



مطالعه تاثیر کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود با استفاده از مدل ایستون و پای در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن حمیدیان

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۵/۰۶

چکیده

هدف از پژوهش حاضر بررسی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود با استفاده از مدل ایستون و پای می‌باشد. در راستای رسیدن به این هدف داده‌های ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۲ با استفاده از مدل ایستون و پای، آزمون رگرسیون چندگانه و نرم افزار Eviews7 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای آزمون اثر کنترل ریسک بر قدرت توضیح دهندگی رگرسیون‌ها مشاهدات، در داخل پرتفوی‌های تشکیل شده بر اساس شاخص‌های اندازه‌گیری ریسک شامل بتا، اندازه شرکت، نسبت سود/قیمت، دو نوع هزینه سرمایه متحمل شده، ترکیب بتا و اندازه شرکت و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، مرتب شده اند. رگرسیون‌های سود و بازده داخل پرتفوی‌های ریسک نیز برآورد شده است. نتایج آزمون حاکی از آن است که با در نظر گرفتن اثر کنترل تغییرات مقطعی ریسک، قدرت توضیح دهندگی مدل رگرسیون سود و بازده افزایش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، ریسک، اجزای سود.

۱- مقدمه

سود حسابداری، یکی از متغیرهایی است که می‌توان گفت بیشترین توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله مدیران، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران را به خود جلب نموده است و هر کدام به نوعی منافع خود را در آن پیگیری می‌کنند. تحلیلگران مالی به منظور پردازش و تفسیر اطلاعات، نیازمند درکی درست از اجزای سود گزارش شده می‌باشند. توجه به اجزای سود می‌تواند به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی کمک کند تا قضاوت و ارزیابی بهتری از ارزش آتی بازار سهام و در نهایت بازده سرمایه‌گذاری خود داشته باشند.

با مطالعه بیانیه‌های هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی آمریکا، انجمن حسابداری آمریکا و هیات اصول حسابداری در مورد نقش و وظیفه حسابداری چنین بر می‌آید که هدف اولیه گزارشگری مالی، تهیه اطلاعاتی مفید برای استفاده‌کنندگان این اطلاعات است که بخشی از این هدف با اندازه‌گیری درست و دقیق سود و اجزای آن محقق می‌گردد. به طور کلی، توان پیش‌بینی، بخشی جدا نشدنی از فرآیند تصمیم‌گیری است و آگاهی از توان پیش‌بینی روش‌های گوناگون، جزء پیش شرط‌های استفاده از شاخص و معیار تصمیم‌گیری است. بر این بنیاد، روش‌های گوناگون حسابداری اعم از اندازه‌گیری و گزارشگری، براساس توان آن‌ها در پیش‌بینی رویدادهای اقتصادی ارزیابی می‌شوند. در مورد یک رویداد، معیار یا شاخصی که دارای بالاترین توان پیش‌بینی باشد، برای آن رویداد بهترین معیار تصمیم‌گیری تلقی می‌شود. اساس این فرض بر این است که معیاری که توان پیش‌بینی دارد؛ مربوط است. (ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳) با توجه به به طور کلی هدف این پژوهش این است که با در نظر گرفتن اثر کنترل تغییرات مقطعی ریسک، قدرت توضیح دهنده مدل رگرسیون سود و بازده را مورد سنجش قرار دهد، بنابر این مساله اصلی این پژوهش این است که آیا کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از کارکردهایی که برای حسابداری تعریف شده است، ارائه اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیمات آگاهانه سرمایه‌گذاری است. از بین همه اطلاعات حسابداری، سود حسابداری به عنوان مهم‌ترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقدی آتی محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاران علاقه مند به برآورد ارزش سرمایه‌گذاری خود هستند که بستگی به ارزش سهام شرکت دارد. ارزش ذاتی سهام بر مبنای ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی محاسبه می‌شود، بنابراین بررسی تجربی ارتباط بین متغیرهای حسابداری و ارزش شرکت ضروری می‌نماید. (پنمن و نیر^۱، ۲۰۰۴)

میزان مربوط بودن یک متغیر با ارزش سهام عبارت است از قدرت توضیحی و توان پیش‌بینی آن متغیر (اطلاعات حسابداری) از ارزش سهام. ارتباط بین ارقام و متغیرهای حسابداری با قیمت سهام و ارزش شرکت از دو جنبه‌ی میزان مربوط بودن با ارزش شرکت و توان توضیحی بیشتر ارزش شرکت که از طریق مقایسه دو منبع اطلاعاتی به دست می‌آید، قابل بررسی خواهد بود. (سلنچ و همکاران^۲، ۲۰۰۱)

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 نتیجه نهایی سیستم حسابداری است، چنانچه اندازه گیری‌های حسابداری به گونه‌ای انجام شود که ارزش دفتری با ارزش بازار یکسان باشد، تحلیل گران مالی دیگر نیازی به متغیرهای حسابداری مانند سود و جریان‌های نقدی نخواهند داشت. ولی در اندازه گیری‌های حسابداری ارزش دفتری با ارزش بازار شرکت یکسان نیست، به همین دلیل قیمت سهام فراهم کننده معیار مناسبی جهت ارزیابی فایده مندی ارقام حسابداری تلقی می‌شود. (چن و ژانگ^۳، ۲۰۰۳)

بوتوسان^۴ و همکاران (۲۰۱۴)، به بررسی قدرت توضیح دهنده با استفاده از رگرسیون‌های سود و بازده بعد از کنترل معیارهای ریسک پرداختند. در پژوهش ایشان، تمرکز بر تاثیر کنترل تغییرات مقطعی ریسک بر قدرت توضیح دهنده مدل رگرسیون می‌باشد. بنابراین هنگامی که مدل‌ها در داخل پرتفوی‌های مرتب شده براساس ریسک، برآورد شده اند نسبت به زمانی که مشاهدات مرتب نشده اند، افزایش معناداری در قدرت توضیح دهنده مدل‌ها به دست آمده است.

بالاندران و مهانرام^۵ (۲۰۱۱)، با بهره گیری از مدل ایستون و هریس (۱۹۹۱) و بهره گیری از مفهوم سود باقیمانده، مدلی را برای تعیین تاثیر اجزای تغییر در سود بر ارتباط سود و بازده معرفی می‌نمایند. بر اساس یافته های ایشان، اجزای تغییر در سود، شامل تغییر در سود باقیمانده، تغییر در هزینه سرمایه متحمل شده، تغییر در هزینه بهره پس از مالیات و تغییر در نرخ هزینه سرمایه، بر رابطه سود و بازده تاثیر گذارند اما دارای اثر یکسانی بر این رابطه نمی‌باشند. نتایج این پژوهش نشان داد که با تجزیه سود به اجزای مذکور، تغییرات بازده سهام را بهتر می‌توان توضیح داد.

آناندارجان و حسن^۶ (۲۰۱۰) به بررسی عوامل موثر بر ارتباط ارزشی سود حسابداری گزارش شده در صورت‌های مالی میان کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که سطح افشا و شفافیت صورت‌های مالی، محیط قانونی، منبع استانداردهای حسابداری و سطح خصوصی سازی شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری با سطح ارتباط ارزشی شرکت‌ها دارد.

آباربانل و کیم^۷ (۲۰۱۰) در پژوهشی، به بررسی بازده در روز اعلان سود پرداختند. نتیجه‌های پژوهش آن دو، بیانگر آن است که در روز اعلان سود، بازده سطح بالاتری از ارتباط ارزشی دارد. همچنین مشاهده شد که قیمت‌ها نسبت به اخبار سودهای قبلی واکنش کمتری نشان می‌دهند؛ اما واکنش بازار به اطلاعات نامتقارن اطراف تاریخ افشای پیش‌بینی شرکت‌ها بیشتر است.

بوتوسان و پلاملی^۸ (۲۰۰۵) معیارهای متناوب برای صرف ریسک مورد انتظار را ارزیابی کردند. آن‌ها به آزمون قابلیت اتکای پنج روش مورد استفاده در برآورد هزینه سرمایه با استفاده از پیش بینی تحلیلگران به عنوان عامل نشان دهنده انتظارات بازار از سود پرداختند. برآوردی که با استفاده از مدل ایستون محاسبه شده، همبستگی بیشتری با معیارهای ریسک واحدهای تجاری دارد و بر اساس تئوری در میان سایر مدل‌های جایگزین از ثبات بیشتری برخوردار است.

بولو، باباجانی و ابراهیمی میمند (۱۳۹۱) به بررسی محتوای اطلاعاتی اجزای سود توسط مدیران و سرمایه‌گذاران در پیش بینی سود پرداختند. برای این منظور داده‌های مربوط به ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ مورد واکاوی قرار دادند. نتایج نشان داد که پایداری اجزای سود مشابه نیست و اجزای سود تبیین بهتری از سود آتی نسبت به مبلغ کلی سود دارند و این موضوع در تصمیم‌گیری‌های مدیران و سرمایه‌گذاران لحاظ می‌شود و آن‌ها تفاوت در پایداری اجزای سود را مد نظر قرار می‌دهند. همچنین مدیران و سرمایه‌گذاران، پایداری جزء نقدی سود را کم برآورد می‌کنند.

ایزدی نیا و دری سده (۱۳۸۹) طی پژوهشی با عنوان محتوای اطلاعاتی جزء غیر عملیاتی سود حسابداری در رابطه با پیش بینی سود و ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام، شواهدی را درباره ویژگی‌های مختلف جزء غیر عملیاتی سود حسابداری (سود ویژه منهای سود عملیاتی) فراهم آورده‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که مطابق با پیش بینی اولسون، بین دو ویژگی اجزای سود، یعنی ارتباط با پیش بینی و ارتباط با ارزش، پیوند و رابطه وجود دارد.

پورحیدری و بیات (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای به بررسی سودمندی متغیرهای بنیادی و متغیرهای مبتنی بر بازار در تبیین بازده سهام پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که از بین متغیرهای بنیادی، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مورد انتظار و نسبت حقوق صاحبان سرمایه مورد انتظار، بیشترین نقش را در تبیین بازده مقطعی سهام ایفا می‌کنند.

عباسی و مهرانی (۱۳۸۸) در پژوهشی نشان دادند که بین رتبه شرکت‌ها در هر سال و بازده آن‌ها در سال بعد همبستگی مثبت ضعیفی وجود دارد. به‌علاوه تفکیک شرکت‌ها بر اساس اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در شدت همخوانی بین رتبه و بازده تاثیر کم اما معناداری داشت. هدف ما در این پژوهش، مطالعه‌ی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

سلمانیپور (۱۳۸۳) تاثیر اندازه شرکت بر نرخ بازده سهام را در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ بررسی کرد. نتایج وی نشان داد که اندازه شرکت بر نرخ بازده، تاثیر معنی‌داری ندارد. همچنین بین میانگین نرخ بازده سهام شرکت‌های بزرگ و کوچک، تفاوت زیادی وجود نداشت.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، کاربردی است چرا که می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد. هدف پژوهش کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است، همچنین پژوهش حاضر بر مبنای طبقه‌بندی پژوهش‌های بر اساس روش و ماهیت از نوع پژوهش‌های همبستگی می‌باشد چرا که هدف، تعیین میزان رابطه متغیرها است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به جهت همگن بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات صورت‌های مالی

شرکت‌های مذکور می‌باشد. قلمرو زمانی تحقیق حاضر مربوط به اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ می‌باشد که می‌بایست شرایط زیر را داشته باشند:

- (۱) پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 - (۲) تا ابتدای سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - (۳) صورت‌های مالی آن‌ها برای هر یک از سال‌های ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ در دسترس باشد.
 - (۴) در طول سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ معاملاتشان دچار وقفه نشده و سهام آن‌ها در طول سال‌های مذکور در بورس فعال بوده باشد.
 - (۵) جزء شرکت‌های واسطه گر مالی و هلدینگ نباشند.
 - (۶) شرکت‌هایی که در دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
- با توجه به معیارهای فوق، نمونه آماری این تحقیق به روش حذفی سیستماتیک ۱۲۸ شرکت را در بر می‌گیرد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

پژوهش دارای ۱ فرضیه اصلی و ۷ فرضیه فرعی می‌باشد:

فرضیه اصلی: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل تغییرات مقطعی ریسک تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

فرضیه‌های فرعی

- ◀ فرضیه فرعی اول: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل بتا تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی دوم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل اندازه شرکت تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی سوم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل نسبت سود/قیمت، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی چهارم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل هزینه سرمایه متحمل شده (از فرمول تنزیل سود تقسیمی هر سهم)، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی پنجم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل هزینه سرمایه متحمل شده (از مدل رشد قیمت - سود)، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی ششم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل ترکیب بتا و اندازه شرکت، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.
- ◀ فرضیه فرعی هفتم: قدرت توضیح دهندگی معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش بر مبنای مدل ایستون و پای ۹ (EP) که برگرفته از تحقیقات بوتوسان و همکاران (۲۰۱۴) می‌باشد نقش هریک از معیارهای ریسک در قدرت تبیین R^2 مورد بررسی قرار می‌گیرد:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{x_{jt}}{P_{jt-1}} + \beta_2 \frac{\Delta x_{jt}}{P_{jt-1}} + \beta_3 \frac{d_{jt-1}}{P_{jt-1}} + \beta_4 \frac{\Delta ci_{jt}}{P_{jt-1}} + \beta_5 \frac{\Delta oa_{jt-1}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

لذا اجزای مدل عبارت اند از:

R_{it} : بازده سالانه سهام

P_{jt-1} : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که از طریق ضرب تعداد سهام در جریان در قیمت سهام به دست می‌آید.

X_{jt} : سود جامع، که عبارت است از سود خالص به علاوه اثرات انباشته تعدیلات دوره قبل به علاوه تغییرات غیر مالکانه حقوق صاحبان سهام.

ΔX_{jt} : تغییرات در سود جامع.

d_{jt-1} : سود نقدی سهام عادی.

ci_{jt} : سرمایه‌گذاری‌های نقدی که به این صورت محاسبه می‌شود: مخارج سرمایه‌های منهای فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، به علاوه تحصیل آن‌ها، منهای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دیگر.

Δci_{jt} : تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های نقدی (تغییرات در ci).

oa_{jt} : دارایی‌های عملیاتی که عبارت است از دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری به علاوه دارایی‌های ثابت.

Δoa_{jt-1} : تغییرات در دارایی‌های عملیاتی دوره قبل (تغییرات در oa).

β : ارتباط ارزشی هر یک از متغیرها.

۵-۱- متغیرهای پژوهش

بازده سالانه سهام: بازده سالانه سهام از طریق فرمول زیر بدست می‌آید:

$$R_{it} = \frac{(p_t - p_{t-1}) + D}{p_{t-1}} \quad (2)$$

R_{it} = بازده هر سهم شرکت i در زمان t

P_t = قیمت هر سهم در زمان t

P_{t-1} = قیمت هر سهم در زمان $t-1$

D = سود نقدی هر سهم

بتا: بتای شرکت‌ها از طریق تقسیم کوواریانس بین بازده شرکت و بازده بازار بر واریانس بازده بازار به دست می‌آید.

$$\beta_{it} = \frac{cov(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (3)$$

اندازه شرکت: اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

$$\text{size} = \ln(\text{Asset } [BV]_i) \quad (4)$$

نسبت سود به قیمت: برای محاسبه نسبت سود به قیمت، سود جامع تقسیم بر سهام عادی در جریان می‌شود و جواب حاصله تقسیم بر قیمت پایان سال می‌شود.

هزینه سرمایه متحمل شده: هزینه سرمایه متحمل شده، به ترتیب عبارتند از هزینه سرمایه متحمل شده از فرمول تنزیل سود سهام و هزینه سرمایه متحمل شده از مدل رشد قیمت - سود. هزینه سرمایه متحمل شده از فرمول تنزیل سود سهام: برای برآورد هزینه سرمایه متحمل شده از فرمول تنزیل سود سهام (r_{Div}) از این فرمول استفاده می‌شود:

$$p_0 = \frac{dps_1}{(1+r)} + \frac{dps_2}{(1+r)^2} + \frac{dps_3}{(1+r)^3} + \frac{dps_4}{(1+r)^4} + \frac{dps_5}{(1+r)^5} + \frac{p_5}{(1+r)^5} \quad (5)$$

این فرمول، یک مدل تنزیلی می‌باشد که طی آن نرخ تنزیل، همان r_{Div} خواهد بود. اجزای مدل عبارتند از:

Dps_1 = سود نقدی هر سهم برای سال اول

Dps_2 = سود نقدی هر سهم برای سال دوم

Dps_3 = سود نقدی هر سهم برای سال سوم

Dps_4 = سود نقدی هر سهم برای سال چهارم

Dps_5 = سود نقدی هر سهم برای سال پنجم

P_5 = قیمت در سال پنجم.

R = نرخ تنزیل است که در اینجا همان هزینه سرمایه (r_{Div}) خواهد بود.

هزینه سرمایه متحمل شده از مدل رشد قیمت - سود: برای برآورد هزینه سرمایه متحمل شده از مدل رشد قیمت - سود (r_{PEG}) از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{feps_2 - feps_1}{p_0}} \quad (6)$$

اجزای مدل عبارتند از:

$feps_2$ = سود هر سهم پیش بینی شده برای دو سال بعد که بایستی برای هر شرکت جداگانه برآورد شود.

$feps_1$ = سود هر سهم پیش بینی شده برای یک سال بعد که بایستی برای هر شرکت جداگانه برآورد شود.

P_0 = قیمت در زمان صفر

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار: این نسبت از طریق تقسیم حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار سهام به دست می‌آید.

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که از طریق ضرب تعداد سهام در جریان در قیمت سهام به دست می‌آید.

سود جامع: سود جامع از طریق سود خالص به علاوه اثرات انباشته تعدیلات دوره قبل به علاوه تغییرات غیر مالکانه حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

تغییرات در سود جامع: منظور به تغییرات در سود جامع می‌باشد.

سود نقدی سهام عادی: سود نقدی سهام عادی همان سود نقدی پرداخت شده هر سهم عادی می‌باشد.

سرمایه‌گذاری‌های نقدی: سرمایه‌گذاری‌های نقدی که به این صورت محاسبه می‌شود: مخارج سرمایه‌های منهای فروش اموال، ماشین آلات و تجهیزات، به علاوه تحصیل آن‌ها، منهای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دیگر.

تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های نقدی: منظور به تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های نقدی می‌باشد.

دارایی‌های عملیاتی: دارایی‌های عملیاتی که عبارت است از دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری به علاوه دارایی‌های ثابت.

تغییرات در دارایی‌های عملیاتی: در اینجا منظور به تغییرات در دارایی‌های عملیاتی دوره قبل می‌باشد.

۶- یافته‌های پژوهش

با توجه به مدل‌های ارائه شده در قسمت‌های قبل به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مراحل ذیل به ترتیب انجام گردید.

برآزش مدل و آزمون فرضیه اصلی پژوهش (قبل از کنترل تغییرات مقطعی ریسک)

در این بخش، مدل مربوط به فرضیه زیر فقط قبل از کنترل تغییرات مقطعی ریسک مورد آزمون قرار می‌گیرد. «قدرت توضیح دهنده معادله رگرسیون‌های سود- بازده در قبل و بعد از کنترل تغییرات مقطعی ریسک تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.» که مدل مربوط به آن به صورت زیر می‌باشد:

(۱)

$$\begin{aligned} \ln(\text{Annual Return}_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 X_{jt}/P_{jt-1} + \beta_2 \Delta X_{jt}/P_{jt-1} + \beta_3 dj_{t-1}/P_{jt-1} \\ & + \beta_4 \Delta cij_{t-1}/P_{jt-1} + \beta_5 \Delta oaj_{t-1}/P_{jt-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

β_0 : مقدار ثابت یا عرض از مبدا نقطه تقاطع خط با محور افقی

β_1 : ضریب رگرسیون یا شیب منحنی متغیر مستقل ΔM

R_{jt} : بازده سالانه سهام

P_{jt-1} : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که از طریق ضرب تعداد سهام در جریان در قیمت سهام به دست می‌آید.

X_{jt} : سود جامع از طریق سود خالص به علاوه اثرات انباشته تعدیلات دوره قبل به علاوه تغییرات غیر مالکانه حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

ΔX_{jt} : تغییرات در سود جامع

d_{jt-1} : سود نقدی سهام عادی

ci_{jt} : سرمایه‌گذاری‌های نقدی که به این صورت محاسبه می‌شود: مخارج سرمایه‌ای منهای فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، به علاوه تحصیل آن‌ها، منهای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دیگر.

Δci_{jt} : تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های نقدی (تغییرات در ci).

oa_{jt} : دارایی‌های عملیاتی که عبارت است از دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری به علاوه دارایی‌های ثابت.

Δoa_{jt-1} : تغییرات در دارایی‌های عملیاتی دوره قبل (تغییرات در oa).

جدول ۱- آزمون معناداری مدل ضریب همبستگی و ضریب تعیین و دوربین واتسون برای فرضیه

اصلی

همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	مقدار احتمال
۰,۴۲	۰,۱۸	۰,۱۸	۲,۰۸	۳۳,۵۲	۰,۰۰۰

در جدول (۱) با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه به برآورد مدل پرداخته می‌شود در این مدل تحلیل پارامترها با کنترل متغیرهای دیگر صورت می‌پذیرد بنابراین نتایج آن در این شرایط نتایج برآوردها به صورت خالص‌تری بر متغیر وابسته دیده می‌شود. لازم به ذکر است که در این تحلیل ابتدا معناداری مدل با جدول تحلیل واریانس به عنوان مهمترین سوال بررسی و پاسخ داده شده است (مقدار احتمال F اگر کمتر از ۰/۰۵ باشد مدل معنادار است) سپس با استفاده از معیار ضریب تعیین یا ضریب تعیین تعدیل شده شدت همبستگی مدل بررسی شده است. در مرحله سوم و در صورت معنادار بودن مدل، پارامترها برآورد شده اند این بخش با استفاده از جدول ضرایب و آماره t امکانپذیر شده است و در نهایت علایم مناسب بودن شرایط برآوردها یا به عبارتی پیش فرض‌های رگرسیون بررسی شده است. میزان ضریب تعیین برای این مدل برابر با ۱۸ درصد بیانگر رابطه بسیار ضعیف بین متغیرهای سود و بازده می‌باشد.

در جدول (۲) میزان تاثیر و افزایش میزان ضریب تعیین هر یک از متغیرهای اضافه شده به مدل به صورت خلاصه‌ای ارائه شده است با توجه به معنادار بودن تمام متغیرها می‌توان گفت که ورود این متغیرها به مدل اصلی افزایش معناداری در میزان ضریب تعیین ایجاد می‌کند گرچه در برخی متغیر این افزایش بیشتر و در برخی متغیر کمتر بوده است و متغیرها به ترتیب موثر بودن نمایش داده شده است. یعنی با اضافه شدن بتا به

مدل بازهم رابطه مثبت بین سود و بازده برقرار است. یعنی به موازات افزایش (کاهش) سود بازده افزایش (کاهش) می‌یابد.

جدول ۲- میزان افزایش ضریب تعیین تعدیل شده مدل اصلی به واسطه ورود هر متغیر

متغیر اضافه شده	ضریب تعیین تعدیل شده	نوع تاثیر	میزان افزایش ضریب تعیین تعدیل شده
B/P	۰,۳۱	منفی و معنادار	۰,۱۳
T_{DIV}	۰,۳۰	مثبت و معنادار	۰,۱۲
T_{PEG}	۰,۲۷	منفی و معنادار	۰,۰۹
E/P	۰,۲۳	منفی و معنادار	۰,۰۵
SIZE _{t-1} و Beta	۰,۲۳	هر دو مثبت و معنادار	۰,۰۵
Beta	۰,۲۲	مثبت و معنادار	۰,۰۴
SIZE _{t-1}	۰,۱۸	مثبت و معنادار	۰,۰۰

جدول ۳- آزمون معناداری مدل ضریب همبستگی و ضریب تعیین و دوربین واتسون برای مدل‌های مختلف

Beta	همبستگی	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	مقدار احتمال
LOW	۰,۳۳	۰,۱۱	۰,۰۹	۱,۵۶	۵,۹۴	۰,۰۰۰
MED	۰,۴۵	۰,۲۰	۰,۱۹	۱,۵۵	۱۲,۸۵	۰,۰۰۰
HIGH	۰,۴۶	۰,۲۱	۰,۲۰	۱,۶۵	۱۳,۵۲	۰,۰۰۰
SIZE _{t-1}	همبستگی	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	مقدار احتمال
LOW	۰,۴۴	۰,۲۰	۰,۱۸	۱,۵۸	۱۲,۲۲	۰,۰۰۰
MED	۰,۴۴	۰,۱۹	۰,۱۸	۱,۵۴	۱۲,۰۲	۰,۰۰۰
HIGH	۰,۴۵	۰,۲۰	۰,۱۹	۱,۶۳	۱۲,۰۷	۰,۰۰۰
E/P	همبستگی	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	مقدار احتمال
LOW	۰,۴۶	۰,۲۱	۰,۲۰	۱,۶۴	۱۳,۶۶	۰,۰۰۰
MED	۰,۷۲	۰,۵۲	۰,۵۱	۱,۶۷	۵۴,۸۷	۰,۰۰۰
HIGH	۰,۶۱	۰,۳۸	۰,۳۷	۱,۹۱	۳۰,۳۸	۰,۰۰۰

همانطور که در جدول (۳) دیده می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی ریسک متوسط و پرتفوی ریسک بالا برای بتا بیشتر از میزان این ضریب در مدل اصلی (۰/۱۸) می‌باشد. ولی در مورد پرتفوی کم ریسک بتا این مقدار بسیار کمتر می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از معیار بتا برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند بهتر است به سراغ شرکت‌هایی برود که دارای بتای بزرگتر می‌باشند. در مورد متغیر اندازه شرکت، ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی ریسک کم و پرتفوی ریسک متوسط با فرضیه اصلی برابر می‌باشند. ولی در مورد پرتفوی ریسک بالا اندکی از فرضیه اصلی بیشتر می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از معیار اندازه برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند، باید بداند که این معیار تاثیری بر این رابطه ندارد و بهتر است آن را در نظر نگیرد. در مورد متغیر نسبت سود به قیمت، ضریب تعیین تعدیل شده همه پرتفوی‌ها بسیار بیشتر از فرضیه اصلی می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از این معیار برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند می‌تواند به سراغ هر شرکتی با هر سطح ریسکی برود. اما از آنجایی که در پرتفوی ریسک متوسط، ضریب تعیین تعدیل شده بسیار بیشتر از سایر پرتفوی‌ها می‌باشد، بهتر است به سراغ شرکت‌هایی با ریسک متوسط در مورد این معیار برود. در مورد متغیر هزینه سرمایه متحمل شده از مدل رشد قیمت-سود (FPEG)، ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی ریسک متوسط و پرتفوی ریسک بالا بیشتر از میزان این ضریب در مدل اصلی می‌باشد. ولی در مورد پرتفوی کم ریسک، این مقدار بسیار کمتر می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از این معیار برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند بهتر است در مرتبه اول به سراغ شرکت‌هایی برود که دارای ریسک متوسط می‌باشند. در مورد متغیر هزینه سرمایه متحمل شده از فرمول تنزیل سود سهام (FDIV)، ضریب تعیین تعدیل شده پرتفوی ریسک متوسط و پرتفوی ریسک بالا بیشتر از میزان این ضریب در مدل اصلی می‌باشد. ولی در مورد پرتفوی کم ریسک، این مقدار بسیار کمتر می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از این معیار برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند بهتر است به سراغ شرکت‌هایی برود که از این لحاظ دارای ریسک بالا می‌باشند. در مورد متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، ضریب تعیین تعدیل شده همه پرتفوی‌ها بیشتر از فرضیه اصلی می‌باشد. بنابراین یک سرمایه‌گذار چنانچه بخواهد از این معیار برای بررسی رابطه سود و بازده استفاده کند می‌تواند به سراغ هر شرکتی با هر سطح ریسکی برود. اما از آنجایی که در پرتفوی ریسک متوسط، ضریب تعیین تعدیل شده بسیار بیشتر از سایر پرتفوی‌ها می‌باشد بهتر است به سراغ شرکت‌هایی با ریسک متوسط در مورد این معیار برود.

با توجه به جدول (۴) میزان ضریب تعیین تعدیل شده برای شرکت‌های دارای Beta بالا برابر با ۰/۲۰ است که بیشتر از مقدار آن برای شرکت‌های Beta پایین برابر با ۰/۰۹ است. بنابراین این مبین ارتباط قوی تر سود و بازده در حضور ریسک بالا نسبت به ریسک پایین می‌باشد. در حضور متغیر اندازه شرکت میزان ضریب تعیین تعدیل شده برای شرکت‌های دارای SIZE بالا برابر با ۰/۱۹ است که از مقدار آن برای شرکت‌های SIZE پایین برابر با ۰/۱۸ تفاوت زیادی ندارد. در حضور معیار سود میزان ضریب تعیین تعدیل شده برای شرکت‌های دارای E/P بالا برابر با ۰/۳۷ است که بیشتر از مقدار آن برای شرکت‌های E/P پایین برابر با ۰/۲۰ است. بنابراین این مبین ارتباط بسیار قوی تر سود و بازده در حضور معیار E/P بالا نسبت به E/P پایین می‌باشد. از آنجایی که

سهم بیشتر از بازار نیاز به تولید و فروش بیشتر دارد لذا داشتن منابع مالی کافی و اندازه بزرگتر می‌تواند شرکت را در تولید بیشتر و صرف هزینه‌های تولید و بازاریابی بیشتر یاری کند تا بتواند مزیت‌های رقابتی ایجاد نماید. اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر توانایی مدیریت و کیفیت طرح‌های حسابداری باشد. توسعه اندازه شرکت نشانگر مدیریت قوی است که با استفاده از طرح‌های حسابداری سعی در افزایش منابع اقتصادی شرکت داشته باشد. در حضور معیار هزینه سرمایه متحمل شده میزان ضریب تعیین تعدیل شده برای شرکت‌های دارای rPEG پایین برابر با ۰/۰۹ است که کمتر از مقدار آن برای شرکت‌های rPEG بالا برابر با ۰/۲۶ است. و این بدان معنی است که هر چه rPEG قویتر باشد، رابطه بین بازده و سود نیز نسبتاً قوی می‌شود. در حضور معیار ریسک، میزان آماره B/P برابر با ۱۲/۴۹ - است در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار و مثبت است.

جدول ۴- آزمون معناداری مدل ضریب همبستگی و ضریب تعیین و دوربین واتسون برای مدل‌های مختلف

مقدار احتمال	F مقدار	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	r _{PEG}
۰,۰۰۰	۵,۹۸	۱,۵۷	۰,۰۹	۰,۱۱	۰,۳۳	LOW
۰,۰۰۰	۲۲,۰۴	۱,۳۹	۰,۳۰	۰,۳۱	۰,۵۶	MED
۰,۰۰۰	۱۸,۶۳	۱,۹۹	۰,۲۶	۰,۲۷	۰,۵۲	HIGH
مقدار احتمال	F مقدار	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	r _{DIV}
۰,۰۲۰۹	۱,۴۴	۲,۰۷	۰,۰۱	۰,۰۳	۰,۱۷	LOW
۰,۰۰۰	۱۶,۶۷	۱,۷۲	۰,۲۴	۰,۲۵	۰,۵۰	MED
۰,۰۰۰	۲۲,۷۴	۱,۵۰	۰,۳۰	۰,۳۱	۰,۵۶	HIGH
مقدار احتمال	F مقدار	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	B/P
۰,۰۰۰	۱۷,۹۲	۱,۵۳	۰,۲۴	۰,۲۶	۰,۵۱	LOW
مقدار احتمال	F مقدار	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	B/P
۰,۰۰۰	۱۷,۷۳	۱,۷۲	۰,۲۵	۰,۲۶	۰,۵۱	MED
۰,۰۰۰	۱۱,۱۹	۲,۱۹	۰,۱۷	۰,۱۸	۰,۴۳	HIGH

میزان افزایش ضریب تعیین نسبت به مدل اصلی ۱۴ درصد است که مقدار بالایی است؛ بنابر این می‌توان نتیجه گرفت که در حالت ترکیبی هر چه ریسک کمتر باشد رابطه بین سود و بازده کم‌رنج و کم‌رنج تر می‌شود. چنانچه در ناحیه کم ریسک کلاً دیگر رابطه ای بین سود و بازده وجود ندارد. برای اینکه تحلیل‌گران

مالی بتوانند عملکرد آینده را به طور موفقیت آمیزی پیش بینی کنند، به ارقام صورت‌های مالی به ویژه سود حسابداری نیاز دارند. در این راستا، مفهوم ارتباط ارزشی به صورت قدرت ارقام خاص در صورت‌های مالی (مانند سود گزارش شده) برای تشریح تغییرات ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، تعریف شده است؛ بدین معنا که هر چه قدرت توضیح دهندگی بیشتر باشد، ارتباط ارزشی قوی‌تر است. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که سود حسابداری برای سرمایه‌گذاران دارای ارتباط ارزشی است و پژوهشگران همبستگی قوی میان سود، تغییرات سود و ترکیبی از آن‌ها را با تغییرات در ارزش حقوق صاحبان سهام، اثبات کرده اند. (بورگ اشتاهلر و دیچو، ۱۹۹۷)

۷- نتیجه‌گیری و بحث

استفاده کنندگان اطلاعات مالی، پژوهشگران حسابداری، شاغلین در حرفه و قانون‌گذاران تمایل دارند راجع به مفید بودن سود حسابداری اطلاعاتی به دست آورند، به طور گسترده‌ای باور عمومی بر این است که سود به عنوان آخرین قلم صورت سود و زیان، اصلی‌ترین و با ارزش‌ترین اطلاعاتی است که از طریق صورت‌های مالی ارائه می‌شود. از دیدگاه تئوری اقتصاد سود هر واحد انتفاعی نقش حیاتی در تخصیص منابع در بازارهای سرمایه ایفا می‌کند. در بسیاری از مدل‌های پیش‌بینی سود و ارزیابی حقوق صاحبان سهام، چه از بعد نظری و چه از بعد کاربرد در عمل، سود مورد انتظار به عنوان یک متغیر توضیح دهنده به شمار می‌آید. (لیو، ۱۹۸۹، ۱۱) برآورد مناسب هزینه سرمایه، باعث تصمیم‌گیری بهتر در سرمایه‌گذاری و مدیریت کارای سبد سهام می‌شود. اگرچه برآورد هزینه سرمایه، بسیار مهم است، اما در عین حال هیچ روش پذیرفته شده‌ای در مورد برآورد آن وجود ندارد. هزینه سرمایه بطور کلی بعنوان نرخ تنزیلی در نظر گرفته می‌شود که بازار در مورد جریان نقدی مورد انتظار آینده یک شرکت و یا سازمان بکار می‌برد تا به قیمت کنونی سهام دست یابد (بوتوسان و پلاملی، ۲۰۰۵). از طرفی ارزش بازار هر سهم انعکاسی از جریان‌های نقدی آتی می‌باشد که عاید شرکت خواهد شد، بنابراین اگر شرکتی دارای مدیریت و سازماندهی باشد که با کارایی کامل به وظایف و نقش‌های خود عمل کند در این صورت ارزش بازار، بزرگ‌تر از ارزش‌های تاریخی و دفتری خواهد بود و این نسبت کاهش پیدا می‌کند. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم طرز تفکر سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد گذشته و دورنمای آتی شرکت را بیان می‌کند.

با توجه به مدل مورد استفاده در فرضیه اصلی پژوهش، می‌توان نتیجه گرفت که رابطه‌ی معنا دار و مثبت بین سود و بازده، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. در حضور معیار بتا ارتباط بین سود و بازده تا حدی افزایش یافته است و این بیانگر این است که برای نتیجه بهتر در رابطه با تاثیر بازده و ارزش شرکت از سود، بهتر است معیار ریسک سیستماتیک که نشان‌گر نوسان قیمتی سهام، در مقایسه با بازار کلی فعال در آن می‌باشد، نیز در نظر گرفته شود و از رابطه مثبت و معنا دار بین بازده و بتا می‌توان نتیجه گرفت که بازده شرکت به موازات افزایش یا کاهش بتای شرکت افزایش یا کاهش می‌یابد. بنابراین این مبین ارتباط قوی تر سود و بازده در حضور ریسک بالا نسبت به ریسک پایین می‌باشد. در حضور متغیر اندازه شرکت ارتباط

بین سود و بازده تاحد خیلی کم، افزایش یافته است و این بیانگر این است که برای نتیجه بهتر در رابطه با تاثیر بازده و ارزش شرکت از سود، بهتر است معیار اندازه شرکت نیز در نظر گرفته شود. در حضور معیار سود به قیمت ارتباط بین سود و بازده تاحدی افزایش یافته است و این بیانگر این است که برای نتیجه بهتر در رابطه با تاثیر بازده و ارزش شرکت از سود، بهتر است معیار سود به قیمت که یکی از متداول‌ترین معیارهای ارزیابی ارزش سهام است. در حضور معیار هزینه سرمایه متحمل شده (از فرمول رشد قیمت - سود) ارتباط بین سود و بازده نسبتاً قوی می‌باشد. در حضور معیار ریسک، به موازات افزایش (کاهش) سود، بازده نیز افزایش (کاهش) می‌یابد و این بیانگر این است که در حضور معیار ارزش دفتری به ارزش بازار ارتباط بین سود و بازده بسیار قویتر می‌گردد؛ در نتیجه پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲)، پورحیدری و بیات (۱۳۸۹)، سلمانپور (۱۳۸۳)، بوتاسان و همکاران (۲۰۱۴) و سین تل کمار (۲۰۰۹) منطبق می‌باشد.

پژوهش حاضر امکان ارائه پیشنهادهایی به شرح زیر را داده است:

- (۱) با عنایت به نتیجه آزمون اصلی این پژوهش، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که بیشتر ریسک سیستماتیک را مد نظر قرار داده و در جستجوی بازده و سود مد نظر خود نیز، نیم‌نگاهی به بتای شرکت داشته باشند و به مدیران شرکت‌ها نیز توصیه می‌گردد که برای تصمیم‌گیری و پیش‌بینی سود و موارد استراتژیک دیگر نیز به بتای شرکت اهمیت ویژه‌ای قایل باشند و با توجه به اینکه ضریب تعیین آزمون فرضیه اول، در مناطق پر ریسک تر بیشتر است، بنابراین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد که بازده بیشتر خود را در ریسک سیستماتیک بالاتر جستجو کنند.
 - (۲) به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که برای رسیدن به بازده مد نظر خود، زیاد نمی‌توانند به اندازه شرکت اعتماد نمایند.
 - (۳) به کلیه افراد استفاده‌کننده از اطلاعات هزینه سرمایه پیشنهاد می‌گردد که با توجه به رابطه مثبت بین بازده و هزینه سرمایه، می‌توانند به عدد هزینه سرمایه - از فرمول تنزیل سود تقسیمی هرسهم - اعتماد کرده و بازده بالای خود را در آن جستجو نمایند.
 - (۴) با توجه به اینکه در ترکیب دو معیار بتا و اندازه شرکت، نقش بتا پررنگ‌تر بوده و تاثیر بیشتری بر رابطه سود و بازده می‌نهد. لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که در ترکیبی از بتا و اندازه شرکت چندان زیاد نمی‌توانند رابطه قویتری بین سود و بازده بیابند.
- در این پژوهش به بررسی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شد. لذا به پژوهشگر پیشنهاد می‌گردد:
- (۱) بررسی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین ارزش شرکت و اجزای سود به نوع مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار؛
 - (۲) بررسی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و انعطاف‌پذیری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار؛

- ۳) بررسی اثر کنترل ریسک بر رابطه بین عملکرد مالی و تصمیم گیری سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار؛ و
- ۴) پیشنهاد می شود تحقیق حاضر در هر صنعت به طور جداگانه مورد بررسی قرار بگیرد و نتایج به دست آمده در صنایع مختلف مقایسه گردد.

فهرست منابع

- * ایزدی نیا، ناصر، مصطفی دری سده، (۱۳۸۹)، محتوای اطلاعاتی جزء غیر عملیاتی سود حسابداری در رابطه با پیش بینی سود و ارزشگذاری حقوق صاحبان سهام، مجله پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۳، ص ۱۷-۳۲.
- * بولو، قاسم، جعفر باباجانی و مهدی ابراهیمی میمند، (۱۳۹۱)، ملاحظه محتوای اطلاعاتی اجزای سود توسط مدیران و سرمایه گذاران در پیش بینی سود. مجله پژوهش های حسابداری مالی. ۴(۱۱). ص ۴۷-۶۶.
- * پورحیدری، امید، علی بیات، (۱۳۸۹)، سودمندی متغیرهای بنیادی و متغیرهای مبتنی بر بازار در تبیین بازده سهام، مجله تحقیقات حسابداری، سال دوم، شماره ۵، ص ۱۰۴-۱۲۳.
- * ثقفی، علی، سید عباس هاشمی، (۱۳۸۳)، بررسی تحلیلی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۸، ص ۲۹-۵۲.
- * خالقی مقدم، حمید، (۱۳۷۷)، دقت پیش بینی سود شرکت ها، رساله دکترای، دانشگاه تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی، ص ۷۱-۱۰۲.
- * سلمانپور خوئی، مجید، (۱۳۸۳)، بررسی تاثیر اندازه شرکت بر نرخ بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.
- * عباسی، ابراهیم، کیارش مهرانی، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه رتبه بندی بر اساس متغیرهای بنیادی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مدیریت و پیشرفت (۱) دانشور رفتار، انتشارات دانشگاه شاهد، سال ۱۶، دی ماه، ص ۷۱-۹۰.
- * Abarbanell, Jeffery, & Kim Sangwan. (2010). "Why Returns on Earnings Announcement Days are More Informative than Other Days". Kenan- Flagler Business School University of North Carolina at Chapel Hill.
- * Anandarajan, A and I Hasan. (2010). Value relevance of earnings. Journal of Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, vol (26), 270-279.
- * Balachandran, S. and Mohanram, P. (2011). "Using Residual Income to Refine the Relationship Between Earnings Growth and Stock Returns". Review of Accounting Studies, Vol. 16, No.3, 1041-1082.
- * Botosan.C , X.Ortega and M.Plumlee (2014). The Impact of Controlling For Risk on The Value Relevance of Earnings .
- * Botosan.C and M. Plumlee (2005). Assessing Alternative Proxies For The Expected Risk Premium. The Accounting Review (January): 21-53.

- * Burgstahler, D.C and I. D Dichev (1997). Earnings, adaptation and equity value. The Accounting Review, vol(72), 187-215.
- * Chen, P. and Zhang, G.(2003), " Profitability, Earnings and Book Value in Equity Valuation : A Geometric View and Empirical Evidence", www.ssrn.com.
- * Celinch Greg, Baljit Sidhu and Samantha Sin (2001), " usefulness of Direct and Indirect Cash Flow Disclosures", www.ssrn.com.
- * Dichev, I.(1997)." Measuring Value Relevance in Accounting- Based Variables Without Reference to Market Prices", www.ssrn.com.
- * Kwon,J,G. (2009). The Value Relevance Of Earnings And Book Value Using An Option-style Equity Valuation Model:Evidence from korea. International Journal of Business And Mangment, vol4, 19-41.
- * Lev,B.(1989).On the Usefulness of Earnings and Earnings Research:Lesson and Directions From Two Decades of Empirical Research. Journal of Accounting Research (supplement1989):153-192.
- * Penman, S. H, and Nir, Y. (2004). " The Pricing of Earnings and Cash Flows and an Affirmation of Accrual Accounting ", www.ssrn.com.
- * Senthikumar, G (2009). "Behavior of stock Return in Size and Market-to-Book Ratio-Evidence from Selected Indian Industries", International Research Journal of Finance and Economics, 33, pp: 142-153.

یادداشت‌ها

¹ Penman and Nir

² Celinch et al

³ Chen and Zhang

⁴ Botosan et al

⁵ Balachandran and mohanram,

⁶ Anandarajan and Hassan

⁷ Abarbanell and Kim

⁸ Botosan & Plumlee

⁹ Easton and Pae

¹⁰ Burgstahler, D.C and I. D Dichev

¹¹ Lev