

اثر ارزش رشد تغییرات در سودآوری و بازده آتی سهام

معصومه پوررجبی چهارده^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۱/۳۰

چکیده

در این تحقیق ارزش رشد تغییرات در سودآوری و بازده آتی سهام مورد بررسی قرار گرفت که از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع تحقیقات کاربردی است، از لحاظ روش و ماهیت، تحقیق حاضر از نوع همبستگی (تحقیقات علی همبستگی) است. در این تحقیق به بررسی تخمین مدل رگرسیونی رشد سودآوری شرکت با استفاده از روش داده های ترکیبی پرداخته شده است. جهت تخمین مدل متغیر وابسته الگوی رگرسیونی رشد سودآوری شرکت (PG) می باشد. انتخاب متغیرهای الگو با استفاده از مقاله پایه لیم و پالادینو (۲۰۲۴) صورت گرفته است. تمام داده های آماری تحقیق در حد فاصل سالهای ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ و با استفاده از داده های آماری صورتهای مالی شرکتهای منتخب استخراج و مورد استفاده قرار گرفته است نرم افزار مورد استفاده EViews می باشد. در کل، این تحقیق اختصاص به تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه پژوهش دارد. در تحقیق حاضر آزمون های مربوط به پایداری متغیرها با استفاده از لوین لین و همکاران صورت گرفته است. در ادامه آزمون همگرایی میان متغیرهای الگو برای نشان دادن عدم وجود رگرسیون کاذب با استفاده از آزمون کائو صورت پذیرفته است سپس برای تعیین بهترین نوع تخمین مدل از آزمونهای تشخیصی لیم و هاسمن بهره گرفته شده است. در نهایت تخمین مدل صورت پذیرفته و فرضیات تحقیق مورد آزمون واقع شده است که با توجه به نتایج تمامی فرضیه ها مورد پذیرش قرار گرفت.

واژگان کلیدی

بازده سهام آتی، رشد سودآوری، ارزش دفتری، فرصت سرمایه گذاری، اندازه شرکت

۱. لیسانس حسابداری مالی.

مقدمه

دنیای رقابتی و تلاش بر سر افزایش ارزش شرکت باعث شده است تا سازمان ها، گروه های مختلف تحقیقاتی را به کار گیرند تا با مطالعات گسترده، عوامل مؤثر بر ارزش شرکت را بیابند. اندیشمندان مالی در طی سالیان متمادی الگوهای گوناگونی را جهت ارزشگذاری شرکت ها بسط داده اند. این الگوها میتوانند بسیار ساده و پیش پا افتاده و یا بسیار پیچیده و پیشرفته باشد؛ ولی تئوری جامعی برای ارزشگذاری شرکت ها وجود ندارد و هر روزه عوامل جدیدی پدیدار می شوند که ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می دهند (برزگری خانقاه و همکاران، ۱۳۹۹). فرصت های رشد، سودآوری و مشکلات مالی همه عناصری هستند که ممکن است بر ارزش شرکت تأثیر بگذارند. امکان رشد آینده برای یک شرکت به عنوان فرصت رشد نامیده می شود. هر کسبوکاری رشد بالاتری را در آینده پیش بینی می کند. با پیشینی پتانسیل رشد بیشتر در آینده، شرکت تعداد سهام کاشته شده توسط سرمایه گذاران را به منظور تأمین مالی تمام تقاضاهای عملیاتی خود افزایش می دهد که نشان می دهد ارزش شرکت به دلیل افزایش اعتماد سرمایه گذاران در وضعیت خوبی قرار دارد (نور^۱، ۲۰۱۸). فرصت رشد هر شرکت منحصر به فرد است. در نتیجه، مدیران مالی قضاوت های متفاوتی درباره هزینه ها انجام میدهند. شرکت هایی با پتانسیل توسعه قوی تمایل دارند از مخارج سرمایه گذاری با سرمایه خود دفاع کنند تا از مسائل سرمایه گذاری ناکافی، مانند شکست مدیر شرکت در انجام همه طرح های سرمایه گذاری با ارزش مثبت جلوگیری کنند. سودآوری برای وجود بلندمدت یک شرکت بسیار مهم است زیرا نشان میدهد که آیا شرکت آینده روشنی دارد یا خیر. در نتیجه، هر نهاد تجاری می خواهد سودآوری خود را افزایش دهد، زیرا هر چه سودآوری یک سازمان بیشتر باشد، احتمال بقای آن بیشتر می شود (کلو بالوانگا^۲ و همکاران، ۲۰۲۳).

به گفته ویدارجو و ستیاوان^۳ (۲۰۰۹)، یکی از عناصری که باعث بحران مالی می شود، مقوله سودآوری شرکت است. بحران مالی به مرحله رکود مالی یک شرکت قبل از ورشکستگی یا انحلال اشاره دارد. به ویژه شرکتی دارای مشکلات مالی است که قادر به انجام تعهدات بدهی بلندمدت نیست زیرا مقدار بدهی بسیار زیاد است و شرکت را در معرض خطر بحران مالی قرار می دهد (سپوترا^۴ و همکاران، ۲۰۱۸). از سوی دیگر، چشم انداز رشد مثبت شرکت نشان میدهد که وضعیت مالی شرکت در حال بهبود است. شرکت هایی که پتانسیل توسعه قوی دارند، بیشتر دیگران را تشویق می کنند تا فعالیت های خود را گسترش دهند. گسترش شرکت سودآوری آینده را تضمین خواهد کرد. سرمایه گذاران بر این باورند که شرکت هایی با فرصت های رشد بالا یا سریع قادر خواهند بود بیشترین سود یا بازده سرمایه گذاری را در آینده داشته باشند. فرصت رشد شرکت سیگنال مثبتی به سرمایه گذاران خواهد داد و آنها را تشویق به سرمایه گذاری می کند. یک شرکت در حال توسعه شرکتی است که نرخ گسترش دارایی بالایی دارد. اصطلاح فرصت رشد، به

¹ Nor

² Kelu Balawanga

³ Widarjo and Setiawan

⁴ Saputra and Lukman

افزایش کل دارایی ها اشاره دارد که کل سودآوری دارایی های گذشته و رشد آینده را توصیف می کند (کلو بالوانگا و همکاران، ۲۰۲۳).

سودآوری به ظرفیت یک شرکت برای تبدیل سود در یک دوره زمانی معین اشاره دارد. سود اغلب به عنوان یکی از شاخص های عملکرد یک شرکت استفاده می شود که سود بالا نشاندهنده عملکرد قوی است و بالعکس. سود اغلب با سایر متغیرهای مالی از جمله فروش، دارایی و حقوق صاحبان سهام در تضاد است. نسبت سودآوری اصطلاحی است که برای توصیف این مقایسه استفاده می شود. نسبتهای سودآوری به عنوان نسبت هایی تعریف می شوند که توانایی یک شرکت را برای ایجاد سود (سودآوری) در سطوح مختلف فروش، دارایی ها و سهام سرمایه ارزیابی می کنند. همچنین نسبتهای سودآوری میتوانند سود شرکت را با ارزیابی سطوح فروش خاص، سطوح دارایی یا سرمایه گذاری مالک ارزیابی کنند. یک کسبوکار نمیتواند بدون کسب سود گسترش یابد. به دلیل سهم بازار در درآمد، مالکان، اعتباردهندگان و مدیریت همه بر افزایش سود متمرکز هستند (کلو بالوانگا و همکاران، ۲۰۲۳).

پیش بینی بازده سهام یکی از دغدغه های اصلی سرمایه گذاران است، زیرا بدین وسیله میتوانند در سطح مشخصی از ریسک به بازدهی بیشتری دست یابند. سال های متمادی است که پژوهشگران و تحلیلگران در جستجوی عوامل مؤثر بر بازده سهام هستند (چوردیا و گوپال، ۲۰۲۰). سود به عنوان یکی از عوامل مؤثر در پیش بینی بازده آتی سهام پیام های متعددی برای سهامداران به دنبال دارد. افزایش سودآوری میتواند نشانه مثبتی از ارتقای عملکرد شرکت و کارایی مدیریت باشد و به سرمایه گذاری در سهام شرکت جذابیت بخشد (هو و مو^۱، ۲۰۲۱).

همواره سرمایه گذاران از متغیرهایی برای پیش بینی بازده سهام استفاده نموده اند. با توجه به اینکه مهمترین هدف سرمایه گذاران برای استفاده از سرمایه های خود کسب بالاترین بازده در بازارهای مالی می باشد و با در نظر گرفتن این موضوع که ارزش ذاتی سهام براساس سودآوری شرکت تعیین می گردد، سهامداران با تجربه فرا می گیرند که به سود شرکت به عنوان یکی از ابزارهای پیش بینی بازده، توجه ویژه ای داشته باشند. مطالعات اخیر نقش مهمی را برای سودآوری و رشد سود شرکت ها به عنوان عوامل تعیین کننده مقطعی بازده سهام ثبت کرده است (آکباس و جیانگ^۲، ۲۰۱۷). سودآوری آتی را می توان به صورت ترکیبی از سطوح فعلی و رشد آتی بیان کرد و در حالی که ادبیات رابطه بین بازده و سطوح سودآوری را به طور گسترده مورد بررسی قرار داده است، ارتباط آنها با رشد سودآوری به میزان بسیار کمتری بررسی شده است (لیو وانگ، ۲۰۲۱). نووی مارکس (۲۰۱۵) با استفاده از بازده سهام (ROE) برای اندازه گیری سودآوری، سودآوری فعلی را به سودآوری عقب مانده و رشد سود تجزیه می کند تا مشاهده کند که دومی خود بازده را پیش بینی می کند. هو و همکاران (۲۰۲۱) یک عامل تغییر در بازده سهام ایجاد کرده و مستند می کنند که مدلی که این عامل را شامل می شود از مدل های قیمت گذاری بتای تعیین شده بهتر عمل می کند. با توجه به مطالعات اخیر هدف این تحقیق

¹ Hou & mo

² Akbas & jiang

درک بهتر پیامدهای بازده رشد در سودآوری است (هروی و همکاران، ۲۰۱۶). با عنایت به مطالب مطرح شده، پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟ و همچنین با بررسی تئوری و تجربی که چگونه تغییرات در مسیرهای سودآوری در بین شرکت ها به بخش متقاطع مشاهده شده بازده سهام نشان داده می شوند.

نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه بازدهی بدست آمده با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می باشد. از آنجایی که افزایش ثروت سهامداران به عنوان هدف اصلی واحدهای تجاری مطرح گردیده است، لذا یک واحد تجاری باید به گونه ای عمل کند که با کسب بازده مناسب ثروت سهامداران را افزایش دهد. بازده در فرایند سرمایه گذاری به عنوان نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه میکند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده ناشی از سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران حائز اهمیت است، زیرا فعالیت سرمایه گذاری ماهیتاً به منظور کسب بازده صورت می گیرد (چوردیا و همکاران، ۲۰۲۰).

بطور کلی، هدف سرمایه گذاران از انجام سرمایه گذاری به حداکثر رسانیدن ثروت خود می باشد و در جهت تحقق این هدف سعی می کنند در دارایی هایی که نرخ بازده بالاتری دارند، سرمایه گذاری کنند. اگر سرمایه گذاران قادر باشند که بازده دارایی ها را به نحو صحیح و پیش بینی کنند در این صورت خواهند توانست در مورد خرید، نگهداری و یا فروش اوراق بهادار به درستی تصمیم گیری نمایند و از این طریق منافع خود را حداکثر کنند (باروسو و همکاران، ۲۰۲۱).

از مهمترین منابع و سرمایه های پولی موجود در جامعه، نقدینگی خرد و کلان در اقتصاد هر جامعه و کشور است. بدون شک جذب و هدایت صحیح این نقدینگی مستلزم تحلیل مناسب فرصت های سرمایه گذاری در بازارهای مختلف پولی و مالی جامعه می باشد. شناخت فرصتهای مناسب سرمایه گذاری و در هر بازار اوراق بهادار نیازمند تحلیل دقیق صورت های مالی شرکت ها و پیشبینی مناسب سود آتی و بازده آتی در هر سهم می باشد (باردیان و همکاران، ۲۰۲۴).

سودآوری یکی از معیارهای اصلی سنجش عملکرد مدیریت واحد انتفاعی به حساب می آید. علاوه بر این، سودآوری مبنای معیار ارزش گذاری سهام واحدهای انتفاعی و در نهایت عامل حداکثر شدن ثروت سهامداران میباشد تقسیم سود موضوع با اهمیتی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران مالی بوده و هنوز هم از مسائل بحث انگیز در حوزه مدیریت مالی است تقسیم سود از چند جنبه حائز اهمیت است؛ اول این که تقسیم سود عاملی مؤثر بر استفاده از فرصت های سرمایه گذاری پیش روی شرکت هاست. هر قدر میزان سود تقسیمی بیشتر باشد منافع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه های سرمایه گذاری کمتر و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند از این رو، مدیران همواره باید میان علایق مختلف سهامداران تعادل

برقرار نمایند تا هم فرصتهای سودآور سرمایه گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز سرمایه گذاران راپردازند (چوردیا و گویال^۱، ۲۰۲۰).

از جمله هدف های سنتی در هر شرکت، دستیابی به بیشینه سازی سود است که از آن به عنوان هدف اصلی هر شرکت یاد می شود. با توجه به اینکه دنبال کردن هر دو هدف رشد و سودآوری به طور همزمان برای مدیران دشوار است، اما مدیران گرایش دارند هر دو مورد رشد و سود شرکت را دنبال کنند (باروسو و بونز^۲، ۲۰۲۱). چندین دهه است که رشد و سودآوری شرکت ها و همچنین ارتباط بین این دو، علاقه محققان در زمینه مدیریت مالی را به خود جلب کرده است. رابطه بین سودآوری و رشد شرکت با توجه به شرایط اقتصادی که شرکت های بورسی با آن روبه رو هستند می تواند متفاوت باشد. این بدان معنی است که الگوی مدیریت و رشد یک شرکت بین دوره های اقتصادی به نسبت پایدار و ناپایدار متفاوت است. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار، بازده سهام است. بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیشبینی ها از آن استفاده می کنند. در حال حاضر، سرمایه گذاران با ایجاد پل ارتباطی بن بازده سهام و سایر اطلاعات مالی و غیرمالی تا حدودی بازده سهام را می توانند پیش بینی کنند. فرضیه های تحقیق به شرح زیر می باشند:

(۱) بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

(۲) تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

(۳) ارزش دفتری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

(۴) فرصت سرمایه گذاری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

(۵) اندازه شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

(۶) رشد شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

براساس توضیحات ارائه شده و به تبعیت از مقاله لیم و پالادینو (۲۰۲۴)، جهت بررسی فرضیات مدل رگرسیونی تحقیق به شرح ذیل ارائه می گردد:

$$PG_{i,t} = \beta_1 R_{i,t+1} + \beta_2 EM_{i,t} + \beta_3 Assets_{i,t} + \beta_4 Revenues_{i,t} + \beta_5 HML_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 CASH_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} IO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: بازده واقعی شرکت i در دوره t

P_1 : قیمت سهام در پایان دوره

P_0 : قیمت سهام در اول دوره

DPS: سود تقسیمی هر سهم

a : درصد کل افزایش سرمایه

¹ Chordia & goyal

² Baroso & bons

β : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

قیمت اسمی هر سهم شرکت های بورسی ۱۰۰۰ ریال می باشد. بازده سهام از طریق نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج می گردد.

EM: تغییرات سود به عنوان تغییرات سال به سال سود قبل از اقلام فوق العاده (IBQ) تقسیم بر حقوق صاحبان سهام فصل قبل تعریف می شود.

Assets دارایی ها: لگاریتم کل دارایی ها (AT) به اضافه ۱.

Revenues درآمدها: لگاریتم درآمدها (REV) به اضافه ۱.

HML: عامل ارزش که برای محاسبه آن ابتدا شرکت های نمونه در پایان هر سال بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام M/B به سه گروه شامل شرکت های دارای نسبت ارزش دفتری به بازار بالا، متوسط و پایین (۳۰٪، ۴۰٪، ۳۰٪) طبقه بندی می شوند. در نهایت از تفاوت بین میانگین بازدهی شرکت های دارای نسبت ارزش دفتری به بازار بالا و میانگین بازدهی شرکت های دارای نسبت ارزش دفتری به بازار پایین عامل ارزش محاسبه می گردد.

IO: فرصت سرمایه گذاری که برای محاسبه آن نسبت ارزش بازار دارایی (حاصل جمع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری دارایی محاسبه می گردد.
متغیرهای کنترلی:

SIZE: اندازه شرکت بر حسب لگاریتم فروش کل دارایی ها در پایان سال مالی محاسبه می شود.

MTB: رشد شرکت تفاضل فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می شود.

CASH: نگهداشت وجه نقد: از نسبت وجه نقد به کل دارایی های شرکت محاسبه می شود.

AGE: سن شرکت: بر حسب لگاریتم طبیعی سال های حضور شرکت در بورس اوراق بهادار محاسبه می گردد.

روش تحقیق

تحقیق حاضر، یک تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی پیمایشی می باشد. هم چنین از آنجایی که نتایج این تحقیق می تواند به طور عملی، مورد استفاده قرار گیرد، یک تحقیق مورد پژوهی کاربردی می باشد. هم چنین برای تجزیه تحلیل داده ها از ابزار آمار استنباطی استفاده شده است. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ می باشد و حجم نمونه با روش سیستماتیک ۱۴۰ شرکت برآورد گردید. پس از تدوین مدل نهایی و انجام آزمون های مربوط به فروض رگرسیون کلاسیک و آزمون های انتخاب مدل، برآورد ضرایب متغیرها با استفاده داده های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) و نرم افزار EViews 9 انجام گرفت.

یافته های تحقیق

قبل از آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل رگرسیون و داده های ترکیبی، باید آزمون ریشه واحد در مورد تمام متغیرها انجام گیرد تا از ایستا بودن متغیرها در طول آزمون اطمینان حاصل شود، بر اثر غیر ایستا بودن متغیرها، برآورد الگوهای اقتصادسنجی به وسیله این متغیرها، باعث ایجاد رگرسیون کاذب می شود.

جدول ۱- نتایج آزمون پایایی

<u>variable</u>	<u>Statistic</u>	<u>probability</u>	<u>situation</u>
AGE	-21.7695	0.0000	I(0)
ASSETS	-5.49638	0.0000	I(0)
CASH	-11.5625	0.0000	I(0)
EM	-14.0904	0.0000	I(0)
HML	-22.6740	0.0000	I(0)
IO	-12.7181	0.0000	I(0)
MTB	-13.5721	0.0000	I(0)
PG	-12.8270	0.0000	I(0)
R	-30.8376	0.0000	I(0)
REVENUES	-11.4821	0.0000	I(0)
SIZE	-6.75225	0.0000	I(0)

منبع: محاسبات تحقیق (پیوست)

همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود، در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است و نشان دهنده این است که متغیرها پایا می باشند.

جدول ۲- نتایج آزمون هم انباشتگی کائو برای مدل

نتایج آزمون کائو برای متغیرهای رگرسیون		
احتمال محاسباتی	آماره آزمون	ADF
0.0000	-7.379241	

منبع: محاسبات تحقیق (پیوست)

در آزمون هم انباشتگی کائو فرضیه های آزمون به صورت زیر تعریف می شود:

H: صفر: عدم هم انباشتگی

H: یک: تایید هم انباشتگی میان متغیرها

با توجه به پایین بودن سطح معنی داری از ۰,۰۵، فرض صفر مبنی بر نبودن رابطه هم انباشتگی میان متغیرها قابل رد است و متغیرها در بلندمدت هم انباشته بوده و رابطه بلند مدت بین آنها وجود دارد. و در نتیجه با توجه به آزمون کائو می توان اظهار داشت متغیرهای الگوی رگرسیونی تحقیق در بلند مدت با یکدیگر رابطه دارند و این گواه بر عدم وجود رگرسیون کاذب و اطمینان از صحت ضرایب مدل را دارد.

جدول ۳- نتایج آزمون انتخاب نوع مدل

نوع آزمون	نتیجه آزمون			انتخاب مدل
	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال محاسباتی	
آزمون لیمر	8.380112	(77,768)	0.0000	پانل دیتا و اثرات ثابت
	522.049351	77	0.0000	
	88.516355	10	0.0000	
آزمون هاسمن				

منبع: محاسبات تحقیق (پیوست)

با توجه به جدول فوق مدل تحقیق از نوع پانل دیتا و با توجه به احتمال محاسبه شده برای آزمون هاسمن، مدل از نوع اثرات ثابت انتخاب می شود. حال نتایج حاصل از تخمین رگرسیون تحقیق بر اساس مدل اثرات ثابت در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه

متغیر وابسته (پاسخ): رشد سودآوری شرکت				
متغیرها	ضرایب	انحراف از استاندارد	آماره t	معناداری
C	0.190218	0.063639	2.988999	0.0029
R	0.639800	0.250800	2.551094	0.0109
EM	0.439540	0.186040	2.362639	0.0184
ASSETS	0.108200	0.035600	3.042298	0.0024
REVENUES	0.101934	0.034193	2.981147	0.0030
HML	0.444000	0.197000	2.253920	0.0245
SIZE	0.718370	0.259150	2.772039	0.0057
MTB	0.596650	0.236310	2.524843	0.0118
CASH	0.102374	0.033758	3.032600	0.0025

متغیر وابسته (پاسخ): رشد سودآوری شرکت				
متغیرها	ضرایب	انحراف از استاندارد	آماره t	معناداری
AGE	0.576698	0.349894	1.648209	0.0997
IO	0.453115	0.180009	2.517183	0.0120
Effects Specification				
ضریب تعیین ۰.۸۷۰۱۵۶				
ضریب تعیین تعدیل شده ۰.۸۵۵۴۴۷				
آماره معناداری کل رگرسیون ۵۹,۱۵۸۳۴				
احتمال معناداری کل رگرسیون ۰,۰۰۰۰۰۰				
آماره دوربین واتسون ۱,۹۳۰۹۸۱				

منبع: محاسبات تحقیق (پیوست)

در یک معادله رگرسیون، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره برابر ۵۹,۱۵۸۳۴ و ۰/۰۰۰ است که بیانگر این است که فرضیه H_۰ که همان غیرمعنادار بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است.

برای آزمون معناداری ضرایب و آزمون فرضیه نیز از معناداری آماره t استفاده می‌شود. اگر معناداری آماره مربوط به متغیر مستقل کمتر از سطح خطای آزمون باشد، معنادار بوده و در نتیجه فرضیه مورد نظر پذیرفته می‌شود، در غیر این صورت اگر معناداری آن بیش از سطح خطا باشد پذیرفته نخواهد شد. همچنین در این مدل ضریب تعیین برابر ۰/۸۷ است، یعنی ۸۷٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است.

فرضیه اول مبنی بر بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۱۰۹ می‌باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می‌دهد فرضیه اول تحقیق رد نمی‌شود.

فرضیه دوم مبنی بر تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد .

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۱۸۴ می باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می دهد فرضیه دوم تحقیق رد نمی شود.

فرضیه سوم مبنی بر ارزش دفتری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد .

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۰۲۴ می باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه ارزش دفتری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می دهد فرضیه سوم تحقیق رد نمی شود.

فرضیه چهارم مبنی بر فرصت سرمایه گذاری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد .

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۱۲۰ می باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه فرصت سرمایه گذاری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می دهد فرضیه چهارم تحقیق رد نمی شود.

فرضیه پنجم مبنی بر اندازه شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۰۵۷ می باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه اندازه شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می دهد فرضیه پنجم تحقیق رد نمی شود.

فرضیه ششم مبنی بر رشد شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد.

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰,۰۱۱۸ می باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه رشد شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و این نشان می دهد فرضیه ششم تحقیق رد نمی شود. با توجه به نتایج حاصله از جدول تخمین مدل می توان اظهار داشت فرضیه های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد همگی مورد پذیرش واقع شد اند.

بحث و نتیجه گیری

اساسی ترین و عمومی ترین مدل برای پیشبینی با استفاده از نسبتهای فوق مدلهای رگرسیونی است. در کنار روشهای برآورد و پیشبینی داده های مدلهای آزمون اعتبار و قابلیت پیشبینی این روشها نیز توسعه یافته است فاما و فرنچ در مورد مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای به نتایج ارزشمندی رسیدند. هدف از مطالعه آنان، ارزیابی عوامل مشترک با ضریب حساسیت بازار مانند اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، در بیان انحرافات از میانگین بازده های سهام بود. این محققان نتیجه گرفتند که در فاصله زمانی سالهای اندازه و ارزش دفتری بازار، عوامل اصلی تبیین انحرافات میانگین بازدهها از میان متغیرهای اندازه، ارزش دفتری به قیمت بازار و اهرم را تشکیل میدهد. اسالو و لئو

بیان میکنند که پرتفولیوهایی که بر اساس اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شکل گرفته اند، با رشد اقتصادی آینده در ارتباط اند. موضوعی چون تصمیم های سرمایه گذاری، شیوه های تأمین مالی، خط مشی پرداخت سود سهام، ساختار مالی، سرمایه و ... چندین دهه است که مورد توجه متخصصان قرار دارد. از این رو پیوسته بورسهای کشورهای مختلف مورد بررسی و مطالعه قرار گرفتند. در این میان کارایی بازار سرمایه از اهمیت بسزایی برخوردار است. چرا که عدم کارایی در بازار باعث میشود که انتظارات سرمایه گذاران برآورده نگردد. عدم کارایی خروج سرمایه گذار را بدنبال خواهد داشت و به این نکته واقف هستیم که سرمایه عامل تعیین کننده تولید و توسعه هر اقتصاد است. از این رو نظریه بازار کارا به نوعی میتواند رفتار سرمایه گذاران را توجیه کند مدل قیمتگذاری داراییهای سرمایهای، به عنوان نظریه پرتفوی و یا سایر مدلهای گسترش یافته این مدل همچون مدل شرطی قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای و مدل کاهش قیمتگذاری داراییهای سرمایه ای و حتی مدل سه عاملی فاما و فرنچ و مدل قیمتگذاری آربیتراژ و ... توسط بسیاری از پژوهشگران در بازارهای متفاوتی مورد بررسی قرار گرفت. پژوهشهایی که توسط بالک، جنسن و شولز فاما و مکبث فرانسیس انجام گرفت نشان داد که مدل قیمتگذاری داراییهای سرمایه ای توان تبیین بازده سهام را ندارد و گنجاندن عامل بازار در مدل فقط باعث میشود؛ ابعاد گوناگون ریسک تجزیه شود و این مدل نتواند ریسکهای را توزیع کند که واحد اقتصادی با آن درگیراند. از طرفی باسو و همکاران به بررسی عوامل دیگری از قبیل، نسبت قیمت به درآمد و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده سهام در پژوهشهای خود پرداختند. در اقتصاد رو به رشد حال حاضر، مدیران سرمایه گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه های مناسب سرمایه گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند بازارهای مالی یکی از محافظی هستند که میتوانند انگیزه سرمایه گذاری را برای سرمایه گذاران متجلی سازند در حال حاضر بورس اوراق بهادار کشورمان این مهم را به عهده گرفته است. مدیران سرمایه گذاری و مدیران پرتفوی به دنبال انتخاب و گزینش اوراق بهاداری هستند که بیشترین سوددهی را داشته باشد.

با توجه به فرضیه بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد لیم و همکاران (۲۰۲۴)، در مطالعه خود به بررسی ارزش رشد: تغییرات در سودآوری و بازده سهام آتی پرداختند. در این چارچوب، هم اندازه و هم طول رشد مرحله اول نقش کلیدی در تعیین بازده دارند. با استفاده از رشد سودآوری فعلی برای تخمین بزرگی و مقیاس شرکت به عنوان نماینده معکوس طول، پیش بینی می کنیم که بازده آتی باید با رشد سودآوری فعلی افزایش یابد، اما به طور مهمی، این اثر باید با مقیاس شرکت کاهش یابد. در طیف وسیعی از آزمونهای تجربی، ما شواهد قوی در حمایت از تعیین کنندگان و پیش بینی های مدل خود پیدا می کنیم. یافته های ما با مجموعه ای از متغیرهای مرتبط و بالقوه گیج کننده توضیح داده نمی شوند که نتایج این تحقیق با فرضیه حاضر در یک راستا میباشد

تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد لیم و همکاران (۲۰۲۳)، در مطالعه ای به بررسی تغییرات در سودآوری شرکت، باورهای ناهمگون سرمایه گذاران و بازده سهام پرداختند. ما متوجه شدیم که اطلاعات

پیش‌بینی‌کننده برای تغییرات کوتاه‌مدت در سودآوری، در سطح سودآوری در بازار سهام چین قرار نمی‌گیرد. ما همچنین دریافتیم که تغییرات سودآوری کوتاه مدت یک حق بیمه نامتقارن را در بازارهای مختلف ایجاد می‌کند. علاوه بر این، متوجه شدیم که ناهنجاری بتا در حق بیمه ایجاد شده توسط یک تغییر کوتاه مدت در سودآوری تعبیه شده است. علاوه بر این، ما مکانیسم‌های اساسی حق بیمه سودآوری را بررسی می‌کنیم و یک کانال باور سرمایه‌گذار ناهمگن برای توضیح حق بیمه سودآوری پیشنهاد می‌کنیم که نتایج این تحقیق با فرضیه حاضر در یک راستا می‌باشد.

قبل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل رگرسیون و داده‌های ترکیبی، باید آزمون ریشه واحد در مورد تمام متغیرها انجام گیرد تا از ایستاد بودن متغیرها در طول آزمون اطمینان حاصل شود، بر اثر غیر ایستاد بودن متغیرها، برآورد الگوهای اقتصادسنجی به وسیله این متغیرها، باعث ایجاد رگرسیون کاذب می‌شود نتایج آزمون پایایی حاکی از آن بود که متغیرهای مستقل احتمال محاسبه‌تیشان کمتر از ۰/۰۵ است و نشان‌دهنده این بود که متغیرها پایا می‌باشند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو برای مدل حاکی از آن بود که با توجه به پایین بودن سطح معنی داری از ۰,۰۵، فرض صفر مبنی بر نبودن رابطه هم‌انباشتگی میان متغیرها رد و متغیرها در بلندمدت هم‌انباشته بوده و رابطه بلند مدت بین آنها وجود داشت. و در نتیجه با توجه به آزمون کائو می‌توان اظهار داشت متغیرهای الگوی رگرسیونی تحقیق در بلند مدت با یکدیگر رابطه دارند و این گواه بر عدم وجود رگرسیون کاذب و اطمینان از صحت ضرایب مدل را دارد.

فرضیه اول: بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج این متغیر که برابر ۰,۰۱۰۹ می‌باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه بازده سهام آتی تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد و در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار گرفت.

فرضیه دوم: تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج برای این متغیر که برابر ۰,۰۱۸۴ می‌باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه تغییرات سود تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار گرفت.

فرضیه سوم: فرضیه ارزش دفتری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج برای این متغیر که برابر ۰,۰۰۲۴ می‌باشد و این احتمال کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه ارزش دفتری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار گرفت.

فرضیه چهارم: فرصت سرمایه گذاری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج برای این متغیر که برابر 0.0120 می باشد و این احتمال کمتر از 0.05 می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه فرصت سرمایه گذاری تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان 95 درصد مورد پذیرش قرار گرفت

فرضیه پنجم: شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج برای این متغیر که برابر 0.0057 می باشد و این احتمال کمتر از 0.05 می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه اندازه شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان 95 درصد مورد پذیرش قرار گرفت

فرضیه ششم: رشد شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد

با توجه به نتایج برای این متغیر که برابر 0.0118 می باشد و این احتمال کمتر از 0.05 می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه رشد شرکت تأثیر معناداری بر رشد سودآوری دارد در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان 95 درصد مورد پذیرش قرار گرفت

یکی از پیشنهادات تمرکز بر روی بهبود نقدینگی و مدیریت مالی شرکت است. شرکتها باید سعی کنند که درآمدهای خود را افزایش دهند و همچنین هزینه های خود را کاهش دهند تا به سودآوری بالاتری دست یابند. این موضوع میتواند باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران به شرکت شود و در نتیجه ارزش شرکت را افزایش دهد. همچنین، شرکت ها می توانند به دنبال بهبود نظام حسابداری و گزارشگری خود باشند تا بتوانند به صورت دقیقتر و شفاف تر به سودآوری و عملکرد مالی خود دست یابند. در کل، تمرکز بر روی بهبود نقدینگی و مدیریت مالی میتواند به شرکتها کمک کند تا از سودآوری استفاده کنند و ارزش شرکت را افزایش دهند

منابع و مأخذ

برزگری خانقاه، جمال، عباسی، ابراهیم، قدکفروشان، مریم، (۱۳۹۹)، بررسی اثر تعاملی ریسک مالیاتی و مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۱۵۹-۱۸۹.

Akbas, F., Jiang, C., Koch, P., 2017. The trend in firm profitability and the cross section of stock returns. Accounti. Rev. 92, 1-32.

Barroso, P., Boons, M., Karehnke, P., 2021. Time-varying state variable risk premia in the ICAPM. J. Financ. Econ. 139, 428-451.

Bryan Lim, Juan Sotes-Paladino, George Jiaguo Wang, Yaqiong Yao 2024. The value of growth: Changes in profitability and future stock returns. Journal of Banking and Finance 158 (2024) 107036.

Chordia, T., Goyal, A., Saretto, A., 2020. Anomalies and false rejections. Rev. Financ. Stud. 33 (5), 2134-2179.

- Harvey, C., Liu, Y., Zhu, H., 2016. ... and the cross-section of expected returns. *Rev. Financ. Stud.* 29, 5–68.
- Hou, K., Mo, H., Xue, C., Zhang, L., 2021. An augmented q-factor model with expected growth. *Rev. Financ.* 25, 1–41.
- Hou, K., Xue, C., Zhang, L., 2020. Replicating anomalies. *Rev. Financ. Stud.* 33, 2019–2133.
- Kelu Balawanga, M.M., Harmuningsih, S. and Maulida, A. (2023). In Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange, The Influence Of Growth Opportunity, Profitability, And Financial Distress On The Company Value (IDX): For the Period 2018-2020, a Research of Food and Beverage SubSector Manufacturing Companies Listed on the ID, *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 5(3), 1263-1274.
- Li, J., Wang, H., Yu, J., 2021. Aggregate expected investment growth and stock market returns. *J. Monet. Econ.* 117, 618–638.
- Nur, T. (2018). Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Pada Periode 2014-2017. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia*, 5(3): 393–411.
- Saputra, A Lukman, I., Indriani, W. (2018). PENGARUH LIKUIDITAS, UKURAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS DAN FINANCIAL DISTRESS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Pada Perusahaan Rokok Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). 1(1), 1–7.

The effect of growth value changes on profitability and future stock returns

Masoumeh Pour Rajabi Chahardah¹

Abstract

In this study, the growth value of changes in profitability and future stock returns was examined, which is classified as applied research in terms of purpose, and in terms of method and nature, the present study is of the correlation type (causal correlation research). In this study, the estimation of the regression model of the company's profitability growth using the mixed data method has been investigated. The dependent variable for estimating the model is the regression model of the company's profitability growth (PG). The selection of model variables has been made using the basic article by Lim and Palladino(2024). All statistical data of the research have been extracted and used between 1397 and 1402 using statistical data of financial statements of selected companies. The software used is EVIEWS. In general, this research is dedicated to data analysis and testing of research hypothesis. In the present research, tests related to the reliability of variables have been carried out using Levin-Lynn et al. Next, the convergence test between the model variables was performed to show the absence of spurious regression using the Kao test. Then, the Leimer and Hausman diagnostic tests were used to determine the best type of model estimation. Finally, the model estimation was performed and the research hypotheses were tested, which were accepted according to the results of all hypotheses.

Keywords

Future stock returns, profitability growth, book value, investment opportunity, company size

¹ Bachelor of Financial Accounting