربوط بودن ترکیب ارزش دفتری و عایدات افزایش و مربوط بودن سود افزایش و ارزش دفتری کاهش یافته است (EL Shamy & Kayed, 2005).

بررسی تأثیر سود و ارزش دفتری بر قیمت سهام در کشور ترکیه (کشوری با تورم و ریسک بالا) بیانگر آن است که ارزش دفتری، شاخص مهمی برای قیمت سهام است و سود و ارزش دفتری تعدیل شده، به دلیل تورم، در مجموع بیشتر از ۷۵ درصد تغییرات قیمت سهام را توضیح می‌دهند (Anandarajan et al, 2006).

بررسی میزان ارتباط سود خالص و ارزش دفتری شرکت با ارزش بازار سهام با استفاده از سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم نشان داد که (۱) بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به‌وسیله سود تبیین می‌شود؛ (۲) عمده قدرت توضیح‌دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری شرکت، به دلیل سود است؛ (۳) ارزش دفتری شرکت از قدرت توضیح‌دهندگی مناسبی در مقایسه با سود هر سهم برخوردار نیست (پورحیدری، امیری و صفاجو، ۱۳۸۴). نتایج بررسی نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزش‌یابی حق مالکانه در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیانگر آن است که رابطه بین قیمت سهام و متغیرهای سود و ارزش دفتری

به صورت جداگانه یا توأم برای وضعیت‌های سودی و زیانی متفاوت است. بدین گونه که ضریب متغیر سود در وضعیت‌های زیانی، کوچکتر از وضعیت‌های سودی و برعکس، ضریب متغیر ارزش دفتری در وضعیت‌های زیانی، بزرگتر از وضعیت‌های سودی است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که در وضعیت‌های سودی، متغیر ارزش دفتری در توضیح دادن تغییرات قیمت سهم با متغیر سود مشارکت ندارد (ثقفی و تالانه، ۱۳۸۵).

نتایج بررسی تأثیر ارزش دفتری و سود تقسیمی بر قیمت سهام، در مقایسه با تأثیر ارزش دفتری و سود بر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حاکی از آن است که متغیرهای ارزش دفتری و سود تقسیمی، کمابیش قدرت توضیح‌دهندگی مشابهی با متغیرهای ارزش دفتری و سودهای گزارش شده دارند. ارزش دفتری قدرت توضیح‌دهندگی کمتری نسبت به دو متغیر دیگر دارد (خواجوی و ابهری، ۱۳۸۵).

نتایج بررسی مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت، حاکی از آن است که اجزای نقدی سود توان پیش‌بینی و قدرت توضیحی ارزش بازار شرکت را دارند، ولی سه جزء تعهدی سود فاقد این توان هستند. بنابراین اجزای نقدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت مربوط است و نسبت به اجزای تعهدی از سودمندی بیشتری برخوردار است. در این پژوهش، جریان‌های نقد عملیاتی به منزله جزء نقدی و تغییرات حساب‌های دریافتی، تغییرات موجودی کالا و تغییرات حساب‌های پرداختی، به منزله اجزای تعهدی سود در نظر گرفته شده است (کردستانی و رودنشین، ۱۳۸۵).

در مطالعه‌ای به بررسی توان پیش‌بینی‌کنندگی ارزش دفتری، سود خالص، گردش وجوه نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری، به عنوان نماینده اطلاعات حسابداری در رابطه با ارزش بازار شرکت پرداخته شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ارزش دفتری و سود حسابداری، اقلامی مربوط‌تر هستند و وارد کردن گردش وجوه نقد (عملیاتی و سرمایه‌گذاری) در قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌ها، افزایش معناداری ایجاد نمی‌کند (سعیدی و قادری، ۱۳۸۶).

مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد و مربوط بودن سودها و ارزش دفتری

فرضیه‌های مبتنی بر مشکل (هزینه‌های) نمایندگی، بیان می‌کنند که افزایش در جریان‌های نقد آزاد، فرصت‌های بیشتری برای انجام مخارج غیربهبینه فراهم می‌کند. در برخی مطالعات، وجود مشکل نمایندگی برای شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقدی آزاد و رشد کم مورد بررسی قرار گرفته است (Gul & Tsui, 1998; Chung et al, 2005).

بررسی ارتباط بین مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقد آزاد و رشد کم و حق‌الزحمه حسابرسی، نشان داد که مدیران شرکت‌های دارای

حجم زیاد، جریان‌های نقد آزاد و رشد کم سرمایه‌گذاری، طرح‌های غیربهبینه خود را از طریق دستکاری حسابداری پنهان می‌کنند و حساب‌برسان در پاسخ به احتمال قوی اشتباه در ارقام حسابداری و بی‌نظمی مالی، دستمزد بیشتری را مطالبه می‌کنند. از آنجایی که شرکت‌های دارای مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، تمایل به دستکاری سود گزارش شده خود دارند - که به‌طور غیرمستقیم ارزش‌های دفتری گزارش شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد - انتظار می‌رود بازار، پاسخ منفی به این اطلاعات نشان دهد. بنابراین مربوط بودن سودها و ارزش دفتری برای شرکت‌های دارای مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، در مقایسه با شرکت‌های فاقد مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد کمتر است (Gul & Tsui, 1998).

مدیران شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقد آزاد و رشد کم، انگیزه دارند که عملکرد ضعیف خود را با استفاده از افزایش ارقام تعهدی اختیاری پنهان کنند. از آنجا که مدیران شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقد آزاد و رشد کم، مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های حاشیه‌ای، طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی و افزایش ارقام تعهدی اختیاری سودها هستند، پس قابل پیش‌بینی است که سرمایه‌گذاران به مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد پاسخ خواهند داد و این پاسخ در قیمت سهام منعکس خواهد شد. در این حالت پیش‌بینی می‌شود، مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوط بودن سود حسابداری و ارزش دفتری تأثیر خواهد گذاشت (Chung et al, 2005).

در نبود کنترل مؤثر یا اقدامات نظم‌دهنده از جانب سهامداران، مدیران شرکت‌های دارای حجم زیاد جریان‌های نقد آزاد و رشد کم، هرچه بیشتر مایل به سرمایه‌گذاری در طرح‌های حاشیه‌ای و طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی هستند (Gul & Tsui, 2001).

انگیزه‌های مدیران برای انجام رفتارهای بیش‌سرمایه‌گذاری، می‌تواند به‌وسیلهٔ منافع شخصی مدیران در کنترل منافع سهامداران توضیح داده شود. مزایای کنترل، تنها برای مدیران در دسترس است و نمی‌تواند به‌وسیلهٔ سهامداران محدود شود. نمونه‌ای از مزایای کنترل عبارتند از: سود مدیران، کسب حُسن شهرت و... است. تمایل مدیران شرکت‌های دارای جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی و طرح‌های حاشیه‌ای، می‌تواند مشکل نمایندگی را از طریق سرمایه‌گذاری غیربهبینه برای سهامداران بیشتر کند. سرمایه‌گذاری غیربهبینه به تدریج باعث کاهش قیمت سهام شده و باعث تغییر یا حذف هیئت مدیره از سوی سهامداران می‌شود (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

مدیران برای پنهان کردن تأثیرات سرمایه‌گذاری غیر سودآور می‌توانند از حسابداری تعهدی برای افزایش سود گزارش شده استفاده کنند (Chung et al, 2005).

نتایج بررسی تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوطبودن سودها و ارزش دفتری در بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۰۴ در کشور مالزی، بیانگر آن است که سودها و ارزش دفتری نسبت به ارزش بازار شرکت ارزش مربوط هستند و مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد مربوطبودن سودها و ارزش دفتری را کاهش می‌دهد. این تأثیر برای تمامی نمونه سال - شرکت‌های دارای مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد که ضرایب سودها و ارزش دفتری (میزان مربوطبودن) پایینی نداشتند، ثابت و پایدار نیست (Rahman & Saleh, 2008).

نتایج بررسی تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوطبودن سودها و ارزش دفتری در بورس اوراق بهادار تهران بیانگر آن است که: اولاً سودها و ارزش دفتری، ارزش‌های مربوط نیستند. ثانیاً مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد، نمی‌تواند بر میزان مربوطبودن سودها و ارزش دفتری تأثیری داشته باشد (Talebnia & Tavajjoh, 2012).

روش پژوهش

اگر هدف پژوهشی آن است که مشخص شود، آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد یا خیر و اگر این رابطه وجود دارد، اندازه و حد آن چقدر است. یا پژوهش‌هایی که در آنها تلاش می‌شود، رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین شود. این نوع پژوهش‌ها را پژوهش همبستگی^۱ گویند (طیبی، ملکی و دلگشایی، ۱۳۹۰: ۱۵۱).

در این پژوهش تلاش بر آن است تا میزان رابطه بین سود و ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام تعیین شود. در نتیجه این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است. برای بررسی وجود ارتباط بین سود و ارزش دفتری سهام با ارزش بازار سهام و بررسی تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوطبودن سود و ارزش دفتری هر سهم، از مدل قیمت اولسون استفاده شده است. مدل اولسون در واقع یک مدل رگرسیون برای بررسی مربوطبودن متعیرها است. این مدل بیانگر آن است که قیمت سهم، یک تابع خطی از سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم و سایر مقادیر حسابداری است که برای ارزش‌گذاری سهام استفاده می‌شود (Ohlson, 1995).

داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش به کمک نرم‌افزار رهاورد نوین نسخه ۳ و صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها (از طریق پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران) به دست آمده است.

جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌شود. با توجه به وجود محدودیت‌های مختلف در بررسی و آزمون فرضیه‌ها اقدام به نمونه‌گیری شده است. شرکت‌های نمونه انتخابی دارای ویژگی‌های زیر هستند:

۱. اطلاعات شرکت برای بازه زمانی ۸۹-۸۲ در دسترس باشد.
۲. شرکت در طول دوره زمانی ۸۹-۸۲ تغییر دوره مالی نداشته باشد.
۳. از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه، بانک و مادر و وابسته نباشد.
۴. پایان دوره مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
۵. قبل از سال ۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۸۹ از بورس حذف نشده باشد.

با توجه ویژگی‌های بیان شده، ۹۷ شرکت نمونه انتخاب شدند و اطلاعات آنها برای بازه زمانی ۸۹-۸۲ برای آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار گرفتند.

بیان مدل‌ها و تعریف عملیاتی متغیرها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از چهار مدل استفاده شده است که به ترتیب زیر معرفی می‌شوند. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از سه مدل استفاده شده است. در مدل ۱ و ۲ مربوط بودن سود و ارزش دفتری هر سهم به صورت جداگانه بررسی شده است. برای آزمون مربوط بودن سود هر سهم از مدل ۱ استفاده می‌شود:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۱})$$

در مدل شماره ۱؛ EPS_{it} : سود هر سهم شرکت در دوره t ؛ P_{it} : ارزش بازار سهام شرکت در انتهای دوره مالی t است؛ β_0 : مقدار ثابت (عرض از مبدأ)؛ ε_{it} : جمله خطا است. برای آزمون مربوط بودن ارزش دفتری هر سهم به صورت جداگانه از مدل شماره ۲ استفاده شده است:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۲})$$

در مدل شماره ۲؛ BV_{it} : ارزش دفتری هر سهم است که از تقسیم جمع حقوق صاحبان سهام در انتهای دوره مالی t بر تعداد سهام در انتهای دوره مالی t به دست آمده است. برای بررسی همزمان مربوط بودن سود و ارزش دفتری هر سهم از مدل شماره ۳ استفاده شده است.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۳})$$

در مدل های ۱، ۲ و ۳، تنها به بررسی مربوط سود و ارزش دفتری هر سهم پرداخته شده است. مدل اولسون شامل عبارت $\frac{1+r_{it}}{r_{it}}$ برای تنزیل سود است. تغییر نرخ تنزیل در بین شرکتها قدرت توضیح دهنده مدل را به صورت قابل توجهی بهبود نمی بخشد (Myers, 1993). برای سنجش تأثیر مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد بر مربوط بودن سود و ارزش دفتری سهام از مدل شماره ۴ استفاده شده است.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 FCFAP_{it} + \beta_4 FCFAP_{it} (EPS_{it}) + \beta_5 FCFAP_{it} (BV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{(مدل ۴)}$$

در مدل شماره ۴؛ $FCFAP_{it}$ یک متغیر مجازی است که برای شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد دارای مقدار ۱ و برای شرکت های فاقد این مشکل، دارای مقدار صفر است. شرکت هایی که هر دو ویژگی زیر را داشته باشند، شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد شناسایی شدند:

۱. جریان های نقد آزاد استاندارد شده شرکت بیشتر از مقدار میانه جریان های نقد آزاد محاسبه شده برای نمونه انتخابی باشد (جریان های نقدی آزاد زیاد).
۲. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت، از مقدار میانه این نسبت برای نمونه شرکت های انتخابی کمتر باشد (فرصت های رشد کم) (Rahman & Saleh, 2008).

فرصت های رشد: برای اندازه گیری فرصت های رشد از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت (MTB) استفاده شده است (سینایی و رشیدی زاد، ۱۳۸۹). برای محاسبه جریان های نقد آزاد از مدل پیشنهادی لن و پولسن^۱ به شرح زیر استفاده شده است:

$$FCF_{i,t} = \frac{(INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTER_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t})}{A_{i,t}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

- $FCF_{i,t}$: جریان های نقد آزاد شرکت i در دوره t ؛
 $INC_{i,t}$: سود عملیاتی شرکت i در دوره مالی t ؛
 $TAX_{i,t}$: مالیات پرداختی شرکت i در دوره t ؛
 $INTER_{i,t}$: بهره پرداختی شرکت i در سال t ؛
 $PSDIV_{i,t}$: سود پرداختی به سهامداران ممتاز شرکت i در سال t ؛
 $CSDIV_{i,t}$: سود پرداختی به سهامداران عادی شرکت i در سال t ؛

1. Lehn and poulsen

$A_{i,t}$: ارزش دفتری کل دارایی های شرکت i در سال t است (Lehn & Poulsen, 1989). در این مدل صورت کسر (جریان های نقد آزاد) بر جمع کل دارایی ها تقسیم می شود که برای استاندارد کردن جریان های نقد آزاد است. این کار برای سهولت مقایسه شرکت های مختلف با یکدیگر است.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول های ۱، ۲ و ۳ نشان داده شده است. تمامی متغیرهای پژوهش با متغیر ارزش دفتری کل دارایی ها استاندارد شده است. همچنین با اعمال معیارهای شناسایی، نمونه ۷۷۶ سال - شرکت، به دو گروه شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد ۱۷۸ سال - شرکت و شرکت های فاقد مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد تعداد ۵۹۸ سال - شرکت تقسیم می شود. آمار توصیفی برای کل شرکت های نمونه انتخابی در جدول شماره ۱، گروه شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد در جدول شماره ۲ و گروه شرکت های فاقد مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی کل نمونه انتخابی

آماره ها	EPS	BV	MV	FCF	N
میانه	۹۸۸/۷۶	۲۰۲۱	۰/۹۹۶	۰/۰۷۶۳	۷۷۶
میانگین	۷۵۷/۳۵	۱۷۹۳	۰/۵۸۲	۰/۰۷۳۸	۷۷۶
انحراف معیار	۱۰۷۲	۱۱۲۰	۵/۲۱۴	۱/۱۳	۷۷۶
بیشترین مقدار	۹۵۴۹	۱۱۲۲۴	۱۴۴/۴	۲/۱۷	۷۷۶
کمترین مقدار	-۴۰۰۲	-۲۷۵۵	۰/۰۳۹۸	-۰/۹۰۱	۷۷۶

جدول ۲. آمار توصیفی شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد

آماره ها	EPS	BV	MV	FCF	N
میانه	۷۳۴/۱۶	۲۰۵۶	۰/۴۵	۰/۱۳	۱۷۸
میانگین	۶۴۸/۸۹	۱۸۳۸/۹	۰/۳۸	۰/۱۱	۱۷۸
انحراف معیار	۶۸۶/۷	۹۴۰/۲	۰/۲۷	۰/۰۵	۱۷۸
بیشترین مقدار	۶۱۰۵/۵	۶۸۵۸/۷	۱/۷۱	۰/۳۷	۱۷۸
کمترین مقدار	-۷۱۲/۷	۶۷۰/۷	۰/۰۶	۰/۰۷	۱۷۸

جدول ۳. آمار توصیفی شرکت‌های فاقد مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد

آماره‌ها	EPS	BV	MV	FCF	N
میانگین	۱۰۶۴/۵	۲۰۸۱	۱/۱۶	۰/۰۶	۵۹۸
میانگین	۸۴۲	۱۸۵۷	۰/۶۹	۰/۰۵	۵۹۸
انحراف معیار	۱۱۵۲	۱۲۲۷	۵/۹۳	۰/۱۴۳	۵۹۸
بیشترین مقدار	۹۵۴۹	۱۱۲۳۴	۱۴۴/۴۹	۲/۱۷	۵۹۸
کمترین مقدار	-۴۰۰۲	-۲۹۹۶	۰/۰۳	-۰/۹	۵۹۸

در جدول شماره ۴ ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای مستقل پژوهش ارائه شده است که تمامی همبستگی‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل قبول است، به جز همبستگی بین متغیرهای ارزش دفتری هر سهم (BV) و متغیر مجازی هزینه‌های نمایندگی (FCFAP) که با داشتن میزان خطای (sig) بیش از ۵ درصد معنادار نیست.

جدول ۴. ماتریس ضرایب همبستگی متغیرهای مستقل

Correlation	MV	BV	EPS	FCF	FCFAP	N
MV	۱	۰/۵۳	۰/۷۴	۰/۲۴۸	-۰/۳۰۴	۷۷۶
BV	-	۱	۰/۷۳۱	۰/۲۰۳	-۰/۰۱*	۷۷۶
EPS	-	-	۱	۰/۳۵۷	-۰/۱۳	۷۷۶
FCF	-	-	-	۱	۰/۲۱	۷۷۶
FCFAP	-	-	-	-	۱	۷۷۶

آمار استنباطی: نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به مقادیر درج شده در جدول‌های ۵ و ۶ مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل‌های ۱، ۲، ۳ و ۴ در بازه ۲/۵-۱/۵ قرار دارد که نشان می‌دهد بین جملات پسماند، مشکل خود همبستگی وجود ندارد. پس برای بررسی وجود ارتباط خطی بین متغیرها، می‌توان از این مدل‌های رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره F برای مدل‌های ۱، ۳ و ۴ بیشتر از مقدار بحرانی است. پس معناداری کلی این مدل‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. اما مقدار آماره F برای مدل ۲ کمتر از مقدار بحرانی است. در نتیجه معناداری کلی مدل ۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

فرضیه اول به این صورت بیان شد که بین سود هر سهم و ارزش بازار سهام رابطه معنادار مثبت وجود دارد. برای آزمون فرضیه اول از مدل‌های ۱ و ۳ استفاده شده است. با توجه به مقادیر جدول شماره ۵، متغیر سود هر سهم (β_1) در مدل‌های ۱ و ۳ با سطح خطای (sig) کمتر از ۵ درصد دارای رابطه معنادار با ارزش بازار سهام است. علامت مثبت ضریب β_1 در مدل‌های ۱ و ۳ بیانگر مثبت بودن رابطه معنادار بین سود هر سهم و ارزش بازار سهام است. این نتایج در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج به دست آمده از مدل‌های ۱ و ۳، می‌توان بیان کرد که در میزان مربوط بودن سود هر سهم در صورت بررسی همزمان با متغیرهای دیگر تغییر محسوسی ایجاد نمی‌شود. بنابراین فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

فرضیه دوم بیان می‌کند که بین ارزش دفتری هر سهم و ارزش بازار سهام شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد. آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل‌های ۲ و ۳ انجام شده است. همان‌طور که در بالا اشاره شد، معناداری کلی مدل ۲ رد می‌شود. در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین ارزش دفتری هر سهم و ارزش بازار سهام رابطه خطی معناداری وجود ندارد. در مدل ۳ نیز متغیر ارزش دفتری هر سهم (β_2) با مقدار خطای (sig) بیشتر از ۵ درصد دارای رابطه معنادار با ارزش بازار هر سهم نیست. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

جدول ۵. نتیجه آزمون فرضیه‌های اول و دوم

مدل	β_1	sig	β_2	sig	R	R ²	D-W	F	P-v	N
۱	۰/۷۴*	۰/۰	-	-	۰/۷۴	۰/۵۴۷	۱/۶۱۳	۷/۶	۰/۰۱	۷۷۶
۲	-	-	۰/۵۳*	۰/۰	۰/۵۳	۰/۲۸۲	۱/۵۷۵	۱/۳۱	۰/۲۵	۷۷۶
۳	۰/۷۵*	۰/۰	-۰/۰۲	۰/۵۵	۰/۷۴	۰/۵۴۷	۱/۶۱۸	۴/۱۷	۱/۰۶	۷۷۶

* در سطح خطای ۰/۰۱ هم معنادار هستند.

فرضیه سوم بیان می‌کند که مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد سبب کاهش مربوط بودن سود هر سهم می‌شود. برای آزمون فرضیه سوم از مدل شماره ۴ استفاده شده است. با توجه به مقادیر جدول شماره ۶، متغیر سود هر سهم برای تمامی شرکت‌ها (β_1) و متغیر سود هر سهم برای شرکت‌های دارای مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد (β_4) با sig کمتر از ۵ درصد رابطه معناداری با ارزش بازار سهام دارند. علامت مثبت ضریب رگرسیون برای متغیر سود هر سهم برای تمامی شرکت‌ها (β_1) بیانگر رابطه مثبت (مستقیم) این متغیر با ارزش بازار سهام است. در حالی که علامت منفی ضریب رگرسیون برای متغیر سود هر سهم برای شرکت‌های دارای مشکل

نمایندگی جریان های نقد آزاد (β_4) بیانگر رابطه منفی (معکوس) این متغیر با ارزش بازار سهام است. بنابراین وجود مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد منجر به کاهش مربوط بودن سود هر سهم می شود. این نتایج در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل پذیرش است. بنابراین فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

فرضیه چهارم بیان می کند که مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد باعث کاهش مربوط بودن ارزش دفتری هر سهم می شود. آزمون فرضیه چهارم با استفاده از مدل شماره ۴ انجام شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۶، ارزش دفتری هر سهم برای تمامی شرکت ها (β_2) و ارزش دفتری هر سهم برای شرکت های دارای مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد (β_5) با داشتن مقدار sig بالاتر از ۵ درصد، رابطه معناداری با ارزش بازار سهام ندارند. با توجه به اینکه رابطه خطی معنادار بین ارزش دفتری و ارزش بازار سهام وجود ندارد، نمی توان در مورد تأثیر مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد بر میزان مربوط بودن ارزش دفتری هر سهم اظهار نظر کرد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 FCFAR_{it} + \beta_4 FCFAR_{it} * EPS_{it} + \beta_5 FCFAR_{it} * BV_{it} + \varepsilon_{it}$			
EPS	β_1	۰/۷۳۸	رابطه مثبت
	sig	۰/۰۰	رابطه معنادار است
	t	۲۰/۹۱	
BV	β_2	۰/۰۲۵	رابطه مثبت
	sig	۰/۴۹۱	رابطه معنادار نیست
	t	۰/۶۹	
FCFAP	β_3	-۰/۱۲	رابطه منفی
	sig	۰/۴۹۱	رابطه معنادار نیست
	t	-۲/۱۶	
FCFAP*EPS	β_4	-۰/۲۳۹	رابطه منفی
	sig	۰/۰۰	رابطه معنادار است
	t	-۴/۶	
FCFAP*BV	β_5	۰/۰۷۸	رابطه مثبت
	sig	۰/۳۳۶	رابطه معنادار نیست
	t	۰/۹۶	
DORBIN- WATSON	-	۱/۷۰۳	-
F		۱۷/۶۵	
P-value	-	۰/۰۰۳	-

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

جریان‌های نقد آزاد یکی از منابع ایجاد مشکل نمایندگی است. در این پژوهش تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر مربوطبودن سود و ارزش دفتری هر سهم بررسی شد. برای این امر، از مدل قیمت اولسون استفاده شده است. در پژوهش حاضر، نخست به بررسی مربوطبودن سود و ارزش دفتری هر سهم به‌طور جداگانه و همزمان از طریق الگوی رگرسیون تک‌متغیره و چندانگانه پرداخته شد. سپس تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بر رابطه مذکور ارزیابی شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها حاکی از آن است که سود هر سهم با ارزش بازار رابطه معنادار و مثبت داشته و دارای ویژگی مربوطبودن است، اما ارزش دفتری هر سهم فاقد این ویژگی است. یافته‌های پژوهش در رابطه با سود هر سهم مطابق یافته‌های Collinse et al, 1997; Ballas & Hevas, 2005; EL shamy & Kayed, 2005; Rahman & Saleh, 2008 پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴)، کردستانی و رودنشین (۱۳۸۵) و سعیدی و قادری (۱۳۸۶) است. اما با یافته‌های Talebnia & Tavajjoh, 2012 سازگار نیست. همچنین نتایج پژوهش در ارتباط با ارزش دفتری هر سهم با یافته‌های EL shamy & Kayed, 2005; Talebnia & Tavajjoh, 2012; پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴)، ثقفی و تالانه (۱۳۸۵)، خواجه‌وی و ابهری (۱۳۸۵)، مطابقت داشته ولی با یافته‌های سعیدی و قادری (۱۳۸۶)، Rahman & Saleh, 2008; Anandarajan et al, 2006; Collinse et al, 1997 نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد با وجود مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد مربوطبودن سود هر سهم کاهش می‌یابد که مطابق یافته‌های Gul & Tsui, 1998; Chung et al, 2005; Rahman & Saleh, 2008 است اما با یافته‌های Talebnia & Tavajjoh, 2012 سازگار نیست.

به‌طور خلاصه می‌توان بیان کرد که سود هر سهم دارای ویژگی مربوطبودن است، در حالی که ارزش دفتری هر سهم فاقد این ویژگی است که این امر می‌تواند به‌سبب فاصله زیاد بین ارزش بازار و ارزش دفتری هر سهم باشد و آن نیز، به‌دلیل استفاده از اصل بهای تمام شده تاریخی، نرخ تورم بالا، عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها، عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل‌شده بر مبنای سطح عمومی قیمت‌ها (پورحیدری و همکاران، ۱۳۸۴) و وجود دارایی‌های شناسایی‌نشده در ترازنامه (مانند سرقفلی) به‌وسیله شرکت‌ها باشد. همچنین میزان مربوطبودن سود هر سهم تحت تأثیر مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌یابد.

پیشنادهایی برای مطالعات آینده

۱. مربوط بودن سود و ارزش دفتری سهام با استفاده از مدل بازده (ایستون و هاریس^۱، ۱۹۹۱) بررسی و نتایج با مدل اولسون (۱۹۹۵) مقایسه شود.
۲. بررسی مربوط بودن مقادیر و ارزش‌های حسابداری با استفاده مدل‌های غیرخطی.
۳. مدل اولسون شامل عبارت $\frac{1+r_{it}}{r_{it}}$ برای تنزیل سود است. مطالعه مایرز (۱۹۹۳) نشان داد که تغییر نرخ تنزیل در بین شرکت‌ها، قدرت توضیح‌دهندگی مدل را به صورت قابل توجهی بهبود نمی‌بخشد. پیشنهاد می‌شود این تغییر نرخ تنزیل در ایران هم مورد آزمون قرار گیرد. شاید با توجه به محیط اقتصادی ایران نتایج متفاوتی به دست آید.
۴. تعدیل صورت‌های مالی بر مبنای سطح عمومی قیمت‌ها و بررسی اثرات تعدیل در مربوط بودن ارزش دفتری و سود هر سهم.

منابع

- پورحیدری، ا.، امیری سلیمانی، غ.، صفاجو، م. (۱۳۸۴). بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۴۲): ۱۹-۳.
- ثقفی، ع.، تالانه، ع. (۱۳۸۵). نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزش‌یابی حق مالکانه در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران ۱۳۷۰-۱۳۸۳. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۴۴): ۳۴-۳.
- حساس یگانه، ی. (۱۳۹۰). *فلسفه حسابداری*. تهران: شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
- خواجوی، ش.، الهیاری ابهری، ح. (۱۳۸۵). بررسی محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، ارزش دفتری و سودخالص بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۸ (۲۲): ۲۰-۳.
- سعیدی، ع.، قادری، ا. (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*، ۱۴ (۵۰): ۶۴-۴۷.
- سینایی، ح.، رشیدی زاد، ف. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۵۹): ۴۶-۳۱.

1. Easton and Harris

طیبی، س.، ملکی، م.، دلگشایی، ب. (۱۳۹۰). تدوین پایان‌نامه، رساله، طرح پژوهشی و مقاله علمی. تهران: انتشارات فردوس.

کردستانی، غ.، رودنشین، ح. (۱۳۸۵). بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۳ (۴۵): ۴۵-۶۸.

Anandarajan, A., Iftekhhar, H. Ihsan, I. and McCarthy, C. (2006). The Role of Earnings and Book Values in Pricing Stocks: Evidence from Turkey. *Advances in International Accounting*, 19: 59-89.

Ballas, A. and Hevas, D. (2005). Differences in the Valuation of Earning and Book Value: Regulation Effect or Industry Effect. *The International Journal of Accounting*, 40 (4): 363-389.

Barth, M., Beaver, W. and Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literayuer for financial accounting standard etting: another view. *Journal of acctoning and Economics*, 31 (1-3): 77-104.

Brush, T., Philip, B., and Margaretha, H. (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 21 (4):455-472.

Chung, R., Firth, M. and Kim, J. (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*, 58 (6): 766-776.

Collinse, D., Maydew, E. and Weiss, I. (1997). Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 39- 67.

El Shamy, M. & Kayed, M. (2005). Value Relevance of Earning and Book Values in Equity Valuation: an international perspective- the Case of Kuwait. *International Journal of Commerce and mangment*, 15 (1): 68-79.

Financial Accounting Standard Board. (1980). Statement of Financial Accounting Concepts. No. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information.

Francis, J. & Schipper, K. (1999). Have financial statement lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 319-352.

Graham, R. & 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*, 35 (4): 445-470.

- Gul, F. & Tsui, S. (1998). A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (2): 219-237.
- Gul, F. (2001). Free Cash Flow, Debt-Monitoring, and managers LIFO/FIFO policy choice. *Journal of corporate finance*, 7 (4): 475-492.
- Hand, M. (2003). *The value relevance of financial statement in private equity markets*. Working paper. Flagler Business School, UNC Chapel Hill.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and stockholders Gains in going private Transactions. *Journal of finance*, 44 (3): 771-787.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of accounting research supplement*, 27: 153-192.
- Myers, J. (1993). Implementing residual income valuation with linear information dynamics. *Accounting Review*, 74 (1): 1-28.
- Ohlson J. (1995). Earning, Book Value, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661- 687.
- Rahman, A. Mohd-Saleh, N. (2008). The Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earnings and Book Value. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 6 (1): 75 – 90.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of finance Economics*, 26 (1): 3-27.
- Talebnia, Gh. & Tavajjoh, M. (2012). The effect of free cash flow agency problem on the value relevance of earnings and book value using ohlsons model: evidences from emerging market, Iran. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4: 287-297.