بررسی تأثیر معیارهای بازده سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمود لاری دشت بیاض[1]

کامران قائم مقامی[2]**

محمدتقی حسن زاده کلاچای[3]

[1] استادیار حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد،ایران.

[2] دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. عضو انجمن حسابداری ایران و انجمن مهندسی مالی ایران.

Ka_gh330@stu.um.ac.ir

[3] کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قاینات، قاینات، ایران.

چکیده

هدف اصلی این تحقیق، بررسی محتوای اطلاعاتی نسبی متغیر حسابداری «بازده سرمایه‌گذاری‌ها» در مقابل متغیراقتصادی «ارزش افزوده اقتصادی» به منظور شناسایی متغیر مناسب‌تر (متغیری که بازده سهام را که به عنوان معیار تعیین تغییرات در ثروت سهامداران می باشد، بیشتر تبیین نماید) و در جهت بهبود تصمیم‌گیری سرمایه گذاران می‌باشد. در آنالیز آماری (تخمین مدل‌های رگرسیونی، محاسبه ضرایب همبستگی بین متغیرهای تحقییق و آزمون فرضیه ها) ارائه شده است. در تحلیل های آماری به کمک نرم افزار SPSS از داده های 40 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصلهٔ زمانی سال های 1389 تا 1391 استفاده شده است. بطوریکه جهت اطمینان از وجود رابطهٔ معنی داری بین بازده سرمایه گذاری و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام، به بررسی میزان ضریب همبستگی (پیرسون) هر یک از این متغیرها با بازده سهام پرداخته و در نهایت بررسی این موضوع که کدامیک از این متغیرها بازده سهام را بیشتر تبیین می نماید مد نظر قرار گرفته است. نتایج بدست آمده از بررسی نمونهٔ اخذ شده در خصوص فرضیه های اول و دوم بیانگر وجود رابطهٔ معنی داری بین متغیرهای مذکور با متغیر بازده سهام می باشد. درخصوص فرضیه سوم، با توجه به عدم وجود تفاوت معنی دار، شواهد بیانگر عدم تسرّی نتیجهٔ این فرضیه مبنی بر پذیرش فزونی تاثیر محتوای اطلاعاتی نسبی«بازده سرمایه گذاریها» در مقابل «ارزش افزوده اقتصادی» بر بازده سهام در نمونهٔ اخذ شده، به جامعهٔ تحقیق(شرکتهای فعال بورس اوراق بهادار تهران) می باشد.

واژگان کلیدی: بازده سهام، ارزش افزوده اقتصادی، بازده سرمایه‌گذاری ها.

مقدمه

مهم ترین معیار برای ارزیابی عملکرد یک شرکت نرخ بازده سهام می باشد[۱۵]. اطلاعات مالی مندرج در صورت های مالی بر میزان قیمت سهام و تصمیمات سرمایه گذارن تأثیر می‌گذارد. با استفاده از اطلاعاتی که با افشای صورت‌های مالی توسط حسابرسی به دست می‌آید؛ میزان بازده سهام، برگشت سرمایه مشخص می‌شود. سرمایه‌گذاران با تجزیه و تحلیل این اطلاعات، سرمایه‌گذاری در سهام شرکتی را انتخاب می کنند که ریسک کمتری داشته باشد و از طرفی ارزش افزوده اقتصادی بیشتر و به صرفه تری داشته باشد[۱۶].

سرمایه‌گذاران مالی و غیر مالی تمایل به استفاده از اطلاعات مالی دارند تا بتوانند با استفاده از آن میزان وزن سرمایه‌گذاری خود را کاهش با افزایش دهند. حتّی در مواردی به خاطر ریسک بالای سرمایه‌گذاری از آن صرف نظر کنند[۱۶] .

یکی از عوامل انتخاب سرمایه‌گذاری میان گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری نقدینگی است [۲۰]. هرچه ارزش دارایی‌های نقدی یک شرکت بیشتر باشد، نشان‌دهنده بازده مناسب و خوب سهام می‌باشد. گردش بالای وجه نقد نشان‌دهنده پایین بودن ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. گردش وجه نقد مثبت منجر به ایجاد ظرفیت های سرمایه‌گذاری بالقوه و جذب سرمایه برای شرکت می‌شود. از طرفی موجب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به بازده سهام و سرمایه‌گذاری می‌شود. این اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. از طرفی عملکرد خوب مدیریت در تصمیم‌گیری‌های مالی را نشان می‌دهد چرا که ارزش افزوده اقتصادی، شاخص مناسبی برای ارزیابی عملکرد مدیریت می‌باشد[۲۲]. در ارزیابی عملکرد مدیران، به بررسی انگیزه و رفتار مدیریت در سرمایه‌گذاری و اختصاص بودجه به دارایی ها مورد بررسی قرار می‌گیرد[۲۴] . نوسانات بازار تأثیر بسزایی بر تصمیمات مدیریت و بازده سهام می‌گذارد[۱۷]. استفاده از تکنینک‌های مختلف به‌خصوص هدف هزینه‌ها بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارد. این‌که میزان هزینه سرمایه‌گذاری به چه میزان باشد. بالا بودن هزینه سرمایه‌گذاری موجب کاهش ارزش افزوده اقتصاده می‌شود[۲۳].

پیشینه پژوهش

تحقیقات زیادی در زمینه تبیین بازده سهام انجام گردیده است، که در ادامه، تحقیقات پیشینیان

براساس تحقیقات صورت گرفته در خارج از کشور و تحقیقات انجام شده در داخل کشور و به ترتیب تاریخ ارائه خواهد شد.

تحقیقات داخلی

... در پژوهشی تحت عنوان «وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» این نتایج به دست آمد که در شرکت‌های مورد بررسی، مدیریت سود به کار گرفته شده است و اینکه شرکت‌ها تمایل به بیشتر نشان دادن سود دارند. در شرکت‌هایی که فعالیت عملیاتی خوبی دارند کمتر تمایل به استفاده از اقلام تعهدی اختیاری وحود دارد و تمایل به سیاست‌های کاهش سود دارند[۶].

... در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رفتار دوره ای بازدهی ماهانه سهام در بورس تهران (روش بلوک متحرک بوت استرپ)» این نتایج به دست آمد که، بی قاعدگی‌های تقویمی الگوهایی دوره‌ای در بازده های سهام می‌باشد که آن‌ها را نمی‌توان توسط عوامل اساسی توضیح داد.[۸].

... در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه نوسانات نرخ ارز و بازده صنعت بانکداری در کشورهای در حال توسعه مانند ایران» این نتایج به دست آمد که: بررسی میزان اثرگذاری نوسانات نرخ ارز بر شرکت های مختلف از مسائل مهم و اساسی به شمار می آید و دور از انتظار نیست که این کشورها به دلیل عدم وجود بازارهای مالی توسعه یافته بیشتر در معرض بحران های مالی قرار گیرند. بانک ها توانسته‌اند با روش های متنوع مصون سازی طبیعی، نوسانات نرخ ارز را کنترل نمایند و این امر سبب کاهش تاثیر این نوسانات بر ارزش بانک شده است[۱۰].

...در پژوهشی تحت عنوان «مقایسه اطلاعات مالی مبتنی بر جریان های نقدی و اطلاعات مالی مبتنی بر حسابداری تعهدی در پیش بینی بازده سهام» به این نتیجه رسیدندکه در دوره‌های رشد و افول از چرخه عمر، اطلاعات جریآن‌های نقدی از توان بیشتری جهت پیش‌بینی بازده سهام نسبت به اطلاعات تعهدی برخوردار است و عکس این موضوع در مورد دوره بلوغ صدق می‌کند[۲].

... در پژوهشی تحت عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی به بررسی عوامل مؤثر بر واکنش بازار به اعلان سودهای فصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» نتایج نشان می‌دهد که: نتایج نشان می دهد، هر چه سودهای فصلی

زودتراعلان شود محتوای اطلاعاتی بیشتری خواهد داشت[۹].

تحقیقات خارجی

...یومرا و همکاران از شرکت استیوارت در سال 1996 ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در 100 شرکت هلدینگ طی سال‌های 1986 تا 1995 بررسی نمودند. آن‌ها 5 معیار عملکرد شامل سود هر سهم، سود خالص، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها را در نظر گرفتند. بر اساس تحقیق آن‌ها ارتباط این متغیرها با ارزش افزوده بازار به صورت زیر بوده است: ارزش افزوده اقتصادی، 40% بازده دارایی‌ها 13% حقوق صاحبان سهام 10% سود خالص 8% سود هر سهم 6%.[۱۸].

... داد و چن در سال 1996 همبستگی بین نرخ بازده سهام و سایر معیارهای دیگر نظیر ارزش افزوده اقتصادی، بازده دارایی‌ها، سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام را روی 566 شرکت طی سال‌های 1982 تا 1992 مورد بررسی قرار دادند. در مطالعه آن‌ها بازده دارایی‌ها با ضریب همبستگی 24/5 درصد نسبت به سایر معیارها تغییرات را بیشتر توجیه می نمود، ارزش افزوده اقتصادی 20/2 درصد، درآمد اضافی: 19/4 درصد، سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام تقریبا 5 تا 7 درصد[۱۹].

... پیکسوتو در سال 1998 تحقیقی در رابطه بین سود عملیاتی، سود خالص و ارزش افزوده اقتصادی را با ارزش بازار مورد آزمون قرار داد. نمونه‌های آماری وی شامل 39 شرکت پذیرفته شده در بورس پرتقال طی سال 1995 تا 1998 بود، نتایج تحقیق وی بیانگر وجود ضریب همبستگی برای ارزش افزوده اقتصادی به مقدار 72 درصد، سود عملیاتی به مقدار 70 درصد و سود خالص به مقدار 70/87 درصد بود[۲۱].

مبانی نظری

در این تحقیق پس از احساس ضرورت پیش‌بینی بازده سهام و شناسایی یک معیار مناسب، تلاش شده است ارتباط آن در بین شرکت‌های فعال بورس اوراق بهادار تهران با دو معیار اخیرالذکر مورد بررسی قرار گیرد. در این پژوهش سعی گردیده تا با تعیین میزان ارتباط معیارهای حسابداری (در این تحقیق بازده سرمایه‌گذاری) و اقتصادی (ارزش افزوده اقتصادی) با بازده سهام به عنوان معیار

تعیین تغییرات در ثروت سهامداران الگوی مناسب تری جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شناسایی شود. در نتیجه بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و در مقابل بازده سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه به تشریح جامع و کامل متغیرهای تحقیق پرداخته شده است.

بازده سهام

هدف نهایی گزارش‌های حسابداری و مدیریت واحد تجاری تصمیم گیری منطقی و افزایش ثروت سهامداران است معیار تعیین شده جهت شناسایی تغییرات در ثروت سهامداران، بازده سهام است. بازده سهام، همان سود سالانه و تغییرات در قیمت سهام می باشد که تغییرات (قیمت) ناشی از افزایش سرمایه و سود سهمی از آن حذف گردیده است. این بازده معمولاً به‌صورت درصد و نرخ نشان داده می‌شود. جهت محاسبه بازده سهام روش‌های گوناگونی وجود دارد که در این تحقیق چهار روش اصلی آن مورد بررسی قرار می گیرد.

روش‌های محاسبه بازده سهام

چهار روش برای محاسبه بازده سهام در اینجا تشریح می گردد؛ که عبارتند از:

الف) روش سود بر قیمت

در این روش بازده سهامدار برای دوره ای معین به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$Ke = \frac{E}{P}$$

Ke : بازده هر سهم

E : سود سالیانه هر سهم

P : قیمت خرید سهم (ارزش بازار)

در این فرمول تغییرات قیمت سهام مدنظر قرار نمی‌گیرد درصورتی که بخش مهمی از افزایش ثروت سهامداران ناشی از تغییرات قیمت سهام است. لذا این روش کمتر از سوی سرمایه‌گذاران مورد استقبال قرار گرفته است.

ب) روش پیش بینی سودنقدی

در این روش فرض می‌شود سهامدار، سهم خود را تا بی نهایت نگهداری می کند بنابراین

منفعت ناشی از تغییرات قیمت سهام (بدلیل عدم مبادله سهم) هیچ‌گاه عاید سهام دار نمی‌شود، همچنین سود سهمی یا سهام حاصل از افزایش سرمایه به دلیل عدم احتمال فروش درآینده قابل پیش بینی، به فروش نخواهد رفت. بنابراین تنها منفعتی که از خرید و نگهداری سهام عاید سرمایه‌گذار می‌شود همان سود نقدی (سود تقسیمی) است.

در این روش برای محاسبه بازده سهامدار از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$P_. = \frac{Dt}{(1+Ke)^1}$$

Ke : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

D_t : سود نقدی مورد انتظار در پایان سال

P. : قیمت هر سهم در ابتدای دوره

اگر سهامداران انتظار سود نقدی همراه با رشد سالیانه ثابتی را داشته باشند بازده سهامدار به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$Ke = \frac{D_1}{P_0} + g$$

D_1 : سود تقسیمی هر سهم

g : نرخ رشد سود تقسیمی هر سهم

مدل فوق به مدل گوردون مشهور است و یکی از مدل‌های معمول جهت محاسبه بازده مورد انتظار سهامداران است.

مدل بسط داده شده گوردون برای یک دوره سه ساله به شرح زیر است:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+Ke)} + \frac{D_2}{(1+Ke)^2} + \frac{D_3}{(1+Ke)^3} + \frac{\frac{D_3(1+g)}{(Ke-g)}}{(1+Ke)^4}$$

محاسبه این نوع بازده بیشتر از سوی سرمایه‌گذارانی صورت می‌پذیرد که سهام را به منظور نگهداری بلند مدت خریداری می کنند و هدف آن‌ها سفته بازی سهام در کوتاه مدت نیست. بر این اساس فرض می‌شود که سهام در ابتدای یک دوره ای معین خریداری شده و در پایان

همان دوره به فروش رسیده است. این مدل جهت محاسبه بازده مورد انتظار در فرآیند محاسبه میانگین موزون هزینه‌های سرمایه‌ای استفاده شده است.

ج ـ روش بازده کل (واقعی)

در این روش بازده سهام از دیدگاه شرکت برای سهامداران محاسبه می‌شود. بازده یک سهم از دو قسمت تشکیل شده است:

- بازده ناشی از دریافت سود سهام
- بازده ناشی از افزایش قیمت سهم در پایان دوره نسبت به اول دوره

بازده واقعی یا بازده کل، مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد مجموعه این مزایا شامل موارد به شرح ذیل است:

1. سود نقدی خالص هر سهم که طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام پرداخت می‌شود.
2. افزایشی که قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال دارد.
3. مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش ریالی است.
4. مزایایی که از سود سهمی یا سهام جایزه ناشی می‌شود.

فرمول محاسبه به شرح زیر می‌باشد:

$$R_e = \frac{\text{(تفاوت قیمت سهام در اول و آخر دوره) + مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی}}{\text{اولین قیمت سهم در ابتدای سال مالی}}$$

Re : بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت در ابتدای دوره

قبل از تجزیه و تحلیل این روش لازم است تا شرح مختصری درباره هر کدام از اجزاء تشکیل دهنده آن را ارائه دهیم:

ـ **سود نقدی**: این سود همان سود تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام جهت تقسیم بین سهامداران است که از تقسیم آن بر تعداد سهام شرکت، سود هر سهم به‌دست می‌آید.

ـ **مزایای حق تقدم**: در محاسبه بازده واقعی اولا سعی بر این است که سهامداران از حق تقدم استفاده می کند، ثانیاً سهامداران حق تقدم خود را تا پایان دوره محاسبه نگهداری و سپس

آن را به همراه اصل سهم به فروش می‌رسانند. با توجه به این موارد ارزش حق تقدم به صورت زیر محاسبه می‌شود:

درصد افزایش سرمایه × (مبلغ اسمی هر سهم ـ آخرین قیمت سهم در پایان دوره) = ارزش حق تقدم

ـ **مزایای سود سهمی**: در فرمول محاسبه بازده کل فرض بر این است که سهامدار، سود سهمی دریافتی را تا پایان دوره نگهداری نموده و سپس آن را به همراه خود سهم و احتمالاً حق تقدم به فروش می‌رساند. با این فرض ارزش سود سهمی برای سهامدار به قیمت سهام در پایان دوره مورد محاسبه در نظر گرفته می‌شود.

درصد افزایش سرمایه × آخرین قیمت = ارزش سهام جایزه

ـ **اختلاف نرخ ابتدا و پایان دوره**: منظور تفاوت آخرین قیمت سهام در پایان دوره مالی نسبت به اولین قیمت سهام در ابتدای دوره مالی است. اگر این تفاوت مثبت باشد این عامل باعث افزایش نرخ بازده کل و اگر منفی باشد باعث کاهش نرخ بازده کل خواهد گردید. برای اینکه تفاوت نرخ در مدل تحقیق یابد، باید فرض شود که سهامدار در ابتدای دوره اقدام به خرید سهام کرده و در انتهای دوره اقدام به فروش آن می‌نماید.

اگرچه بازده کل به دلیل درنظر گرفتن کلیه منافع توسط سهامداران جامع به نظر می‌رسد اما در نظر نگرفتن ارزش زمانی پول و به‌کارگیری مفروضات تاریخ خرید و فروش سهامداران از نقاط ضعف آن به شمار می‌رود.

د) روش ارزش ذاتی

الگوهای مبتنی بر ارزش ذاتی دارای دو رکن اصلی هستند: اول، پیش بینی جریان‌های نقدی آینده و دوم نرخ تنزیلی که با استفاده از آن ارزش فعلی این جریان‌های نقدی محاسبه می‌شود. معمولا در الگوی مبتنی بر ارزش ذاتی چنین فرض می‌شود که می توان جریان‌های نقدی آتی را حدس و تخمین زد. روش ارزش ذاتی بر این فرض مبتنی است که سرمایه‌گذاران از ریسک‌های مربوط به خرید دارایی‌های مالی آگاهی کامل دارند و نرخ تنزیلی که آن‌ها برای تعیین ارزش فعلی به کار می‌برند معکوس کننده درجه ریسک این اوراق است. اوراق بهادار دارای ریسک های مفتاوت مالی و تجاری و نیز ریسک نوسان نرخ بهره و ریسک تورم هستند. اگر شخص فقط در یک نوع اوراق بهادار

سرمایه‌گذاری کرده باشد نرخ تأمین مالی که مورد استفاده قرار می دهد منعکس کننده کل ریسک آن اوراق بهادار است. اگر آن اوراق بهادار جزئی از یک مجموعه اوراق بهادار (پرتفوی) باشد، نرخ تنزیل براساس ریسک سیستماتیک آن اوراق تعیین می‌گردد.

ارزش افزوده اقتصادی متغیر مستقل

یکی از ابزارهای تحلیلی که می تواند در ایجاد ثروت و فرآیند انتخاب شرکت بکار گرفته شود، ارزش افزوده اقتصادی است.

استوارت ارزش افزوده اقتصادی را حاصل از کسر هزینه سرمایه از سود خالص عملیاتی بعد از مالیات در نظر می‌گیرد:

EVA=No pat- Capital Cost

EVA= (سود خالص عملیاتی بعد از مالیات[3]) - (هزینه سرمایه[2] × سرمایه بکار گرفته شده[1])

حال اگر نرخ بازده را به‌صورت نسبت سود خالص عملیاتی بعد از مالیات به سرمایه در نظر بگیریم فرمول به‌صورت زیر درمی‌آید:

EVA= (نرخ بازده - هزینه سرمایه) × سرمایه

که در این فرمول:

نرخ بازده = سود خالص عملیاتی / سرمایه به کار رفته

سرمایه = (کل دارایی‌ها) - (بدهی‌های بدون بهره در ابتدای سال)

هزینه سرمایه = (هزینه حقوق صاحبان سهام × سهم صاحبان سهم از کل سرمایه) +(1 - نرخ مالیات) (هزینه بدهی × سهم بدهی از سرمایه)

هزینه سرمایه یا هزینه متوسط وزنی سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و نرخ بهره بدهی (پس از مالیات) می باشد، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام هر شرکت عبارت است از بازده یک فرصت سرمایه‌گذاری دارای ریسک مشابه با همان شرکت. هزینه

1 Capital employed
2 Cost of Capital
3 Net Operation Profit After Tax (Nopat)

حقوق صاحبان سهام معمولا از طریق مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تعریف می‌شود. تخمین هزینه بدهی نیز آسان‌تر است زیرا هزینه بهره آن روشن و صریح می باشد. هزینه بدهی صرفه‌جویی مالیاتی هم دارد زیرا هزینه بهره قابل قبول مالیاتی است.

عقیده حاکم بر مفهوم ارزش افزوده اقتصادی این است که سهامداران باید بازدهی متناسب با ریسکی که پذیرفته اند، بدست آورند. اگر سرمایه سهامداران حداقل برابر سرمایه‌گذاری‌های دارای ریسک مشابه بازدهی نداشته باشد، در این صورت سود واقعی حاصل نشده و در واقع شرکت یا موسسه از دیدگاه سهامداران زیان ده به حساب می‌آید.

بازده سرمایه‌گذاری ها

این معیار در دهه 1980 همزمان با ارائه فرمولی به نام دوپانت ظهور کرد و بعنوان مبنایی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفت.[1] در گذشته مدیران به حاشیه سود تحصیل شده اهمیت داده و تعداد گردش‌های انجام شده را نادیده می گرفتند. یکی از مزایای مهم نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها این است که مدیران را وادار می سازد علاوه بر کنترل هزینه ها، به کنترل دارایی‌های عملیاتی نیز بپردازند.

امروزه نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها یکی از مهم ترین معیارهای سنجش مدیران به خصوص نظارت و مراکز سرمایه‌گذاری‌ها می باشد و در واقع مدیران از این معیار جهت تخصیص بهینه وجوه سرمایه‌گذاری سود می برند[۱۱]. از سوی دیگر، نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها در صورتی که بر اساس ارزش بازار دارایی‌ها محاسبه شود، میزان واقعی سوددهی شرکت را نشان می دهد و منعکس‌کننده این است که دارایی‌های شرکت با چه کارایی و اثربخشی مورد استفاده قرار می‌گیرند[۱] .درواقع این نسبت، ارتباط بین سودآوری و سرمایه‌گذاری واحد انتفاعی را نشان می‌دهد، چرا که با استفاده از این نسبت مقدار کارآیی و بازدهی سرمایه‌گذاری انجام شده مشخص می‌شود. به این نسبت بازده دارایی‌ها نیز گفته می‌شود و به درصد نشان داده می‌شود[۱۳].

اگر شرکتی بر سرمایه‌گذاری‌های خود بیفزاید (البته برحسب کل دارایی‌ها) ولی نتواند متناسب با آن، مقدار سود پس از کسر مالیات خود را افزایش دهد، نرخ بازده آن شرکت کاهش

---

[1] انتل در سال 1986 بازده سرمایه‌گذاری‌ها را یک معیار حسابداری مکمل برای عملکرد معرفی می نماید.

می‌یابد[۵]. از آن جایی که تداوم فعالیت یک شرکت بر پایه قدرت سودآوری دارایی‌های آن است، این نسبت شاخص مناسبی نیز در رابطه با پیش‌بینی بحران مالی و در نهایت ورشکستگی می باشد[۴].

اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران می‌توانند در موارد زیر از بازده دارایی‌ها استفاده نمایند:

1. ارزیابی توانایی شرکت در تحصیل نرخ مناسبی از بازدهی.
2. جمع آوری اطلاعاتی درباره اثربخشی مدیریت.
3. طرح سودهای آینده
4. سنجش کارایی مدیران[۳].

بازده سرمایه‌گذاری‌ها عمومی‌ترین شاخص مورد استفاده مدیریت جهت ارزیابی سودآوری عملکرد شرکت می‌باشد. مدیران در موارد زیر می‌توانند از نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها استفاده کنند[۳].

1. اندازه‌گیری عملکرد هر بخش مجزا از شرکت وقتی که با هر بخش به عنوان یک مرکز سرمایه‌گذاری رفتار می‌شود.
2. تخصیص بهینه وجوه سرمایه‌گذاری به مراکز سرمایه‌گذاری.
3. ارزیابی پیشنهادهای مخارج سرمایه ای.

برخی از ایرادات وارده بر استفاده از نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها شامل موارد زیر می گردد:

1. محدود کردن دیدگاه آتی نگر و عدم بررسی عواقب و اثرات آینده تصمیمات مدیریت.
2. یکی دیگر از نواقص نرخ بازده دارایی‌ها یا در کل فرمول دوپانت همان ایراد وارد بر حسابداری است. یعنی بهره گیری از اصل بهای تمام شده تاریخی که مربوط بودن اطلاعات را نقض می نماید.
3. نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر بر عملکرد کوتاه مدت مدیران تکیه دارد نه بلندمدت.
4. تخصیص هزینه ها از نوع تسهیم که خارج از کنترل مدیران بخش‌ها است باعث عدم کارایی کامل و اثربخشی بازده دارایی‌ها می‌شود[۱۱].

محاسبه نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها

یکی از جالب‌ترین جنبه‌های بازده سرمایه‌گذاری‌ها، نحوه ارتباط چند نسبت مالی با یکدیگر

برای محاسبه مقدار این بازده می باشد. سیستم کنترل مالی دوپانت[1] یا روش نسبت یابی دوپانت به خوبی این حقیقت را نشان می دهد که بازده سرمایه‌گذاری‌ها را می توان در قالب دو نسبت حاشیه سود و گردش دارایی‌ها بیان کرد[۱۲].

$$\text{بازده سرمایه‌گذاری‌ها} = \frac{\text{فروش خالص}}{\text{جمع دارایی‌ها}} \times \frac{\text{سود خالص پس از کسر مالیات}}{\text{فروش خالص}}$$

مدیریت دارایی‌ها ← جمع دارایی‌ها؛ مدیریت فروش ← فروش خالص

$$\text{بازده سرمایه‌گذاری‌ها} = \frac{\text{سود خالص پس از کسر مالیات}}{\text{جمع دارایی‌ها}}$$

فرمول فوق تاثیر مدیریت دارایی‌ها و فروش را برای کسب بازدهی از دارایی‌ها نشان می دهد. نرخ حاشیه سود از نظر مدیران عملیاتی اهمیت بسیار زیادی دارد. زیرا نشان دهنده سودآوری واحد انتفاعی از طریق موفقیت در استراتژی‌های قیمت گذاری، توانایی تولید و فروش و کنترل هزینه‌های عملیاتی می باشد. معمولا حاشیه سود و گردش دارایی‌ها در جهت عکس یکدیگر تغییر می‌کنند، بنابراین شرکتی که دارای نرخ حاشیه سود بالا یا پایینی است لزوماً به معنای عملکرد بهتر یا بدتر نیست زیرا ترکیب این نرخ و گردش دارایی‌ها را باید در نظر گرفت[۷].

هنگامی که هزینه‌های مالی بالا است، بهتر است هزینه‌های بهره به سود خالص در صورت کسر افزوده شود. از نظر تئوری چون مجموع دارایی‌ها از دو طریق سهامداران و وام دهندگان تأمین مالی شده اند، لذا این نسبت باید بهره وری دارایی‌ها را از نظر بازده برای هر دو دسته از سرمایه‌گذاران نشان دهد[۱۴].

روش تحقیق و یافته های پژوهش

در این تحقیق رابطه بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. برای دستیابی به اهداف تحقیق از روش پس رویدادی استفاده شده است. از نرم افزارهای بورس اوراق بهادار تهران(تدبیرپرداز و آریا سهم) برای استخراج اطلاعات از

1 Dupont system of financial contro

صورت‌های مالی شرکت ها و گزارش‌های بورس اوراق بهادار استفاده شده است. بازه‌ی زمانی تحقیق حاضر از ابتدای1389 سال الی پایان سال 1391 می باشد. جامعه آماری شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

فرضیه‌های تحقیق

1. بین بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
2. بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
3. ضریب همبستگی بین بازده سرمایه‌گذاری ها و بازده سهام بیشتر از ضریب همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام می باشد.

نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش و مدل های تحقیق

متغیرهای مستقل این تحقیق ارزش افزوده اقتصادی و بازده سرمایه‌گذاری‌ها می باشند که به ترتیب با نمادهای (EVA) و (ROI) نمایش داده شده اند. بازده سهام نیز متغیر وابسته این تحقیق بوده که با نماد (RE) نمایش داده شده است در ذیل هر یک از متغیرهای تحقیق به اختصار توضیح داده می شوند.

بازده سهام

درخصوص مزایای استفاده از روش مدل واقعی در مقابل سایر مدل‌های محاسبه بازده سهام برای سهامداران، جهت محاسبه این متغیر از مدل واقعی محاسبه بازده به شرح زیر استفاده شده است:

$$\mathrm{Re} = \frac{P_1 - P_0 + Dps + \left((P_1 - 1000)\times a\right) + \left(P_1 \times b\right)}{P_0}$$

P_1: قیمت سهام در انتهای دوره

P_0: قیمت سهام در ابتدای دوره

a: درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی.

b: درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها

DPS : سود نقدی تقسیم شده

(ROI)بازده سرمایه‌گذاری‌ها:

برای محاسبه ROI از رابطه زیر استفاده شده است:

$$ROI = \frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع داریی ها}}$$

منظور از سود خالص در فرمول بازده سرمایه‌گذاری‌ها، سود خالص پس از کسر مالیات می باشد.

ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

برای محاسبه EVA از رابطه زیر استفاده شده است:

EVA=NOPAT-(WACC× CAPITAL t-1)

$NOPAT_t$: سود حاصل از عملیات سال جاری

$Wacc$: میانگین موزون هزینه سرمایه

$CAPITAL_{t-1}$: سرمایه سال قبل

تجزیه و تحلیل فرضیه اول

بین بازده سرمایه‌گذاری ها و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

در این فرضیه مدل مورد بررسی در رگرسیون عبارتست از:

$$\mathrm{Re}turn_{it} = b_0 + b_1 ROI_{it} + e_{it}$$

تحلیل همبستگی

ضریب همبستگی بین متغیر مستقل بازده سرمایه‌گذاری ها و متغیر بازده سهام برابر 0/337 می باشد و مقدار احتمال آن برابر 0/034 می باشد که از 0/05 کوچکتر است بنابراین با اطمینان 95% وجود ارتباط مستقیم و معنی داری مورد تایید قرار می گیرد.

جدول (1). همبستگی

بازده سرمایه گذاری	بازده سهام	
* 0/337 0/034 40	1 - 40	ضریب پیرسون بازده سهام مقداراحتمال تعداد
1.000 - 40	*0/337 0/034 40	ضریب پیرسون بازده سرمایه‌گذاری مقداراحتمال تعداد

همبستگی درسطح 0/05 معناداری است(مقداراحتمال)

تحلیل مدل رگرسیونی

مقدار احتمال مربوط به فرض عدم کفایت مدل $(H_0 : b_1 = 0)$ برابر 0/034 می‌باشد که از 0/05 کوچکتر است. بنابراین با اطمینان 95% این فرض رد می‌شود. در نتیجه مدل از کفایت لازم جهت بررسی برخوردار است.

ضریب تعیین مدل برابر 0/1135 می‌باشد و بدین معنی است که حدود 11% از تغییرات متغیر پاسخ (بازده سهام) به‌وسیله متغیر مستقل (بازده سرمایه‌گذاری‌ها) قابل توصیف است.

جدول (2)خلاصه مدل $Model\ Summary^b$

دوربین واتسون	استاندارد برآورد اشتباه	ضریب تعیین مدل تعدیل شده	ضریب تعیین مدل	ضریب همبستگی	مدل
1.851	40134	090	0/113	$0/337^a$	1

بررسی مناسب مدل

جدول (3)آنووا $ANOVA^b$

مقداراحتمال	آماره F	میانگین مربعات	درجه آزادی	جمع مربعات	مدل
$0/034^a$	4.864	783	1	783	رگرسیون
		161	38	6.121	باقیمانده
			39	6.904	جمع

برآورد b

جدول (4)ضرایب $Coefficients^a$

مقداراحتمال	آماره t	ضرایب استاندارد	ضرایب غیراستاندارد		مدل
			Std. Error	B	
0.011	2.658	337	143	0/380	(ثابت)
0.034	2.205		656	1.447	بازده سرمایه‌گذاری

آمار توصیفی

جدول (5) $Residuals\ Statistics^a$

	مینیمم	ماکزیمم	میانگین	انحراف معیار	تعداد
ارزش پیش بینی شده	.44067	.96321	.66275	.14173	40
باقیمانده	-.51971	1.03519	-6.4E-17	.39616	40
ارزش پیش بینی استاندارد	-1.567	2.120	.000	1.000	40
استانداردباقیمانده	-1.295	2.579	.000	.987	40

در نتیجه ارتباط معنی دار بین بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده سهام مشاهده می‌شود و بدین ترتیب فرضیه شماره یک مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار ضریب این متغیر مستقل (B1) برابر 1/447 می‌باشد که با توجه به علامت مثبت آن می‌توانیم وجود ارتباط مستقیم و معنی‌دار را نتیجه بگیریم و با توجه به مقدار آن می‌توان نتیجه گرفت که هر یک واحد افزایش در متغیر مستقل (بازده سرمایه‌گذاری‌ها) منجر به 1/447 واحد افزایش در بازده سهام شرکت‌ها می‌شود.

تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

بین بازده ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

در این فرضیه مدل بررسی در رگرسیون عبارتست از:

$$R_i = b_o + b_1 EVA_i + e_i$$

تحلیل همبستگی

ضریب همبستگی بین متغیر مستقل ارزش افزوده اقتصادی و متغیر بازده سهام برابر 0/336 می‌باشد و مقدار احتمال آن برابر 0/042 می‌باشد که از 0/05 کوچک‌تر است بنابراین با اطمینان 0/95 وجود ارتباط مستقیم و معنی‌دار مورد پذیرش قرار می‌گیرد. نمودار پراکنش رسم شده بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل نیز مبین این موضوع می باشند.

جدول (6). همبستگی

	بازدهی سهام	ارزش افزوده اقتصادی
ضریب پیرسون بازدهی سهام	1.000	0/336*
مقداراحتمال	-	042
تعداد	40	37
ضریب پیرسون ارزش افزوده اقتصادی	0/336*	1.000 -

مقداراحتمال	042	37
تعداد	37	

همبستگی درسطح 0/05معناداری است(مقداراحتمال)

تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر 0/1131 می‌باشد و بدین معنی است که حدود 11% از تغییرات متغیر پاسخ (بازده سهام) به‌وسیله متغیر مستقل (ارزش افزوده اقتصادی) قابل توصیف است. مقدار احتمال مربوط به فرض عدم کفایت مدل $(H_0 : b_1 = 0)$ برابر 0/042 می‌باشد که از 0،05 کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان 95% این فرض رد می‌شود. در نتیجه مدل از کفایت لازم جهت بررسی برخوردار است.

جدول (7). *Model Summary*[b]

مدل	همبستگی	ضریب تعیین مدل	ضریب تعیین مدل تعدیلی	برآورداشتباه استاندارد	دوربین واتسون
1	0/336 a	0/113	088	40369	2.055

بررسی مناسب مدل

جدول (98) *ANOVA*[b]

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آمارهF	مقداراحتمال
1رگرسیون	7287	1	0728	4.465	.042
باقیمانده	5.704	35	.163		
جمع	6.431	36			

برآورد b

جدول (9). *Coefficients*[a]

مدل	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد	آمارهt	مقدار احتمال
	B	Std. Error			
1ثابت	.554	.078		7.067	.000

ارزش افزوده اقتصادی	06E-2.582	.000	./336	2.113	.420

آمار توصیفی

جدول (10). $\mathrm{Re}\,siduals\ \ Statistics^{a}$

	مینیمم	ماکزیمم	میانگین	انحراف معیار	تعداد
ارزش پیش بینی شده	.41735	1.17507	.60722	.18698	36
باقیمانده	-.53826-	.60886	1.08E-16	.32101	36
ارزش استانداردپیش بینی شده	-1.015	3.037	.000	1.000	36
ارزش باقیمانده استاندارد	-1.652	1.869	.000	.986	36

در نتیجه ارتباط معنی‌دار مشاهده می‌شود و بدین ترتیب فرضیه شماره یک مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار ضریب این متغیر مستقل برابر B1=2،582 E -6 می باشد که با توجه به علامت مثبت آن می‌توانیم وجود ارتباط مستقیم و معنی‌دار را نتیجه بگیریم و با توجه به مقدار آن می‌توانیم بگوییم هر یک واحد افزایش در ارزش افزوده اقتصادی منجر به 2،582 E -6 واحد افزایش در بازده سهام شرکت‌ها می‌شود.

تجزیه و تحلیل فرضیه سوم

ضریب همبستگی بین بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده سهام بیشتر از ضریب همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام می‌باشد.

در این فرضیه مدل بررسی در رگرسیون عبارتست از:

$$\mathrm{Re}turn_{it} = b_o + b_1 EVA_{it} + b_2 ROI_{it} + e_{it}$$

تحلیل همبستگی

ضریب همبستگی بین متغیر بازده سرمایه‌گذاری‌ها و متغیر بازده سهام برابر 0/337 می باشد و مقدار احتمال آن برابر 0/034 می باشد که از 0/05 کوچک‌تر است بنابراین با اطمینان 0/95 وجود ارتباط مستقیم و معنی‌دار مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین ضریب همبستگی بین متغیر مستقل ارزش افزوده اقتصادی و متغیر بازده سهام برابر 0/336 می باشد و مقدار احتمال آن برابر 0/042 می‌باشد که از 0/05 کوچک‌تر است بنابراین با اطمینان 0/95 وجود ارتباط مستقیم

و معنی‌دار مورد تائید قرار می‌گیرد. نمودار پراکنش رسم شده بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل نیز مبین این موضوع می‌باشند.

جدول (11). همبستگی Correlations

	ارزش افزوده اقتصادی	بازده سرمایه‌گذاری
ضریب پیرسون بازده سهام	0/336	0/337
مقداراحتمال	.042	.034
تعداد	37	40

تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر 0/193 می باشد و بدین معنی است که حدود 19% از تغییرات متغیر پاسخ (بازده سهام) به‌وسیله متغیرهای مستقل (بازده سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی) قابل توصیف است.

مقدار احتمال مربوط به فرض عدم کفایت مدل $(H_0 : b_1 = b_2 = 0)$ برابر 0/026 می باشد که از 0،05 کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان 95% این فرض رد می‌شود. در نتیجه مدل از کفایت لازم جهت بررسی برخوردار است. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل ارزش افزوده اقتصادی و متغیر پاسخ $(H_0 : b_1 = 0)$ برابر 0/087 می باشد که از 0/10 کوچکتر است بنابراین با اطمینان 90% این فرض رد می‌شود، در نتیجه ارتباط معنی دار مشاهده می‌شود. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل بازده سرمایه‌گذاری ها و متغیر پاسخ $(H_0 : b_2 = 0)$ برابر 0/063 می باشد که از 0/10 کوچکتر است بنابراین با اطمینان 90% این فرض رد می‌شود، در نتیجه ارتباط معنی دار مشاهده می‌شود.

جدول (12). *Model Summary*^{b}

مدل	همبستگی	ضریب تعیین مدل	ضریب تعیین مدل تعدیلی	برآورد اشتباه استاندارد	دوربین واتسون

2.105	.39777	.145	193	439	1

بررسی مناسب مدل

جدول (13). $ANOVA^b$

مقداراحتمال	آماره F	میانگین مربعات	درجه آزادی	مجموع مربعات	مدل
$.026^a$	4.059	.642 .158	2 34 36	1.284 5.379 6.664	رگرسیون جمع باقیمانده

آمار توصیفی

جدول (14). $\mathrm{Re}siduals\ Statistics^a$

تعداد	انحراف معیار	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	
37	.18889	.64432	1.16699	.41735	ارزش پیش بینی شده
37	.38656	-2.4E-17	1.23055	-.52699	باقیمانده
37	1.000	.000	2.767	-1.231	ارزش استانداردپیش بینی
37	.972	.000	2.894	-1.325	باقیمانده اسناندارد

آزمون Z فیشر

برای بررسی معنی داری اختلاف دو ضریب همبستگی در فرضیه شماره سه از آزمون Z فیشر سافتده شد که مقدار احتمال مربوط به آزمون فرضیه آماری $H_0 : r_1 = r_2$ در مقابل $H_1 : r_1 > r_2$ برابر 0/4981 شده است که از 0/05 بزرگ‌تر است. بنابراین فرضیه صفر آماری رد نمی‌شود. در واقع با این نتیجه فرضیه شماره سه تحقیق رد می‌شود. تنها می‌توان گفت متغیر مستقل بازده سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر بیشتری بر بازده سهام نسبت به متغیر مستقل ارزش افزوده اقتصادی دارد ولی این تفاوت تأثیر معنی‌دار نمی‌باشد و قابل تعمیم به جامعه نمی‌باشد و در مورد این نمونه صادق است.

بحث و نتیجه گیری

که بازده سرمایه‌گذاری‌ها همچنان یک معیار مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران می باشد.

از جمله عواملی که باعث این ارتباط شده، می‌توان به نظارت سرمایه‌گذار بر مدیریت به کمک این نسبت اشاره نمود، بدین ترتیب که آیا مدیریت بر روی دارایی‌ها، فروش و نهایتاً حاشیه سود شرکت عملکرد قابل توجهی داشته و یا به عبارتی آیا مدیریت از دارایی‌های شرکت نهایت استفاده را نموده و در قسمت دیگر آیا توانسته است بر روی مهم‌ترین چرخه عملیات یعنی فروش شرکت مدیریت مؤثر داشته باشد. همچنین استفاده این نسبت در مدل‌های مختلف قیمت گذاری سهام، تاییدی بر نتیجه آماری تحقیق است. بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام ارتباط وجود دارد به بیان دیگر براساس تحقیق انجام شده ارزش افزوده اقتصادی می توانذ ارتباط با بازده واقعی سهام را بیان نماید. در این خصوص می توان به موارد زیر اشاره نمود.

اطلاعاتی تاریخی مؤثر بر محاسبه سرمایه به کار گرفته شده و میانگین موزون هزینه‌های سرمایه‌ای باعث انحراف عمده در مبلغ ارزش افزوده اقتصادی شده است همچنین عدم تهیه صورت ارزش افزوده باعث بی‌اطلاعی سهامداران از ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها شده و در نتیجه این معیار آنچنان که باید در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران مدّنظر قرار نگرفته است.

متغیر مستقل بازده سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر بیشتری بر بازده سهام نسبت به ارزش افزوده اقتصادی دارد ولی این تفاوت معنی دار نمی باشد و قابل تعمیم به جامعه نمی‌باشد ولی در مورد نمونه صادق است.

نکته‌ای که در این خصوص قابل ذکر است موضوع عدم ارائه گزارش‌هایی مبنی بر ارزش ایجاد شده اقتصادی توسط شرکت است. به جهت عدم ارائه این نوع اطلاعات به سرمایه‌گذاران و گزارش سودهایی که معمولاً با قدرت نقدینگی همراه نیست، سرمایه‌گذاران برای شناسایی بازده سهام شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد مدیریت، مبنا را بازده سرمایه‌گذاری قرار می‌دهند از طرف دیگر ارزش افزوده اقتصادی که یک معیار اقتصادی است توسط شرکت‌ها گزارش نمی‌شود و به‌وسیله سرمایه‌گذاران نیز استفاده نشده و بر تصمیم‌گیری‌های ایشان مؤثر نبوده و عملاً نسبت به بازده سرمایه‌گذاری در حاشیه قرار می‌گیرد.

محدودیت های تحقیق

1.جهت شناسایی نرخ بازده مورد انتظار سهامداران از فرمول گوردون استفاده شده است،

در صورت استفاده از سایر مدل‌ها همچون مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ممکن است ارزش افزوده اقتصادی تا حدودی تغییر نماید، همچنین براساس مدل گوردون بازده مورد انتظار شرکت‌ها برای سه سال تحقیق یکسان درنظر گرفته شده است.

2. شرایط تورمی کشور و عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل شده بر روی محاسبه متغیرهای تحقیق مؤثر بوده است.

3. برای محاسبه بازده سهام فرض شده است که پرداخت سود سهام در ابتدای دوره بوده است، همچنین از تغییرات ارزش زمانی پول در اختلاف تاریخ بین زمان پرداخت وجه تا دریافت سهام صرفنظر شده است.

پیشنهادات تحقیق

1. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود با توجه به شرایط فعلی بازار و نتایج به دست آمده از این تحقیق بازده سرمایه‌گذاری‌ها را جهت تصمیم گیریهای خود نسبت به ارزش افزوده اقتصادی در اولویت قرار دهند.

2. با توجه به نتایج تحقیق مبنی بر تأثیرگذاری بازده سرمایه‌گذاری‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران به مدیران پیشنهاد می‌شود به بازده سرمایه‌گذاری‌ها توجه بیشتری نمایند.

3. با توجه به اینکه ارزش افزوده اقتصادی یکی از معیارهای تاثیرگذار و بسیار مرتبط با فعالیت‌های واحد تجاری است پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار تهران تدابیری را برای ارائه صورت ارزش افزوده اقتصادی توسط شرکت‌ها به عمل آورده داشته باشند.

پیشنهادات جهت تحقیقات آتی

1. بازده سهام در این تحقیق به‌صورت سالانه محاسبه شده است در صورتی که در برخی از تحقیقات خارجی بازده به‌صورت ماهانه محاسبه و سپس میانگین آن‌ها بعنوان بازده سالانه درنظر گرفته شده است لذا پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی این مورد مد نظر قرار گیرد.

2. روش‌های دیگری برای محاسبه از جمله مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌تواند در تحقیقات بعدی مورد استفاده قرار گیرد.

3. دوره زمانی دیگری برای محاسبه متغیرهای تحقیق در سالهای آینده می‌تواند مورد

استفاده قرار گیرد.

منابع

1. چالز، بی، جونز (1382)، مدیریت سرمایه گذاری، ترجمه و اقتباس ـ تهرانی، رضا، نوربخش، عسگر، نثر نگاه دانش ـ چاپ اول ـ بهار 1382، ص 404.
2. حسینی سیدعلی، کرمی غلامرضا و عمرانی حامد(1392)، مقایسه اطلاعات مالی مبتنی بر جریان های نقدی و اطلاعات مالی مبتنی بر حسابداری تعهدی در پیش بینی بازده سهام با توجه به چرخه عمر شرکت ها، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره 2، شماره 7 ، از صفحه 149 تا صفحه 168 .
3. خوشدل، هادی «بررسی متغیرهای حسابداری مرتبط با ورشکستگی» پایان نامه دانشگاه آزاد اسلامی مشهد.
4. سلیمانی امیری، غلامرضا، نسبتهای مالی و پیش بینی بحران مالی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره 15، بهار و تابستان 1382، ص 121.
5. سید نژاد فهیم، سیدرضا، آقایی، محمدعلی(1382)، نقش استقراض در سودآوری شرکتها، مجله اقتصادی بورس، شماره 39، ص 53.
6. صفری، مریم و مشایخی، بیتا(1385)، وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره 13، شماره 44، از صص 35 - 54 .
7. صنوبر، ناصر، فضل زاده، علیرضا(1382)، مدیریت مالی (1) تبریز: نشر افق، چاپ اول.
8. عرفانی، علیرضا، صفری، سولماز(1393)، بررسی رفتار دوره ای بازدهی ماهانه سهام در بورس تهران (روش بلوک متحرک بوت استرپ)، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره 7، شماره 22، صص47 - 59 .
9. قائمی محمدحسین ، بیات علی و اسکندرلی طاهر (1390)، بررسی عوامل موثر

بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، پاییز 1390، دوره 18، شماره 65 ; صص - 130 .

10. محقق نیا محمدجواد، حسینی سیدحسین و جعفری باقرآبادی احسان (1392)، بررسی رابطه نوسانات نرخ ارز و بازده صنعت بانکداری، پژوهش های تجربی حسابداری ، دوره 3، شماره 9، صص 57 - 73 .
11. ملکیان، اسفندیار، اصغری، جعفر (1385)، مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و نرخ بازده دارایی ها (ROA) در راستای ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، مجله ی اقتصادی بورس، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، شماره 55-54 شهریور و مهر ص 31.
12. نوروش، ایرج، دیانتی دیلمی، زهرا، مدیریت مالی (1)، چاپ و انتشارات دانشگاه تهران، چاپ اول، پاییز 1383، ص 72.
13. نیکومرام، هاشم، رهنمای رود پشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، مبانی مدیریت مالی جلد (1)، انتشارات ترمه، جاپ دوم، 1381، ص90.
14. وستون، فرد، بریگام، یوجین(1386)، مدیریت مالی، ترجمه عبده تبریزی، حسین، مشیرزاده مویدی، پرویز، ، تهران: نشر آگه.
15. Ahrari, Moones .Garkaz ,Mansour .(2014). “Relation between Stock Market Share and Stock Returns in Tehran Stock Exchange”. **International Journal of Basic Sciences & Applied Research**. Vol., 3 (SP), 284-286.
16. Charles J.P. Chen a, Bin Srinidhi b,⇑, Xijia Su(2014). “Effect of auditing: Evidence from variability of stock returns and trading volume”. China Journal of Accounting Research, vol.3, pp.223-245.
17. Cheng Li. Jiang, Long. Chao, Dan Chen. Xiao.(2015)” The returns and risks of investment portfolio in stock market Crashes**”, journal Physica A**,pp. 2-8.

18. Dewet, J.H.V., (2004), EVA and MVA and Adjustments to financial statements to reflect value creation, University of Pretorial, pp.37-97.
19. Dodd Jamesl , Chen Shimin (1997)," Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA", Working paper at MBA Conference, Chicago.
20. Jahanbazi, Fatemeh. Setayesh, Mohammad Reza (2015), "Investigating Role of Profit Distribution in Stock Returns of the Listed Companies on Tehran Stock Exchange". **International Journal of Basic Sciences & Applied Research**. Vol., 4 (5),PP. 260-264.
21. Pixoto (1999), "Application to Portuguese Public companies", working paper
22. Shen a, Yongjian. Zou, Lei. Chen, Donghua. (2015). "Does EVA performance evaluation improve the value of cash holdings? Evidence from China". **China Journal of Accounting Research. Pp.** 2-29
23. Woods, Margaret. Taylor, Lynda. Cheng Ge Fang, Gloria. (2012)." Electronics: A case study of economic value added in target costing". **Management Accounting Research,** vol.23. pp.261-277.
24. Xin e, Zhao. Ting, Wang. Yuana, Zheng. (2012). "Economic Value Added for Performance Evaluation: a Financial Engineering", **Systems Engineering Procedia**, VOL. 5, PP. 379 – 387

The Survey of Return on Investment (ROI) and Economic Value Added Measurements On the Stock Return in Capital Market of TEHRAN.

Abstract

This research surveys relative information content of accounting variable of return on investments (ROI) versus economic variable of economic value added (EVA) in order to specifying more adaptable variable for investors decision making and specifying the variable that more states the stock return (as a basis in specifying the charges of the wealth of the stockholders) and has used in data analysis of 40 accepted firms in Tehran securities exchange in the duration 1389 to 1391 .At first for being sure of meaningful relation between research variable and stock return , we survey the coefficient of correlation amount of each variables with stock return and finally surveying which variable specifies the stock return .The obtained results from surveying the selected sample related to the first and second hypothesis , (considering of no meaningful difference), the evidence shows no posting of the result of this hypothesis (according to the acceptance of exceeding of relative information content of return on investments (ROI) versus economic value added (EVA) in the selected sample) to the research(that is he active firms in the Tehran securities exchange).

Key word: Return on Investment, Economic Value Added, Return on Stock, Active Firms of Tehran Securities Exchange

پیوست: شرکتهای مورد بررسی

آبسال	1
آلومینیوم پارس	2
ایران ترانسفو	3
ایران خودرو	4
ایران خودرو دیزل	5
ایران مرینوس	6
بهنوش ایران	7
بیسکویت گرجی	8
پارس دارو	9
پاکسان	10
پتروشیمی آبادان	11
پتروشیمی اراک	12
پتروشیمی اصفهان	13

پتروشیمی خارک	14
توسعه صنایع بهشهر	15
داروپخش	16
داروسازی اسوه	17
داروسازی اکسیر	18
داروسازی امین	19
داروسازی کوثر	20
زامیاد	21
سایپا	22
سیمان تهران	23
سیمان سپاهان	24
سیمان شرق	25
سیمان کرمان	26

شهد ایران	27
صنایع سرما آفرین	28
صنایع کاشی اصفهان	29
صنایع لاستیکی سهند	30
	31
صنعتی بهشهر	32
کارخانه چینی ایران	33
کربن ایران	34
کف	35
گروه بهمن	36
لبنیات پاستوریزه پاک	37
لوله و ماشین سازی ایران	38
نفت بهران	39