

مجله دانش حسابداری / سال پنجم / ش ۱۶ / بهار ۱۳۹۳ / ص ۱۰۱ تا ۱۱۸

## تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری هر سهم در سطوح متفاوت سودآوری

دکتر ناصر ایزدی‌نیا\*  
پروانه عظیمی دستگردی\*\*

### چکیده

در این مطالعه، تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین متغیرهای حسابداری (سود، ارزش جاری و ارزش دفتری هر سهم) بررسی شده است. نمونه آماری پژوهش، شامل ۶۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. رشد سرمایه‌گذاری بر اساس ارزش دفتری واقعی حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است. برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون تک متغیره و چند متغیره، به روش آزمون رگرسیون مقطعی دو مرحله‌ای فاما و مک‌بث<sup>۱</sup> (۱۹۷۳) استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد در سطوح متفاوت سودآوری بین سود و ارزش جاری هر سهم رابطه مثبت و معنادار وجود دارد که این امر مؤید اهمیت و ارزش اطلاعاتی متغیر حسابداری سود هر سهم می‌باشد. نتایج همچنین، نشان می‌دهد که در شرکت‌های با سودآوری بالا، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت و معنادار دارد.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت درآمد، تئوری رشد- اندازه، تئوری رشد- یادگیری.

\* استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان.

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان

نویسنده مسئول مقاله: پروانه عظیمی دستگردی (Email: Azimi2267@yahoo.com)

تاریخ دریافت: ۹۱/۱/۲۷ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۱/۱۳

## مقدمه

سهامداران به عنوان مالکان بنگاه‌های اقتصادی در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این که افزایش ثروت نتیجه عملکرد مطلوب بنگاه‌های اقتصادی است، ارزشیابی بنگاه‌های اقتصادی برای مالکان دارای اهمیت فراوانی است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲). تغییرات قیمت، منبع مهم اطلاعاتی و مؤثر در ارزیابی وضعیت بنگاه‌ها و مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است.

نوسانات قیمت سهام در تمامی بورس‌های اوراق بهادار، عادی و روزمره است. قیمت سهام تحت تأثیر عوامل مختلفی اعم از درون و برون سازمانی است. منظور از عوامل درون سازمانی، وضعیت داخلی شرکت‌ها با توجه به سرمایه‌گذاری‌های جدید و سودآوری شرکت‌هاست. اما عوامل برون سازمانی، قوانین مالی و مالیاتی، بحران‌های سیاسی و اقتصادی داخلی و خارجی است (بهار مقدم و عباس زاده، ۱۳۹۱). همان گونه که ذکر شد، از جمله عوامل داخلی مؤثر بر قیمت سهام، سودآوری شرکت است. از نظر تنوریک ارتباط بین سود و ارزش جاری سهام، بدیهی است؛ بدین صورت که با افزایش سود، قیمت سهام افزایش می‌یابد (ابراهیمی و سعیدی، ۱۳۸۹).

همان گونه که ذکر شد، ارتباط بین سود و ارزش جاری سهام در شرکت‌های سودآور مثبت است. از سوی دیگر، این باور وجود دارد که زمانی که شرکت‌های سودآور به رشد سرمایه‌گذاری‌های خود می‌پردازند، از محل جریان‌های نقدی که در آینده از محل این سرمایه‌گذاری‌ها عاید این شرکت‌ها می‌شود، این شرکت‌ها به سود قابل توجهی دست می‌یابند و ارتباط مثبت بین سود و ارزش جاری سهام در آن‌ها افزایش می‌یابد. به رغم این که مطالعات زیادی در زمینه ارتباط بین متغیرهای حسابداری با ارزش جاری سهام صورت گرفته و الگوهایی نیز ارائه شده است، تحقیقی در مورد تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری سهام صورت نگرفته است. با توجه به این مطالب، این تحقیق درصدد آن است

تا تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری سهام را در شرکت‌های سودآور مورد بحث و بررسی قرار دهد.

در بخش بعدی این پژوهش، به بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش و پس از آن، به تبیین فرضیه‌ها می‌پردازد. این پژوهش سپس، با تشریح روش پژوهش شامل نمونه، الگوها، متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آن‌ها و نهایتاً آمار توصیفی ادامه می‌یابد. پس از آن، یافته‌های تجربی پژوهش ارائه می‌شود و در بخش پایانی، نتایج، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش بیان می‌شود.

### مبانی نظری پژوهش

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، کسب بازده معقول است. بازده سهام از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام تشکیل می‌شود. به همین دلیل، گروهی از افراد اعتقاد دارند که هدف شرکت‌های سهامی باید به حداکثر رساندن قیمت سهام باشد. از سوی دیگر، قیمت سهام یکی از اقلامی است که افراد تمایل زیادی به پیش‌بینی آن دارند. جهت ارائه الگوی پیش‌بینی قیمت سهام باید عوامل تأثیرگذار بر آن مشخص شوند. از جمله عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام، سود هر سهم می‌باشد. از سوی دیگر، یکی از عوامل مؤثر بر تصمیمات مرتبط با تقسیم سود، فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد. از دیدگاه بازار کامل سرمایه، تا وقتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازدهی متجاوز از هزینه مورد نیاز آن‌ها وجود داشته باشد، شرکت برای تأمین مالی آن‌ها از عایدات نگهداری شده استفاده خواهد کرد و اگر عایدات مؤسسه پس از تأمین مالی تمامی فرصت‌های سرمایه‌گذاری باقی ماند، عایدات بین سهامداران توزیع می‌شود (بهار مقدم و عباس زاده، ۱۳۹۱).

فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری بخش مهمی از ارزش شرکت را تشکیل می‌دهند و تأثیر مثبتی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده شرکت دارد. هر چه میزان سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری بیشتر باشد، شرکت‌ها می‌توانند دامنه سرمایه‌گذاری‌های خود را گسترش دهند.

شرکت‌ها با رشد سرمایه‌گذاری به سود قابل توجهی در آینده دست می‌یابند که این امر با توجه به ارتباط مثبت بین سود و ارزش جاری سهام نهایتاً به افزایش ارزش سهام شرکت می‌انجامد و از این طریق، می‌توان به هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران دست یافت.

### پیشینه پژوهش

نتایج پژوهش ژانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که در شرکت‌های با سودآوری بالا، رشد سرمایه‌گذاری تأثیر مثبتی بر رابطه بین سود و ارزش جاری هر سهم دارد و در شرکت‌های با سودآوری پایین‌تر، تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر رابطه بین این متغیرها کوچک‌تر می‌شود. نتایج پژوهش چن و ژانگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) نشان می‌دهد که بین متغیرهای مالی سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییر در سودآوری، تغییر در فرصت‌های رشد، و تغییر در نرخ تنزیل و قیمت سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج پژوهش جونز و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد متفاوت در صنایع گوناگون بر رابطه بین سود و ارزش تأثیرگذار است. آن‌ها با طبقه‌بندی شرکت‌ها به گروه‌های با فرصت‌های رشد بالا و پایین، دریافته‌اند که فرصت‌های آینده رشد و پایداری سود بر مربوط بودن ارزش سود تأثیر می‌گذارد و تعامل بین این دو، موجب واکنش شدیدتر قیمت سهام نسبت به سود می‌شود.

سجادی و همکاران (۱۳۹۲) با بررسی رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود با قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که بین اجزای نقدی و تعهدی سود با قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بهار مقدم و عباس‌زاده (۱۳۹۱) با بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر رابطه زیان با ارزش شرکت‌ها به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر رابطه زیان با ارزش بازار سهام شرکت‌های زیانده تأثیر مثبت دارد. یعنی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موجب کاهش رابطه منفی بین زیان و ارزش بازار سهام می‌شود. ابراهیمی و سعیدی (۱۳۸۹) با بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام نشان دادند که بین سود

هر سهم و قیمت سهام رابطه‌ای مستقیم و معنادار وجود دارد. همچنین، نتایج این پژوهش نشان داد بین ارزش دفتری و قیمت سهام رابطه‌ای معنادار وجود دارد.

شورورزی و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود به این نتیجه دست یافتند که در حالت کلی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود ارتباط مستقیمی وجود دارد. شورورزی و آزادور (۱۳۸۹) با بررسی تجزیه و تحلیل ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها به این نتیجه دست یافتند که با توجه به شاخصه‌های در نظر گرفته شده بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) با بررسی میزان ارتباط سود و ارزش بازار سهام شرکت‌ها به این نتیجه دست یافتند که اولاً، بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت به وسیله سود تعیین می‌شود، ثانیاً، عمده قدرت توضیح‌دهندگی مجموع سود و ارزش دفتری مربوط به سود است و ثالثاً، ارزش دفتری شرکت از قدرت توضیح‌دهندگی مناسبی در مقایسه با سود هر سهم برخوردار نیست.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، به منظور بررسی ارتباط بین سود و ارزش جاری هر سهم در سطوح متفاوت سودآوری و همچنین، تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری هر سهم در سطوح متفاوت سودآوری، به تنظیم شش فرضیه زیر پرداخته شده است:

فرضیه اول: در شرکت‌های با سودآوری پایین، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با سودآوری متوسط، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: در شرکت‌های با سودآوری بالا، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه چهارم: در شرکت‌های با سودآوری پایین، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه پنجم: در شرکت‌های با سودآوری متوسط، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه ششم: در شرکت‌های با سودآوری بالا، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرایط کنترل ارزش دفتری هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی، و از لحاظ ماهیت پژوهش نیز جزء پژوهش‌های توصیفی-همبستگی است. ابزار گردآوری داده‌ها، اسنادکاوی است. اطلاعات مالی مورد نیاز از طریق بانک اطلاعاتی و نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیرپرداز، پایگاه اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی<sup>۵</sup> و اطلاعات اقتصادی شامل شاخص قیمت مصرف کننده با مراجعه به گزارش‌های پایگاه اینترنتی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران<sup>۶</sup> جمع‌آوری شده است.

## جامعه و نمونه آماری

دوره مورد پژوهش سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. جامعه مورد بررسی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از روش حذف سیستماتیک برای تعیین نمونه استفاده شده است. نمونه آماری بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده است:

۱. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
  ۲. طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
  ۳. اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها از سال ۱۳۸۰ به طور کامل و پیوسته، در دسترس باشد.
  ۴. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها باید در بازه زمانی پژوهش مثبت باشد.
  ۵. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.
  ۶. شرکت‌ها در طی دوره مورد بررسی سود ده باشند.
- سرانجام، با اعمال شرایط فوق ۶۰ شرکت (۴۳۰ داده سال-شرکت) که حایز تمامی شرایط بود، به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

## متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آن‌ها

ارزش جاری هر سهم عادی تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری هر سهم عادی در پایان سال مالی ( $V_{it}/B_{it}$ ): ارزش جاری هر سهم عادی تعدیل شده از طریق تقسیم قیمت بازار هر سهم عادی در پایان دوره بر ارزش دفتری هر سهم عادی در پایان دوره محاسبه شده است.

سودآوری ( $q_{it}$ ): حاصل تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات در پایان سال مالی ( $EAT_{it}$ ) بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال مالی ( $BE_{it-1}$ ) است.

شرکت‌های با سودآوری پایین ( $L_q$ ): متغیر مجازی که مقدار آن برای شرکت‌های با سودآوری پایین یک و برای سایر شرکت‌ها صفر می‌باشد.

شرکت‌های با سودآوری متوسط ( $M_q$ ): متغیر مجازی که مقدار آن برای شرکت‌های با سودآوری متوسط یک و برای سایر شرکت‌ها، صفر می‌باشد.

شرکت‌های با سودآوری بالا ( $H_q$ ): متغیر مجازی که مقدار آن برای شرکت‌های با سودآوری بالا یک و برای سایر شرکت‌ها، صفر می‌باشد.

برای این منظور، مقادیر سالانه سودآوری شرکت‌ها از کمترین تا بیشترین مقدار مرتب و سپس، به ۵ گروه تقسیم شده‌اند. گروه اول در شرکت‌های با سودآوری پایین، گروه دوم، سوم و چهارم در شرکت‌های با سودآوری متوسط و گروه پنجم در شرکت‌های با سودآوری بالا قرار می‌گیرند. لازم به ذکر است که به منظور جلوگیری از بروز مشکل هم خطی هنگام برآورد الگوهای پژوهش، متغیر  $H_q$  از الگو حذف می‌گردد. بدیهی است در صورتی که مقدار متغیر  $M_q$  و  $L_q$  به طور همزمان برابر با صفر باشد، ضرایب الگوی پایه نشان دهنده ضرایب الگو برای شرکت‌های با سودآوری بالا می‌باشد.

سود هر سهم تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری هر سهم ( $X_{it}/B_{it}$ ): سود هر سهم تعدیل شده از طریق تقسیم سود هر سهم در پایان دوره بر ارزش دفتری هر سهم در پایان دوره محاسبه شده است.

رشد سرمایه‌گذاری ( $g$ ): میانگین سالانه تحقق یافته رشد سرمایه‌گذاری بر اساس ارزش دفتری واقعی حقوق صاحبان سهام طی سه سال متوالی برای شرکت نمونه در سال مورد نظر. ارزش دفتری واقعی حقوق صاحبان سهام در حقیقت، ارزش دفتری تعدیل شده بر اساس شاخص قیمت مصرف کننده است.

$$g_{i,t} = \left[ \sum_{t=1}^3 ((BE_{i,t} - BE_{i,t-1}) / BE_{i,t-1}) \right] / 3 \quad (1)$$

شرکت‌های با رشد سرمایه‌گذاری بالا ( $H_g$ ): متغیر مجازی که مقدار آن برای شرکت‌های با رشد سرمایه‌گذاری بالا یک و برای شرکت‌های با سودآوری پایین، صفر می‌باشد. برای این منظور ابتدا شرکت‌ها با توجه به آماره میانه رشد سرمایه‌گذاری، به دو گروه شرکت‌های با رشد سرمایه‌گذاری بالا و پایین تقسیم شده‌اند. سپس، چنانچه رشد سرمایه‌گذاری شرکت بیشتر از میانه بوده، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر به آن اختصاص داده شده است.



### الگوهای آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این مطالعه، برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم پژوهش از الگوی رگرسیونی شماره ۲ استفاده شده است.

$$V_{it}/B_{it} = L_q * (\alpha_0 + \alpha_1 X_{it}/B_{it}) + M_q * (\beta_0 + \beta_1 X_{it}/B_{it}) + H_q * (\gamma_0 + \gamma_1 X_{it}/B_{it}) + e_{it} \quad (2)$$

همچنین، برای آزمون فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم پژوهش از الگوی رگرسیونی شماره ۳ استفاده شده است.

$$V_{it}/B_{it} = L_q * (\alpha_0 + \alpha_1 X_{it}/B_{it} + \alpha_2 H_g X_{it}/B_{it}) + M_q * (\beta_0 + \beta_1 X_{it}/B_{it} + \beta_2 H_g X_{it}/B_{it}) + H_q * (\gamma_0 + \gamma_1 X_{it}/B_{it} + \gamma_2 H_g X_{it}/B_{it}) + e_{it} \quad (3)$$

در این الگوها؛  $V_{it}/B_{it}$ ، ارزش جاری هر سهم عادی تعدیل شده؛  $L_q$ ،  $M_q$ ،  $H_q$ ، متغیرهای مجازی برای شرکت‌های به ترتیب با سودآوری پایین، متوسط و بالا؛  $X_{it}/B_{it}$ ، سود هر سهم تعدیل شده؛  $H_g$ ، متغیر مجازی برای شرکت‌های با رشد سرمایه گذاری بالا؛  $\alpha$ ،  $\beta$ ،  $\gamma$  ضرایب رگرسیون و  $e_{it}$  مقدار جزء اخلاص است. برای آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون، آزمون F و برای آزمون هر یک از ضرایب در رگرسیون، آزمون t مورد استفاده قرار گرفته است. الگوهای پژوهش با استفاده از آزمون رگرسیون مقطعی دو مرحله‌ای فاما و مکبث (۱۹۷۳) برآورد شده است.

### آمار توصیفی

در این قسمت، ویژگی‌های جامعه شناختی جامعه آماری با استفاده از مشخصه‌های آماری میانگین، بزرگ‌ترین، کوچک‌ترین، انحراف معیار و تعداد تشریح می‌شود. کمیت‌های آماری متغیرهای مستقل و وابسته در جدول شماره ۱ ارائه شده است. جدول شماره ۱ مربوط به آمار توصیفی پس از حذف مشاهدات پرت ارائه شده است.

جدول شماره ۱. مشخصه‌های آماری مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش

متغیر	تعداد	کوچک‌ترین	بزرگ‌ترین	میانگین	انحراف معیار
ارزش جاری سهام	۴۲۰	۵۳۵	۶۴۸۷۰	۶۸۸۴/۹۹	۸۶۳۵/۵۶۵
ارزش دفتری سهام	۴۲۰	۹۵۹/۵۱	۲۶۴۱۸/۱۱	۲۵۶۲/۴۳	۱۸۶۹/۱۶
سود هر سهم	۴۲۰	۲۱/۰۴۱	۷۱۵۴/۸۱۵	۱۰۹۱/۴۲	۱۱۱۴/۶۳
سودآوری	۴۲۰	۰/۰۲۳	۴/۸۵۸	۰/۵۸۰	۰/۶۱۱
رشد سرمایه‌گذاری	۴۲۰	-۰/۳۶۴	۵/۷۷۹	۰/۲۰۱	۰/۵۵۰

متغیرهای این پژوهش شامل ارزش جاری سهام (تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری سهام در پایان دوره) به عنوان متغیر وابسته، رشد سرمایه‌گذاری و سود هر سهم (تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری سهام در پایان دوره) به عنوان متغیرهای مستقل است. همان‌طور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود، میانگین ارزش جاری سهام ۶۸۸۴/۹۹ است؛ یعنی میانگین ارزش جاری سهام از ارزش دفتری سهام بیشتر است که این امر به دلیل سودآور بودن شرکت‌ها می‌باشد. حداکثر داده‌ها به ارزش جاری سهام و حداقل داده‌ها به رشد سرمایه‌گذاری مربوط است. بیشترین انحراف معیار در بین متغیرها به ارزش جاری سهام و کمترین انحراف معیار بین متغیرها به رشد سرمایه‌گذاری مربوط است.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش آزمون نرمال بودن متغیرها انجام شد. نتایج بیانگر نرمال بودن متغیرها بود. در این بخش فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جدول شماره ۲. نتایج کلی حاصل از برآورد الگوی رگرسیونی شماره ۲

$$V_{it}/B_{it} = L_q * (\alpha_0 + \alpha_1 X_{it}/B_{it}) + M_q * (\beta_0 + \beta_1 X_{it}/B_{it}) + H_q * (\gamma_0 + \gamma_1 X_{it}/B_{it}) + e_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رابطه
$L_q$	۱/۷۳۱	۸/۴۳۸	۰/۰۰۰	معنادار است.
مقدار ثابت $M_q$	۱/۴۵۳	۲۰/۴۷۶	۰/۰۰۰	معنادار است.
$H_q$	-۱/۱۱۲	-۱۵/۶۳۸	۰/۰۰۰	معنادار است.
$L_q$	۲/۲۵۱	۱۰/۴۳۸	۰/۰۲۰	معنادار است.
$M_q$	۵/۲۷۳	۱۱/۷۸۹	۰/۰۰۰	معنادار است.
$H_q$	۷/۴۳۵	۱۵/۱۴۸	۰/۰۰۰	معنادار است.
ضریب تعیین	۰/۷۳۳	آماره F	۶۵/۳۷	سطح معناداری F ۰/۰۰۰

با توجه به جدول شماره ۲، نتایج حاصل از آزمون الگوی پژوهش نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ می‌باشد. ضمن اینکه ضریب تعیین ۰/۷۳۳ نشان می‌دهد که متغیر مستقل توانسته بخش اعظم تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد.

### نتایج آزمون فرضیه اول

هدف از آزمون فرضیه اول این است که مشخص شود آیا در شرکت‌های با سودآوری پایین، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت دارد یا خیر؟ برای نتیجه‌گیری در مورد رد یا پذیرش فرضیه اول پژوهش، ضریب سود هر سهم استفاده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، ضریب سود هر سهم در شرکت‌های با سودآوری پایین، مثبت (۲/۲۵۱) به دست آمده و سطح معناداری سود هر سهم ۰/۰۲۰ است که بیانگر ارتباط معنادار سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم است. در نتیجه، می‌توان گفت که سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری پایین رابطه مثبت و معنادار دارد؛ به عبارتی، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه دوم

هدف از آزمون فرضیه دوم این است که مشخص شود آیا در شرکت‌های با سودآوری متوسط، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت دارد یا خیر؟ برای نتیجه‌گیری در مورد رد یا پذیرش فرضیه دوم پژوهش، ضریب سود هر سهم استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول شماره آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود، ضریب سود هر سهم در شرکت‌های با سودآوری متوسط مثبت معادل  $5/273$  به دست آمده و سطح معناداری متغیر سود هر سهم  $0/000$  است که بیانگر ارتباط معنادار سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم است. در نتیجه، می‌توان گفت که سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری متوسط، رابطه مثبت و معنادار دارد. به عبارتی، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه سوم

هدف از آزمون فرضیه سوم این است که مشخص شود آیا در شرکت‌های با سودآوری بالا، سود هر سهم بر ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت دارد یا خیر؟ برای نتیجه‌گیری در مورد رد یا پذیرش فرضیه سوم پژوهش، از ضریب سود هر سهم استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود، ضریب سود هر سهم در شرکت‌های با سودآوری بالا مثبت (معادل  $7/435$ ) به دست آمده و سطح معناداری سود هر سهم معادل  $0/000$  است که بیانگر ارتباط معنادار سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم است. در نتیجه، می‌توان گفت که سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری بالا رابطه مثبت و معنادار دارد. به عبارتی، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول شماره ۳. نتایج کلی حاصل از برآورد الگوی رگرسیونی شماره ۳

$$V_{it}/B_{it} = L_q * (\alpha_0 + \alpha_1 X_{it}/B_{it} + \alpha_2 H_g X_{it}/B_{it}) + M_q * (\beta_0 + \beta_1 X_{it}/B_{it} + \beta_2 H_g X_{it}/B_{it}) + H_q * (\gamma_0 + \gamma_1 X_{it}/B_{it} + \gamma_2 H_g X_{it}/B_{it}) + e_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رابطه
$L_q$	۲/۰۵۱	۲۵/۷۸۹	۰/۰۰۰	معنادار است.
$M_q$	۱/۷۶۲	۲۲/۴۷۶	۰/۰۰۱	معنادار است.
$H_q$	-۱/۴۵۴	-۱۳/۵۲۸	۰/۰۰۲	معنادار است.
$L_q$	۲/۱۶۰	۱۱/۲۳۸	۰/۰۰۰	معنادار است.
$M_q$	۵/۰۷۱	۱۲/۷۵۶	۰/۰۱۰	معنادار است.
$H_q$	۷/۰۰۱	۱۳/۲۴۸	۰/۰۰۰	معنادار است.
$L_q$	-۱/۴۶۲	-۰/۸۹۰	۰/۱۷۱	معنادار است.
$M_q$	۰/۲۴۳	۰/۱۰۶	۰/۲۴۳	معنادار است.
$H_q$	۱/۳۸۱	۱۶/۱۰۵	۰/۰۲۰	معنادار است.
سطح معناداری	۰/۷۴۲	آماره F	۱۹۶/۵۹	سطح معناداری F
				۰/۰۰۰

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳، نتایج آزمون الگوی پژوهش نشان دهنده معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌باشد. ضمن اینکه ضریب الگو معادل ۰/۷۴۲ می‌باشد و نشان می‌دهد که متغیر مستقل توانسته بخش اعظم تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد.

### نتایج آزمون فرضیه چهارم

برای آزمون فرضیه چهارم، تأثیر رشد سرمایه گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری پایین بر مبنای الگوی رگرسیونی شماره ۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این الگو در جدول شماره ۳ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود، ضریب رشد سرمایه گذاری در شرکت‌های با سودآوری پایین ۱/۴۶۲- می‌باشد و سطح معناداری آن معادل ۰/۱۷۱ است که بیانگر عدم تأثیرگذاری رشد سرمایه گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در سطح نمونه مورد بررسی

است. در نتیجه، می‌توان گفت که در شرکت‌های با سودآوری پایین، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم تأثیر معنادار ندارد. به عبارت دیگر، فرضیه چهارم پژوهش مورد تأیید واقع نمی‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم به بررسی تأثیر مثبت رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری متوسط می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه پنجم در جدول شماره ۳ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود، ضریب رشد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سودآوری متوسط معادل  $0/243$  و سطح معناداری آن  $0/243$  است که بیانگر عدم تأثیرگذاری رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در سطح نمونه مورد بررسی است. در نتیجه، می‌توان گفت که در شرکت‌های با سودآوری متوسط، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم تأثیر معنادار ندارد. به عبارتی، فرضیه پنجم پژوهش مورد تأیید واقع نمی‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم پژوهش به بررسی تأثیر مثبت رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری بالا می‌پردازد. نتایج این الگو در جدول شماره ۳ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود، ضریب رشد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سودآوری بالا مثبت ( $1/381$ ) به دست آمده و سطح معناداری رشد سرمایه‌گذاری  $0/020$  است که بیانگر تأثیرگذاری مثبت رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم است. در نتیجه، می‌توان گفت که در شرکت‌های با

سودآوری بالا رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم با ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی، فرضیه ششم پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود.

### بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، به بررسی تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود و ارزش جاری هر سهم در سطوح متفاوت سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ با استفاده از رگرسیون مقطعی دو مرحله‌ای پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم نشان داد بین سود و ارزش جاری هر سهم در سطوح متفاوت سودآوری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و میزان افزایش ارزش جاری هر سهم در شرکت‌های با سودآوری بالا نسبت به سایر شرکت‌ها بیشتر است. تأیید این فرضیه‌ها مؤید اهمیت و ارزش اطلاعاتی سود هر سهم می‌باشد. این نتایج با یافته‌های ژانگ و همکاران (۲۰۱۱)، چن و ژانگ (۲۰۰۷)، ابراهیمی و سعیدی (۱۳۸۹)، پورحیدری و همکاران (۱۳۸۴) مطابقت دارد.

نتایج آزمون فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم نشان داد در شرکت‌های با سودآوری بالا، رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود هر سهم و ارزش جاری هر سهم تأثیر مثبت و معنادار دارد. در حالی که در شرکت‌های با سودآوری متوسط و پایین جهت تأثیرگذاری منطبق با مبانی نظری است، اما در سطح نمونه مورد مطالعه، تأثیر معنادار نبوده است. این امر بدین دلیل است که سودآوری در حقیقت، به معنای توانایی شرکت در استفاده از سرمایه به کار گرفته شده به منظور ایجاد ارزش است؛ و در شرکت‌های با سودآوری بالا در مقایسه با سایر سطوح سودآوری، این توانایی بیشتر است و همین امر موجب می‌شود که بسط و توسعه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سودآوری بالا منجر به واکنش شدیدتر ارزش جاری سهام نسبت به سود هر

سهم شود. این نتایج با یافته‌های ژانگ و همکاران (۲۰۱۱)، و جونز و همکاران (۲۰۰۰) مطابقت دارد.

### پیشنادهای پژوهش

با توجه به نتایجی که از این تحقیق به دست آمده، پیشنهادهای کاربردی زیر را می‌توان ارائه نمود:

۱. به مدیران پیشنهاد می‌شود در راستای رشد سرمایه‌گذاری اقدام نمایند؛ زیرا رشد سرمایه‌گذاری‌ها موجب می‌شود که ارتباط مثبت بین سود و ارزش جاری سهام افزایش یابد و افراد و نهادهای سرمایه‌گذاری با اطمینان بیشتری در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند.
  ۲. به سهامداران پیشنهاد می‌شود هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری سطح سودآوری و رشد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند؛ زیرا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سودآور با فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری در آینده منجر به افزایش قیمت سهام و حداکثر سازی ثروت سهامداران می‌گردد.
- همچنین، با توجه به نتایج این پژوهش، توصیه‌های زیر را برای انجام پژوهش‌های آینده می‌توان به پژوهش‌گران ارائه نمود:
۱. این پژوهش در سطح کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. می‌توان با تفکیک شرکت‌ها براساس صنعت، تأثیر رشد سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود، ارزش جاری و ارزش دفتری هر سهم را در صنایع مختلف مورد بررسی قرار داد.
  ۲. پژوهشی در خصوص بررسی مناسب‌ترین روش اندازه‌گیری رشد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند مناسب باشد.



### محدودیت‌های پژوهش

در تعمیم نتایج پژوهش، محدودیت‌های زیر نیز باید مد نظر قرار گیرد:

۱. نتایج این پژوهش در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به دست آمده است. هنگام تسری نتایج به دست آمده به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط عمل شود.
۲. نتایج پژوهش حاضر، در سطح کل شرکت‌ها و بدون تفکیک براساس نوع صنعت به دست آمده و ممکن است در خصوص هر یک از صنایع به طور مجزا، نتایج متفاوتی حاصل شود.

### یادداشت‌ها

- |                     |               |
|---------------------|---------------|
| 1. Fama and Macbeth | 2. Zhang      |
| 3. Chen and Zhang   | 4. Jones      |
| 5. www.rdis.ir      | 6. www.cbi.ir |



## منابع و مأخذ

- ابراهیمی، محمد و علی سعیدی. (۱۳۸۹). تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸ (۶۲): ۱-۱۶.
- بهار مقدم، مهدی و صدیقه عباس زاده. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری های شرکت‌ها بر رابطه زیان با ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۳ (۹): ۳۵-۵۴.
- پورحیدری، امید، سلیمانی‌امیری، غلامرضا و محسن صفاجو. (۱۳۸۴). بررسی میزان ارتباط سود و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۴۲): ۳-۱۹.
- سجادی، سید حسین، تاکر، رضا و محمد صادق زارع زاده. (۱۳۹۲). رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود با قیمت سهام. *دانش حسابداری*، ۴ (۱۲): ۱۷۵-۱۹۴.
- شورورزی، محمد رضا، برومند، راهبه و جواد صادقی پناه. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود. *مطالعات کمی در مدیریت*، ۱ (۲): ۱۱۰-۱۳۰.
- شورورزی، محمد رضا، ایمان آزادور. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها. *حسابداری مدیریت*، ۲ (۶): ۱۳-۲۳.
- Chen, P. and Zhang, G. (2007). How do accounting variables explain stock price movements? theory and evidence. *Journal of Accounting and Economics*. 43 (5): 219-244.
- Fama, E., and Macbeth, J. (1973). Risk, return, and equilibrium: empirical tests. *Journal of political Economy*. 81(2): 607-636.
- Jones, J., Morton, R. and Schaefer, T. (2000). Valuation implications of investment opportunities and earnings permanence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 15 (8): 21-35.
- Zhang, G., Hao, S. and Jin, Q. (2011). Investment growth and the relation between equity value, earnings, and equity book value. *Accounting Review*. 86 (2): 605-635.