

بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران

امید پورحیدری*

چکیده: این مطالعه به بررسی ارتباط بین متغیرهای حسابداری با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. متغیرهای مورد بررسی شامل بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در سودآوری، تغییرات در فرصت‌های رشد و تغییرات در نرخ تنزیل است. مدل بازده این مطالعه مبتنی بر مدل‌های چن و ژانگ [۱۰] است که در آن ارزش شرکت شامل ارزش دارایی‌های آن در حال حاضر به‌علاوه فرصت‌های رشد آتی است. نتایج آزمون مدل‌های پژوهش با توجه به پنج متغیر کلیدی ذکر شده و با استفاده از داده‌های تجمعی نشان داد، ارتباط معناداری بین ۴ متغیر یعنی بازده سود، تغییر در سودآوری، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، و تغییر در نرخ تنزیل وجود دارد. مدل پژوهش بالغ بر ۳۰٪ تغییرات بازده سهام را تبیین نموده است که بیشترین قدرت تبیین نیز مربوط به متغیرهای جریانات نقدی است. استحکام مدل با توجه به داده‌های سالانه نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

واژه‌های کلیدی: بازده سهام، بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در سودآوری، تغییرات در فرصت‌های رشد، تغییرات در نرخ تنزیل

۱. مقدمه

یکی از اهداف حسابداری فراهم آوردن اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران برای کمک به آن‌ها در پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها است. اگر اطلاعات حسابداری برای تبیین بازده سودمند باشد، در آن صورت تغییرات در داده‌های حسابداری باید سبب تغییر در بازده سهام شرکت‌ها شود. تاکنون پژوهش‌های داخلی و خارجی متعددی در رابطه با ارتباط بین داده‌های حسابداری با قیمت سهام یا بازده سهام صورت گرفته است. به‌عنوان نمونه، می‌توان به پژوهش استون و هریس [۱۳] لیو و زاوین [۱۹]، الی و وایمیر [۱۴]، ثقفی و تالانه [۵] و پورحیدری و همکاران [۴] اشاره نمود. این پژوهش‌ها عمدتاً بر متغیرهایی نظیر سود، ارزش دفتری، جریان‌ات نقدی عملیاتی و سود سهام نقدی تمرکز نموده و کمتر به متغیرهایی نظیر سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در فرصت‌های رشد و تغییرات در سودآوری شرکت‌ها تمرکز نموده‌اند. هم‌چنین پژوهش‌های داخلی کمتر به مقوله ریسک یا همان نرخ تنزیل جریان‌ات نقدی آتی توجه نموده‌اند و به دلیل مشکلات اندازه‌گیری این متغیر عموماً این عامل را کمتر مد نظر قرار داده‌اند.

هدف این پژوهش بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام در محیط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ایران است. از آنجایی که محیط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ایران متفاوت از سایر کشورها است، عوامل مؤثر بر بازده می‌تواند متفاوت از سایر کشورها باشد. برای این منظور مدل بازده این مطالعه مبتنی بر مدل چن و ژانگ [۱۰] است که در آن ارزش سهام شرکت برابر با ارزش فعلی جریان‌ات نقدی آتی شرکت با توجه به نرخ تنزیل شرکت است. همانند پژوهش چن و ژانگ [۱۰] این مطالعه چهار عامل مرتبط با جریان‌ات نقدی آتی شرکت که شامل بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در سودآوری و تغییرات در فرصت‌های رشد است را مورد بررسی قرار می‌دهد. این چهار عامل متغیرهای مؤثر بر جریان‌ات نقدی آتی شرکت بر مبنای ادبیات نظری موجود است. تغییر جریان‌ات نقدی سبب تغییر در بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. غیر از متغیر جریان‌ات نقدی آتی عامل دیگری که بازده سهام و هم‌چنین قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد تغییر نرخ تنزیل است که با توجه به تغییر در میزان ریسک در نوسان است. در نتیجه، عامل اثرگذار دیگر بر بازده تغییر در نرخ تنزیل است.

بررسی عوامل تعیین کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می تواند سبب شناسایی متغیرهای تبیین کننده تغییرات قیمت و نهایتاً بهبود تصمیم گیری سرمایه گذاران و تخصیص بهینه منابع شود. در واقع با مشخص شدن عوامل تعیین کننده تغییرات قیمت سهام ذهنیت سرمایه گذاران در خصوص عوامل مؤثر بر تغییرات قیمت سهام اصلاح خواهد شد و به دلیل قیمت گذاری درست جذابیت های بازار سرمایه افزایش و بازار سرمایه توسعه خواهد یافت.

ساختار بقیه مقاله به این صورت است که در بخش دوم پیشینه پژوهش بیان خواهد شد. در بخش سوم، روش پژوهش، نمونه و متغیرهای پژوهش بیان خواهد شد، در بخش چهارم یافته های تجربی پژوهش ارائه خواهد شد. در پایان نیز نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش آورده خواهد شد.

۲. پیشینه ی پژوهش

بررسی عوامل تعیین کننده تغییرات قیمت سهام در دهه های اخیر از سوی پژوهشگران حسابداری و مالی به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است. یکی از پژوهش های انجام شده در این زمینه مطالعه لیو و تیاگاراگان [۱۸] است. لیو و تیاگاراگان محتوای اطلاعاتی افزایشی برخی از ۱۲ متغیر مالی نظیر مخارج سرمایه ای، حاشیه سود ناخالص، کیفیت سود و کیفیت حسابرسی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آنان نشان داد متغیرهای مالی مانند مخارج سرمایه ای و حاشیه سود ناخالص دارای محتوای اطلاعاتی افزایشی در مقایسه با سود است. متغیرهای کیفیت سود و کیفیت حسابرسی در برخی از سالها معنادار بوده است.

آباربانل و بوشی [۸] در پژوهشی به بررسی توانایی کسب بازده غیرعادی با استفاده از تحلیل بنیادی پرداختند. آنان برای بررسی این موضوع از متغیرهای شناسایی شده به وسیله لیو و تیاگاراگان [۱۸] استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد، میانگین ضرایب متغیرهای موجودی کالا، سود ناخالص و هزینه های اداری و فروش برای ۱۲ ماه و ۶ ماه پس از افشای اطلاعات معنادار بود.

از دیگر مطالعات انجام شده در رابطه با ارتباط بین متغیرهای بنیادی و بازده سهام می توان به پژوهش گریک [۱۵] و دیچو و همکاران [۱۲] اشاره نمود. یافته های آنها نشان داد که

نسبت‌های بنیادی (داده‌های حسابداری) بازده سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. کلوب و نافی [۱۱] نیز رویکرد ارزش‌گذاری بنیادی را در شرکت‌های انگلیسی مورد بررسی قرار دادند. دوره‌ی پژوهش آن‌ها از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰ و از متغیرهای مورد بررسی آن‌ها بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بود. آن‌ها نشان دادند دو متغیر گفته شده بخش عمده‌ای از بازده سهام شرکت‌های انگلیسی را تشریح می‌کند. نتایج پژوهش آنان بیانگر مربوط بودن ارزش‌گذاری بنیادی در تبیین و پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها بود.

لام [۱۶] با بررسی اثر متغیرهای بتا، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت بر بازده سهام در بورس سهام هنگ‌کنگ به این نتیجه رسید که بتا قدرت تبیین بازده سهام در بورس هنگ‌کنگ را نداشته اما سه متغیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت با بازده سهام مرتبط هستند. چن و ژانگ [۱۰] به بررسی ارتباط بین متغیرهای مالی با بازده پرداخته‌اند. متغیرهای مورد بررسی آن‌ها شامل بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییر در سودآوری، تغییر در فرصت‌های رشد، و تغییر در نرخ تنزیل بود. نتایج مطالعه‌ی آنان نشان داد، بین پنج متغیر گفته شده و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

باقرزاده [۱] در پژوهشی به بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۷۶-۱۳۸۳ پرداخته است. نتایج پژوهش او نشان داد، بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام رابطه خطی مثبتی وجود دارد. همچنین، از بین متغیرهای مورد مطالعه در پژوهش سه متغیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت بیشترین نقش را در تبیین بازده سهام ایفا می‌نمودند. با این وجود، برخلاف انتظار رابطه هر سه متغیر یاد شده با بازده سهام متضاد با ادبیات نظری بود.

ثقفی و سلیمی [۶] در پژوهشی به بررسی رابطه بین برخی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام پرداختند. نتایج مطالعه‌ی آنان نشان داد تغییر در سودآوری، مجموع دارایی‌ها و نوع گزارش حسابرس با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری دارد. سه متغیر یاد شده ۴۸ درصد تغییرات در بازده غیرعادی سهام را توضیح می‌دادند. شباهنگ و یعقوب نژاد [۷] نیز در پژوهشی به بررسی ارتباط بین سود و بازده با استفاده از شش مدل مختلف پرداختند. یکی از مدل‌های آنان متغیرهای حسابداری را مورد بررسی قرار می‌داد. آن‌ها دوره پژوهش

۱۳۷۲ تا ۱۳۸۳ را به دوره‌های یک‌ساله، دو ساله، چهار ساله، شش ساله، هشت ساله و نه ساله تقسیم نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، افزودن متغیرهای حسابداری به مدل اولیه، تا دوره‌ی چهارم باعث افزایش ضریب تعیین می‌شود اما پس از آن اهمیت خود را از دست می‌دهد.

بهرامفر و شمس‌عالم [۲] پژوهشی را برای بررسی تأثیر اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی سهام انجام دادند. متغیرهای مورد استفاده آن‌ها درجه اهرم مالی، اقلام تعهدی، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، رشد دارایی‌های ثابت، تغییر در وجوه نقد عملیاتی، ارزش بازار شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، و هزینه مالی بود. یافته‌های آنان نشان داد، متغیرهای حسابداری غیر از سود در ارزیابی سهام از اهمیت زیادی برخوردار است.

پورحیدری و همکاران [۴] به بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. دوره‌ی زمانی بررسی آن‌ها از ۱۳۷۵ تا پایان ۱۳۸۳ بود. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که نخست؛ بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش بازار شرکت به وسیله‌ی سود تبیین می‌شود، دوم؛ عمده قدرت توضیح دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری مربوط به سود است و سوم؛ ارزش دفتری شرکت در مقایسه با سود هر سهم از قدرت توضیح دهندگی مناسبی برخوردار نیست.

پورحیدری و بیات [۳] به بررسی توان توضیح دهندگی متغیرهای بنیادی در مقایسه با متغیرهای مبتنی بر بازار در ارزش‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که متغیرهای بتا، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، شتاب و نسبت سود به قیمت بیشترین قدرت توضیح دهندگی را دارند. هم‌چنین مشاهده شده است که مدل‌های رگرسیونی حاصل از متغیرهای مبتنی بر بازار قدرت توضیح دهندگی بالاتری نسبت به مدل‌های مبتنی بر متغیرهای بنیادی دارند.

مطالعات گفته شده برخی از عوامل مؤثر بر تغییرات بازده سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند و هیچ‌یک از مطالعات داخلی گفته شده به‌طور جامع کلیه‌ی متغیرهای مؤثر بر جریان‌ات نقدی آتی شرکت‌ها یعنی بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در سودآوری، تغییرات در فرصت‌های رشد و هم‌چنین عامل تنزیل را مورد بررسی قرار نداده‌اند. این مطالعه مدل‌های تکامل یافته چن و ژانگ [۱۰] را در محیط اقتصادی ایران مورد بررسی قرار داده است.

۳. روش پژوهش و داده‌ها

۳-۱. روش پژوهش

روش پژوهش حاضر شبه تجربی است. تجزیه و تحلیل تجربی این مطالعه بر ارتباط بین بازده سهام و داده‌های حسابداری تمرکز یافته است. این ارتباط از مدل تئوریک چن و ژانگ [۱۰] استخراج شده است. بر طبق مدل تئوریک چن و ژانگ [۱۰]، دو نسخه تجربی در رابطه با تبیین بازده با استفاده از اطلاعات حسابداری می‌توان ارائه نمود. مدل اول به صورت زیر است:

$$R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi \Delta \hat{g}_{it} + \varphi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

جایی که R_{it} ، بازده سهام شرکت؛ X_{it} ، بازده سود حسابداری؛ $\Delta \hat{q}_{it}$ ، تغییر در سودآوری؛ $\Delta \hat{b}_{it}$ ، درصد سرمایه‌گذاری مالکان؛ $\Delta \hat{q}_{it}$ ، تغییر در فرصت‌های رشد؛ $\Delta \hat{r}_{it}$ ، تغییر در نرخ تنزیل؛ $\alpha, \beta, \lambda, \sigma, \psi, \varphi$ ضرایب رگرسیون و ε_{it} مقدار جزء اخلاص است.

در مدل دوم این پژوهش ویژگی‌های خاص شرکت‌ها مانند رشدی یا غیررشدی بودن (سطوح مختلف فرصت‌های رشد) و شرکت‌های با سودآوری بالا و پایین نیز مد نظر قرار گرفته است. با توجه به این موضوع یعنی سطوح مختلف سودآوری و هم‌چنین سطوح مختلف فرصت‌های رشد، مدل دوم پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

$$R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda_1 \Delta \hat{q}_{it} + \lambda_2 H \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi_1 \Delta \hat{g}_{it} + \psi_2 H \Delta \hat{g}_{it} + \varphi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

جایی که H متغیر مصنوعی برای شرکت‌های با تغییر سودآوری بالا و شرکت‌های با تغییر فرصت‌های رشد بالا است.

مطالعات انجام شده در سال‌های اخیر عمدتاً بر متغیرهای سود در تبیین بازده سهام تمرکز نموده‌اند که می‌توان به پژوهش علی و زاروین [۹] لیو و زاوین [۱۹]، الی و وایمیر [۱۴]، لو و لای [۲۰]، و پورحیدری و همکاران [۴] اشاره نمود. برای آزمون این که آیا مدل بازده این پژوهش بازده تبیین شده توسط سایر مدل‌ها را بهبود می‌بخشد، نتایج مدل‌های ۱ و ۲ با مدل استفاده شده در سایر پژوهش‌ها که در زیر آمده مورد مقایسه قرار گرفت:

$$R_{it} = \alpha + Bx_{it} + \lambda \Delta x_{it} + e_{it} \quad (۳)$$

جایی که Δx_{it} تغییر در سود است که با توجه به ارزش بازار ابتدای دوره همگن شده است.

۲-۳. متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

بازده سهام (R_{it}): بازده سهام شرکت t برای سال t با توجه به تفاوت قیمت سهام شرکت در ابتدا و پایان دوره و اعمال آثار سود نقدی و افزایش سرمایه محاسبه شده است. بازده سود (X_{it}): بازده سود نشان دهنده ارزش ایجاد شده در دوره t جاری است. بازده سود از طریق تقسیم سود خالص بر ارزش سهام شرکت در ابتدای دوره یعنی $X_{it} = X_{it} / V_{it-1}$ محاسبه شده است.

تغییر در سودآوری ($\Delta \hat{q}_{it}$): تغییر در سودآوری کانون ایجاد ارزش است. مدل تئوریک چن و ژانگ [۱۰] ملزم می کند که Δq_{t+1} با توجه به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ابتدای دوره، B_t / V_t ، تعدیل شود. این امر به دلیل آن است که تغییر سودآوری به واسطه میزان سرمایه گذاری سهامداران ایجاد ارزش را تحت تأثیر قرار می دهد. انتظار می رود ضریب Δq_{t+1} برای همه سطوح سودآوری مثبت باشد. انتظار می رود اثر Δq_{t+1} بر بازده برای شرکت هایی که دارای تغییرات در سودآوری بالا $H \Delta q_{t+1}$ ، هستند بزرگ تر باشد. تغییر در سودآوری به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\Delta \hat{q}_{it} = (q_{it} - q_{it-1}) B_{it-1} / V_{it-1}$$

q_{it} حاصل تقسیم سود خالص (X_{it}) بر ارزش دفتری سهام شرکت در ابتدای سال (B_{it-1}) است. در واقع محاسبه q_{it} که همان ROE شرکت می باشد به صورت زیر است:

$$q_{it} = \frac{X_{it}}{B_{it-1}}$$

درصد سرمایه گذاری مالکان ($\Delta \hat{b}_{it}$): درصد سرمایه گذاری مالکان، به عنوان تغییر نسبی در حقوق صاحبان سهام، $\Delta B_{t+1} / B_t$ ، تعریف می شود که بازده را تحت تأثیر قرار می دهد. مدل تئوریک چن و ژانگ [۱۰] بیان می کند که $\Delta B_{t+1} / B_t$ با توجه به $(1 - B_t / V_t)$ تعدیل شود تا منعکس کننده این حقیقت باشد که بازده های مربوط به

خالص ارزش ایجاد شده از مبلغ سرمایه‌گذاری شده توسط سهامداران در طی دوره بیش از هزینه سرمایه بوده است. درصد سرمایه‌گذاری مالکان به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\Delta \hat{b}_{it} = [(B_{it} - B_{it-1}) / B_{it-1}] (1 - B_{it-1} / V_{it-1})$$

تغییر در فرصت‌های رشد ($\Delta \hat{g}_{it}$): انتظار می‌رود با تغییر در فرصت‌های رشد مثبت ارزش سهام شرکت و در نتیجه بازده افزایش یابد. پیش‌بینی می‌شود اثر Δg_{t+1} بر بازده برای شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، $H\Delta g_{t+1}$ ، بزرگ‌تر باشد. طبق مدل تئوریک چن و ژانگک [10] Δg_{t+1} باید توجه به B_t / V_t تعدیل شود. ضریب Δg_{t+1} ، بعد از تعدیل با استفاده از B_t / V_t مثبت است. تغییر در فرصت‌های رشد آتی به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\Delta \hat{g}_{it} = (g_{it} - g_{it-1}) B_{it-1} / V_{it-1}$$

تغییر در فرصت‌های رشد شرکت i در سال t با توجه به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ابتدای دوره تعدیل شده است. git از طریق تفاوت کل دارایی‌های شرکت در ابتدا و انتهای دوره محاسبه شده و با توجه به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده است. تغییر در نرخ تنزیل ($\Delta \hat{r}_{it}$): نرخ تنزیل تعیین‌کننده چگونگی قیمت‌گذاری جریان‌ات نقدی آتی است. افزایش در نرخ تنزیل ارزش فعلی جریان‌ات نقدی آتی را کاهش می‌دهد که این امر سبب ارزش سهام و بازده پایین‌تر می‌شود. بنابراین، باید ضریب Δr_t منفی باشد. برای محاسبه تغییر در نرخ تنزیل از نرخ رشد شاخص مسکن مربوط به کلان‌شهرها که در سایت رسمی بانک مرکزی اعلام می‌شود، استفاده شده است. تغییر در نرخ تنزیل با توجه به تفاوت نرخ تنزیل انتها و ابتدای دوره پس از تعدیل با توجه به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ابتدای دوره محاسبه شده است:

$$\Delta \hat{r}_{it} = (r_t - r_{t-1}) B_{it-1} / V_{it-1}$$

شرکت‌های با تغییر سودآوری بالا ($H\Delta \hat{q}_{it}$): برای تعیین شرکت‌های با تغییر سودآوری بالا و پایین از متغیر مصنوعی صفر و یک استفاده شده است. چنانچه تغییرات در سودآوری یک شرکت بالاتر از متوسط بوده در گروه شرکت‌های با تغییرات در سودآوری بالا قرار گرفته و عدد یک به آن اختصاص داده شده و در غیر این صورت به آن عدد صفر اختصاص داده شده است.

شرکت‌های با تغییر در فرصت‌های رشد بالا ($H\Delta\hat{g}_{ii}$): برای تعیین شرکت‌های با تغییرات در فرصت‌های رشد بالا و پایین نیز از متغیر مصنوعی صفر و یک استفاده شده است. برای این منظور ابتدا شرکت‌ها با توجه به متوسط تغییرات در فرصت‌های رشد آن‌ها به دو گروه شرکت‌های با تغییرات در فرصت‌های رشد بالا و پایین تقسیم شده‌اند. سپس چنانچه تغییرات در فرصت‌های رشد شرکت بیش‌تر از متوسط بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده شده است.

۳-۳. جامعه و نمونه‌ی آماری و داده‌های پژوهش

برای استخراج پنج داده پژوهش یعنی بازده سالانه سهام، بازده سود حسابداری، تغییرات در سودآوری، درصد سرمایه‌گذاری مالکان و تغییرات در فرصت‌های رشد از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز استفاده شده است. برای محاسبه تغییر در نرخ تنزیل از نرخ رشد شاخص مسکن مربوط به کلان شهرها که در سایت رسمی بانک مرکزی اعلام می‌شود استفاده شده است. دوره‌ی مورد بررسی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ است. جامعه‌ی آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. انتخاب نمونه با اعمال پنج معیار صورت گرفته عبارتند از: (۱) پایان سال مالی شرکت ۲۹ اسفند باشد، (۲) شرکت مربوط به واسطه‌گری مالی نباشد، (۳) شرکت بیش از ۴ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد، (۴) شرکت در طی دوره مورد بررسی سودده باشد، و (۵) ارزش دفتری شرکت مثبت باشد. برای حذف مشاهدات غیرعادی مشاهداتی که جزو ۱٪ بالا و پایین هر یک از شش متغیر بودند حذف شدند.

۳-۴. آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی در نگاره یک آورده شده است. تابلو الف نگاره یک آمار توصیفی همه مشاهدات را نشان می‌دهد. میانگین بازده سالانه شرکت‌های نمونه ۳۵٪ و میانه آن ۱۹٪ بوده است که با متوسط بازده سالانه هم‌خوانی دارد. میانگین (میان) بازده سود ۲۳٪ (۱۹٪) است که بیانگر نسبت قیمت به سود ۴/۸ (۵/۱) است. میانگین (میان) تغییر در سودآوری، ۷/۱۲٪ (-۴/۶٪) و درصد سرمایه‌گذاری مالکان ۲۶٪ (۱۵٪) است. میانگین (میان) فرصت‌های رشد شرکت‌های نمونه ۶۳٪ (-۲/۲۹٪) بوده که بیانگر انتظار رشد منفی اغلب

شرکت‌های نمونه است. میانگین (میانه) تغییر در نرخ تنزیل؛ $1/18$ (۳۷٪)؛ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار $73/55$ (۵۵٪) است.

تابلو ب نگاره یک ضریب همبستگی بین متغیرها را نشان می‌دهد. تابلو ب نشان می‌دهد که بازده سهام ارتباط مثبت و معناداری با بازده سود، تغییر در سودآوری، و درصد سرمایه‌گذاری مالکان دارد. هم‌چنین بازده سهام ارتباط منفی و معناداری با تغییر در نرخ تنزیل دارد. نوع ارتباط و معنادار بودن آن‌ها با پیش‌بینی‌های نظری سازگار است. سه متغیر جریان نقدی به‌طور مثبت با یکدیگر ارتباط دارند و تنها تغییر در فرصت‌های رشد با وجود ضریب مثبت معنادار نیست. ارتباط نرخ تنزیل با سایر متغیرها منفی و تنها با بازده سود ارتباط مثبت دارد.

نگاره شماره ۱: آمار توصیفی

تابلو الف: آمار توصیفی داده‌های تجمعی					
عنوان متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده سهام (R_{it})	۰.۳۵	۰.۱۹	۰.۶۳	-۰.۷۱	۳.۷۱
بازده سود (X_{it})	۰.۲۳	۰.۱۹	۰.۱۷	۰.۰۱	۲.۵۱
تغییر در سودآوری (Δq_{it})	-۷.۱۲	-۴.۶	۵۲.۴۳	-۴۸۸.۱۵	۳۲۱.۱۳
تغییر در سودآوری تعدیل شده ($\Delta \hat{q}_{it}$) (%)	-۲.۶۳	-۱.۵۲	۲۱.۱۸	-۲۲۶.۲۸	۲۲۳.۸۲
درصد سرمایه‌گذاری مالکان ($\Delta B_{it} / B_{it-1}$) (%)	۰.۲۶	۰.۱۵	۰.۴۵	-۰.۸۹	۳.۲۴
درصد سرمایه‌گذاری مالکان تعدیل شده ($\Delta \hat{b}_{it}$)	۰.۱۹	۰.۰۷	۰.۳۸	-۰.۳۶	۳.۱۶
تغییر در فرصت‌های رشد (Δg_{it})	-۰.۶۳	-۳.۲۹	۵۶.۶۲	-۲۹۵.۸	۳۷۵.۰۰
تغییر در فرصت‌های رشد تعدیل شده ($\Delta \hat{g}_{it}$) (%)	-۰.۵۹	-۰.۶۳	۲۶.۵۰	-۱۶۰.۰۰	۲۴۷.۰۰
تغییر نرخ تنزیل تعدیل شده ($\Delta \hat{r}_{it}$) (%)	۱.۱۸	۰.۳۷	۳.۴۱	-۸.۰۰	۳۰.۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B_{it-1} / V_{it-1})	۰.۷۳	۰.۵۵	۰.۴۸	۰.۱۶	۳.۲۹

تابلو ب: ماتریس ضریب همبستگی پیرسون					
عنوان متغیر	X_{it}	Δq_{it}	ΔB_{it}	Δg_{it}	Δr
بازده سود (X_{it})	۰.۴۷**				
تغییر در سودآوری (Δq_{it})	۰.۲۵**	۰.۴۰**			
درصد سرمایه‌گذاری مالکان (ΔB_{it})	۰.۲۱**	۰.۱۳**	۰.۲۶**		
تغییر در فرصت‌های رشد (Δg_{it})	۰.۰۳	۰.۰۹**	۰.۰۹**	۰.۰۴	
تغییر نرخ تنزیل (Δr)	-۰.۱۱**	۰.۰۶*	-۰.۰۳	-۰.۱۲**	-۰.۰۲

** در سطح ۱٪ معنادار

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. نتایج داده‌های تجمعی

نگاره ۲ نتایج حاصل از داده‌های تجمعی را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از مدل ۱ نشان می‌دهد که از بین ۵ متغیر مورد بررسی ضریب ۴ متغیر در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار و علامت ۳ متغیر با علامت پیش‌بینی شده سازگار است. به‌طور کلی، نتایج مدل ۱ نشان می‌دهد، ارتباط معناداری بین بازده سود و درصد سرمایه‌گذاری مالکان با بازده سهام وجود دارد، همچنین ارتباط بین نرخ تنزیل و بازده سهام منفی است.

ضریب متغیر بازده سود (X) معادل $۲/۱$ ($t=۱۶/۲۷$) در مدل ۱ و $۲/۱$ ($t=۱۶/۵۵$) در مدل ۲ است که در هر دو مدل ضریب مذکور در سطح بیش از ۹۹٪ معنادار است و علامت آن نیز با علامت پیش‌بینی شده سازگار است. این نتایج نشان می‌دهد که بازده سود عامل مهمی در تبیین بازده سهام است. ضریب تغییر در سودآوری ($\Delta\hat{q}$) برای مدل ۱ معادل $-۰/۴۶$ ($t=-۴/۴۴$) و برای مدل ۲ معادل $-۰/۷۰$ ($t=-۶/۲۶$) است که در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار است و می‌توان گفت بین تغییر در سودآوری و بازده سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. البته ضریب متغیر تغییر در سودآوری برای شرکت‌ها با تغییر در سودآوری بالا ($H\Delta\hat{q}$) معادل $۰/۲۲$ ($t=۵/۱۹$) است که در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار است. در نتیجه می‌توان گفت بین تغییر در سودآوری و بازده شرکت‌ها با تغییر در سودآوری بالا ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به ضریب مثبت متغیر $H\Delta\hat{q}$ و ضریب منفی متغیر $\Delta\hat{q}$ می‌توان نتیجه گرفت، ضریب متغیر تغییر در سودآوری تنها در رابطه با شرکت‌های با سودآوری پایین منفی است و در رابطه با شرکت‌های با سودآوری بالا ارتباط مثبت و معنادار است که با پیش‌بینی‌های تئوریک سازگار است.

متغیر درصد سرمایه‌گذاری مالکان ($\Delta\hat{b}$) دارای ضریبی به میزان $۰/۲۶$ ($t=۵/۱۸$) در رابطه با مدل ۱ و $۰/۲۲$ ($t=۴/۵۱$) در رابطه با مدل ۲ است که در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار و علامت آن با علامت پیش‌بینی شده سازگار است. ضریب مثبت و معنادار متغیر مذکور بیانگر آن است که سرمایه‌گذاری مالکان به ایجاد ارزش در شرکت منجر می‌شود. تغییر در فرصت‌های رشد ($\Delta\hat{g}$) دارای ضریبی معادل $۰/۰۹$ ($t=۱/۳۰$) در مدل ۱ و $-۰/۱۵$ ($t=۱/۸۲$) در مدل ۲ است که بیانگر نبود تفاوت معنادار در سطح اطمینان بیش از

۹۹٪ است. همچنین تغییر در فرصت‌های رشد در شرکت‌های با رشد بالا ($H\Delta\hat{g}$) تاثیری بر بازده شرکت‌ها ندارد. در نهایت، ضریب متغیر تغییر نرخ تنزیل ($\Delta\hat{r}$) برای مدل ۱ معادل $2/79 - (t=5/02)$ و برای مدل ۲ معادل $3/19 - (t=5/77)$ است که در سطح اطمینان ۹۹٪ متفاوت از صفر است. همچنین علامت ضریب نرخ تنزیل نیز منفی است که با علامت پیش‌بینی شده سازگار بوده و بیانگر آن است که با افزایش نرخ تنزیل نرخ بازده کاهش می‌یابد.

نگاره شماره ۲: نتایج رگرسیون با توجه به داده‌های تجمعی

$$\text{مدل ۱: } R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi \Delta \hat{g}_{it} + \phi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل ۲: } R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda_1 \Delta \hat{q}_{it} + \lambda_2 H \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi_1 \Delta \hat{g}_{it} + \psi_2 H \Delta \hat{g}_{it} + \phi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل ۳: } R_{it} = \alpha + Bx_{it} + \lambda \Delta x_{it} + e_{it}$$

عنوان متغیر	علامت	مدل ۳		مدل ۴		مدل ۵	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
مقدار ثابت	-/+	-۰.۱۳**	-۳.۴۹	-۰.۲۷***	-۶.۰۱	-۰.۱۴**	-۳.۶۳
x	+	۲.۱۰**	۱۶.۲۷	۲.۱۰***	۱۶.۵۵	۲.۴۳**	۱۴.۸۷
Δx	+	-	-	-	-	-۰.۹۴**	-۴.۹۳
$\Delta \hat{q}$	+	۰.۴۶**	-۴.۴۴	-۰.۷۰***	-۶.۲۶		
$H \Delta \hat{q}$	+	-	-	۰.۲۲**	۵.۹		
$\Delta \hat{b}$	+	۰.۲۶**	۵.۱۸	۰.۲۲**	۴.۵۱		
$\Delta \hat{g}$	+	-۰.۰۹	-۱.۳۰	-۰.۱۵*	۱.۸۲		
$H \Delta \hat{g}$	+	-	-	-۰.۷۹*	۱.۸۳		
$\Delta \hat{r}$	-	-۲.۷۹**	-۵.۰۱	-۳.۱۹**	-۵.۷۷		
$AdjR^2$			۲۷.۷		۳۰.۳		۲۴.۳
دوربین واتسون			۱.۵۶		۱.۵۸		۱.۵۲

***, **, * به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار

نگاره ۲ همچنین نتایج تجربی مدل شاخص (مدل ۳) را نشان می‌دهد. ضریب بازده سود و تغییر در بازده سود به ترتیب $2/43$ ($t=14/87$) و $0/94 - (t=-4/93)$ است که هر دو متغیر در سطح خطای ۱ درصد متفاوت از صفر است. ضریب تعیین مدل ۳ معادل $24/3$ ٪ است

که کمتر از ضریب تعیین مدل‌های ۱ و ۲ است. در نتیجه می‌توان گفت متغیرهای اضافه شده در مدل‌های ۱ و ۲ محتوای اطلاعاتی افزایشی جهت پیش‌بینی بازده دارند.

۲-۴. نتایج داده‌های سالانه

نتایج تخمین مدل، با استفاده از داده‌های سالانه در تابلو الف (مدل ۱) و تابلو ب (مدل ۲) نگاره ۳ آورده شده است. نتایج بررسی تاثیر متغیرهای بنیادی بر بازده سهام (مدل‌های ۱ و ۲) نشان می‌دهد که از بین پنج متغیر مورد بررسی بازده سود در تبیین بازده سهام برای کلیه سال‌ها به غیر از سال ۱۳۸۱ (مدل ۱) معنادار بوده است. ضریب متغیر بازده سود برای کلیه سال‌ها و در هر دو مدل بالاتر از یک است که بیانگر نقش مهم بازده سود در مقایسه با سایر متغیرها در تبیین بازده سهام است. ضریب بازده سود برای کلیه سال‌ها بیش از یک و به استثناء سال ۱۳۸۱ در سطح اطمینان ۹۹٪ در رابطه با هر دو مدل معنادار است. ضریب متغیر تغییر در سودآوری ($\Delta \hat{q}$) در مدل ۱ برای هیچ یک از سال‌ها معنادار نیست، اما در مدل ۲ برای سال‌های ۱۳۷۸، ۱۳۸۱، و ۱۳۸۷ معنادار است. ضریب متغیر گفته شده برای شرکت‌های با تغییر در سودآوری بالا برای سال‌های ۱۳۷۸، ۱۳۸۱ و ۱۳۸۷ مثبت و معنادار است و بیانگر آن است که تنها در صورت بالا بودن تغییر در سودآوری بازده سهام مثبت خواهد بود.

نتایج مدل‌های ۱ و ۲ نشان می‌دهد، ضریب متغیر درصد سرمایه‌گذاری مالکان ($\Delta \hat{b}$) برای سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۶ معنادار و علامت آن با علامت پیش‌بینی شده سازگار است، اما برای بقیه سال‌ها معنادار نیست. متغیر تغییر در فرصت‌های رشد ($\Delta \hat{g}$) در هر دو مدل برای هیچ‌یک از سال‌های مورد بررسی معنادار نبوده و علامت آن نیز برای برخی از سال‌ها منفی و برای برخی از سال‌ها مثبت است.

بررسی ارتباط بین تغییر در نرخ تنزیل ($\Delta \hat{r}$) با بازده سهام با توجه به داده‌های مقطعی که در نگاره ۱ آورده شده نشان می‌دهد که برای سال‌های ۱۳۷۹، ۱۳۸۰، ۱۳۸۱، ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ ارتباط معناداری بین نرخ تنزیل و بازده سهام وجود دارد. ارتباط بین نرخ تنزیل و بازده سهام برای سال‌های ۱۳۷۸، ۱۳۸۵، ۱۳۸۶، و ۱۳۸۷ نیز منفی اما معنادار نبوده است.

نگاره شماره ۳: نتایج رگرسیون با توجه به داده‌های سالانه

مدل ۱: $R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi \Delta \hat{g}_{it} + \phi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it}$
 مدل ۲: $R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda_1 \Delta \hat{q}_{it} + \lambda_2 H \Delta \hat{q}_{it} + \sigma \Delta \hat{b}_{it} + \psi_1 \Delta \hat{g}_{it} + \psi_2 H \Delta \hat{g}_{it} + \phi \Delta \hat{r}_{it} + \varepsilon_{it}$
 مدل ۳: $R_{it} = \alpha + Bx_{it} + \lambda \Delta x_{it} + e_{it}$

تابلو الف: نتایج رگرسیون مدل شماره ۱

سال	مقدار ثابت	X	$\Delta \hat{q}$	$\Delta \hat{b}$	$\Delta \hat{g}$	$\Delta \hat{r}$	$AdjR^2$	D.W
۱۳۷۸	-۰.۱۸	۲.۸۸**	-۰.۷۸	۰.۰۹	-۰.۲۸	-۴.۷۰	۴۰.۵	۲.۱۲
۱۳۷۹	-۰.۰۹	۴.۰۶**	-۰.۰۹	-۰.۰۶	۰.۰۷	-۲۸.۳۱**	۶۰.۶	۲.۱۲
۱۳۸۰	-۰.۴۵	۳.۷۵**	۰.۴۱	۰.۵۹	۰.۰۰	-۳۱.۴۵**	۴۲.۵	۲.۰۶
۱۳۸۱	۰.۳۶*	۱.۱۵	-۰.۹۷	۰.۲۲	۰.۳۲	-۴۱.۰۵*	۸.۱	۱.۸۶
۱۳۸۲	-۰.۴۲**	۴.۴۵**	-۰.۴۳	۰.۵۸	۰.۰۴	۹.۱۳	۴۴.۹	۱.۸۲
۱۳۸۳	-۰.۳۰**	-۲.۴۰**	۰.۰۵	-۰.۱۲	-۰.۱۵	۴.۴۰**	۴۸.۸	۲.۱۳
۱۳۸۴	-۰.۳۰**	۲.۳۰**	۰.۰۶	-۰.۱۰	-۰.۱۳	۴.۰۰**	۴۴.۸	۲.۱۶
۱۳۸۵	-۰.۲۳	۳.۴۲**	-۰.۳۸	۰.۰۳	-۰.۲۶	-۹.۹۳	۴۲.۸	۱.۸۳
۱۳۸۶	-۰.۱۹*	۱.۹۶**	۰.۱۰	۰.۴۱**	-۰.۲۳	-۱.۱۷	۳۴.۵	۲.۱۶
۱۳۸۷	۰.۲۱**	۱.۳۰**	-۰.۱۳	-۰.۰۱	۰.۰۳	-۰.۵۷	۱۹.۰	۱.۷۷
پیش‌بینی علامت	-/+	+	+	+	+	-		

تابلو ب: نتایج رگرسیون مدل شماره ۲

سال	مقدار ثابت	X	$\Delta \hat{q}$	$H \Delta \hat{q}$	$\Delta \hat{b}$	$\Delta \hat{g}$	$H \Delta \hat{g}$	$\Delta \hat{r}$	$AdjR^2$	DW
۱۳۷۸	-۰.۲۸	۲.۶۱**	-۱.۸۷**	-۰.۵۵**	۰.۱۰	-۰.۲۹	-۰.۰۲	-۵.۷۵	۴۶.۵	۲.۳۳
۱۳۷۹	۰.۱۹	۳.۹۰**	-۰.۵۵	۰.۲۳	-۰.۰۸	۰.۰۶	۰.۰۲	-۲۷.۸۷**	۶۱.۰	۲.۱۸
۱۳۸۰	-۰.۲۱	۳.۷۳**	-۰.۱۶	۰.۱۹	۰.۵۲	-۰.۳۰	۰.۲۰	-۳۴.۲۳**	۴۳.۱	۲.۰۶
۱۳۸۱	۰.۱۱	۱.۷۹*	-۱.۸۱*	۰.۴۳**	۰.۱۱	۰.۱۲	۰.۲۲	۴۸.۷۸**	۱۷.۱	۲.۰۰
۱۳۸۲	-۰.۳۹*	۴.۳۹**	-۰.۴۹	۰.۰۶	۰.۵۶	۰.۱۰	-۰.۰۷	۹.۸۲	۴۳.۶	۱.۸۳
۱۳۸۳	-۰.۳۱**	-۲.۴۰**	-۰.۰۱	۰.۰۵	-۰.۱۱	-۰.۰۴	-۰.۱۰	۴.۱۸**	۵۰.۱	۲.۲۰
۱۳۸۴	-۰.۳۳**	۲.۲۲**	۰.۰۱	۰.۰۷	-۰.۰۸	-۰.۰۳	-۰.۰۸	۳.۷۶*	۴۶.۶	۲.۲۵
۱۳۸۵	-۰.۳۱	۳.۴۸**	۰.۳۸	-۰.۰۳	۰.۰۴	-۰.۴۳	-۰.۰۳	-۹.۱۵	۴۱.۴	۱.۸۴
۱۳۸۶	-۰.۲۲**	۱.۹۶**	۰.۰۷	۰.۰۲	۰.۴۱**	-۰.۲۸	-۰.۰۴	-۱.۲۵	۳۳.۲	۲.۱۷
۱۳۸۷	-۰.۱۷	۱.۱۸**	۰.۴۹*	۰.۱۹*	-۰.۱۱	۰.۱۹	-۰.۱۱	-۰.۹۶	۲۴.۲	۱.۹۸
علامت	-/+	+	+	+	+	+	+	-		

تابلو ج: نتایج رگرسیون مدل شماره ۳

سال	مقدار ثابت	X	ΔX	$AdjR^2$	DW
۱۳۷۸	-۰.۰۸	۲.۹۶**	-۰.۷۶	۴۰.۲	۲.۱۶
۱۳۷۹	-۰.۲۰	۲.۷۸**	۱.۵۹	۵۸.۱	۲.۱۴
۱۳۸۰	-۰.۱۴	۲.۳۰**	۰.۹۳	۳۰.۸	۲.۰۳
۱۳۸۱	۰.۴۲*	-۰.۲۱	۰.۴۷	-۱.۰	۱.۸۲
۱۳۸۲	۰.۲۹*	۴.۲۵**	-۰.۳۷	۳۹.۸	۱.۷۷
۱۳۸۳	-۰.۳۱**	۳.۶۵**	-۰.۴۷	۵۷.۶	۱.۸۱
۱۳۸۴	-۰.۳۸**	۲.۰۰**	۰.۵۸	۴۲.۳	۲.۱۹
۱۳۸۵	-۰.۳۳*	۳.۳**	۰.۱۵	۴۱.۲	۱.۷۸
۱۳۸۶	-۰.۱۷*	۱.۵۹**	۰.۶۲	۳۰.۱	۲.۱۷
۱۳۸۷	-۰.۲۴**	۱.۳۱**	-۰.۲۰	۲۱.۱	۱.۷۶
علامت	-/+	+	+		

**،* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار

تابلو ج نگاره ۳ نتایج مدل شاخص مبتنی بر سود (مدل ۳) را با توجه به داده‌های سالانه نشان می‌دهد. با توجه به داده‌های سالانه ضریب متغیر بازده سود (X) برای کلیه سال‌ها به استثنای سال ۱۳۸۱ مثبت و معنادار است. اما تغییر در بازده سود (ΔX) برای هیچ‌یک از سال‌های مورد بررسی معنادار نیست. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز بین ۱/۲۱٪ (۱۳۸۷) تا ۵۸/۱٪ (۱۳۷۹) است. بالا بودن میزان ضریب تعیین بیانگر نقش قابل توجه بازده سود در تعیین بازده سهام شرکت‌ها است و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران توجه زیادی به بازده سود دارند.

۵. نتیجه گیری و آرایه پیشنهادها

این مطالعه شواهدی آرایه می‌نماید که نشان می‌دهد چگونه متغیرهای بنیادی تغییرات در بازده را تبیین می‌نماید. بر طبق مدل‌های این پژوهش بازده سهام وابسته به بازده سود، سرمایه‌گذاری مالکان، تغییر در سودآوری، تغییر در فرصت‌های رشد، و نرخ تنزیل است.

از بین پنج متغیر بنیادی چهار متغیر اول جریان‌ات نقدی آتی شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و تغییر در نرخ تنزیل قیمت‌گذاری جریان‌ات نقدی آتی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. نتایج آزمون مدل اصلی پژوهش با توجه به پنج متغیر کلیدی بیان شده و با استفاده از داده‌های تجمعی نشان داد ارتباط معناداری بین ۴ متغیر یعنی بازده سود، تغییر در سودآوری، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، و تغییر در نرخ تنزیل وجود دارد و علامت آن‌ها نیز به غیر از علامت تغییر در سودآوری با علامت پیش بینی شده سازگار بود.

نتایج این مطالعه همچنین نشان داد که مدل شاخص که تاکنون توسط متخصصین غربی، جهت تبیین بازده استفاده شده است از توانایی بالایی جهت تعیین بازده در بورس اوراق بهادار تهران برخوردار است. این مدل بیش از ۲۴٪ بازده سهام را در بورس اوراق بهادار تهران تبیین می‌نماید. نتایج این مدل در بازار بورس اوراق بهادار تهران نشان داد، سرمایه‌گذاران ایرانی بیشترین توجه خود را به بازده سود معطوف می‌دارند. مقایسه‌ی مدل‌های مبتنی بر مؤلفه‌های جریان‌ات نقدی شرکت و همچنین تغییرات در نرخ تنزیل نشان داد، سرمایه‌گذاران به مؤلفه‌های ذکر شده توجه می‌کنند، اما با توجه به میزان افزایش ضریب تعیین تعدیل شده که بالغ بر ۶٪ است می‌توان گفت تاثیر سایر مؤلفه‌ها در مجموع نسبت به بازده سود چندان قابل توجه نیست، در نتیجه لازم است سرمایه‌گذاران به مؤلفه‌های مختلف جریان نقدی شرکت مانند تغییر در سودآوری، توجه نمایند و در ارزیابی‌های خود این مؤلفه‌ها را در نظر بگیرند.

یافته‌های این پژوهش با توجه به داده‌های تجمعی و سالانه بیانگر توجه سرمایه‌گذاران به تغییرات ریسک است. با توجه به اهمیت ریسک در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری لازم است سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهاد سیاست‌گذار با اتخاذ شیوه مناسب اطلاعات مربوط به این متغیر را در اختیار سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران قرار دهد. وجود اطلاعات مربوط به ریسک یا همان نرخ تنزیل اتخاذ تصمیمات ذی‌نفعان شرکت را ساده‌تر خواهد نمود.

منابع و مأخذ

۱. باقرزاده سعید. عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی ۱۳۸۴؛ ۱۹: ۲۵-۶۴.
۲. بهرامفر نقی، شمس عالم سید حسام. بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی آتی. بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۳؛ ۲۳، ۳۷ - ۵۰.
۳. پورحیدری امید، بیات علی. بررسی سودمندی متغیرهای بنیادی و متغیرهای مبتنی بر بازار در تعیین بازده سهام. تحقیقات حسابداری ۱۳۸۹؛ سال دوم: ۵.
۴. پورحیدری امید، سلیمانی امیری، صفاجو غلامرضا و محسن. بررسی میزان ارتباط سود و ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۲.
۵. ثقفی علی، تالانه عبدالرضا. نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزش یابی حق مالکانه در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران ۱۳۸۳ - ۱۳۷۰. بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۵؛ سال سیزدهم: ۴۴.
۶. ثقفی علی، جواد سلیمی محمد متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام، "مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز ۱۳۸۴؛ ۲۲: ۲ (پیاپی ۴۳). ۱-۲۰.
۷. شباهنگ رضا، احمد یعقوب نژاد. بررسی و تحلیل نقش سود، سایر متغیرهای حسابداری و جریانات وجوه نقد در تبیین بازده بلندمدت مجله اقتصاد و مدیریت ۱۳۸۳؛ ۶۳.
8. Abarbanell, J. and Bushee, B. "Abnormal return to a fundamental analysis strategy," *Accounting Review* 1998; 73: 19-45.
9. Ali, A., and Zarowin, P "The role of earnings levels in annual earnings-returns studies," *Journal of Accounting Research* 1992; 30: 286-296.
10. Chen, P. and Zhang, G How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence," *Journal of Accounting and Economics*. 2007; 43: 219-244.
11. Clubb, N. and Naffi, M., "The usefulness of book-to-market and ROE expectations for explaining UK stock returns," *Journal of Business Finance and Accounting* 2007; 34 (1) & (2): 1-32.

12. Dechow, P.M., Hutton, A.P., Meulbroek, L. and Sloan, R.G., "Short-Sellers, fundamental analysis and stock returns," *Journal of Financial Economics* 2001; 61: 77-106.
13. Easton, P., and Harris, T. Earnings as an explanatory variable for returns," *Journal of Accounting Research* 1991; 29: 19-36.
14. Ely, K., and Waymire, G., Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-1993, *Journal of Accounting Research* 1991; 37: 293-318.
15. Greig, A. C., Fundamental analysis and subsequent stock returns *Journal of Accounting Economics* 1992; 15: 1-24.
16. Lam, K. The Relationship between size, book-to-market equity ratio, earnings-price ratio, and return for the Hong Kong Stock Market, *Global Finance Journal* 2002; 13: 163-179.
17. Lev, B. On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research," *Journal of Accounting Research* 1989; 27: 153-192.
18. Lev, B. and Thiagarajan, S.R. Fundamental information analysis, *Journal of Accounting Research* 1993; 31: 190-215.
19. Lev, B., and Zarowin, P "The boundaries of financial reporting and how to extend them," *Journal of Accounting Research* 1999; 37: 353-385.
20. Lo, K., and Lys, T. The Ohlson model: contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 2000; 15: 337-367.