

بررسی و ارزیابی الگوهای قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر امید پورحیدری *

امین اکبری **

تاریخ پذیرش: ۸۹/۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۸۹/۱/۲۱

چکیده

در دنیای امروز با گسترش خصوصی سازی و روی آوردن به سمت خرید و فروش سهام نیاز به تحقیقات گسترده در حوزه مالی و حسابداری احساس می شود. یکی از این حوزه های مهم، مطالعات مربوط به قیمت گذاری سهام و تعیین متغیرهای تاثیرگذار در تعیین قیمت سهام است. این تحقیق با هدف آزمون الگوهای مختلف قیمت گذاری سهام مبتنی بر متغیرهای بنیادی در محیط اقتصادی ایران انجام شده است و سعی دارد از طریق آزمون چندین الگوی قیمت گذاری سهام، هم به شناسایی متغیرهای بنیادی و هم به معرفی الگویی به منظور قیمت گذاری سهام بپردازد که بیشترین نقش را در تبیین قیمت سهام شرکت های ایرانی دارند. برای آزمون الگوهای قیمت گذاری سهام، رگرسیون حداقل مربعات معمولی مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این مطالعه نشان داد که الگوی نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/B) دارای بیشترین ضریب تعیین تعدیل شده است و به عنوان بهترین الگوی قیمت گذاری سهام در بین الگوهای مورد آزمون تعیین شده است.

واژگان کلیدی: متغیرهای بنیادی، قیمت سهام، الگوهای قیمت گذاری سهام، بورس اوراق بهادار تهران.

* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

مقدمه

در بازارهای اقتصادی، قیمت گذاری داراییهای قابل معامله نقش اساسی را در تخصیص منابع به عهده دارد. بنابراین نیاز ضروری برای فهم عوامل اساسی تشریح کننده قیمت این داراییها وجود دارد. نظریه‌های مالی بیان می‌کنند که ارزش یک سهم برابر با ارزش فعلی عواید مورد انتظار آن است. تمایل به فهم قیمت گذاری سهام در غیاب یک مجموعه یکسان و یکنواخت از متغیرهایی که نماینده‌ای برای نتایج مورد انتظار آینده است به پیدایش سریع الگوهای قیمت گذاری سهام منجر می‌شود در حالی که تقریباً همه الگوها و چارچوبهای قیمت گذاری سهام بر یک مبنای نظری استوار است.

برخی از پژوهشهای انجام شده مانند تحقیق برنارد (Bernard, 1995)، کولینز و همکاران (Collins et al., 1997)، و ریس (Rees, 1997) بر این باورند که متغیرهای بنیادی به عنوان مهمترین متغیرها در قیمت گذاری سهام است. شواهد متقاعد کننده ارائه شده در این تحقیقات نشان‌دهنده این است که نوسان و بی‌ثباتی در قیمت سهام می‌تواند به وسیله نوسان در سود سهام، جریانهای نقدی و دیگر متغیرهای بنیادی تشریح شود. اما پژوهشهای دیگری مانند پژوهش امیر و لو (Amir and Lev, 1996) بر این باورند که متغیرهای بنیادی نمی‌توانند نوسانات در قیمت سهام را در هر موقعیتی محاسبه کنند. نیاز بیشتر برای فهم قیمت‌گذاری سهام از یک سو و نبود یک مجموعه یکنواخت و یکسان از متغیرها برای تشریح قیمت سهام از سوی دیگر باعث می‌شود قیمت گذاری سهام یکی از مباحث مهم برای تحقیق و پژوهش باشد. به نظر می‌رسد که توافق کلی و عمومی در مورد ناقص بودن نظریه قیمت‌گذاری داراییهای مالی وجود دارد. تکامل نظریه قیمت گذاری داراییهای مالی نیازمند این است که قیمت یا ارزش ذاتی یک دارایی با یک الگوی قیمت گذاری مقبول به دست آید. بدین منظور سعی شده است تعدادی از الگوهای قیمت گذاری سهام در این پژوهش مورد آزمون قرار گیرد و توسعه یابد.

بازار بورس در ایران به شکل فزاینده‌ای در حال رشد، و یکی از مهمترین ساز و کارها در راستای توسعه ساختار اقتصادی است، و هر روز بر اهمیت آن افزوده می‌شود. یکی از دلایل افزایش مستمر شرکتهای پذیرفته شده در بورس مربوط به سیاست دولت یعنی

سیاست خصوصی سازی است که هدف آن کاهش مدیریت دولت و واگذاری شرکتهای دولتی به بخش خصوصی است. عامل اصلی انتقال سرمایه، قیمت اوراق بهادار عرضه شده است که ابتدا در بورس تعیین می شود. هدف اصلی این تحقیق بررسی قدرت توضیح دهنده گی متغیرهای بنیادی از قبیل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، بتا، حاشیه سود خالص، نرخ رشد سود سهام و... است.

الگوهای قیمت گذاری سهام فراوانی وجود دارد که در مطالعات مختلف مورد آزمون قرار گرفته اند. چندین الگوی قیمت گذاری سهام که از پشتوانه نظری برخوردارند و در این پژوهش مورد آزمون قرار می گیرند، شامل: الگوی ادوارد-بل-آلسن (Edwards-Bell)، P/E Ohlson (EBO)، الگوهای بر مبنای EVA (Economic Value Added)، الگوی P/E (نسبت قیمت به سود هر سهم)، الگوی P/B (نسبت قیمت به ارزش دفتری) و الگوی P/S (نسبت قیمت به فروش) است. در این تحقیق سعی شده الگوهای مختلف قیمت گذاری سهام بر اساس متغیرهای بنیادی مورد بررسی قرار گیرد و مناسبترین الگوی مبتنی بر متغیرهای بنیادی برای تشریح قیمت سهام ارائه شود.

در این تحقیق متغیرهایی مانند سود هر سهم، حاشیه سود خالص، درصد تقسیم سود، بتا، نرخ رشد سود سهام و... در محیط اقتصادی ایران مورد آزمون قرار می گیرد. این تحقیق می تواند مورد استفاده افراد، نهادها، مؤسسات و سازمانهای مختلف قرار گیرد. مهمترین سازمانهای استفاده کننده از نتیجه این تحقیق سازمان بورس اوراق بهادار، شرکتهای سرمایه گذاری، شرکتهای تأمین سرمایه، مؤسسات کارگزاری، اعتباردهندگان، بانکها و سهامداران هستند. هم چنین یکی از مهمترین استفاده کنندگان دولت است که به منظور خصوصی سازی و واگذاری سهام دولتی به الگویی برای تعیین قیمت سهام واگذاری نیاز دارد به گونه ای که سود دو طرف (دولت و خریدار) را در پی داشته باشد.

پیشینه تحقیق

در طول سالهای اخیر مقالات زیادی در مورد قیمت گذاری و پیش بینی قیمت سهام تدوین شده که هدف آنها ارائه الگوهای به منظور پیش بینی قیمت سهام به وسیله روشهای رگرسیونی، شبکه های عصبی و سایر روشها بوده است. یکی از این مطالعات تحقیق

استوارت (Stewart, 1990) است. وی به بررسی ارتباط بین سودهای اقتصادی و ارزش بازار شرکت پرداخته است. او نمونه‌ای متشکل از ۶۱۳ شرکت را در ۲۵ پرتفوی قرارداد و بر حسب سود اقتصادی و تغییرات در سود اقتصادی آنها را رتبه‌بندی کرد. او همبستگی عمیقی بین سود اقتصادی و ارزش افزوده بازار (MVA) و هم‌چنین همبستگی شدیدتری بین تغییرات در سود اقتصادی و تغییرات در MVA یافت. این همبستگی عمیق منجر شد که محقق چنین نتیجه‌گیری کند که MVA تا حدی زیادی با سود اقتصادی سازگاری دارد.

داموداران (Damodaran, 1996) در راستای ارائه الگویی به منظور قیمت‌گذاری سهام الگوی قیمت سهام به فروش (P/S) را پیشنهاد کرد که به طور خطی به چهار متغیر اصلی وابسته است. این متغیرها شامل درصد تقسیم سود، نرخ رشد سود سهام، بتا، و حاشیه سود است. الگوی داموداران $0.77/26$ تغییرات قیمت را برای سال ۱۹۹۵ تبیین کرد. هم‌چنین او دریافت که ضرایب تمام متغیرها با انتظاراتش همخوانی دارد.

دستگیر و حسینی افشاری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان «ارزیابی روشهای قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی برخی از الگوهای قیمت‌گذاری سهام پرداختند. آنها سه الگوی قیمت‌گذاری مطرح در نظریه‌های مدیریت مالی را انتخاب، و قیمت‌های به دست آمده از این الگوها را مذکور با قیمت‌های سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران مقایسه کردند. جامعه آماری تحقیق آنها شامل تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۵ بود. نتیجه مطالعه آنان نشان داد الگوی والتر، نسبت به دو الگوی گوردون و الگوی ارزش فعلی جریانهای نقدی آینده، ارزشهای نزدیکتری به قیمت‌های بازار ارائه می‌کند. هم‌چنین طبق نتایج تحقیق در صورت استفاده از نرخ بازده مورد انتظار (۴۰ درصد) الگوی گوردون نسبت به دو الگوی دیگر، ارزشی نزدیکتر به قیمت بازار نشان می‌دهد.

واعظ، ابزری و جمالی (۱۳۸۷) در تحقیق خود با عنوان «قابلیت پیش بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای به قابلیت

پیش‌بینی قیمت سهام، میزان کارایی و چگونگی شکل‌گیری انتظارات در بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. آنها برای بررسی‌های خود، شرکت‌های حاضر در صنایع کانی غیرفلزی، واسطه‌گری مالی و خودرو را، که در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ در بازار بورس اوراق بهادار فعالیت داشته‌اند انتخاب کردند در ابتدا با استفاده از الگوی CAPM ارزش ذاتی سهام شرکت‌های حاضر در این صنایع بررسی شد. آن‌گاه ارتباط بین قیمت سهام و ارزش ذاتی سهام برای شرکت‌هایی که ریسک تمام‌مند آنها معنی‌دار بود، مورد بررسی قرار گرفت. در این تحقیق برای بررسی کارایی بازار سهام، ارتباط بازدهی فعلی سهام با بازدهی گذشته سهام مورد آزمون قرار گرفته است. در نهایت، چگونگی شکل‌گیری انتظارات با استفاده از الگوی ECM بررسی شده است. نتایج تحقیق آنان نشان داد که در چارچوب CAPM تغییرات قیمت سهام متأثر از ارزش ذاتی سهم است و هم‌چنین افراد از الگوی تصحیح خطا استفاده، و در هر دوره خطاهای گذشته خود را تصحیح می‌کنند.

روش تحقیق

روش مورد نظر برای این تحقیق روش شبه تجربی است و برای آزمون الگوهای قیمت‌گذاری سهام رگرسیون حداقل مربعات معمولی مورد استفاده قرار گرفته است. داده‌های تحقیق عموماً با استفاده از پایگاه اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، و نرم افزار تدبیر پرداز گردآوری شده است. هم‌چنین برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار Eviews استفاده گردیده است. از نرم افزار Eviews به دلیل داشتن امکاناتی برای اطمینان یافتن از نبود خود همبستگی و ناهمسانی واریانس استفاده شده، و از مقدار دوربین - واتسون (D-W) برای آزمون وجود خود همبستگی و از آزمون آرچ به منظور بررسی نبود مشکلی به نام ناهمسانی واریانس در رگرسیون‌ها استفاده گردیده است. به منظور تعیین مناسبترین الگوی و هم‌چنین رتبه بندی از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ در بورس فعال بوده‌اند. برای انتخاب نمونه از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده شده است. برای انتخاب نمونه معیارهای زیر مد نظر قرار گرفته است:

- ۱- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۲- بیش از شش ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد.
 - ۳- مربوط به واسطه‌گری مالی نباشد.
 - ۴- اطلاعات شرکت برای تمام سالهای مورد بررسی در دسترس باشد.
- بعد از مد نظر قرار دادن تمام این موارد تعداد شرکتهای ۴۹ شرکت کاهش پیدا کرد. تمامی این شرکتهای به عنوان نمونه انتخاب شدند.

الگوهای تحقیق

الگوهایی که در این تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد، به شرح زیر است:

(۱) الگوهای قیمت‌گذاری سهام بر مبنای چارچوب ادوارد، بل و السون (EBO)

در این بخش دو الگو مورد آزمون قرار خواهد گرفت که به شرح زیر است:

الگوی EBO پایه

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_T$$

در این الگوی، P_{it} ، قیمت هر سهم برای سهام عادی شرکت i در پایان سال t ، EPS_{it} ،

سود هر سهم برای شرکت i در سال t ، BV_{it} ، ارزش دفتری هر سهم برای سهام عادی

شرکت i در پایان سال t ، ε_T ، جزء اخلاص با میانگین صفر می‌باشد.

الگوی EBO بسط یافته

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DPS_{it} + \alpha_2 RE_{it} + \alpha_3 (BV_{it} + TD_{it}) - \alpha_4 TD_{it} + \alpha_5 CE_{it} + \varepsilon_T$$

در این الگوی، P_{it} ، قیمت هر سهم برای سهام عادی شرکت i در پایان سال t ، DPS_{it} ،

سود تقسیمی هر سهم برای سهام عادی شرکت i در پایان سال t ، RE_{it} ، سود انباشته هر

سهام برای شرکت i در سال t ، BV_{it} ، ارزش دفتری هر سهم برای سهام عادی شرکت i در پایان سال t ، TD_{it} ، جمع کل بدهیها به ازای هر سهم؛ CE_{it} ، مخارج سرمایه‌ای به ازای هر سهم؛ و ε_T ، جزء اخلاص با میانگین صفر است.

(۲) الگوهای قیمت گذاری سهام مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
 الگوهای قیمت گذاری سهام مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) شامل دو الگو که به شرح زیر است:

الگوی اول

$$MV/Cap = \alpha_0 + \alpha_1 ((EVA_{it}/c_{it})/Cap) + \varepsilon_T$$

در این الگوی

MV ، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛ Cap ، سرمایه به کار گرفته شده؛ EVA_{it} ، سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات منهای تغییرات در سرمایه (یعنی $C^* \times Cap$)؛ و C_{it} ، میانگین موزون هزینه سرمایه است.

الگوی دوم

$$MV/Cap = \alpha_0 + \alpha_1 \ln Cap + \alpha_2 ((EVA^+_{it}/c_{it})/Cap) + \alpha_3 ((EVA^-_{it}/c_{it})/Cap) + \varepsilon_T$$

در این الگوی MV ، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛ Cap ، سرمایه به کار گرفته شده؛ EVA_{it} ، سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات منهای تغییرات در سرمایه (یعنی $C^* \times Cap$)؛ C_{it} ، میانگین موزون هزینه سرمایه؛ EVA^+_{it} ، اگر EVA مثبت باشد (و در غیر این صورت صفر)؛ و EVA^-_{it} ، اگر EVA منفی باشد (و در غیر این صورت صفر) است.

(۳) الگوی قیمت به سود (P/E)

$$P/E = \alpha_0 + \alpha_1 Beta_{it} + \alpha_2 Growth_{it} + \alpha_3 Payout_{it} + \varepsilon_T$$

در این الگوی $Beta_{it}$ ، ریسک سیستماتیک؛ $Growth_{it}$ ، نرخ رشد سود سهام؛ و $Payout_{it}$ ، درصد تقسیم سود است.

۴) الگوی قیمت به ارزش دفتری (P/B)

$$P/B = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_{it} + \alpha_2 \text{Growth}_{it} + \alpha_3 \text{ROE}_{it} + \alpha_4 \text{Payout}_{it} + \varepsilon_T$$

در این الگوی P/B، نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم؛ Beta_{it} ، ریسک سیستماتیک؛ Growth_{it} ، نرخ رشد سود سهام؛ Payout_{it} ، درصد تقسیم سود؛ و ROE_{it} ، بازده حقوق صاحبان سهام است.

۵) الگوی قیمت به فروش (P/S)

$$P/S = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_{it} + \alpha_2 \text{Growth}_{it} + \alpha_3 \text{Margin}_{it} + \alpha_4 \text{Payout}_{it} + \varepsilon_T$$

در این الگوی Beta_{it} ، ریسک سیستماتیک؛ Growth_{it} ، نرخ رشد سود سهام؛ Payout_{it} ، درصد تقسیم سود؛ و Margin_{it} ، حاشیه سود خالص است.

متغیرهای تحقیق

متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته و هم‌چنین چگونگی اندازه‌گیری آنها به شرح زیر است:

قیمت هر سهم (P_{it}): قیمت هر سهم برای سهام عادی شرکت i در پایان سال t

نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به سرمایه بکار گرفته شده (Mv/Cap): این نسبت از طریق تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر سرمایه به کار گرفته شده یعنی مجموع بدهیها و حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است.

نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E): این نسبت از طریق تقسیم قیمت هر سهم به سود هر سهم محاسبه شده است.

نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (P/B): این نسبت از طریق تقسیم قیمت هر سهم به ارزش دفتری هر سهم محاسبه شده است.

نسبت قیمت به مبلغ فروش هر سهم (P/S): این نسبت از طریق تقسیم قیمت هر سهم بر مبلغ فروش خالص به ازای هر سهم محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل و شیوه محاسبه آنها به این شرح زیر است:

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (MV): از حاصلضرب قیمت مبادله هر سهم در پایان سال در تعداد سهام هر یک از سالهای مورد بررسی به دست آمده است. سرمایه به کار گرفته شده (Cap): برابر با مجموع بدهیها و حقوق صاحبان سهام است. ارزش افزوده اقتصادی (EVA): ارزش افزوده اقتصادی از رابطه زیر به دست آمده است:

$$EVA=(r-C^*)\times Cap$$

که در آن R ، نرخ بازده سرمایه؛ و C^* ، میانگین موزون هزینه سرمایه است. β (بتا)، نماینده ریسک سیستماتیک است. این عدد برای هر شرکت با استفاده از الگوی بازار محاسبه شده است. برای تخمین بتا از بازدههای مربوط به ۳۶ ماه گذشته شرکت و شاخص کل بازار استفاده شده است. نرخ رشد سود سهام ($Growth$): با فرض پایدار بودن نسبی نسبت انباشت سود و بازده ارزش ویژه، نرخ رشد سود سهام محاسبه شده است. درصد تقسیم سود ($Payout$): برابر است با نسبت سود نقدی هر سهم به سود هر سهم. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): برابر با نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام است.

حاشیه سود خالص ($Margin$): برابر با نسبت سود خالص به فروش خالص است. ارزش دفتری هر سهم (BV): برابر با ارزش هر سهم طبق دفترهای شرکت است. سود تقسیمی هر سهم (DPS): مبلغی است که در زمان پرداخت سود نقدی به هر سهم عادی تعلق می‌گیرد.

مخارج سرمایه ای (CE): برابر با مبلغ افزایش در داراییهای ثابت و سرمایه گذاریهای بلند مدت به ازای هر سهم است.

جمع کل بدهیها به ازای هر سهم (TD): که از تقسیم جمع کل بدهیها بر تعداد سهام حاصل می‌شود.

میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه (C^*): برای محاسبه نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه از الگوی باسیدر (Bacidor, 1977) استفاده شده که به این شرح زیر است:

$$WACC = \frac{D_m}{D_m + E_m} K_d + \frac{E_m}{D_m + E_m} K_s$$

که در آن D_m ، ارزش دفتری کل بدهی‌ها؛ E_m ، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛ K_d ، هزینه بدهی ((نرخ مالیات - 1) × نرخ بهره بدهی = هزینه بدهی)، و K_s ، نرخ هزینه سهام عادی، سود انباشته و اندوخته‌ها است. برای محاسبه K_s از الگوی گوردون با رشد ثابت $(g) (K_s = (D_1/P_0))$ استفاده شده که نرخ رشد (g) نیز از طریق ضرب بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) در درصد انباشت سود $(1-d)$ حاصل شده است.

یافته های تحقیق

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره ۱ آورده شده است. آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار و تعداد مشاهدات است؛ به عنوان نمونه، میانگین قیمت سهام شرکت‌های نمونه ۸۳۱۳ ریال، میانه قیمت سهام شرکت‌های نمونه ۴۰۷۶ ریال، حداکثر قیمت ۸۸۱۰۰ ریال، حداقل قیمت شرکت‌های نمونه ۷۶۱ ریال، و انحراف استاندارد قیمت شرکت‌های نمونه ۱۳۰۰۰ ریال است. نتایج بررسی آماره‌های توصیفی نشان می‌دهد که متغیرها از پراکندگی لازم، و مشاهدات از تنوع لازم به منظور آزمون الگوها برخوردار است؛ به عبارت دیگر، نمونه انتخابی از تنوع لازم برای تعمیم به جامعه برخوردار است.

جدول شماره ۱: آماره توصیفی متغیرهای تحقیق

آماره	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
P	۸۳۱۳	۴۰۷۶/۵	۸۸۱۰۰	۶۷۱	۱۲۲۹۹/۶	۲۹۴
P/B	۳/۸	۲	۴۱/۳	-۰/۳۹	۵/۴	۲۹۴
P/S	۱/۹	۰/۹	۲۶/۸	۰/۰۷	۲/۹	۲۹۴
MV/CAP	۱/۲	۰/۷	۱۰	۰/۰۵	۱/۵	۲۹۴
DPS	۸۳۰/۶	۵۲۲/۵	۶۰۴۰/۲	۰	۹۲۹/۳	۲۹۴
RE	۶۸۶	۴۰۱/۹	۷۰۹۴/۳	-۳۶۵۷/۴	۹۸۲/۴	۲۹۴
(BV+TD)	۷۲۲۶/۷	۵۸۵۲/۸	۲۴۷۲۸/۸	۲۱۶۶/۱	۴۱۸۸	۲۹۴
TD	۵۱۷۵/۷	۳۸۱۶/۴	۲۲۹۰۳/۵	۸۸۵/۷	۳۸۰۲/۳	۲۹۴
CE	۶۱۸/۸	۲۹۸/۴	۹۰۱۱/۳	۰	۱۴۲۱/۸	۲۹۴
EPS	۵۳۶/۱	۲۶۳/۲	۷۸۶۷/۹	۲/۴	۸۱۸/۷	۲۹۴
BV	۲۰۵۰/۹	۱۷۷۶/۹	۱۴۶۱۷/۴	-۲۵۲۶/۷	۱۳۴۰/۸	۲۹۴
Beta	۰/۲۹	۰/۲۴	۳/۴	-۱/۵	۰/۶	۲۹۴
Growth	۰/۱۴	۰/۰۹	۱/۵	-۰/۸۲	۰/۲۳	۲۹۴
Margin	۰/۲۳	۰/۱۶	۳/۵۲	-۰/۳۸	۰/۳۴	۲۹۴
Payout	۶/۴	۱/۵	۲۸۶/۹	۰	۲۴/۳	۲۹۴
Ln Cap	۵/۶۷	۵/۵۶	۷/۸۵	۴/۴۹	۰/۶۳	۲۹۴
((EVA ⁺ /c)/Cap)	۰/۲۹	۰	۸/۶۶	۰	۰/۹۴	۲۹۴
((EVA/c)/Cap)	-۰/۶۱	-۰/۳۲	۰	-۵۱/۰۷	۳/۲۲	۲۹۴
((EVA/c)/Cap)	-۰/۳۳	-۰/۳۳	۸/۷	-۵۱/۰۸	۳/۴	۲۹۴

نتایج آزمون الگوها و تحلیل یافته‌ها

نتایج آزمون الگوی ادوارد، بل و السون پایه (EBO) در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود، ضریب سود هر سهم در آزمون رگرسیون داده‌های ترکیبی مثبت است و بیانگر رابطه مثبت بین سود هر سهم و قیمت سهام، است و این به دلیل تأثیری است که سود هر سهم در تعیین قیمت سهام در بازار ایران دارد. نتایج آزمون الگوی نشان می‌دهد که در بازار بورس اوراق بهادار تهران ارزش دفتری هر سهم عامل تعیین کننده‌ای در تعیین قیمت سهام نیست، که این یافته با مطالعات غربی

سازگار نیست. کولینز (Collins, et al., 1997) با استفاده از داده‌های شرکتهای امریکایی به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران امریکایی علاوه بر سود هر سهم به ارزش دفتری نیز اهمیت می‌دهند.

جدول ۲: نتایج آزمون الگوی EBO

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_T$$

سال	α_0	EPS_{it}	BV_{it}	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون
Pool	۲۱۷۰/۹۹ (۶/۱۵) *	۲/۳۶ (۲/۷۳) *	-۰/۱۱ (-۰/۹۱)	۰/۶۱	۲/۰۲
۸۱	-۸۹/۲۲ (-۰/۰۴)	۱۰/۵۸ (۱۲/۳۵) *	۱/۰۵ (۲/۱۳) **	۰/۷۶	۱/۷۴
۸۲	۷۴۶۲/۷۳ (۱/۵)	۱۲/۷۹ (۵/۳) *	-۱/۶۴ (-۰/۷۷)	۰/۵۲	۲/۰۶
۸۳	۱۶۳۷/۷۵ (۰/۵۹)	۶/۲۱ (۵/۶۱) *	۲/۱۸ (۲/۴۷) *	۰/۵۸	۲/۰۳
۸۴	۳۲۸۸/۰۸ (۱/۳۷)	۹/۶ (۱۰/۱) *	-۰/۷۴ (-۰/۷۲)	۰/۶۶	۱/۹۹
۸۵	-۳۹۸/۷۸ (-۰/۳۸)	۱/۶۱ (۱/۰۵)	۲/۱ (۴/۷۱) *	۰/۳۶	۱/۵۱
۸۶	-۲۰۱/۱۷ (-۰/۲)	۰/۰۴ (۰/۰۲)	۲/۰۹ (۴/۹۱) *	۰/۳۲	۲/۰۶

*, ** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار

اعداد داخل پرانتز اندازه‌های آماره t است.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون الگوی EBO بسط یافته

سال	$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DPS_{it} + \alpha_2 RE_{it} + \alpha_3 (BV_{it} + TD_{it}) - \alpha_4 TD_{it} + \alpha_5 CE_{it} + \varepsilon_{it}$									
	α_0	DPS _{it}	RE _{it}	(BV _{it} +TD _{it})	TD _{it}	CE _{it}	ضرب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون		
Pool	۶۲۶/۸۳ (۱/۷۷)*	۲/۶۴ (۸/۱۳)**	۰/۸۴ (۲/۸۴)**	-۰/۰۹ (-۰/۴۷)	۰/۳۴ (۱/۵۶)	-۰/۲۴ (-۱/۸۹)*	۰/۸۵	۲/۲۳		
۸۱	-۵۶۶۴/۴۷ (-۱/۹۱)	۸/۹۲ (۶/۷۹)**	-۰/۶۳ (-۰/۳۲)	۱/۷ (۱/۷۹)	-۱/۶۵ (-۱/۷۴)*	۶/۰۲ (۲/۶۸)**	۰/۶۱	۱/۶۱		
۸۲	۴۲۳۳/۹۷ (۰/۸۴)	۹/۹۷ (۴/۹۶)**	۰/۱۶ (۰/۰۷)	-۰/۷۸ (-۰/۳۸)	۰/۷۶ (۰/۳۷)	۰/۵۵ (۰/۳۹)	۰/۵۵	۱/۸۲		
۸۳	۱۵۲۵/۵۹ (۰/۴۲)	۵/۱ (۴/۲۴)**	-۲/۸۹ (-۰/۹۸)	۲/۰۳ (۰/۸۸)	-۲/۰۴ (-۰/۸۹)	۱/۰۱ (۱/۴۹)	۰/۵۱	۱/۸۹		
۸۴	۲۸۲/۲۴ (۰/۰۸)	۶/۱۳ (۵/۵۷)**	۰/۰۲ (۰)	۰/۳۴ (۰/۱۳)	-۰/۳۵ (-۰/۱۳)	۰/۳۱ (۰/۴۶)	۰/۴۳	۱/۶۵		
۸۵	-۲۷۹/۸۵ (-۰/۲۵)	۱/۶۷ (۳/۶۱)**	-۱/۱۲ (-۱/۹۵)**	۲/۸۸ (۳/۶۴)**	-۲/۱۹ (-۳/۶۵)	-۰/۳۷ (-۱/۰۳)	۰/۵۹	۲		
۸۶	-۷۱۶/۷ (-۰/۳۷)	۱/۵۹ (۲/۸۳)**	-۰/۲۶ (-۰/۱۶)	۲/۱۲ (۱/۳۷)	-۲/۱۲ (-۱/۳۷)	-۰/۴ (-۱/۵۸)	۰/۴۱	۲/۱۵		

*، ** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار اعداد داخل پرانتز اندازه‌های آماره t است.

ضریب تعیین تعدیل شده الگوی رگرسیون نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به ترتیب ۷۷، ۵۵، ۶۰، ۶۸، ۳۸، و ۳۵ درصد از تغییرات قیمت سهام را توضیح می‌دهند. این نتایج نشان می‌دهد که الگوی EBO پایه از قدرت توضیحی رضایت بخشی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده برای نمونه ترکیبی برابر با ۰/۶۱ است که به منظور تعیین بهترین الگو مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نتایج آزمون الگوی EBO بسط یافته در جدول شماره ۳ آورده شده است. نتایج الگوی EBO بسط یافته نشان می‌دهد که متغیرهای تعیین کننده ارزش سود نقدی سهام، سود انباشته و هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت است. البته تأثیر این متغیرها در سالهای مختلف متفاوت بوده است. نتایج این الگوی نیز نشان داد که ارزش دفتری در تعیین ارزش شرکت نقشی ندارد. نتایج این تحقیق در رابطه با متغیر ارزش دفتری برخلاف یافته‌های ریس (Rees)، (1997 است. ریس (Rees)، (1997 با استفاده از داده‌های شرکتهای بریتانیایی نشان داد که سرمایه‌گذاران بریتانیایی علاوه بر سود انباشته و سود تقسیمی هر سهم به هزینه‌های سرمایه‌ای و ارزش دفتری هر سهم نیز اهمیت می‌دهند، اما همانند نتایج این تحقیق سود تقسیمی در بین سرمایه‌گذاران بریتانیایی از اهمیت بیشتری برخوردار بود.

ضریب تعیین تعدیل شده الگوی برای سالهای مختلف به ترتیب ۶۵، ۶۱، ۵۷، ۴۹، ۶۴ و ۴۷ درصد است. ضریب تعیین تعدیل شده برای داده‌های ترکیبی برابر با ۷۵ درصد است. با توجه به متغیرهای الگو و ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان نتیجه گرفت که قیمت آتی سهام در ایران رابطه قوی با عملکرد گذشته دارد.

در جدول شماره ۴ نتایج آزمون الگوی اول ارزش افزوده آورده شده است. نتایج الگوی ارزش افزوده نشان می‌دهد که ارزش افزوده متغیر تعیین کننده ارزش شرکت است. البته تأثیر این متغیرها در سالهای مختلف متفاوت بوده است. ضرایب تعیین به دست آمده برای الگوی اول ارزش افزوده برای سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به ترتیب ۰/۰۳، ۰/۰۸، ۰/۰، ۰/۰۱ و ۰/۰ است که بسیار کم است.

جدول ۴: نتایج آزمون الگوی EVA

$$MV/Cap = \alpha_0 + \alpha_1 ((EVA_{it}/c_{it})/Cap) + \varepsilon_T$$

سال	α_0	$((EVA_{it}/c_{it})/Cap)$	ضریب تعیین	دوربین واتسون
Pool	۰/۳۵ (۷/۰۴) **	۰/۰۲ (۲/۳) **	۰/۶۱	۲/۰۳
۸۱	۰/۰۷ (۴/۹۶) **	۰ (۱/۲۹)	۰/۰۱	۲/۰۹
۸۲	۰/۰۵ (۴/۸۸) **	۰ (۲/۳۱) **	۰/۰۸	۱/۷۹
۸۳	۰/۰۳ (۶/۶۲) **	۰/۰۱ (۲/۱۲) **	۰/۰۶	۱/۷۵
۸۴	۰/۰۱ (۴/۹۵) **	۰ (۰/۱۲)	-۰/۰۲	۲/۱۸
۸۵	۰/۰۱ (۵/۵۲) *	۰ (۰/۷۱)	-۰/۰۱	۱/۹۳
۸۶	۰ (۴/۹۸) **	۰ (-۰/۱۸)	-۰/۰۲	۱/۸۶

*, ** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار
 اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t است.

در جدول شماره ۵ نتایج آزمون الگوی ارزش افزوده توسعه یافته آیرن آورده شده است. نتایج الگوی ارزش افزوده توسعه یافته آیرن نشان داد که این الگوی توانایی بیشتری در تعیین ارزش شرکت در مقایسه با الگوی اول ارزش افزوده دارد. در الگوی آیرن متغیره تعیین کننده ارزش شرکت شامل سرمایه به کار رفته و ارزش افزوده اقتصادی مثبت است و ارزش افزوده اقتصادی منفی در تعیین ارزش شرکت نقشی ندارد. آیرن (O'Byrne, 1996) با استفاده از داده‌های شرکتهای امریکایی برای دوره ۱۹۹۳-۱۹۸۵ ضریب $\ln(Cap)$ را منفی و ضرایب $(EVA+/c)/Cap$ و $(EVA-/c)/Cap$ را مثبت گزارش کرد که با ضرایب گزارش شده در این تحقیق سازگاری دارد. ضرایب تعیین به دست آمده برای الگوی

ارزش افزوده توسعه یافته آبرین در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به ترتیب: ۶۳، ۳۸، ۳۱، ۲۴، ۳۵ و ۳۳ درصد است، که نشان می‌دهد نسبت به الگوی اول از قدرت توضیح دهنده بیشتری برخوردار است.

جدول شماره ۵: نتایج آزمون الگوی EVA توسعه یافته توسط آبرین

$$Mv/Cap = \alpha_0 + \alpha_1 \ln Cap + \alpha_2 ((EVA^+_{it}/c_{it})/Cap) + \alpha_3 ((EVA^-_{it}/c_{it})/Cap) + \varepsilon_T$$

سال	α_0	Ln Cap	$((EVA^+_{it}/c_{it})/Cap)$	$((EVA^-_{it}/c_{it})/Cap)$	ضریب تعیین	دوربین واتسون
					تعدیل شده	
Pool	۱/۶۶ (۴/۳۵)**	۰/۲۱ (۳/۴)**	۰/۱۹ (۵/۷۱)**	۰/۰۱ (۱/۳۵)	۰/۷۰	۱/۹۶
۸۱	۰/۲ (۲/۳)**	-۰/۰۳ (-۱/۹۱)	۰/۰۹ (۸/۰۶)**	۰ (۰/۰۹)	۰/۶۰	۱/۸۸
۸۲	۰/۱۹ (۲/۲۴)**	-۰/۰۲ (-۱/۹)	۰/۰۲ (۴/۷۹)**	۰ (-۱/۱)	۰/۳۴	۲/۱
۸۳	۰/۱۶ (۴)**	-۰/۰۲ (-۳/۵)**	۰/۰۲ (۲/۲۹)**	-۰/۰۱ (-۱/۱۲)	۰/۲۷	۱/۵۱
۸۴	۰/۱ (۳/۵)**	-۰/۰۱ (-۳/۰۲)**	۰/۰۱ (۱/۷۹)*	۰ (-۰/۲۵)	۰/۱۹	۱/۶۸
۸۵	۰/۱ (۵/۵۴)**	-۰/۰۱ (-۴/۶۳)**	۰ (-۰/۷۷)	۰ (۱/۱۸)	۰/۳۱	۱/۸۵
۸۶	۰/۰۷ (۵/۲۶)**	-۰/۰۱ (-۴/۷۲)**	۰ (۰/۱۶)	۰ (-۰/۴۶)	۰/۲۹	۱/۸۶

*،** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار

اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t است.

نتایج آزمون الگوی P/E در جدول شماره ۶ آورده شده است. نتایج الگوی P/E نشان می‌دهد که خط‌مشی تقسیم سود (درصد توزیع سود) برای کلیه سالها یکی از عوامل اساسی تعیین نسبت قیمت به سود است. نتایج رگرسیون تجمعی حاکی از اهمیت هر سه متغیر رشد، ریسک و درصد توزیع سود در تعیین نسبت یاد شده و در نتیجه تعیین ارزش

شرکت است. ضرایب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به ترتیب ۹۲، ۸۷، ۹۸، ۹۷، ۹۶ و ۱۶ درصد از تغییرات نسبت قیمت به سود هر سهم را توضیح می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل شده با توجه به داده‌های ترکیبی برابر با ۷۲ درصد است.

جدول شماره ۶: نتایج آزمون الگوی P/E

$$P/E = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_{it} + \alpha_2 \text{Growth}_{it} + \alpha_3 \text{Payout}_{it} + \varepsilon_T$$

سال	α_0	Beta_{it}	Growth_{it}	Payout_{it}	ضریب تعیین	دوربین واتسون
Pool	۱۵/۱۹ ** (۵/۹۴)	۱/۶۵ ** (۲/۵۴)	-۲/۸۱ ** (-۲/۵۳)	۱/۱۲ ** (۵/۵۷)	۰/۷۲	۱/۹۲
۸۱	۱۲/۵۹ ** (۱/۹۵)	-۱۱/۸۵ * (-۱/۷۹)	۱۶/۵۳ (۰/۸۱)	۷/۴۹ ** (۲۳/۷۹)	۰/۹۲	۲
۸۲	۱۶/۹۱ * (۱/۸۸)	-۱۷/۶۲ (-۱/۱۱)	-۱۲/۴۲ (-۰/۵۵)	۷/۲۶ ** (۱۷/۵۱)	۰/۸۶	۲
۸۳	۶/۱۷ * (۱/۷۹)	۰/۴۵ (۰/۰۸)	۳۲/۳۳ ** (۲/۷۴)	۵/۲۳ ** (۵۹/۱۴)	۰/۹۸	۲/۰۵
۸۴	۵/۹۸ (۱/۴)	۹/۲۲ (۱/۳۱)	۲۵/۴ (۱/۶۴)	۲/۸ ** (۳۸/۵)	۰/۹۶	۲/۳۵
۸۵	۹/۵۴ ** (۳/۱)	۱/۳۵ (۰/۵)	۱۳/۵۹ (۱/۳۵)	۳/۲۹ ** (۳۶/۷۲)	۰/۹۶	۱/۶۸
۸۶	۱۶/۶۴ (۱/۵۲)	-۰/۴۹ (-۰/۰۳)	۲۰/۳۴ (۰/۵۸)	۴/۵۶ ** (۳/۰۱)	۰/۱۱	۲/۰۵

*، ** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار

اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t است.

در جدول شماره ۷ نتایج آزمون الگوی P/B آورده شده است. نتایج الگوی P/B بیانگر این است که رشد شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام نقش قابل توجهی در تعیین نسبت P/B دارد. ضریب تعیین برای سالهای مختلف به ترتیب عبارت است از: ۸۰، ۵۱، ۸۱، ۷۶، ۴۵ و ۲۹ درصد است که نسبتاً زیاد است. ضریب تعیین تعدیل شده برای داده‌های ترکیبی

برابر با ۸۰ درصد است. نتایج این الگوی با نتایج مطالعه داموداران (Damodaran, 1994) سازگار است.

جدول شماره ۷: نتایج آزمون الگوی P/B

$P/B = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_{it} + \alpha_2 \text{Growth}_{it} + \alpha_3 \text{ROE}_{it} + \alpha_4 \text{Payout}_{it} + \varepsilon_T$							
سال	α_0	Beta_{it}	Growth_{it}	ROE_{it}	Payout_{it}	ضریب تعیین	دوربین واتسون
Pool	۰/۶۳ (۶/۴) **	۰/۰۲ (۰/۳)	-۰/۷۸ (-۳/۲۲) **	۳/۷۲ (۱۱/۲۴) **	۰ (۰/۰۲)	۰/۸۰	۲/۱۲
۸۱	-۱/۶۵ (-۰/۹۸)	-۰/۱۵ (-۰/۲)	-۳/۱۹ (-۱/۴۷)	۱۴/۱۶ (۱۲/۲۲) **	۰/۰۱ (۰/۴)	۰/۷۸	۱/۷۸
۸۲	۱/۷۵ (۱/۳۵)	-۳/۷ (-۱/۹) *	۲/۵۹ (۰/۹۴)	۸/۰۳ (۶/۷۴) **	-۰/۰۱ (-۰/۳۱)	۰/۴۶	۱/۹۷
۸۳	-۰/۹۷ (-۱/۸)	-۰/۸۵ (-۱/۱۹)	۰/۲ (۰/۱۴)	۱۰/۳۹ (۱۳/۹۹) **	-۰/۰۱ (-۱/۷۴)	۰/۸۰	۲/۳۹
۸۴	-۰/۳۴ (-۰/۶۹)	-۰/۳۶ (-۰/۵۱)	-۲/۴۲ (-۱/۵۶)	۸/۲۷ (۱۲/۰۶) **	۰ (-۰/۷۳)	۰/۷۴	۲/۳۷
۸۵	۰/۵ (۱/۷۱) *	۰/۰۳ (۰/۲۲)	-۰/۱۵ (-۰/۱۸)	۴/۵ (۴/۸۱) **	۰ (۰/۷۲)	۰/۴۰	۲/۱۹
۸۶	۰/۸۹ (۲/۸۲) **	۰/۶۹ (۲/۶۲) **	-۲/۵۶ (-۲/۶۱) **	۳/۱ (۲/۷۳) **	۰ (-۰/۲۷)	۰/۲۲	۲/۰۹

*, ** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار

اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t است.

در جدول شماره ۸ نتایج آزمون الگوی P/S آورده شده است. نتایج الگوی P/S نشان می‌دهد که درصد حاشیه سود خالص نقش قابل توجهی در تعیین نسبت P/S دارد. ضریب تعیین رگرسیون نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به ترتیب ۶۱، ۵۵، ۸۰، ۶۹، ۳۹ و ۴۹ درصد از تغییرات نسبت قیمت به فروش را توضیح می‌دهد. ضریب تعیین تعدیل شده برای داده‌های ترکیبی برابر با ۶۲ درصد است.

با توجه به ضرایب تعیین تعدیل شده در الگوهای مختلف می توان به تأثیر اطلاعات مالی تاریخی و عملکرد گذشته شرکت در تعیین قیمت آینده سهام پی برد.

P/S جدول شماره ۸: نتایج آزمون الگوی

$$P/S = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_{it} + \alpha_2 \text{Growth}_{it} + \alpha_3 \text{Margin}_{it} + \alpha_4 \text{Payout}_{it} + \varepsilon_T$$

سال	α_0	Beta_{it}	Growth_{it}	Margin_{it}	Payout_{it}	ضریب تعیین	دوربین واتسون
Pool	۰/۳۷ (۴/۷۴)**	۰/۱۶ (۳/۱۸)**	-۰/۳۷ (-۲/۷۱)**	۳/۲ (۷/۹۱)**	۰ (-۰/۹۲)	۰/۶۲	۲/۰۸
۸۱	۰/۱۹ (۰/۴۵)	-۰/۳۴ (-۱/۰۱)	۰/۴۴ (۰/۴۳)	۸/۷۲ (۸/۱۶)**	۰ (-۰/۴۶)	۰/۵۸	۱/۷۳
۸۲	۲/۴۳ (۲/۳۹)**	-۲/۲۵ (-۱/۹)	-۲/۵۱ (-۱/۳۳)	۶/۲۵ (۶/۵۷)**	-۰/۰۱ (-۰/۴)	۰/۵۰	۱/۹۹
۸۳	۰/۷۷ (۱/۳۵)	-۰/۴۴ (-۱/۰۲)	-۱/۱۵ (-۱/۲۷)	۷/۸۵ (۱۱/۸۴)**	۰ (-۰/۳۹)	۰/۷۸	۱/۶۲
۸۴	-۰/۱۶ (-۰/۵۵)	-۰/۰۹ (-۰/۲۱)	-۱/۱۲ (-۱/۲۳)	۸/۸۷ (۹/۸۴)**	۰ (-۰/۲۱)	۰/۶۶	۱/۶۹
۸۵	۰/۶۵ (۲/۳۴)**	۰/۱۴ (۰/۶)	۱/۳۳ (۱/۲۹)	۱/۸۹ (۳/۸۹)**	۰ (۰/۰۵)	۰/۳۴	۲/۵۶
۸۶	۰/۲۶ (۰/۷۱)	۰/۱۸ (۰/۶۰)	۰/۹۶ (۱/۲۹)	۶/۸ (۵/۳۸)*	-۰/۰۵ (-۱/۶۴)	۰/۴۳	۱/۹۲

*,** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنادار

اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t است.

نتیجه گیری

این مطالعه برخی از الگوهای قیمت گذاری سهام را برای یک دوره شش ساله در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار می دهد. نتایج این مطالعه نشان داد که:

۱- در ایران متغیرهای سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ریسک سیستماتیک، حاشیه سود خالص، و بازده حقوق صاحبان سهام عوامل عمده در تبیین قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲- نتایج این مطالعه نشان داد که الگوی EBO بسط یافته دارای قدرت توضیح دهنده کمی زیاده به منظور تعیین ارزش سهام است.

۳- به استثنای سال ۱۳۸۶، قدرت توضیح دهنده کمی نسبت قیمت به سود هر سهم در سال های اخیر بیشتر شده و این نشان دهنده توجه سهامداران در سال های اخیر به این نسبت است. اما در مورد نسبت های قیمت به ارزش دفتری هر سهم و قیمت به فروش، قدرت توضیح دهنده کمی این الگوها هر ساله رو به کاهش گذاشته و بیانگر کم توجهی سهامداران در سال های اخیر به این نسبتها است.

۴- نتایج ضعیف الگوی اول قیمت گذاری سهام بر مبنای EVA را می توان بی توجهی سهامداران به متغیرهای این الگوی و ناکارآمدی بازار سرمایه ایران از لحاظ دسترسی به اطلاعات مربوط به این الگوی نسبت داد.

محدودیت های تحقیق

در مسیر این تحقیق محدودیت هایی بود که ممکن است نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد. این محدودیتها عبارت است از:

۱- نبود پایگاه اطلاعاتی منظم و سازمان یافته به منظور دستیابی به اطلاعات شرکتها که سبب می شود داده های مورد استفاده در تحقیق مورد شک و تردید قرار گیرد.

۲- تعداد کم اعضای جامعه و نمونه تحقیق که ممکن است نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

۳- عدم محاسبه بتا و بازده و نرخ هزینه سرمایه شرکتها توسط بورس اوراق بهادار نیز می تواند یکی از محدودیتهای تحقیق تلقی شود؛ زیرا محاسبه این دو عامل نیازمند داده‌های بسیار زیاد در مورد ساختار سرمایه شرکت، تقسیم سود، تغییرات سرمایه و ... است که یک فرد عادی به سختی می تواند به آنها دسترسی داشته باشد. به همین دلیل اعتبار این متغیرها در این تحقیق مورد تردید قرار می گیرد.

۴- به دلیل ماهیت پیش بینی بیشتر متغیرهای تحقیق و محاسبات زیاد در دستیابی به رقم نهایی یک متغیر نظیر EVA، از خطای موجود در محاسبات نیز به عنوان یکی از محدودیتهای تحقیق می توان نام برد.

منابع و مأخذ

- دستگیر، محسن، حسینی افشاری، مهران، (۱۳۸۲). *ارزیابی روش های قیمتگذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران*، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۳، ص ۶۰ تا ۹۴.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد، (۱۳۸۳)، *مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته*، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)، تهران، زمستان ۱۳۸۳.
- مدرس، احمد و عبدالله زاده، فرهاد، *مدیریت مالی*، جلد دوم، انتشارات شرکت چاپ و نشر بازرگانی، چ دوم، سال ۱۳۸۱.
- واعظ، محمد، ابنزی، مهدی، جمالی، سید جواد، *قابلیت پیش بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی قیمتگذاری دارایی سرمایه ای*، مجله دانش و توسعه، سال پانزدهم، شماره ۲۳، تابستان ۱۳۸۷، ص ۴۹ تا ۷۲.

- Amir, E. & Lev, B. (1996), " Value-relevance of Nonfinancial Informatio: The Wireless Communications Industry," *Journal of Accounting and Economics*, pp.3-30.

- Bernard, V. L.,(1995)."The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists." *Contemporary Accounting Research*,11(2), spring, pp.733-747.

-Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997)."Changes in the value-relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years," *Journal of Accounting and Economics*, pp.39-67.

-Damodaran, A., (1996)."*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*," John Wiley & Sons, Inc., New York.

-Damodaran, A. (1994). "*Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investments and Corporate Finance*," John Wiley & Sons, Inc., New York.

-O'Byrne, S. F.,(1996). "EVA and Market Value," *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), Spring, pp.116-125.

-Ohlson J.A. (1995). "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), Spring, pp. 66 1 - 687.

- Rees, W. P. (1997). "The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models," *Journal of business Finance and Accounting*, 24(7), September, pp.1111 -1140.

-Stewart, G. B.(1990)."Announcing the Stem Stewart Performance 1000: A New Way of Viewing Corporate America," *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(2), pp.38-55.