

بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی‌نیا*، ولی اله امینی**، حامد ربیعی***

تاریخ دریافت: ۱۵/۰۹/۹۱

تاریخ پذیرش: ۱۱/۰۲/۹۲

چکیده

مربوط بودن و سودمند بودن اطلاعات حسابداری می‌تواند توسط ارتباط هم‌زمان میان اطلاعات حسابداری، انواع بازده سهام و ارزش بازار اندازه‌گیری شود. این موضوع، مبنای فعالیت‌هایی است که در زمینه‌ی بررسی ارتباط ارزشی صورت گرفته است. مسأله‌ی اصلی در این پژوهش آن است که آیا میان اطلاعات سودرسم شرکت‌ها و انواع بازده سهام آنها رابطه وجود دارد یا خیر؟ بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۵۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ انتخاب شده است. در این پژوهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری با استفاده از الگوهای مبتنی بر قیمت و الگوهای مبتنی بر بازده مورد تحلیل قرار می‌گیرد. بازده‌های سهام هم به صورت انباشته و هم به صورت خریدونگهداری محاسبه می‌شوند. نتایج به دست آمده از مدل‌های بازده، نشان‌گر وجود رابطه‌ای مثبت میان اطلاعات سودرسم با انواع بازده سهام می‌باشد و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را تایید می‌کند. نتایج حاصل از مدل قیمت، نشان‌گر ارتباط مثبت میان سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری سهام با ارزش بازار سهام است. همچنین مدل قیمت، ارتباط ارزشی بسیار بیشتری نسبت به مدل‌های بازده دارد.

واژه‌های کلیدی: ارتباط ارزشی، سودرسم، بازده انباشته، بازده خریدونگهداری.

طبقه بندی موضوعی: C23، C33، M41

* استادیار و عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه اصفهان (n_esadinia@yahoo.com)

** کارشناسی ارشد حسابداری (نویسنده مسئول)، (aminicpa@yahoo.com)

*** کارشناسی ارشد حسابداری (hamedrabiee66@gmail.com)

مقدمه

صورت‌های مالی که معمولاً بر طبق استانداردهای حسابداری ملی هر کشور تهیه می‌شود، به دلیل آن که توسط سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد، باید مورد مطالعه و تجزیه و تحلیل دقیق قرار گیرد. هدف اولیه‌ی تمام استانداردهای حسابداری برآورده کردن نیازهای بازار سرمایه است (راغب، عمران، ۲۰۰۶). آن‌چنان که در مفاهیم نظری گزارش‌گری مالی آمده است، هدف صورت‌های مالی عبارت از ارایه‌ی اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره‌ی وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد (کمیته‌ی فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۴).

پیشینه‌ی پژوهش‌ها در مورد ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری^۱ به سال ۱۹۶۸ برمی‌گردد که اندیشمندی چون بال و براون به بررسی سودمندی اطلاعات حسابداری و ارتباط میان سود حسابداری و بازده‌های سهام پرداختند. اغلب برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی از رگرسیون خطی چندگانه (معمولاً شامل ارزش دفتری و سود سهام به عنوان متغیرهای مستقل و قیمت بازار به عنوان متغیر وابسته) و برای تعیین سطح معنادار بودن آماری و مشخص ساختن روند تغییرات ارتباط ارزشی، از تحلیل‌های سری زمانی و ضریب تعیین استفاده شده و کاهش همبستگی میان اطلاعات حسابداری و قیمت بازار (یا کاهش ضرایب تعیین) در طول زمان، به عنوان کاهش ارتباط ارزشی تلقی شده است.

واضح است که ارتباط ارزشی صورت مالی، توانایی آن جهت تایید یا تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت است. اگر سهام شرکت در میان سرمایه‌گذاران دادوستد می‌شود، قیمت بازار آن سهام باید انتظارات عموم سرمایه‌گذاران را از ارزش خلاصه کند. بنابراین ارتباط ارزشی صورت‌های مالی می‌تواند توسط واکنش در قیمت بازار هنگامی که ارقام حسابداری منتشر شده‌اند، اندازه‌گیری شود. این امر دلالت بر این نیست که ارزش‌گذاری سهام تنها هدف صورت‌های مالی است، اما چنان که توسط بارت و همکاران (۲۰۰۱) ذکر شده است، مرکز توجه عمده‌ی نهادهای ناظر بر بازار سرمایه و تدوین‌کنندگان استانداردها، بر سرمایه‌گذاران سهام است.

مسئله اصلی در این پژوهش آن است که آیا میان اطلاعات سود هر سهم (EPS) شرکت‌ها و انواع بازده سهام آنها رابطه وجود دارد یا خیر؟ این رابطه، میان سود هر سهم دوره جاری، سود هر سهم دوره گذشته و تغییرات سود هر سهم (ΔEPS) با انواع بازده سهام بررسی می‌شود. همچنین رابطه‌ی میان سود هر سهم دوره جاری و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. رابطه‌ی میان این متغیرها در صورت وجود، نشان‌دهنده‌ی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و انواع بازده سهام است. در این پژوهش تلاش می‌شود ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری با استفاده از الگوهای مبتنی بر قیمت و الگوهای مبتنی بر بازده مورد تحلیل قرار گیرد.

۲- ادبیات و پیشینه‌ی پژوهش

ارتباط بین ارقام و متغیرهای حسابداری با قیمت سهام و ارزش شرکت از دو جنبه، میزان مربوط بودن با ارزش شرکت، و توان توضیحی بیشتر ارزش شرکت که از طریق مقایسه‌ی دو منبع اطلاعاتی به دست می‌آید، قابل بررسی است. تحقیقات اولیه در خصوص پیش‌بینی ارزش شرکت، با استفاده از متغیرهای حسابداری سود و ارزش دفتری صورت گرفته است. با توجه به این که ارزش دفتری نتیجه‌ی نهایی سیستم حسابداری است، چنانچه اندازه‌گیری‌های حسابداری به گونه‌ای انجام شود که ارزش دفتری با ارزش بازار یکسان باشد، تحلیل‌گران مالی دیگر نیازی به متغیرهای حسابداری مانند سود و جریان‌های نقدی نخواهند داشت. ولی در اندازه‌گیری‌های حسابداری، ارزش دفتری با ارزش بازار شرکت یکسان نیست، به همین دلیل قیمت سهام فراهم‌کننده‌ی معیار مناسبی جهت ارزیابی فایده‌مندی ارقام حسابداری تلقی می‌شود.

سودمندی اطلاعات مالی برای سرمایه‌گذاران می‌تواند توسط ارتباط آماری میان داده‌های حسابداری و ارزش‌های بازار سرمایه (قیمت‌ها و بازده‌های سهام) به بهترین نحو اندازه‌گیری شود. چنین ارتباطی، پی‌آمد رفتارهای سرمایه‌گذاران را بیشتر از وقتی که فقط نظرات و اعتقادات آنها بر مبنای پرسش‌نامه‌ها و مصاحبه‌ها جمع‌آوری می‌شود، منعکس می‌کند (دهماش، ۲۰۰۷). از زمان بال و براون (۱۹۶۸)، توجه پژوهش‌گران بر ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری و ارتباط میان سودهای حسابداری و بازده‌های سهام جلب شده است.

۲-۱- پژوهش‌های خارجی

سنسون و لارسون (۲۰۰۹) ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را در شرکت‌های کشور سوئد و طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها، ارتباط ارزشی سود را ثابت کرد و نشان داد که سود می‌تواند ۹/۳٪ از بازده بازار را تبیین کند.

کالینز و همکاران (۱۹۹۷) در پژوهش خود با عنوان «تغییرات ارتباط ارزشی سود و ارزش‌های دفتری در طی چهار سال گذشته» بر مبنای آزمونی از الگوی السون (۱۹۹۵) پی‌بردند که طی سال‌های ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۳ مربوط بودن ترکیب ارزش دفتری و عایدات کاهش نیافته است، بلکه افزایش اندکی نیز داشته است و همچنین مربوط بودن عایدات کاهش و در مقابل مربوط بودن ارزش دفتری افزایش یافته است. در پژوهش دیگری که توسط برگستالر و دیچو (۱۹۹۷) انجام شد نتایج مشابهی به دست آمد و قدرت تبیین بیشتر ارزش دفتری در مقایسه با سود تایید گردید.

برگر و همکاران (۱۹۹۶) نیز بر اساس پژوهش خود که در بازارهای آمریکا انجام شد نتیجه گرفتند که ارزش دفتری در مقایسه با سود در توضیح تغییرات قیمت سهام از اهمیت بیشتری برخوردار است. السون و پن‌من (۱۹۹۲) پژوهش خود تحت عنوان «داده‌های حسابداری تفکیک‌شده به عنوان متغیرهای توضیحی بازده» را بر روی نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس نیویورک برای سال‌های ۱۹۷۱-۱۹۸۰ انجام دادند. در این پژوهش، آنها ارتباط بین اطلاعات حسابداری و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. از موارد بررسی آنها، ارتباط بین سود هر سهم و بازده سهام و ارتباط بین ارزش دفتری سهام و بازده سهام را می‌توان نام برد. نتایج پژوهش آنها نشان داد که ارتباط بین سود هر سهم و بازده سهام در طول زمان قوی‌تر شده و ضریب همبستگی بین آنها افزایش می‌یابد.

ایستون و هریس (۱۹۹۱) پژوهش خود را در مورد ۲۰۱۸۸ شرکت - نمونه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نیویورک انجام دادند. آنها در این پژوهش ارتباط بین سود هر سهم و تغییرات سود هر سهم را با بازده سهم مورد بررسی قرار دادند و توانستند ارتباط معناداری بین متغیرهای مستقل سود هر سهم و تغییرات سود هر سهم تقسیم بر قیمت سهم در اول دوره با بازده سهام پیدا کنند. آنان نشان دادند که ضریب همبستگی بازده سهام با هر یک از متغیرهای مستقل دارای رابطه‌ی معناداری می‌باشد.

۲-۲- پژوهش‌های داخلی

نتایج پژوهش ثقفی و باغومیان (۱۳۸۸) که بر اساس روش اندازه‌گیری سنتی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است، حاکی از کاهش آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ می‌باشد. البته این کاهش فقط نتیجه‌ی کم‌رنگ شدن ویژگی مربوط بودن گزارش‌گری مالی (اثر اندازه‌گیری حسابداری) نیست، بلکه حاصل افزایش رفتار سوداگرانه‌ی سرمایه‌گذاران بر اثر نفوذ روزافزون عوامل غیربنیادی در قیمت بازار نیز می‌باشد (اثر رفتار سرمایه‌گذاران). همچنین، یافته‌های آزمون اضافی پژوهش که طی آن ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری با استفاده از همبستگی میان متغیرهای مالی و ارزش بنیادی مورد ارزیابی قرار گرفته است، حاکی از نبود روند کاهشی در ارتباط ارزشی طی دوره‌ی زمانی پیش‌گفته می‌باشد و آنان استدلال کرده‌اند که دلیل اصلی روند کاهشی مشاهده شده توسط پژوهش‌های قبلی، رفتار سوداگرانه‌ی سرمایه‌گذاران بوده است که قابل انتساب به تغییرات بنیادی نمی‌باشد.

نوریان (۱۳۸۸) در بررسی میزان اثرگذاری و سودمندی سود، جریان نقد عملیاتی و ارزش دفتری در تبیین بازده و قیمت بازار سهام، به این نتیجه رسیده است که سود هم‌چنان یکی از اطلاعات مفید و اثرگذار در تعیین بازده سهام به شمار می‌رود، در حالی که جریان نقد عملیاتی چندان مربوط نمی‌باشد. همچنین در پیش‌بینی قیمت سهام، سود هر سهم قابل اتکاتر از ارزش دفتری می‌باشد هرچند در دوره‌ی زمانی پژوهش از میزان سودمندی آن کاسته شده است.

مروجی (۱۳۸۷) در پژوهشی که انجام داده است از پیشرفت‌های جدید بررسی و تفسیر سری‌های زمانی برای پیدا کردن ارتباط متقابل کوتاه‌مدت و بلندمدت بین بازده و سود هر سهم با به‌کارگیری الگوی تصحیح خطای برداری^۲ در یک الگوی اتورگرسیو برداری^۳ برای هم‌انباشتگی بین سری‌های بازده و سود هر سهم استفاده کرده است. در این الگوها اثرات بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرها در نظر گرفته می‌شود. نتایج به‌دست آمده از پژوهش نشان می‌دهد که سری‌های بازده و سود در بلندمدت و کوتاه‌مدت نایستا می‌باشند و بین آنها ارتباط متقابل وجود دارد. همچنین بازده سهام در دوره‌های زمانی بلندمدت قدرت پیش‌بینی بیشتری

برای سودهای آتی دارا می‌باشد درحالی که در دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت سودهرسهام قدرت پیش‌بینی بیشتری برای بازده آتی را دارا می‌باشد.

رحمانی و تجویدی (۱۳۸۴) متغیرهای مستقل را در قالب الگوهای یک‌متغیره با متغیر وابسته‌ی بازدهی برای هر یک از سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۲ آزمون کردند. همچنین الگوهای چندمتغیره نیز به دو صورت مقطعی ادغامی و سالانه انجام شد. نتایج آزمون مقطعی نشان داد که الگو در کلیه‌ی مقاطع از نظر آماری معنادار است، و توان تبیین آن نسبت به الگوهای تک‌متغیره، در تمام سال‌ها بیشتر است. در آزمون‌های یک‌متغیره، بین نسبت فروش به قیمت هر سهم و سود به قیمت در چهار سال متوالی ارتباط معنادار با بازدهی مشاهده شد. اندازه برحسب ارزش بازار سهام، در چهار سال متوالی با بازدهی ارتباط معنادار داشت. بین اندازه به عنوان لگاریتم جمع دارایی‌ها با بازدهی در چهار سال متوالی ارتباطی مشاهده نشد و نتایج مرتبط با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام ثبات نداشت. همچنین بین بتا و بازدهی سهام، به گونه‌ای که مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پیش‌بینی می‌کند، ارتباط پایداری مشاهده نشد و نتایج در طول سال‌های مختلف، متفاوت بود.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) در مطالعه‌ی محتوای اطلاعاتی سود خالص و ارزش دفتری شرکت را از طریق میزان ارتباط سودهرسهام و ارزش دفتری هر سهم با قیمت هر سهم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۵ تا پایان ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که اولاً، بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به وسیله‌ی سود تبیین می‌شود. ثانیاً، عمده‌ی قدرت توضیح‌دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری شرکت به خاطر سود است. ثالثاً، ارزش دفتری شرکت از قدرت توضیح‌دهندگی مناسبی در مقایسه با سودهرسهام برخوردار نبوده و ضریب تعیین حساب شده برای این متغیر، به ویژه ضریب تعیین تفاضلی بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی ضعیف این متغیر در توضیح نوسان ارزش شرکت است. در کل، یافته‌های پژوهش به شرح زیر است: ۱- ارزش دفتری دارای بیشترین قدرت تبیین‌کنندگی ارزش بازار شرکت است و ترکیب آن با سود حسابداری بهترین الگو جهت پیش‌بینی ارزش بازار شرکت است و می‌توان سایر متغیرها را نادیده گرفت. ۲- از میان صورت‌های مالی اساسی، ترازنامه و صورت سودوزیان و ارقام انتهایی آنها یعنی ارزش دفتری

حقوق صاحبان سهام و سود خالص در پیش‌بینی تغییرات ارزش بازار شرکت دارای بیشترین قدرت هستند و برای پیش‌بینی ارزش بازار شرکت‌ها اطلاعاتی مربوطتر ارائه می‌دهند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

به‌طور کلی فرضیه‌های زیر در رابطه با این پژوهش مطرح می‌باشند:

فرضیه‌ی ۱: میان سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌ی ۲: میان سود هر سهم دوره‌ی گذشته با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌ی ۳: میان تغییرات سود هر سهم با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌ی ۴: میان تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌ی ۵: میان سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

۴- روش پژوهش

روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی و از لحاظ هدف، کاربردی است. در این پژوهش از روش رگرسیون ترکیبی استفاده شده است.

روش جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای است و اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است. به‌منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین استفاده می‌شود.

۵- جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به لازم‌الاجرا شدن استانداردهای حسابداری از ابتدای سال ۱۳۸۰ و به‌منظور کاهش آثار ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و شناسایی رویدادهای مالی، دوره‌ی زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ هجری شمسی به مدت ۹ سال در نظر گرفته شده است. نمونه‌ی آماری پژوهش با استفاده از روش غربال‌گری (حذف سیستماتیک) انتخاب خواهد شد. بدین ترتیب شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر باشند انتخاب می‌گردند:

- ۱- این شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۰ سهام آنها در بورس، مورد معامله قرار گرفته باشد.
 - ۲- سال مالی این شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد و در طی این ۹ سال، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۳- اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه‌ی متغیرهای این پژوهش در سال‌های مورد بررسی وجود داشته باشد.
 - ۴- شرکت‌های مورد مطالعه، از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
- بالحاظ کردن شرایط فوق، تعداد نمونه‌ی انتخابی از جامعه‌ی آماری، ۱۵۵ شرکت و به عبارتی ۱۳۹۵ شرکت - سال انتخاب گردید.

۶- متغیرهای پژوهش

سود هر سهم: عبارت است از سود خالص پس از کسر مالیات که بر تعداد سهام شرکت در پایان دوره تقسیم می‌شود (بهرام فر، مهرانی، ۱۳۸۳). در این پژوهش از سود هر سهم دوره‌ی جاری (EPS_t)، سود هر سهم دوره‌ی گذشته (EPS_{t-1}) و تغییرات سود هر سهم (ΔEPS) استفاده شده است. تغییرات سود هر سهم به شکل زیر محاسبه می‌شود:

فرمول (۱)

$$\Delta EPS = EPS_t - EPS_{t-1}$$

بازده سهام: بازده سهام عبارت است از نسبت کل منفعت (زیان) حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها به میزان سرمایه‌ای که به منظور کسب آن در یک دوره صرف شده است (مشایخی، ۱۳۸۳). در ساده‌ترین حالت می‌توان بازده سهام را به شرح زیر محاسبه کرد:

$$R = \frac{P_1 - P_0 + DPS}{P_0} \quad \text{فرمول (۲)}$$

که در این رابطه، R بیانگر بازده هر سهم شرکت در یک دوره‌ی مالی، P_0 قیمت بازار سهم در اول دوره‌ی مالی، P_1 قیمت بازار سهم در پایان دوره‌ی مالی، و DPS سود نقدی ناخالص می‌باشد. در این پژوهش جهت تبیین بهتر موضوع، از انواع بازده سهام در مدل‌های پژوهش استفاده شده است که نحوه‌ی محاسبه‌ی آنها در ادامه تشریح خواهد شد.

بازده انباشته^۴ (CR): برای هر شرکت به صورت ذیل محاسبه می‌شود:

$$CR_{i,s,e} = \sum_{t=s}^e R_{i,t} \quad \text{فرمول (۳)}$$

که $R_{i,t}$ بازده ماهانه‌ی سهام شرکت i در زمان t است و همان‌طور که در قسمت قبل تشریح شد، محاسبه می‌شود. $CR_{i,s,e}$ بازده انباشته سهام برای شرکت i از ماه رویداد s تا ماه رویداد e است، که s ماه آغاز است، و به فروردین ماه، و e ماه پایان است و به اسفندماه برای شرکت‌هایی که سال مالی آنها در ۲۹ اسفندماه خاتمه می‌یابد، اشاره دارد. در این پژوهش، به منظور اعمال اثرات اطلاعیه‌ها و اعلامیه‌ها و تصمیمات مجمع شرکت‌ها بر روی بازده بازار سهام آنها، ماه آغاز، مردادماه در نظر گرفته شده است و ماه پایان، تیرماه می‌باشد، یعنی بازده ماهانه‌ی سهام شرکت‌ها از هشت ماه پیش از پایان سال مالی تا چهار ماه پس از پایان سال مالی برای محاسبه‌ی بازده سالانه‌ی سهام، لحاظ می‌شود.

بازده خریدونگهداری^۵ (BHR): خریدونگهداری نوعی راهبرد غیرفعال سرمایه‌گذاری

است که بر مبنای آن یک دارایی مالی در ابتدای دوره‌ی سرمایه‌گذاری خریداری شده و تا پایان آن نگهداری و سپس فروخته می‌شود که بازده حاصل از این راهبرد را بازده خریدونگهداری می‌نامند (سینایی، خان‌بابایی، ۱۳۸۵). بازده‌های سهام در روش خریدونگهداری به شرح ذیل محاسبه می‌شود:

$$BHR_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - 1 \quad \text{فرمول (۴) } T=12$$

که $R_{i,t}$ بازده ماهانه‌ی سهام شرکت i در زمان t است و $BHR_{i,T}$ بازده خرید و نگهداری سهام برای شرکت i در دوره‌ی T است که T تعداد ماه دوره‌ی مالی و ۱۲ است، و $t=1$ بر اولین ماه رویداد از محاسبه‌ی بازده سهام اشاره می‌کند که همان‌طور که برای بازده انباشته تشریح شد، اولین ماه محاسبه‌ی بازده، مردادماه و آخرین ماه، تیرماه می‌باشد.

۷- مدل‌های مورد استفاده

در این پژوهش جهت اندازه‌گیری ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از دو مدل استفاده خواهد شد. مدل اول، مدل بازده ایستون و هریس (۱۹۹۱) است که هر دو سطح سود هر سهم و تغییرات سود هر سهم را به عنوان متغیرهای توضیحی جهت ارزیابی سودمندی آنها در تعیین بازده‌های سهام، دربر می‌گیرد (امیر و همکاران، ۱۹۹۳). سود هر سهم دوره‌ی جاری به شرح ذیل می‌تواند تجزیه شود:

$$\frac{EPS_t}{P_{t-1}} = \frac{EPS_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{\Delta EPS}{P_{t-1}} \quad \text{فرمول (۵)}$$

که EPS_t سود هر سهم دوره‌ی جاری شرکت i و دوره‌ی t ، EPS_{t-1} سود هر سهم دوره‌ی گذشته‌ی شرکت i و دوره‌ی $t-1$ ، ΔEPS تغییرات سود هر سهم از دوره‌ی t تا دوره‌ی $t-1$ ، و P_{t-1} قیمت سهم در پایان دوره‌ی گذشته است. اما ایستون و هریس (۱۹۹۱) ذکر کردند، به دلیل آن که در یک مدل رگرسیون وجود دو عدد از این متغیرها از شمول سومین متغیر ممانعت می‌کند، هر سه متغیر (EPS_t و EPS_{t-1} و ΔEPS) نمی‌توانند در یک مدل رگرسیون جمع شوند. بنابراین، هر متغیر به تنهایی جهت بررسی اثر آن بر بازده‌های سهام به شرح ذیل در نظر گرفته می‌شود:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta EPS}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \frac{EPS_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

که $R_{i,t}$ بازده سالانه‌ی سهام شرکت i و دوره‌ی t است که با توجه به فرضیه‌های پژوهش، انواع بازده را شامل می‌شود. با توجه به این که در مورد حمایت از شمول EPS_{t-1} با هر یک از ΔEPS و یا EPS_t در یک مدل، استدلال نظری وجود ندارد، انواع بازده‌های سهام سالانه در دوره‌ی جاری بر هر دوی EPS_t مربوط به قیمت سهام در دوره‌ی گذشته و ΔEPS مربوط به قیمت سهام در دوره‌ی گذشته، رگرسیون می‌شود. این کار، فرصت مقایسه‌ی نتایج مدل چندمتغیری با مدل‌های تک‌متغیری فوق‌الذکر را می‌دهد:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta EPS}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

مدل دیگر استفاده شده در این پژوهش، مدل قیمت السون (۱۹۹۵) است که به صورت گسترده‌ای توسط پژوهش‌گران در بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری مورد استفاده قرار گرفته است (برای نمونه، بارث، ۱۹۹۱؛ برگستالر، دیچو، ۱۹۹۷؛ کالینز و همکاران، ۱۹۹۷). دلیل این چنین استفاده‌ی گسترده‌ای از مدل قیمت آن است که به ضریب سود بدون سوگیری منجر می‌شود، به طوری که قیمت سهام، اثرات انباشته از اطلاعات سود را منعکس می‌سازد. به علاوه، ارزش بازار سهام به هر دوی ارزش دفتری و سود حسابداری وابسته است. مدل قیمت جهت ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری در تعیین ارزش قیمت‌های سهام به کار برده می‌شود، که نشان می‌دهد چگونه ارزش بازار شرکت‌ها به هر دوی ارزش دفتری و سود حسابداری وابسته است. مدل السون اصلاح شده به شرح ذیل است:

$$MV_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 BV_{i,t} + \varepsilon \quad \text{مدل (۵)}$$

که $MV_{i,t}$ ارزش بازار هر سهم شرکت i در دوره‌ی t و $BV_{i,t}$ ارزش دفتری هر سهم حقوق صاحبان سهام شرکت i در دوره‌ی t است (راغب، عمران، ۲۰۰۶).

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱- آزمون فرضیه ۱

برای آزمون فرضیه ۱، رابطه‌ی بین سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نگاره‌ی (۱): آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه ۱

BHR			CR				
نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون	نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون
تلفیقی	۰/۸۱۶۵۲۶	۰/۹۴۳۹	آزمون F لیمر	تلفیقی	۰/۶۸۳۶۷۷	۰/۹۹۸۲	آزمون F لیمر

نگاره‌ی (۲): رابطه سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازدهی جاری

$R_{i,t} = \alpha + \beta \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$				متغیر وابسته
$BHR_{i,t}$		$CR_{i,t}$		
$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α	$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α	
۱۶۷/۳۲۲۳	۷/۴۱۶۳۸۱	۱۰۹/۳۴۷۹	۹/۷۵۲۱۰۰	برآورد ضریب
۱۴/۷۵۶۹۹	۳/۵۴۰۳۶۳	۹/۷۵۱۹۹۷	۲/۳۳۹۷۸۲	خطای استاندارد
۱۱/۳۳۸۵۱	۲/۰۹۴۸۰۸	۱۱/۲۱۲۸۷	۴/۱۶۷۹۵۲	آماره‌ی t
۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۶۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	سطح معناداری
۰/۱۲۱۹۷۲		۰/۱۱۹۸۰۲		ضریب تعیین (R^2)
۶۴/۳۸۷۶۳		۶۳/۰۱۷۷۶		آماره‌ی F
۰/۰۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰۰		احتمال (آماره‌ی F)
۱/۹۳۳۵۹۱		۱/۸۸۲۰۷۶		دوربین-واتسون

با توجه به این که در نگاره‌ی (۲)، ضریب متغیر مستقل در هر دو حالت بازده (انباشته و خرید و نگهداری)، مثبت می‌باشد و سطح احتمال آماره‌ی t آنها کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، لذا متغیر مستقل این مدل (سود هر سهم دوره‌ی جاری)، ارتباط معناداری با احتمال ۹۹ درصد با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام دارد.

۲-۸- آزمون فرضیه ۲

برای آزمون فرضیه ۲، رابطه‌ی بین سود هر سهم دوره‌ی گذشته با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نگاره‌ی (۳): آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه ۲

BHR				CR			
نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون	نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون
تلفیقی	۰/۷۹۴۳۹	۰/۹۶۴۲	آزمون F لیمر	تلفیقی	۰/۶۶۷۶۱۶	۰/۹۹۹۱	آزمون F لیمر

نگاره‌ی (۴): رابطه‌ی سود هر سهم دوره‌ی گذشته با بازدهی جاری

$R_{i,t} = \alpha + \beta \frac{EPS_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$				متغیر وابسته
BHR _{i,t}		CR _{i,t}		
$\frac{EPS_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$	α	$\frac{EPS_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$	α	
۴۵/۱۲۰۵۳	۲۹/۲۳۷۹	۳۹/۵۳۵۰۶	۲۲/۲۳۹۴۱	برآورد ضریب
۱۷/۳۸۵۱۳	۳/۹۸۱۰۹	۱۱/۴۹۲۱۳	۲/۶۴۴۳۱۸	خطای استاندارد
۲/۵۹۵۳۵۲	۷/۳۴۴۱۹۷	۳/۴۴۰۱۸۶	۸/۴۱۰۲۶۲	آماره‌ی t
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	احتمال
۰/۰۰۷۷۵۸		۰/۰۱۳۹۰۸		ضریب تعیین (R ²)
۳/۶۲۳۹۷۴		۶/۵۳۰۳۱۲		آماره‌ی F
۰/۰۲۷۰۵۵		۰/۰۰۱۵۲۷		احتمال (آماره‌ی F)
۱/۸۷۴۱۲۲		۱/۸۳۹۱۵۵		دورین-واتسون

با توجه به این که در نگاره‌ی (۴)، ضریب متغیر مستقل در هر دو حالت بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام، مثبت می‌باشد و سطح احتمال آماره‌ی t آنها کوچک‌تر از ۰/۰۱ است، لذا متغیر مستقل این مدل (سود هر سهم دوره‌ی گذشته)، ارتباط معناداری با احتمال ۹۹ درصد با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام دارد. البته در این حالت توان تبیین مدل (R²) نسبت به سود هر سهم دوره‌ی جاری کمتر است.

۳-۸- آزمون فرضیه ۳

برای آزمون فرضیه ۳، رابطه‌ی بین تغییرات سود هر سهم با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نگاره‌ی (۵): آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه ۳

BHR			CR				
نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون	نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون
تلفیقی	۰/۶۷۱۶۷۹	۰/۹۹۸۹	آزمون F لیمر	تلفیقی	۰/۵۷۴۸۵۸	۱/۰۰۰۰	آزمون F لیمر

نگاره‌ی (۶): رابطه‌ی تغییرات سود هر سهم جاری با بازدهی جاری

$R_{i,t} = \alpha + \beta \frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$					
$BHR_{i,t}$		$CR_{i,t}$		متغیر وابسته	
$\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α	$\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α		
۱۸۳/۰۹۹۰	۳۷/۲۱۸۲۳	۱۱۴/۰۸۳۸	۲۹/۱۹۳۷۳		برآورد ضریب
۱۶/۷۵۱۸۶	۲/۳۷۲۹۸۵	۱۱/۱۵۶۱۳	۱/۵۸۸۵۱۱		خطای استاندارد
۱۰/۹۳۰۰۷	۱۵/۶۸۴۱۴	۱۰/۲۲۶۱۱	۱۸/۳۷۸۰۵		آماره‌ی t
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰		احتمال
۰/۱۱۵۰۳۰		۰/۱۰۳۲۵۹			ضریب تعیین (R^2)
۶۰/۲۴۶۵۶		۵۳/۳۱۴۱۴			آماره‌ی F
۰/۰۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰۰			احتمال (آماره‌ی F)
۱/۹۲۲۶۵۸		۱/۸۸۸۶۳۷			دوربین - واتسون

با توجه به نگاره‌ی (۶)، ضریب متغیر مستقل در هر دو حالت بازده (انباشته و خرید و نگهداری)، مثبت می‌باشد و ارتباط معناداری با احتمال ۹۹ درصد با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام دارد.

۴-۸- آزمون فرضیه ۴

برای آزمون فرضیه ۴، رابطه‌ی بین تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

تکاه‌ی (۷): آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه ۴

BHR			CR				
نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون	نوع روش تخمین	آماره‌ی t	احتمال	نوع آزمون
تلفیقی	۰/۸۲۳۸۶۹	۰/۹۳۵۵	آزمون F لیمر	تلفیقی	۰/۶۲۶۸۶۱	۰/۹۹۹۸	آزمون F لیمر

تکاه‌ی (۸): رابطه‌ی سود هر سهم جاری و تغییرات آن با بازده‌ی سهام

$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$						
BHR _{i,t}			CR _{i,t}			متغیر وابسته
$\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α	$\frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	α	
۱۱۶/۰۳۸۶	۱۱۲/۷۵۷۷	۱۷/۱۸۳۰	۶۸/۵۴۸۵۶	۷۷/۳۰۳۹۷	۱۵/۴۷۴۵	برآورد ضریب
۱۹/۴۰۱۶۷	۱۷/۰۵۷۶۸	۳/۸۱۵۸۵	۱۲/۹۳۹۱۰	۱۱/۳۰۰۹۷	۲/۵۲۳۹	خطای استاندارد
۵/۹۸۰۸۵۴	۶/۶۱۰۳۷۹	۴/۵۰۳۰۶	۵/۲۹۷۷۸۴	۶/۸۴۰۴۷۲	۶/۱۳۰۹۴	آماره‌ی t
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	احتمال
	۰/۱۵۴۸۶۳			۰/۱۴۶۱۲۷		ضریب تعیین (R^2)
	۵۶/۵۶۰۱۱			۵۲/۷۶۶۲۵		آماره‌ی F
	۰/۰۰۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰۰۰		احتمال (آماره‌ی F)
	۱/۹۶۷۷۳۴			۱/۹۰۹۱۰۹		دوربین-واتسون

با توجه به نگاره‌ی (۸)، ضرایب متغیرهای مستقل در هر دو حالت بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام، مثبت می‌باشند و متغیرهای مستقل این مدل (تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری)، ارتباط معناداری با احتمال ۹۹ درصد با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام دارند.

۵-۸- آزمون فرضیه ۵

فرضیه ۵ بیان می‌کند که میان سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری سهام با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

نگاره‌ی (۹): آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه ۵

نوع آزمون	احتمال	آماره‌ی t	نوع روش تخمین	نوع آزمون	احتمال	آماره‌ی t	نوع مدل
آزمون F لیمر	۰/۰۰۰۰	۲/۸۱۴۰۸۷	روش پانل	آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	۲۴/۵۱۹۱۰۴	اثرات ثابت

نگاره‌ی (۱۰): رابطه‌ی سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام

$MV_{it} = \alpha + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره‌ی t	احتمال
α	۳۲۷/۹۵۳۳-	۸۴۸/۰۷۵۰	۰/۳۸۶۷۳-	۰/۶۹۹۱
EPS_{it}	۵/۴۱۲۹۱۲	۰/۳۲۷۲۵۷	۱۶/۵۴۰۲۶	۰/۰۰۰۰
BV_{it}	۱/۰۷۰۷۲۷	۰/۳۶۸۵۴۶	۲/۹۰۵۲۷۵	۰/۰۰۳۸
ضریب تعیین (R^2)	۰/۷۹۳۹۱۶		احتمال (آماره‌ی F)	۰/۰۰۰۰۰۰
آماره‌ی F	۱۳/۱۴۳۴۳		دوربین-واتسون	۲/۱۶۶۲۰۹

با توجه به این که در نگاره‌ی (۱۰)، ضرایب متغیرهای مستقل، مثبت می‌باشند و سطح احتمال آماره‌ی t آنها کمتر از ۰/۰۵ است، لذا متغیرهای مستقل این مدل (سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری)، ارتباط معناداری با احتمال ۹۵ درصد با ارزش بازار سهام دارند.

۹- تحلیل و نتیجه‌گیری

نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه ۱ نشان می‌دهد ارتباط معناداری میان سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خریدونگهداری) سهام برقرار است. نکته‌ی قابل توجه، آن است که میان نتایج حاصل از بازده انباشته و بازده خریدونگهداری در این مدل، تفاوت چشم‌گیری دیده نمی‌شود و ضریب تعیین در هر دو تعریف بازده، حدود ۱۲٪ است، بدین معنی که تفاوت در نحوه‌ی محاسبه‌ی بازده، بر ارتباط ارزشی میان سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده سهام تاثیرگذار نیست. نتایج این آزمون با نتایج پژوهش‌های صورت گرفته توسط حسامی (۱۳۷۸)، حاجی زاده قراملکی (۱۳۸۳)، ایستون و هریس (۱۹۹۱) و راغب و عمران

(۲۰۰۶)، هم‌سویی دارد و با یافته‌های احمدی (۱۳۸۲)، السون و پن‌من (۱۹۹۲) و ایستون و همکاران (۱۹۹۲)، در تناقض است.

نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌ی ۲ نشان می‌دهد ارتباط معناداری میان سودهرسه‌م دوره‌ی گذشته با بازده (انباشته و خریدونگهداری) سهام برقرار است و ارتباط ارزشی میان سودهرسه‌م دوره‌ی گذشته با بازده سهام اثبات می‌شود. در این مدل نیز میان نتایج حاصل از بازده انباشته و بازده خریدونگهداری، تفاوت چشم‌گیری دیده نمی‌شود و ضریب تعیین در هر دو بازده، حدود ۱٪ است، بدین معنی که تفاوت در نحوه‌ی محاسبه‌ی بازده، بر ارتباط ارزشی میان سودهرسه‌م دوره‌ی گذشته با بازده سهام تاثیرگذار نیست. اما نکته‌ی قابل توجه، آن است که ضریب تعیین در این مدل به شدت از ضریب تعیین در مدل قبل کمتر شده است، یعنی سودهرسه‌م دوره‌ی جاری بسیار بیشتر از سود هرسه‌م دوره‌ی گذشته دارای ارتباط ارزشی است. نتایج این آزمون با نتایج پژوهش‌های صورت گرفته توسط حسامی (۱۳۷۸)، ایستون و هریس (۱۹۹۱) و راغب و عمران (۲۰۰۶)، هم‌سویی دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی ۳، نشان می‌دهد ارتباط معناداری میان تغییرات سود هرسه‌م با بازده (انباشته و خریدونگهداری) سهام برقرار است و ارتباط ارزشی میان تغییرات سودهرسه‌م با بازده سهام اثبات می‌شود. میان نتایج حاصل از بازده انباشته و بازده خریدونگهداری در این مدل، تفاوت چشم‌گیری دیده نمی‌شود و ضریب تعیین در هر دو تعریف بازده، حدود ۱۱٪ است، اما نکته‌ی قابل توجه آن است که ضریب تعیین در این مدل به شدت از ضریب تعیین در مدل قبل بیشتر شده است و نزدیک به ضریب تعیین در مدل سودهرسه‌م دوره‌ی جاری است. بدین معنی که سود هرسه‌م دوره‌ی جاری و تغییرات سودهرسه‌م دارای ارتباط ارزشی تقریباً مشابهی هستند اما سود هرسه‌م دوره‌ی گذشته دارای ارتباط ارزشی به‌مراتب کمتری از این دو می‌باشد. نتایج این آزمون با نتایج پژوهش‌های صورت گرفته توسط حسامی (۱۳۷۸)، ایستون و هریس (۱۹۹۱) و چن و همکاران (۱۹۹۹) هم‌سویی دارد و با یافته‌های راغب و عمران (۲۰۰۶) در تناقض است. راغب و عمران (۲۰۰۶) در پژوهش خود یافتند که هم برای بازده انباشته و هم برای بازده خریدونگهداری، هیچ‌گونه ارتباطی میان تغییرات سودهرسه‌م با بازده سهام وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه‌ی ۴ نشان می‌دهد ارتباط معناداری میان تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده (انباشته و خرید و نگهداری) سهام برقرار است و ارتباط ارزشی میان تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده سهام اثبات می‌شود. میان نتایج حاصل از بازده انباشته و بازده خرید و نگهداری در این مدل، تفاوت چشم‌گیری دیده نمی‌شود و ضریب تعیین در هر دو بازده، حدود ۱۵٪ است، اما نکته‌ی قابل توجه آن است که ضریب تعیین در این مدل از ضریب تعیین در تمامی مدل‌های قبل بیشتر شده است. یکی از دلایل این امر، دو متغیره بودن این مدل است در حالی که سه مدل پیشین همگی تک‌متغیره بودند. پس نتیجه می‌گیریم که مدل دو متغیره بهتر از مدل تک‌متغیره می‌تواند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را تبیین کند. حسامی (۱۳۷۸) نیز در پژوهش خود بر این نکته تأکید می‌کند که بازده سهام به وسیله‌ی دو متغیر تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری نسبت به تک‌تک متغیرها در الگوهای تک‌متغیره بهتر تبیین می‌شود. نتایج این آزمون با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط ایستون و هریس (۱۹۹۱) نیز هم‌سوئی دارد. یافته‌های پژوهش راغب و عمران (۲۰۰۶)، از آن جهت که ارتباطی مثبت و معنادار بین تغییرات سود هر سهم و سود هر سهم دوره‌ی جاری با بازده سهام داشته‌اند، هم‌راستا با نتایج پژوهش حاضر است ولی نکته‌ی قابل توجه آن است که از جهت افزایش ضریب تعیین در مدل دو متغیره شبیه نتایج این پژوهش نبوده است، یعنی افزایشی در ضریب تعیین مدل دو متغیره نسبت به مدل تک‌متغیره نداشته‌اند.

نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی ۵ نشان می‌دهند ارتباط معناداری میان سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری سهام با ارزش بازار سهام برقرار است و ارتباط ارزشی میان سود هر سهم دوره‌ی جاری و ارزش دفتری سهام با ارزش بازار سهام اثبات می‌شود. ضریب تعیین این مدل که حدود ۸۰٪ است به خوبی ارتباط ارزشی بسیار بالای این مدل را نشان می‌دهد. این مدل که به مدل قیمت السون مشهور است دارای ارتباط ارزشی بسیار بیشتری نسبت به مدل‌های بازدهی که در فرضیه‌های قبل از آن مورد آزمون قرار گرفتند، می‌باشد. مدل قیمت، می‌تواند نشان دهد که چگونه ارزش بازار سهام شرکت به هر دوی ارزش دفتری سهام و سود هر سهم وابسته است. مزیت مدل قیمت آن است که هر دوی این اطلاعات را که در ارزش گذاری سهام نقش‌های متفاوتی بازی می‌کنند، با هم ترکیب می‌کند و لذا استفاده از

این مدل حیطه‌ی ارزیابی ارتباطی ارزشی اطلاعات حسابداری را به هر دو ترازنامه و صورت سودوزیان بسط می‌دهد.

نتایج پژوهش پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) نیز هم‌سو با نتایج به‌دست آمده از پژوهش حاضر، نشان داد که بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به وسیله‌ی سودهرسه‌م و ارزش دفتری سهام تبیین می‌شود. همچنین، آنها یافتند که عمده‌ی قدرت توضیح‌دهندگی مجموع سودهرسه‌م و ارزش دفتری سهام شرکت به خاطر سودهرسه‌م است. نوریان (۱۳۸۸) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیده است که در پیش‌بینی قیمت سهام، سودهرسه‌م قابل اتکاتر از ارزش دفتری سهام می‌باشد، هرچند که در دوره‌ی زمانی پژوهش از میزان سودمندی آن کاسته شده است. بر خلاف یافته‌های پژوهش حاضر، برگر و همکارانش (۱۹۹۶) بر اساس پژوهش خود که در بازارهای آمریکا انجام شده است، نتیجه گرفتند که ارزش دفتری در مقایسه با سود در توضیح تغییرات قیمت سهام از اهمیت بیشتری برخوردار است. کالینز و همکاران (۱۹۹۷) نیز در پژوهش خود با عنوان «تغییرات ارتباطی ارزشی سود و ارزش‌های دفتری در طی چهل سال گذشته» بر مبنای آزمونی از الگوی السون (۱۹۹۵) پی بردند که طی سال‌های ۱۹۵۳ تا ۱۹۹۳ مربوط‌بودن ترکیب ارزش دفتری و عایدات کاهش نیافته است، بلکه افزایش اندکی نیز داشته است و همچنین مربوط‌بودن عایدات کاهش و درمقابل مربوط‌بودن ارزش دفتری افزایش یافته است. در پژوهش دیگری که توسط برگستالر و دیجو (۱۹۹۷) انجام شد نتایج مشابهی به‌دست آمد و قدرت تبیین بیشتر ارزش دفتری در مقایسه با سود تأیید گردید. نتایج این آزمون با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط ابراهیمی (۱۳۸۸) نیز هم‌سویی دارد.

۱۰- محدودیت‌ها

این پژوهش در یک دوره‌ی زمانی انجام گرفته است که می‌توان آن را از نظر فضای بازار به دو دوره‌ی متفاوت تقسیم نمود. دوره‌ی اول بازه‌ی زمانی ۱۳۸۰ تا اواسط سال ۱۳۸۴ که شاخص‌های بورس مرتباً رو به رشد بوده و به بیش از ۱۳،۰۰۰ واحد رسیده بوده است و دوره‌ی دوم، بازه‌ی زمانی شش ماه دوم سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۸۶ که برخلاف افزایش نرخ تورم موجود، شاخص‌ها دچار افت شدید شده و تا حد ۱۰،۰۰۰ واحد و پایین‌تر تنزل

نموده و در همین حد باقی مانده‌اند. این عامل باعث شده که پژوهش در شرایط یکنواختی از نظر شرایط حاکم بر بازار انجام نشود و متغیرهایی مانند قیمت سهام از این مساله متاثر نگردند.

۱۱- پیشنهادهای پژوهش

الف- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:

۱- با توجه به ارتباط مثبت بین اطلاعات سودهرسه‌م سهام با انواع بازده سهام، توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود اطلاعات سودهرسه‌م شرکت‌ها را با تعمق بیشتری مورد بررسی قرار دهند.

۲- با توجه به فرضیه‌های ۱ الی ۳، سرمایه‌گذاران نباید بر اطلاعات سودهرسه‌م دوره‌ی گذشته اتکا کنند و باید بیشتر بر روی سودهرسه‌م دوره‌ی جاری و تغییرات سودهرسه‌م تمرکز کنند.

۳- همان‌گونه که از فرضیه‌ی ۴ استنتاج گردید، پیشنهاد می‌گردد از مدل‌های چندمتغیره به جای مدل‌های تک‌متغیره برای تبیین بهتر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری استفاده گردد.

۴- پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی در تصمیم‌گیری‌های خود به مدل قیمت‌السون توجه ویژه‌ای داشته باشند، زیرا ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را از تمامی مدل‌های بازده به شکل چشم‌گیری بهتر تبیین می‌کند.

ب- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج به‌دست آمده در این پژوهش، پیشنهادهای زیر جهت انجام تحقیقات آینده در این زمینه ارائه می‌گردد:

۱- پیشنهاد می‌شود که تحقیق حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام و نتایج به‌دست آمده در صنایع مختلف بررسی و تجزیه و تحلیل گردد.

۲- پیشنهاد می‌شود که انواع بازده سهام با استفاده از سایر روش‌ها محاسبه و نتایج حاصل از به‌کارگیری آنها با انواع بازدهی که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است مقایسه گردد.

۱۲- پی‌نوشت‌ها

- | | | | |
|---|---|---|---------------------|
| ۱ | Value Relevance of Accounting Information | ۴ | Cumulative Return |
| ۲ | Vector Error Correction Model | ۵ | Buy and Hold Return |
| ۳ | Vector Autoregressive Model | | |

منابع

- ابراهیمی، محمد. (۱۳۸۸). تاثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشکده‌ی علوم اداری و اقتصاد. دانشگاه اصفهان.
- احمدی، بهزاد. (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین سود و سود تقسیمی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشکده‌ی مدیریت. دانشگاه تهران.
- بهرام فر، نقی؛ کاوه مهرانی. (۱۳۸۳). رابطه‌ی بین سودهرسهام، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده‌ی بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره‌ی ۳۶، ۲۷-۴۶.
- پورحیدری، امید؛ غلامرضا سلیمانی امیری؛ محسن صفاجو. (۱۳۸۴). بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره‌ی ۴۲، ۳-۱۹.
- ثقفی، علی؛ رافیک باغومیان. (۱۳۸۸). تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه‌گیری و رفتاری. فصل‌نامه‌ی مطالعات حسابداری، شماره‌ی ۲۵، ۱-۵۲.
- حاجی‌زاده قراملکی، رحمان. (۱۳۸۳). رابطه‌ی سود حسابداری با بازده سهام موجود در پرتفولیوی بهینه. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشکده‌ی علوم اداری. دانشگاه شهید بهشتی.

حسامی، علی. (۱۳۷۸). بررسی تحلیلی ارتباط بین سود حسابداری با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشکده‌ی علوم اداری. دانشگاه شهید بهشتی.

رحمانی، علی؛ الناز تجویدی. (۱۳۸۴). رابطه‌ی تجربی متغیرهای حسابداری و بازار با بازده سهام. فصل‌نامه‌ی مطالعات حسابداری، شماره‌های ۱۰ و ۱۱، ۲۲۷-۲۴۶.

سینایی، حسن‌علی؛ جواد خان‌بابایی. (۱۳۸۵). بررسی بازدهی حاصل از به‌کارگیری روش‌های DSMA و روش خریدونگهداری در بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره‌ی ۴۳، ۷۱-۹۷.

کمیته‌ی فنی سازمان حسابرسی. (۱۳۸۴). استانداردهای حسابداری (نشریه‌ی ۱۶۰)، تهران: سازمان حسابرسی (کمیته‌ی فنی).

مروجی، امیرحسین. (۱۳۸۷). بررسی ارتباط متقابل بین بازده و سودهرسهام از طریق مدل سری‌های زمانی. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی. واحد علوم و تحقیقات تهران.

مشایخی، بیتا. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی محتوای افزاینده‌ی اطلاعاتی ارزش افزوده‌ی اقتصادی و ارزش افزوده‌ی نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات: طراحی مدل پیش‌بینی بازده سهام. پایان‌نامه‌ی دکتری. دانشکده‌ی مدیریت. دانشگاه تهران.

نوریان، سید محمد. (۱۳۸۸). ارزیابی اثرگذارای سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد. دانشکده‌ی حسابداری و مدیریت. دانشگاه علامه طباطبایی.

Amir, E. ; T. S. Harris; E. K. Venuti. (1993). A Comparison of the Value Relevance of U. S. Versus Non-U. S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, 230-264.

Ball, R. ; P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 78-159.

Barth, M. E. (1991). Relative Measurement Errors among Alternative Pension Assets and Liability Measures. *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 3, 63-433.

Barth, M. E. ; W. H. Beaver; W. R. Landsman. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issues 1-3, 77-104.

Berger, P. ; E. Ofek; I. Swary. (1996). Investor Valuation of Abandonment Option. *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, 257-287.

- Burgstahler, D. ; I. Dichev. (1997). Earnings, Adaptations and Equity Value. *The Accounting Review*, Vol. 72, 187-215.
- Chen, J. P. C. ; F. Gul; X. Su. (1999). A Comparison of Reported Earnings under Chinese GAAP versus IAS: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Accounting Horizons*, Vol. 13, 195-203.
- Collins, D. W. ; E. L. Maydew; I. Weiss. (1997). Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, 39-67.
- Dahmash, F. N. (2007). An Examination of the Value Relevance and Bias in the Accounting Treatment of Intangible Assets in Australia and the US Over the Period 1994-2003 Using the Feltham and Ohlson (1995) Framework. Unpublished PhD Dissertation. School of Economics and Commerce. University of Western Australia.
- Easton, P. D. ; T. Harris. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, 19-35.
- Easton, P. D. ; T. S. Harris; J. A. Ohlson. (1992). Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Return Intervals. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, 119-142.
- Ohlson, J. A. ; S. H. Penman. (1992). Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 7, 553-573.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Value and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, 87-661.
- Ragab, A. A. ; M. M. Omran. (2006). Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 5, 279-297.
- Svensson, Elin; Andreas Larsson. (2009). Value Relevance of Accounting Information-A Swedish Perspective. Unpublished Bachelor Thesis. University of Gothenburg.