

تبیین قدرت توضیحی معیارهای حسابداری در پیش‌بینی تعریف جدیدی از بازده سهام

دکتر علی اکبر عرب مازار^۱، محمود صمدی لرگانی^{۲*}، میثم کاویانی^۳

نوید صمدی لرگانی^۴، محسن ایمنی^۵

۱- استاد دانشگاه شهید بهشتی

۲- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تنکابن

۳- کارشناس ارشد مدیریت مالی- دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۴- کارشناس ارشد حسابداری- دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز

۵- کارشناس ارشد حسابداری- دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی محتوای اطلاعاتی معیارهای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام^۱ (ROE) و بازده دارایی‌ها^۲ (ROA) جهت تبیین تعریف جدیدی از بازده سهام می‌باشد. بازده سهام در این تحقیق تعریف جدیدی دارد که با در نظر گرفتن ارزش بازار سهام اول دوره^۳ (EMV) و ارزش افزوده سهامدار^۴ (SVA) مورد محاسبه قرار می‌گیرد. دلیل اصلی آزمون این رابطه پیچیدگی محاسباتی بازده سهام با تعریف جدید می‌باشد. با توجه به اینکه معیارهای حسابداری ROA و ROE محاسبه ساده‌ای دارند، قصد داریم با آزمون رابطه بین این معیارها، به این سوال پاسخ دهیم که آیا می‌توان بازده سهام با تعریف جدید را از طریق معیارهای حسابداری که بعنوان معیار بازدهی محسوب می‌گردند پیش‌بینی نمود؟ به منظور پاسخ به این سوال تعداد ۷۶ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات دوره ۶ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۴) آنها قابل دسترسی بوده، انتخاب گردیده است. جهت بررسی آزمون معنادار بودن فرضیات، از توزیع فیشر (F) استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر آنست بین بازده سهام با ROA رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، در حالی که بین بازده سهام با ROE رابطه معناداری وجود نداشته است.

واژه‌های کلیدی: بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، بازده سهام.

۱. مقدمه

از مهم‌ترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی، کسب سود در کوتاه‌مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلندمدت می‌باشد. این مهم با اتخاذ تصمیم منطقی در فرآیند سرمایه‌گذاری امکان پذیر می‌شود. اتخاذ تصمیمات

منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی نیز نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌ها است. برای ارزیابی عملکرد معیارهای مختلفی وجود دارد که با توجه به مفاهیم حسابداری و مفاهیم اقتصادی به دو دسته حسابداری و اقتصادی تقسیم می‌گردد. در معیارهای حسابداری، عملکرد شرکت با توجه به داده‌های حسابداری ارزیابی می‌شود و جزء معیارهای هستند که محاسبات ساده‌ای دارند در حالی که در معیارهای ارزش آفرینی، عملکرد شرکت از لحاظ قدرت کسب سود دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری بالقوه با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می‌شود، بطوریکه پیچیدگی محاسباتی زیادی دارند. در نوشته حاضر که نتیجه‌ی مطالعه پژوهشی می‌باشد به بررسی رابطه بین معیار نوین تبیین بازده سهام و معیارهای بازده تبیین شده از داده‌های حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌پردازد.

۲. رویکردهای مختلف تبیین بازده سهام

سهامداران هر شرکت بطور کلی دو نوع سود را انتظار دارند. بازده نقدی^۱ که توسط شرکت سرمایه‌پذیر پرداخت می‌شود. این نوع سود را کسانی که حاضر به پذیرش ریسک کمتری هستند انتظار دارند. دیگری سود ناشی از افزایش ارزش سهام (سود سرمایه^۲) است که ناشی از تغییرات قیمت به سبب عوامل مختلفی همچون سود باقیمانده، افزایش تقاضا بر عرضه، مسائل اقتصادی و سیاسی و ... می‌باشد. گروهی به این بازده توجه دارند که اولاً ریسک‌پذیری بیشتری دارند و ثانیاً با ارتباط مداوم با بازار سرمایه و اطلاع از نوسانات قیمت و فروش به موقع سهام از این بازده بهره‌مند می‌شود. شایان ذکر است این دسته از سهامداران اصولاً به سود نقدی کم رضایت می‌دهند و قاعدتاً توجه‌ای به آن ندارند [۶].

بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی، در یک دوره معین، با توجه به قیمت اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت، به دست می‌آید. منافع حاصل از مالکیت در دوره‌هایی که شرکت، مجمع برگزار کرده باشد به سهامدار تعلق می‌گیرد و در دوره‌هایی که مجمع، برگزار نشده باشد منافع مالکیت؛ برابر صفر خواهد بود و با استفاده از فرمول (۱) زیر قابل محاسبه است [۳]:

$$TSR = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \times 100$$

که در آن:

P_t = قیمت سهم در پایان دوره t ؛ P_{t-1} = قیمت سهم در ابتدای دوره t یا پایان دوره $t-1$ ؛ D_t = منافع حاصل از مالکیت سهام که در دوره t به سهامدار تعلق گرفته است.

کل بازده سهامدار^۳ (TSR) از معیارهای جامعی است که فعالیت‌های مربوط به تصمیمات مدیریت را منعکس می‌سازد (مانند تغییرات در سود سهام پرداختی، بازخرید سهام، اکتساب، تغییرات ساختار سرمایه و رشد از طریق

1-Dividend yields

2-Capital gains

3-Total Shareholder Returns

توسعه). این معیار بعنوان معیار موثر جهت هدایت شرکت‌ها با استفاده از استراتژی‌های قبلی می‌باشد. بازده کل سهامدار از معیارهای ارزش آفرینی سهامدار محسوب می‌گردد [۱۱].

ایراد اساسی که به این معیار به‌عنوان یک معیار ارزیابی عملکرد وارد است، این که بازده سهام و عمدتاً قسمت بازده تغییرات قیمت سهام ناشی از عواملی است که اصطلاحاً خارجی است و تحت کنترل مدیریت نیست. البته ایراد دیگری نیز وارد است و آن عدم استفاده از اطلاعات تحلیلی حسابداری است که قابلیت اتکاء بالائی دارند، لذا اطمینان بیشتری نسبت به اطلاعات بازار دارند. از ایرادات دیگر مؤثر بر این معیار وجود یک عدم تقارن اطلاعاتی در سطوح مختلف است.

از ایرادات دیگر بر این روش این است که هر ساله در شرکت‌ها مبحث جدیدی بوجود می‌آید (مثل سهام جایزه، بحث قوانین، و دیگر تغییرات سرمایه‌ای) که تمام این تغییرات اعداد سهام را تغییر خواهد داد و بر روی قیمت سهام اثرگذار هستند. از این رو قیمت سهام باید منطبق با انعکاس کامل این تغییرات به منظور قابل مقایسه بودن باشد که فرمول فوق چنین تغییرات را در نظر نمی‌گیرد.

بنابراین از آنجا که منافع حاصل از مالکیت در فرمول فوق ممکن است به شکل‌های مختلفی به سهام‌داران پرداخت شود که عمده‌ترین آن‌ها عبارتند از [۳]:

۱ - سود نقدی؛ ۲-افزایش سرمایه از محل اندوخته (سهام جایزه)؛ ۳- افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛ ۴-تجزیه سهام؛ ۵-تجمع سهام.

برای حالت «۱» با استفاده از فرمول (۱) می‌توان نرخ بازده هر سهم را محاسبه نمود. برای حالت‌های «۲» و «۳» فرمول محاسبه نرخ بازده به صورت زیر خواهد بود:

فرمول (۲)

$$r_{it} = \frac{D_t + p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha)}{p_{t-1} + c\alpha} \times 100$$

که در آن ؛

D_t = سود نقدی پرداختی؛ α = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده ی نقدی؛ β = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛ c = مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده ی نقدی (و مطالبات).

البته، چنانچه زمان وقوع هر یک از حالت‌های فوق، قبل از پرداخت (برگزاری مجمع) باشد، یا به عبارت دیگر چنانچه مجمع عمومی فوق‌العاده (در رابطه با افزایش سرمایه) قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی (در رابطه با تقسیم سود) باشد، در آن صورت فرمول، به صوت زیر خواهد بود [۳]:

فرمول (۳)

$$r_{it} = \frac{[(D_t + p_t)(1 + \alpha + \beta)] - (p_{t-1} + c\alpha)}{p_{t-1} + c\alpha} \times 100$$

نمادهای به کار گرفته همان نمادهایی هستند که در فرمول (۲) به کار گرفته‌اند. به هنگام تجزیه ی سهام، شرکت تصمیم به کاهش ارزش اسمی سهم می‌گیرد؛ که در این صورت تعداد سهام در دست سهام‌داران به نسبتی که سهام، تجزیه

شده است، افزایش می یابد و قیمت سهام در بازار نیز به همان نسبت، کاهش خواهد یافت. بازده سهم در چنین شرایطی از رابطه‌ی زیر به دست می آید؛

فرمول (۴)

$$r_{it} = \frac{Sp_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

که در آن:

S = تعداد سهام جدید می باشد.

«تجمیع سهام» حالتی است که شرکت به دلیل پایین بودن ارزش اسمی، تصمیم به افزایش ارزش اسمی سهام می گیرد. تجمیع یا ترکیب سهام، از یک سو باعث کاهش تعداد سهام شرکت و از سوی دیگر باعث افزایش قیمت سهام در بازار می شود. با توجه به اینکه افزایش قیمت سهام، در چنین شرایطی واقعی نبوده و از تجمیع سهام، ناشی شده است؛ لذا، عامل تعدیل بازده، با «علامت منفی» در رابطه ظاهر می شود:

فرمول (۵)

$$r_{it} = \frac{\left[\left(1 - \frac{1}{z} (P_t) \right) \right] - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

که در آن:

Z = تعداد سهامی است که طبق مصوبه ی شرکت، تبدیل به یک سهم شده است.

۳. تعریف جدید بازده سهام

آلفرد راپاپورت^۱ رویکرد ارزش افزوده سهامدار را به عنوان یکی از سنج‌های ارزش سهامدار معرفی کرده است. SVA از معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش^۲ (VBM) به حساب می آید. این معیار ارزش سهامدار را در مقایسه با میانگین موزون هزینه سرمایه سرمایه گذاری شده^۳ نشان می دهد [۱۵]. بطوری که عملکرد بنگاه را از طریق تحلیل تأثیر تصمیمات مدیریت بر خالص ارزش فعلی جریانات نقدی برای سهامداران مورد سنجش قرار می دهد. این معیار قدرت بنگاه را در کسب درآمد بیشتر از هزینه‌ها اندازه گیری و منعکس می نماید.

$$SVA = \text{-(اوراق بهادار قابل داد و ستد + ارزش باقیمانده^۴ + ارزش فعلی جریانات نقدی دوره ای در دوره پیش بینی شده) - بدهی}$$

ارزش باقیمانده شرکت از تقسیم جریان نقد آزاد^۵ در سال n^m بر نرخ تنزیلی که معادل هزینه سرمایه شرکت می باشد محاسبه می گردد.

$$\text{هزینه سرمایه} + \text{جریانات نقد آزاد در سال } n^m = \text{ارزش باقیمانده}$$

1-Roppaport

2- Value Based Management

3- weighted average cost of capital invested (WACC)

4 -Residual Value

5-Free Cash Flow

همچنین ارزش افزوده سهامدار از دو دیدگاه دیگر قابل محاسبه است که عبارتند از:

۱- از دیدگاه پابلو فرناندز^۱ زمانی که ارزش بازار هر سهم در مقایسه با ارزش دفتری قرار می گیرد، ارزش زمانی ایجاد می شود که ارزش بازار بیش از ارزش دفتری هر سهم گردد و زمانی ارزش سهامدار کاهش می یابد که ارزش دفتری بیش از ارزش بازار هر سهم باشد. بنابراین از یک دیدگاه SVA بصورت ذیل محاسبه می گردد:

$$(SVA = NOPAT - (WACC \times CAPITAL))$$

که:

NOPAT = سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و قبل از هزینه های تامین مالی می باشد.

WACC = میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه می باشد که به چگونگی ساختار سرمایه کسب و کار مربوط می شود بطوریکه مینیمم WACC نرخ بازده مورد نیاز می باشد.

Capital = مجموع ارزش دفتری سرمایه بکار گرفته شده کسب و کار می باشد.

۲- دیدگاه دیگر برای محاسبه ارزش افزوده سهامدار به شرح ذیل می باشد:

سود تقسیم شده در طول سال + افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان SVA =

دیگر پرداختها به سهامداران (تخفیف بر ارزش اسمی سهام، خرید مجدد سهام و...)

هزینه (مبلغ سرمایه گذاری شده) افزایش سرمایه، اختیار معامله و اختیار خرید _

تبدیل اوراق قرضه بدون وثیقه (تضمین نشده) قابل تبدیل

ارزش بازار (EMV) یک شرکت، ارزش بازار شرکت می باشد که از طریق افزایش قیمت هر سهم افزایش می یابد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در یکسال، برابر است با ارزش بازار سهام پایان سال منهای ارزش بازار سهام در پایان سال گذشته. اصطلاح ارزش افزوده سهامدار به تفاوت بین دارائی نگه داشته شده توسط سهامداران در پایان یکسال معین و دارائی نگه داشته شده آنان در سال گذشته تعریف می گردد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده سهامدار نمی باشد [۱۱].

زمانی در مورد افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بحث می شود که:

۱ - سهامداران پول پرداختی به سهام جدید شرکت را پرداخت نمایند.

۲ - تبدیل اوراق قرضه بدون وثیقه^۲ (تضمین شده) قابل تبدیل، رخ دهد.

و زمانی در مورد کاهش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (نه کاهش ارزش افزوده سهامدار) بحث می شود که

۱. شرکت به تمامی سهامداران پول پرداخت نماید (سود تقسیمی یا سود سهام)^۳

۲. خرید سهام شرکت در بازار صورت پذیرد (بازخرید سهام)^۴

با محاسبه ارزش افزوده سهامدار برای یک سال در هر یک از دیدگاه های فوق و تقسیم آن بر ارزش بازار سهام در ابتدای سال، بازده سهامدار (SR)^۱ بدست می آید.

1- Pablo Fernandez

2- Convertible debentures

3- Dividends

4- Stock repurchases (Share Buybacks)

$$SR = \frac{SVA}{EMV}$$

ضمناً یادآور می‌گردد ROE به معنی بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد و بازده سهامدار نمی‌باشد یعنی ROE مسیری متفاوتی نسبت به بازده سهامدار دارد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۵).

از آنجایی که یکی از مهم‌ترین و گسترده‌ترین پژوهش‌های مالی تشریح رفتار بازده سهام می‌باشد (مشایخی و همکاران، ۱۳۸۸) از این رو سهامداران و سرمایه‌گذاران نیازمند شناسایی متغیرهای عمده‌ای می‌باشند که بازده سهام را تبیین نماید. آگاهی از متغیرها و دستیابی به مدل مناسب می‌تواند منجر به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان گردد (پور حیدری و بیات، ۱۳۸۹). در این تحقیق متغیرهای ROA و ROE بعنوان متغیرهای تبیین‌کننده بازده سهامدار می‌باشند و ارزش افزوده سهامدار بکار گرفته شده در تبیین تعریف جدید بازده سهامدار، بر اساس دیدگاه اول محاسبه گردیده است.

۴. پیشینه تحقیق

لین و ماخیا^۲ (۱۹۹۶) به بررسی EVA و MVA ۲۴۱ شرکت آمریکایی در سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۳ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد این معیارها همبستگی مثبتی با بازده سهام دارند و این همبستگی بهتر از نسبت‌های سنتی نظیر ROA، ROE، ROS می‌باشد.

ریاحی بلکویی^۳ (۱۹۹۳) ارتباط و محتوای نسبی و تدریجی ارزش افزوده، درآمدها و جریانهای نقدی را در ایالات متحده مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داده است محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده تعیین‌کننده اصلی بازده بازار می‌باشد. این مشروط بر آن است که محتوای اطلاعاتی بهتری نسبت به اطلاعات بدست آمده از درآمد خالص و جریانهای نقدی ایجاد می‌کند.

دد و چن^۴ همبستگی بین بازده سهام را با EVA، ROA، ROE و EPS بررسی کردند. نمونه آماری آنها شامل ۵۶۶ شرکت آمریکایی در فاصله سال‌های ۱۹۹۲-۱۹۸۳ بود. در تحقیق آنها، ROA بیشترین همبستگی را با بازده سهام داشت.

بائو بائو^۵ (۱۹۹۸) سودمندی ارزش افزوده و سود اقتصادی غیر نرمال را در ۱۶۶ شرکت ایالات متحده مورد بررسی قرار داده است. نتایج مبین آن است که ارزش افزوده بعنوان فاکتور تشریح با اهمیتی در بازده بازار سهام، و قدرت تشریح آن بالاتر از درآمدها می‌باشد.

در تحقیقی با عنوان ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی پلایش شده (REVA) و بازده سهام تعدیل شده بر اساس ریسک توسط مجید شریعت‌پناهی و یوسف بادآورندهی، همبستگی بین متغیرهای تحقیق و قابلیت توضیح دهندگی REVA برای تغییرات هر کدام از معیارهای بازده تعدیل شده بر ریسک (α , RVOL, RVAR) مورد آزمون قرار گرفت.

-
- 1- Shareholder return
 - 2- Makhiha & Lehn
 - 3- Riahi-Belkaoui
 - 4- Dod and Chen
 - 5- Bao Bao

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین REVA و معیارهای بازده سهام تعدیل شده بر ریسک رابطه همبستگی ضعیف وجود دارد و اینکه، α (بازده غیر عادی سهام)، RVAR (بازده تعدیل شده بر اساس ریسک کل) و RVOL (بازده تعدیل شده بر اساس ریسک سیستماتیک) به ترتیب بیشترین میزان همبستگی با REVA را دارند.

گوینده (۱۳۸۶) در پایان نامه خود با عنوان "مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA) در رابطه با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام پرداخته است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی داری بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام وجود ندارد. با این حال، ارزش افزوده اقتصادی نسبت به ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده، رابطه بیشتری با بازده سهام دارد.

در تحقیقی با عنوان تعیین مدلی برای پیش‌بینی بازده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شاخصهای REVA، EVA، EP و EPS توسط هاشم نیکومرام و محمدرضا عسگری (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که شاخص‌های مبتنی بر سود اقتصادی نسبت به شاخص سود حسابداری دارای قدرت پیش‌بینی بالاتری است.

پاشایی (۱۳۸۶) در تحقیقی تحت عنوان بررسی روش‌های ارزیابی عملکرد سنتی (CFO، ROE، ROA) و معیارهای جدید (EVA، REVA، MVA) که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد به این نتیجه رسید که در سطح کل جامعه معیارهای جدید ارزیابی عملکرد (REVA) نسبت به معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد (ROE و ROA) ارتباط و همبستگی بیشتری با بازده تعدیل شده بازار دارند. نتایج در سطح صنایع نشان داد که در صنعت سیمان، آهک و گچ؛ صنعت محصولات شیمیایی؛ صنعت محصولات غذایی و آشامیدنی و صنعت مواد و محصولات دارویی، معیارهای جدید ارزیابی عملکرد نسبت به معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد ارتباط و همبستگی بیشتری با بازده تعدیل شده بازار دارند و در صنعت خودرو و ساخت قطعات و صنعت ماشین‌آلات معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد نسبت به معیارهای جدید ارزیابی عملکرد ارتباط و همبستگی بیشتری با بازده تعدیل شده بازار دارند.

۵. فرضیات پژوهش

- ۱ - بین بازده سهام (SR) و نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) رابطه وجود دارد.
- ۲ - بین بازده سهام (SR) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) رابطه وجود دارد.

۶. روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

مدل کلی استفاده شده در پژوهش، به صورت زیر می‌باشد:

$$SR = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

لازم بذکر است موارد زیر نیز در معادله رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت:

- ۱ - آزمون نرمال بودن داده‌های تحقیق * ۲ - آزمون عدم خودهمبستگی داده‌ها *** ۳ - معناداری مدل و ضرایب آن ***

* برای آزمون نرمال بودن داده‌های تحقیق از آزمون کلموگروف-امیرنرف استفاده شده است.
 ** برای بررسی عدم همبستگی در داده‌ها از آزمون دوربین-واتسن استفاده شده است.
 *** معناداری مدل با استفاده از آماره F، و نیز معنادار بودن هر یک از ضرایب با توجه به آماره t صورت گرفته است.

متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	متغیرهای کنترلی
بازده سهامدار (SR)	بازده دارایی‌ها (ROA)	اهرم مالی ^۱ (LEV)
	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	اندازه شرکت ^۲ (SIZE)
		عمر شرکت ^۳ (AGE)

۷. یافته‌های پژوهش

هدف از این پژوهش سنجش میزان محتوای فزاینده اطلاعات در مورد معیارهای بازدهی مبتنی بر داده‌های حسابداری و ارزش آفرینی می‌باشد. اهمیت این موضوع بعلاوه عدم شناخت کافی از تعریف جدید بازده سهام می‌باشد. بدین منظور دو فرضیه تدوین شده است که نتایج حاصل از آزمون آماری هر یک از فرضیه‌ها در جدول زیر خلاصه شده است. جدول شماره ۱ نتایج حاصل از مدل رگرسیونی خطی چندگانه خطی را به شکل تجمعی بیان می‌دارد.

جدول شماره ۱) نتایج رگرسیونی چندگانه خطی مدل کلی تحقیق

$SR = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
ضریب تعیین: ۸۷/۲٪	دوربین واتسن: ۱/۹۸۴	آماره F: ۵/۵۸۶	معناداری مدل: ۰/۰۰۰

همچنان که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح ۹۵٪ با توجه به آماره F بدست آمده، و سطح معناداری مدل نیز تأیید کننده این مطلب می‌باشد. به بیانی مدل پذیرفته و معنادار است.

۷-۱- نتایج آزمون فرضیات بین بازده سهام و معیار ROA

با توجه به جدول شماره ۲ نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات اول نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون کمتر از سطح ۰/۰۵ در نتیجه بین معیار ROA با بازده سهام همبستگی معنادار ولی ضعیفی وجود دارد. یعنی با افزایش ROA شرکت، بازده سهام افزایش می‌یابد.

1- Leverage
 2- Firm Size
 3- Age of the firm

۲-۷- نتایج آزمون فرضیات بین بازده سهام و معیار ROE

همچنین جدول شماره ۲ نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات دوم نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون بیشتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد در نتیجه بین معیار حسابداری ROE با بازده سهام همبستگی معناداری وجود ندارد.

جدول (۲) آزمون نتایج فرضیات

فرضیه	ضریب همبستگی	سطح معنی داری	نتیجه فرضیه
اول	۰/۰۹۳	۰/۰۳۷	تایید
دوم	-۰/۰۸۷	۰/۰۶۴	رد

پس از حذف متغیرهای بی‌معنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد نتایج مندرج در جدول شماره ۳ بدست آمد. با توجه به اینکه در بخش آزمون فرضیات مشخص شد، بین بازده سهام با ROA رابطه خطی ضعیف و معنادار وجود دارد، لذا می‌توان مدل رگرسیونی زیر را بیان کرد:

$$SR = \beta_0 + \beta_1 ROA + \varepsilon$$

جدول (۳) نتایج رگرسیونی تحقیق

ضریب همبستگی	ضریب تعیین	دوربین - واتسون	سطح معناداری	آماره F
۰/۹۴۴	۰/۸۵۲	۱/۹۵۵	۰/۰۰۰	۹/۴۷۵

بر اساس نتایج بدست آمده از جدول ۳ آزمون دوربین - واتسون عدم خود همبستگی بین خطاها (جملات پسماند) پذیرفته می‌شود، و نیز از آنجاییکه آماره F بیش از آماره محاسبه شده در جداول می‌باشد لذا می‌توان از معادله رگرسیون استفاده کرد. تحلیل واریانس دقت و اهمیت خط رگرسیون را اندازه‌گیری می‌کند. با توجه به جدول ۴، از آنجاییکه میزان آماره t و سطح معناداری که کمتر از ۰/۰۵ است می‌توان بیان داشت که بین بازده دارایی‌ها و بازده سهام رابطه وجود دارد، و علامت مثبت آن‌ها نشان‌دهنده رابطه مستقیم این متغیرها می‌باشد.

جدول (۴) آزمون ضرایب رگرسیون مدل

سال	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۱۳۷	-۱/۴۰۹	۰/۱۶۰
بازده دارایی‌ها	۰/۹۰۳	۱/۹۹۲	۰/۰۳۷

۸. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

برابر تحقیقات گذشته معیار ROA به عنوان یکی از معیارهای سودآوری حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد توجه تصمیم‌گیرندگان در بازار اوراق بهادار می‌باشد و در اغلب موارد دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر معیارهای حسابداری می‌باشد. همچنین نیز به رغم عدم آشنایی عمومی بازار سرمایه به معیار SVA و محاسبه بازده سهام با تعریف جدید، بازده سهام توانسته از طریق معیار ROA تبیین شود، یعنی با افزایش معیار ROA بازده سهام افزایش یافته است. در این پژوهش ضمن محاسبه شاخص‌های مدنظر مشخص گردید بین بازده سهام با ROE همبستگی معناداری وجود نداشته است. این بدین معناست که نمی‌توان از ROE جهت تبیین بازده سهام با تعریف جدید استفاده نمود. این مسئله از آن جهت حائز اهمیت است که استفاده از بازده سهام با تعریف جدید پیچیدگی‌های محاسباتی خاص خود را دارد و مستلزم جمع‌آوری داده‌های مختلف است در حالی که معیارهای ROA و ROE با استفاده از داده‌های حسابداری به سادگی قابل محاسبه می‌باشند. بطور کلی نتایج تحقیق نشان داد که به علت عدم وجود همبستگی بین معیار ROE و بازده سهام نمی‌توان نقطه پیوندی بین معیار ROE و بازده سهام مشخص کرد، بطوریکه معیار ROA معیار قابل اتکائی از جهت داشتن محتوای اطلاعاتی بازده سهام با تعریف جدید می‌باشد. لذا با توجه به نتایج حاصل از فرضیات اول می‌توان ادعا نمود به صرف اینکه شرکتی دارای ROA بالاتری باشد دارای بازده سهام بالاتری می‌باشد و در شرایطی که مبانی شناختی و امکان محاسباتی شاخص بازده سهام با تعریف جدید فراهم نباشد، پیشنهاد می‌گردد از معیار ROA جهت تبیین بازده سهام شرکت‌ها استفاده شود. همچنین بر اساس نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم پیشنهاد می‌شود در جهت تبیین بازده سهام در بورس اوراق بهادار با توجه به عدم محتوای اطلاعاتی معیار ROE، نایستی ادعا نمود به رغم ROE بالاتر، بازده سهام نیز افزایش یافته است. لذا با عنایت به شرایط و محدودیت‌های موجود، بر اساس نتایج حاصل از این تحقیق که در بخش‌های قبلی به تفصیل بیان گردید برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد با در نظر گرفتن سایر معیارهای حسابداری دیگر اعم از EPS و ROS و CFO جهت تبیین بازده سهام استفاده گردد.

منابع

- ۱ - پاشایی فشتالی، محمد، (۱۳۸۹)، "بررسی روش‌های ارزیابی عملکرد سنتی (ROA، ROE، CFO) و جدید (EVA، REVA، MVA) (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد در رشته حسابداری دانشگاه مازندران.
- ۲ - پورحیدری، امید، بیات، علی، (۱۳۸۹)، بررسی سودمندی متغیرهای مبتنی بر بازار در تعیین بازده سهام، تحقیقات حسابداری، شماره ۵، ص ۱.
- ۳ - راعی، رضا؛ پویان‌فر، احمد، (۱۳۸۹)، "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"، چاپ سوم، تهران انتشارات ترمه

۴ - رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم؛ شاهوردیانی، شادی، (۱۳۸۵)، "مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)"، تهران، انتشارات کساکوش.

۵ - شریعت پناهی، مجید، بادآور نهندی، یوسف (۱۳۷۸)، "ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA) و بازده سهام تعدیل شده بر اساس ریسک"، فصلنامه مطالعات حسابداری شماره ۷.

۶ - صمدی لرگانی، محمود، کاویانی، میثم و صمدی لرگانی، نوید، "مروری بر کاربرد معیارهای ارزش آفرینی در تصمیمات مالی (SVA, CSV, TSR, TBR, CFROI, CVA)"، همایش منطقه‌ای حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور، آذر ماه ۱۳۹۰.

۷ - مشایخی، بیتا، فدایی نژاد، محمد اسماعیل، کلاته رحمانی، راحله، (۱۳۸۸)، قدرت توضیح‌دهندگی اقلام تعهدی (غیر عادی) در رابطه با رفتار بازده سهام: بررسی تأثیر سود و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها، تحقیقات حسابداری، شماره ۴، ص ۲.

۸ - گوینده، کمال، (۱۳۸۶)، "مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در رابطه با بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، استاد: راهنما، غلامحسین مهدوی، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز.

۹ - نیکومرام، هاشم و عسگری، محمدرضا، (۱۳۸۸)، "تعیین مدلی برای پیش بینی بازده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شاخص‌های EVA، REVA، EPS و EP.

- 10- Bao, B-H. And D-H. Bao. (1998). Usefulness of Value Added and Abnormal Economic Earnings: An Empirical Examination, Journal of Business Finance and Accounting, 25 (1-2), pp. 251-265.
- 11- Jalaja, (2010), Shareholder Value Creation in India- a sectoral analysis, P 12
- 12- Lehn, k. & Makhija, A.K. (1996). EVA and MVA as performance measures and signals for strategic change. Strategy & Leadership, May/June: 34-38
- 13- Lehn, K., Makhija, A.K. (1996). EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change. Strategy & Leadership 24 (3), 34-38.
- 14- Pablo Fernandez (2002) A Definition of Shareholder Value Creation, Research Paper no. 448. Ameels, A, Bruggeman, W" value added-based management control processes to create value through intergration aliterature review, 200, p21.
- 15- Rappaport A., Creating shareholder value: The new standard for business performance, New York Free Press, 1986

- 16- Riahi-Belkaoui, A., & Picur, R.D. (1993). Net Value Added as an Explanatory Variable for Returns, *Managerial Finance*, 20, 9: 56-64.
- 17- S. Chen and J. L Dodd. (1993) "Usefulness of Operating Income, Residual Income and An Empirical Examination". *Journal Of Business Finance & Accounting*, 25(1).

Explain of explanatory power accounting measures in predicting new definition of share return

Evidences: Tehran Stock Exchange

This study examined the information content measures the rate of Return on Equity (ROE) and return on assets, (ROA) to explain the new definition of the share return. Shares return a new definition in this paper that considering the Equity Market Value (EMV) at the beginning of the period and shareholder value added (SVA) is calculated. The main reason for this test is the computational complexity of share return with new definition.

As respects accounting measures of ROA and ROE is simple calculated; we intend to test the relationship between these measures. for answer this question, whether stock return whit new definition can to predict be by the new accounting measures that have as an return measure. To answer this question, the population data of 76 companies for 6 years (2005-2010) have been available, is choice. For meaningful test hypotheses of the Fisher distribution (F) is used. This study suggests there is a significant positive relationship between share return and ROA, while there is not a significant relationship between ROE and share return.

Keyword: Return on Equity, Return on Assets, share return