



رابطه معیارهای سودآوری و ریسک با ارزش بازار سهام با تأکید بر جریان وجوه نقد (مورد مطالعه: شرکتهای رو به رشد و رو به افول)

دکتر محمد نمازی^۱، عسگر پاک مرام^۲، قدرت قادری^۳

۱-استاد گروه حسابداری دانشگاه شیراز

۲-استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب

۳-دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۲/۰۲ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۷/۰۶

چکیده

یکی از روش های تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت توسط دکینسون^۱ (۲۰۱۰) ارائه شده است. در این روش برای تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت از الگوهای ایجادشده از علامت مثبت و منفی طبقات صورت جریان وجه نقد سه طبقه ای (عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی) استفاده می شود. اختصاص هر یک از الگوهای صورت جریان وجه نقد به مراحل چرخه عمر شرکت با توجه به تئوری های اقتصادی صورت گرفته است. هدف اصلی تحقیق تجربی حاضر ارزیابی و تعیین رابطه متغیرهای حسابداری و ارزش بازار سهام است و درصدد آن است تا بر اساس مطالعات قبلی چون دکینسون، آنتونی و رامش (۱۹۹۲) رابطه معیارهای سودآوری، معیارهای ریسک با ارزش بازار سهام بر اساس الگوهای جریان نقدی را ارزیابی نماید. جامعه آماری این پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ بوده و بر اساس دو سطح رشد و افول الگوهای جریان نقدی تحلیل گردیده‌اند. در این پژوهش از رویکرد همبستگی^۲ و گرایش کاربردی^۳ استفاده شده است. یافته ها نشان میدهد که متغیرهای سود هر سهم، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و اهرم مالی مربوط به شرکتهایی که چرخه عمرشان در مراحل اولیه (رشد) هستند؛ نسبت به شرکتهایی که در سطوح پایانی

*.....

* نویسنده مسئول

1-mnamazi@rose.shirazu.ac.ir

2-pakmaram@bonabiau.ac.ir

3-Ghaderi.gh@gmail.com

1-Dikonson

2-Correlation Strategy

3-Applied Research



چرخه عمر (افول) منتج شده از الگوهای جریان نقدی قرار دارند، رابطه قویتری با ارزش بازار سهامدارند.

واژگان کلیدی: الگوهای جریان نقدی، چرخه عمر، معیارهای سودآوری، معیارهای ریسک، ارزش بازار سهام

مقدمه

در چند سال اخیر، بسیاری از پژوهشهای حسابداری از جمله ویکتوریا دکینسون (۲۰۱۰) به بررسی رابطه برخی از متغیرهای حسابداری از قبیل معیارهای سودآوری، معیارهای ریسک بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوی جریان های نقدی شرکتها اقدام نموده‌اند. از طرفی، تئوریهای ارائه‌شده در خصوص الگوهای جریان نقدی و چرخه عمر و بازار سرمایه از جمله دکینسون (۲۰۱۰، ۲۰۰۷)، (جوآنیک^۱، ۱۹۸۲)، (اسپنس^۲، ۱۹۷۷)، (ورنرفل^۳، ۱۹۸۵) بر اهمیت افشای اطلاعات و توان قیمتگذاری بازار تأکید دارند. برخی از محققین از جمله تاناتاوی^۴ (۲۰۱۳)، کالتون^۵ (۲۰۱۱)، دکینسون (۲۰۱۰) چن^۶ (۲۰۰۸) در حوزه حسابداری و مالی به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر اطلاعات حسابداری چون ارقام نقدی و تعهدی، رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، مخارج تحقیق و توسعه و ریسک پرداخته‌اند که یافته‌های آن‌ها حاکی از تأثیر بااهمیت چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن و نیز توان توضیحی اطلاعات حسابداری هست [۲۵ و ۲۰ و ۱۸]

تمامی مطالعات قبلی در مورد تئوری چرخه عمر و مراحل مختلف آن حاکی از این است که واحدهای تجاری در مسیر تکامل و حیات خود برای برآورده ساختن نیازها ملزم به پاسخ‌گویی به خواسته‌های موجود در داخل و خارج سازمان هستند و یا به عبارتی برای ادامه حیات خود تحت تأثیر عوامل درون‌سازمانی (عوامل مدیریتی، ساختار هزینه‌ها و غیره) و عوامل محیطی (عوامل رقابتی، نوآوری‌ها و غیره) قرار دارند. وجود چنین عواملی باعث می‌شود که واحد تجاری در هر برهه‌ای از زمان در یک حالت خاص از نظر اقتصادی قرار گرفته و رفتارهای مالی متفاوتی بسته به نوع مرحله را از خود نشان دهد. تحقیقات متعددی در حوزه حسابداری انجام شده که مؤید یافته‌های فوق می‌باشند و به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر اطلاعات حسابداری پرداخته‌اند [۳۱ و ۲۰ و ۱۸]

یکی از مسائلی که همواره در استفاده از معیار چرخه عمر وجود دارد این است که، چگونه می‌توان مراحل عمر واحد تجاری را تفکیک کرد؟ انتقادات وارده بر روش آنتونی و رامش (۱۹۹۲) مبتنی بر چند نسبت مالی و سن شرکت در تعیین چرخه عمر شرکت، منجر به ایجاد انگیزه‌های گردید که بر اساس مراحل چرخه عمر



1-Jvanik
2-Spance

4-Tanataw
5-Calton

3-Vernrflit

6-Chen



منتج شده از الگوهای جریان نقدی^۱ مبتنی بر جریان وجوه نقد از منظر میزان تأثیر متغیرهای حسابداری بر قیمت سهام^۲ موردبازنگری قرار گیرد.

به عبارتی دیگر، هریک از مراحل که شرکت در آن قرار دارد به استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری کمک می نماید تا ارزیابی بهتری از اطلاعات مالی شرکت، نیازهای جاری و آتی آن (نظیر نیاز به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) و نیز عملکرد و قابلیت‌های مدیریت به عمل آورند [۸] از اینرو هراندازه بتوان مراحل چرخه عمر شرکت را به نحو مناسب تفکیک و ارزیابی کرد، پیش بینی های دقیقتری انجام خواهد شد.

از آنجاییکه در روش آنتونی و رامش (۱۹۹۲) از معیار سن شرکت و همچنین استفاده از نقاط انفصالی که هیچیک از تئوری های اقتصادی از آن حمایت نمی کند استفاده میگردد [۲۵ و ۲۶ و ۲۷]، میتوان انتظار داشت که روش الگوی جریانهای نقدی یک روش تفکیککننده بهتری برای چرخه عمر شرکت باشد. ایراد دیگر روش آنتونی و رامش (۱۹۹۲) این است که چرخه عمر شرکت متأثر از نمونه موردبررسی است، درحالیکه در روش الگوی جریانهای نقدی با استفاده از خصوصیات شرکت و به طور مستقل تفکیک مراحل چرخه عمر انجام میگیرد. به همین جهت با توجه به مطالب گفته شده این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که بر اساس مراحل چرخه عمر منتج شده از الگوی جریانهای نقدی، متغیرهای حسابداری، که انتظار میرود طی دو مرحله چرخه عمر شرکت متفاوت باشد، با ارزش بازار سهام چه ارتباطی دارند؟ بدین منظور از برخی معیارهایی که انتظار می رود طی دو مرحله از چرخه عمر تغییر کنند و با چرخه عمر شرکت ارتباط داشته باشند، جهت چرخه عمر منتج شده از الگوی جریان نقدی استفاده می شود.

۱- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

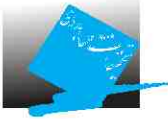
یکی از رایج ترین روش ها برای تفکیک چرخه عمر شرکت توسط آنتونی و رامش در سال ۱۹۹۲ ارائه شده است. این روش با استفاده از سه نسبت مالی (رشد فروش، مخارج سرمایه ای و نسبت تقسیم سود) که انتظار می رود طی مراحل چرخه عمر شرکت متفاوت باشند و همچنین عمر شرکت، مراحل چرخه عمر را تفکیک می کنند. همچنین یکی دیگر از روش های تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت توسط دکنسون (۲۰۱۰) ارائه شده است. در این روش برای تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت از الگوهای ایجادشده از علامت مثبت و منفی طبقات صورت جریان وجه نقد سهطبقه های (عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) استفاده می شود. اختصاص هریک از الگوهای صورت جریان وجه نقد شامل مراحل (ظهور^۳، رشد^۴، بلوغ^۵، رکود^۶ و افول^۷) به مراحل چرخه عمر شرکت با توجه به تئوری های اقتصادی صورت گرفته است.



1-Cash flow patterns
2-Accounting variables
3-Stock prices

4-Introductory stage
5-Growth stage
6-Maturity stage

7-Shake-out stage
8-Decline stage



۱.۱- تئوری چرخه عمر

تئوری چرخه عمر شرکت چنین فرض می کند که شرکت ها و بنگاه های اقتصادی همچون تمامی موجودات زنده که متولد می شوند، رشد می کنند و می میرند، دارای منحنی چرخه عمر هستند. از یک طرف در هر مرحله از چرخه عمر با مشکلات ویژه آن مرحله مواجه هستند و از طرف دیگر در هنگام انتقال از مرحله ای به مرحله بعد با مشکلات ویژه ای مواجه می باشند [۱۴].

۲.۲- روش الگوهای جریان نقدی

طبق بیانیهی شماره ۷ کمیته استانداردهای بینالمللی حسابداری و به تبع آن در اکثر کشورهای جهان، صورت جریان وجوه نقد شامل سه بخش فعالیتهای عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی ارائه میشود. در این پژوهش نیز به پیروی از این الگو، ترکیب جریانهای نقدی بر اساس مدل سهبخشی مورد بررسی قرار میگیرد. الگوهای جریان نقد از ترکیب علامت مثبت (ورودی) و منفی (خروجی) صورت جریان وجوه نقد حاصل می شود. دیکنسون (۲۰۰۶) با استفاده از الگوهای حاصل از سهطبقه صورت جریان وجه نقد (عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی) مطابق جدول ۱ مراحل چرخه عمر را تفکیک می کند. جدول شماره ۱، طرح ۸ ترکیب ممکن الگوهای جریان نقدی، طی پنج مرحله چرخه عمر شرکت را نشان می دهد [۲۸].

جدول (۱): تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت به روش الگوهای جریان نقدی

| علامت های پیش بینی شده | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|---|------|-----|------|------|------|------|------|------|
| | ظهور | رشد | بلوغ | رکود | رکود | رکود | نزول | نزول |
| خالص جریان های نقد فعالیت های عملیاتی ^۱ | - | + | + | - | + | + | - | - |
| خالص جریان های نقد فعالیت های سرمایه گذاری ^۲ | - | - | - | - | + | + | + | + |
| خالص جریان های نقد فعالیت های تأمین مالی ^۳ | + | + | - | - | + | - | + | - |

با توجه به اینکه صورت جریان وجه نقد در کشور ایران به صورت پنج طبقه ای تهیه می شود، لازم است برای تفکیک مراحل چرخه عمر صورت جریان وجه نقد به سه طبقه ای تبدیل شود. علامت هر طبقه از جریان های نقدی (عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی) در مراحل چرخه عمر شرکت با توجه به تئوری های اقتصادی و تحقیقات قبل از جمله (دکینسون، ۲۰۰۷)، (ورنرفلت، ۱۹۸۵)، (دیاموند، ۱۹۹۱)، (اسپنس، ۱۹۷۷، ۱۹۷۹، ۱۹۸۱) پیش بینی شده است و با توجه به آن ها، الگوی جریان های نقدی هر مرحله از چرخه عمر



1-Cash flows from operating activities

3-Cash flows from financing activities

2-Cash flows from investing activities



شرکت پیش بینی می شود. در ادامه مبانی صورت جریان وجه نقد و همچنین برخی از تئوری های مربوط به طبقه های صورت جریان وجه نقد در طی چرخه عمر شرکت ارائه می شود [۱۷، ۱۹ و ۲۱ و ۲۵]

۲،۳- پیشینه تجربی

پیشینه خارجی

دکینسون (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان «رشد و سودآوری آتی و نقش چرخه عمر شرکت و موانع ورودی» این موضوع را مورد آزمون قرار داد که چگونه سودآوری و رشد، هم به صورت مقطعی و موقت توسط چرخه عمر شرکت (یک ساختار اقتصادی بنیادی) و موانع ورودی ایجاد شده توسط شرکت تحت تأثیر قرار میگیرد. وی در این مطالعه به این نتیجه رسید که سود عملیاتی یک الگوی غیرخطی را در طی مراحل چرخه عمر نشان میدهد. همچنین ایشان نشان داد که محرکهای سودآوری و رشد (حاشیه سود و گردش داراییها) تحت تأثیر چرخه عمر قرار دارند و مراحل چرخه عمر توان پیشبینی این عاملها را افزایش میدهد [۲۷]. استپانیان (۲۰۱۱) نیز به بررسی چرخه عمر واحد تجاری و نوع پرداخت سود سهام میپردازد. در این پژوهش سه گروه از واحدهای تجاری توزیعکننده وجه نقد شامل بازخرید سهام، سود نقدی و ترکیبی از سود نقدی و بازخرید سهام در نظر گرفته شده است. این مطالعه نشان میدهد که چرخه عمر واحد تجاری مهمترین دلایل برای انتخاب روشهای پرداخت سود سهام است [۲۹]. مشایخی و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی اثرات متغیرهای اقتصادی کلان بر رابطه بین متغیرهای حسابداری به دست آمده از صورتهای مالی و بازده سهام بورس اوراق بهادار تهران پرداختهاند. از منظر آنها، متغیرهای اقتصادی بر رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر میگذارد [۳۲].

پیشینه داخلی

دهدار و آقایی (۱۳۸۹) در پژوهشی به طراحی و تبیین الگوهای برتر ارزشگذاری مبتنی بر عایدات حسابداری و جریان وجوه نقد در فرآیند چرخه حیات شرکت پرداختهاند. یافتههای این پژوهش نشان میدهد که میزان محتوای اطلاعاتی سود و جریانهای نقد عملیاتی، در طراحی الگوهای ارزشگذاری واحد تجاری، تابع بلامنازع نوع چرخه حیات است [۸]. معین و همکاران (۱۳۹۲) تأثیر متغیرهای اساسی حسابداری بر متغیر قیمت سهام را بررسی کردهاند. بر اساس نتایج پژوهش آنها متغیرهای حسابداری اساسی شامل داراییها، بدهیها، حقوق صاحبان سهام، فروش، سود خالص و جریانهای نقدی حاصل از فعالیتهای عملیاتی بر قیمت سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر میگذارد [۶]. حسینی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با مقایسه اطلاعات مالی بر جریانهای نقدی و اطلاعات مالی مبتنی بر حسابداری تعهدی در پیشبینی بازده سهام با توجه به چرخه عمر شرکتها نشان دادند در دورههای رشد و افول از چرخه عمر،



اطلاعات جریانهای نقدی از توان بیشتری جهت پیش بینی بازده سهام نسبت به اطلاعات تعهدی برخوردار است و عکس این موضوع در مورد دوره بلوغ صدق میکند [۶]. ستایش و کریمی (۱۳۹۵) با بررسی توان مؤلفه های حسابداری مبتنی بر تکانه سود و حسابداری دویعدی در تبیین قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که رابطه مثبت و معنیدار بین مؤلفه های حسابداری مبتنی بر تکانه سود و قیمت سهام وجود دارد [۱۰]. همایون نیا و ملکیان (۱۳۹۵) با بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذار نادرست اقلام تعهدی به این نتیجه دست یافتند که اقلام تعهدی در شرکت های با مالکیت نهادی بالا و پایین بهطور دقیق قیمت گذاری نمی شوند [۱۵].

در تحقیقات داخلی اشاره شده، فقط به بررسی و تبیین رابطه متغیرهای حسابداری با سایر معیارهای مالی بر اساس مدل چرخه عمر (آنتونی و رامش، ۱۹۹۲) پرداخته شده است. اما روش آنتونی و رامش (۱۹۹۲) موردانتقاد قرار گرفته است: معیار سن شرکت و همچنین استفاده از نقاط انفصالی که هیچیک از تئوری های اقتصادی از آن حمایت نمی کند استفاده می کند و نکته دیگر اینکه چرخه عمر شرکت متأثر از نمونه موردبررسی است. درحالیکه در تحقیقات خارجی اشاره شده، علاوه بر استفاده از روش مدل چرخه عمر آنتونی و رامش که روش منسوخ شدهای هست، از روش الگوهای جریان نقدی استفاده شده است. بنابراین میتوان انتظار داشت که روش الگوی جریان های نقدی یک روش تفکیک کننده بهتری برای چرخه عمر شرکت باشد و درروش الگوی جریانهای نقدی با استفاده از خصوصیات شرکت و به طور مستقل تفکیک مراحل چرخه عمر انجام می گیرد.

۲،۴- فرضیه های پژوهش

نتایج تحقیقات پیشین از جمله اسپانسیان (۲۰۱۱)، دکینسون (۲۰۱۰)، لیدیس (۲۰۰۵)، معین (۱۳۹۲)، رضایی (۱۳۹۱) و رسولی (۱۳۸۸) بیانگر این مهم است که واکنش و پاسخ بازارهای مربوط به اطلاعات حسابداری در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوت معناداری باهم دارند. بنابراین منطقی است که انتظار داشت میزان مربوط بودن معیارهای ریسک، سودآوری و سایر معیارهای حسابداری از یک مرحله چرخه عمر به مرحله دیگر متفاوت باشد، ازاینرو، برای آزمون رابطه معیارهای سودآوری و قیمت سهام به را اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی فرضیههای زیر مطرح میشود:

فرضیه اصلی اول: بین معیارهای سودآوری و ارزش بازار سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی رابطه وجود دارد. متغیرهای مربوط به معیارهای سودآوری مورد مطالعه در این تحقیق شامل: سود هر سهم، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، درصد رشد فروش است.

فرضیه اصلی دوم: بین معیارهای ریسک و ارزش بازار سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی رابطه وجود دارد. متغیرهای مربوط به معیارهای ریسک مورد مطالعه در این تحقیق شامل:



نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اهرم مالی است.

۲- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع توصیفی و از نظر ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می تواند در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران مورداستفاده قرار گیرد، از نوع پژوهش های کاربردی به شمار می رود. برای گردآوری داده های پژوهش، از پایگاه رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه های اینترنتی رسمی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت های بورسی و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است.

۲،۱- جامعه و نمونه آماری

نوع داده ها در این پژوهش ترکیبی یا مقطعی است و ۴۷۹ سال شرکت تحلیل شده است. برای آزمون فرضیه های پژوهش با اعمال محدودیت هایی، داده های تعداد ۷۱ شرکت تولیدی که سال های مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند است، طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ تحلیل شده است.

۲،۲- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل شش متغیر مستقل (سود هر سهم، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و اهرم مالی) و متغیر وابسته (ارزش بازار سهام) به همراه سه متغیر کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت و قیمت سهام دوره قبل) می باشد.

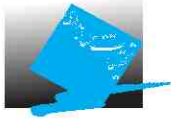
۲،۳- مدل آزمون فرضیه ها

برای آزمون فرضیه های پژوهش مبنی بر اینکه هر یک از معیارهای مالی با ارزش بازار سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی ارتباط معناداری دارند، از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$MPPS = \beta_1 + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 M/B_{i,t} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \beta_{13} A_{i,t} + \beta_{14} P_{i,t} - t_{i,t} + \epsilon_i$$

فرمول (۱): مدل رگرسیونی پژوهش

متغیر وابسته پژوهش پیش رو، ارزش بازار سهام شرکت های موردبررسی است (MPPS که نشان دهنده ارزش بازار سهام شرکت t در زمان t می باشد. متغیرهای مستقل پژوهش، شامل ۶ متغیر حسابداری برای بررسی این موضوع که بین معیارهای سودآوری و ریسک با ارزش بازار سهام بر اساس الگوهای جریان نقدی ارتباط وجود دارد؛ بر اساس تحقیقات دکینسون (۲۰۱۰)، آنتونی و رامش (۱۹۹۶) و رسولی (۱۳۸۸)، از برخی از



متغیرهای مالی که انتظار می رود در طی مراحل چرخه عمر متفاوت باشند استفاده می شود. جدول ۲ نحوه محاسبه متغیرهای مطالعه را نشان می دهد.

جدول (۲): تعاریف و نحوه محاسبه عوامل اثرگذار بر فرضیات تحقیق

| تعاریف و نحوه محاسبه | عوامل اثرگذار بر ارزش بازار سهام | |
|---|--|----------|
| سود متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر تعداد سهام در دست | سود هر سهم | EPS |
| سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی ها. | بازده دارایی ها | ROA |
| سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام | بازده حقوق صاحبان سهام | ROE |
| تغییر فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل | درصد رشد فروش | GR |
| ارزش بازار کل سهام شرکت در سال مالی تقسیم بر ارزش حقوق صاحبان سهام در ترازنامه. | نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | M/B |
| جمع کل بدهی ها تقسیم بر حقوق صاحبان سهام در پایان دوره مالی. | اهرم مالی شرکت | Leverage |
| لگاریتم ارزش سهام شرکت در پایان دوره تقاضای سال مورد بررسی و سال تأسیس | اندازه شرکت | SIZE |
| قیمت سهام شرکت در دوره قبل از سال مورد بررسی | سن شرکت | A |
| | قیمت سهام دوره قبل | Pi-t |

۳- یافته های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۳ آماره های توصیفی و نرمال سنجی داده های آماری مرتبط با متغیرهای مطالعه را نشان می دهد:

جدول (۳): آمار توصیفی

| متغیر | تعداد | میانگین | انحراف معیار | بیشینه | کمینه |
|-------------------------------|-------|---------|--------------|--------|--------|
| سود هر سهم | 479 | 1040 | 1543 | 20897 | -231 |
| بازده دارایی ها | 479 | 0/144 | 0/116 | 0/635 | -0/055 |
| بازده حقوق صاحبان سهام | 479 | 0/32 | 0/185 | 0/989 | -0/126 |
| رشد فروش | 479 | 0/28 | 0/61 | 7/27 | -1 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | 479 | 2/017 | 3/027 | 44/52 | 0/000 |
| اهرم مالی | 479 | 2/215 | 4/12 | 60/51 | 016 |
| اندازه شرکت | 479 | 11/86 | 1/12 | 14 | 0 |
| سن شرکت | 479 | 33/39 | 13/5 | 59 | 8 |

اختلاف بین بزرگترین و کوچکترین داده و مقایسه آن با میانگین و انحراف معیار متغیرها، نشان می دهد توزیع داده ها منطقی است.



نتیجه آزمون فرضیه ها

آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن مدلهای رگرسیون استفاده شده است. در جدول ۴ با استفاده از این آزمون نرمال بودن متغیر وابسته بررسی شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون کولموگراف- اسمیرنوف

| الگوهای جریان نقدی | آماره آزمون | سطح معناداری |
|-----------------------|-------------|--------------|
| کل سطوح | 1/337 | .056 |
| سطح دوم (مرحله رشد) | 1/838 | .47 |
| سطح پنجم (مرحله نزول) | 1.554 | .66 |

بر اساس جدول ۴، سطح معناداری برای متغیر وابسته بیشتر از $0/05$ است. بنابراین فرضیه صفر را نمی توان رد کرد و لذا داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می کنند.
فرضیه اصلی اول: بین معیارهای سودآوری و ارزش بازار سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی رابطه وجود دارد. فرضیه اصلی اول بر اساس چهار فرضیه فرعی مورد آزمون قرار می گیرد.
جدول ۵ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی اول (رابطه بین سود هر سهم و ارزش بازار سهام) نشان می دهد.

جدول (۵): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی اول

| سطح - صنعت | توان تبیین | | | تحلیل واریانس | |
|-----------------|--------------|------------|----------------------|---------------|---------|
| | ضریب همبستگی | ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | دوربین واتسون | آماره F |
| سطح دوم (رشد) | .88 | .77 | .76 | 2.441 | 72.073 |
| سطح پنجم (افول) | .77 | .59 | .54 | 1.166 | 13.051 |

با توجه به نتایج جدول ۵ بین متغیر مستقل سود هر سهم و ارزش بازار هر سهم در این دو سطح رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین به ترتیب ۷۷ و ۵۹ درصد می باشد. به عبارتی متغیر مستقل سود هر سهم ۷۷ درصد تغییرات در سطح دوم و ۵۹ درصد تغییرات در سطح پنجم ارزش بازار سهام را تبیین میکنند و بقیه تغییرات ناشی از سایر عواملی است که در این پژوهش در نظر گرفته نشدهاند. بنابراین، نتایج فوق نشاندهنده اهمیت افزایش اینگونه متغیرهای حسابداری جهت استفاده سرمایه گذاران در بازار سرمایه هستند. آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده میشود که اگر مقدار این آماره در فاصله ۲ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار F محاسبه شده برای کل بازار بالغبر 72.073 است که مدل موردنظر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و پذیرفته میشود.



جدول (۶): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی اول

$$MPPS = \beta_1 + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 A_{i,t} + \beta_5 P i - t_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon_i$$

| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | مقدار ثابت | سود هر سهم | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهام دوره قبل |
|-----------------|---------------------|------------|------------|-------------|---------|--------------------|
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 10855 | 2.907 | -877 | 2.270 | .461 |
| | آماره t | 1.733 | 6.219 | 1.729 | .035 | 6.209 |
| | سطح معنی داری | .087 | .000 | .087 | .972 | .000 |
| سطح پنجم (افول) | ضرایب | 1497 | 2.318 | -2.88 | -23.4 | .179 |
| | آماره t | 1.566 | 5.196 | -.037 | -1.60 | 1.675 |
| | سطح معنی داری | .126 | .000 | .970 | .117 | .102 |

نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل و کنترل آزمون فرضیه اصلی اول را در سطوح دوم و پنجم چرخه عمر نشان میدهد. از جدول فوق میتوان نتیجه گرفت متغیرهای کنترلی اثرگذار بر ارزش بازار سهام برای دو مرحله متفاوت میباشد. جدول فوق نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل و کنترل آزمون فرضیه اصلی اول را در سطح دوم (مرحله رشد) نشان میدهد. در دوره رشد نتایج نشان میدهد که ضریب مثبت متغیر سود هر سهم با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار با ارزش بازار سهام دارد. همچنین متغیر کنترلی قیمت سهام دوره قبل با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار با ارزش بازار سهام دارد. در نتیجه مدل چند متغیره مربوطه پس از جای گذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = 10855 + 2.907EPS + .461Pi - t + \epsilon_i$$

فرمول (۲)

جدول ۶، سطح پنجم (مرحله زوال) نتایج نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر سود هر سهم با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنادار با ارزش بازار سهام می باشد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط معکوس و معنی دار و سن شرکت و قیمت سهام دوره قبل با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. در نتیجه مدل چند متغیره مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = 1829 + 3.506EPS - 182SIZE + 581.1A + 1.474P i - t + \epsilon_i$$

فرمول (۳)

جدول ۷ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی دوم (رابطه بین بازده دارایی ها و ارزش بازار سهام) نشان می دهد.

جدول (۷): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی دوم

| سطح | توان تبیین | | | تحلیل واریانس | |
|-----------------|------------|----------------------|---------------|---------------|--------------|
| | ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | دوربین واتسون | آماره F | سطح معناداری |
| سطح دوم (رشد) | .70 | .68 | 2.297 | 49.477 | .000 |
| سطح پنجم (افول) | .53 | .48 | 1.518 | 10.468 | .000 |



بر اساس نتایج جدول شماره ۷ بین ارزش بازار هر سهم متغیر بازده دارایی ها در این دو سطح رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین معادل ۷۰ و ۵۳ درصد میباشد. آماره دوربین واتسون نشان میدهد که فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار F محاسبه شده برای کل بازار بالغیر ۴۹.۴۷۷ که در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

جدول (۸): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی دوم

| $MPPS = \beta_1 + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 A_{it} + \beta_5 P_{it} + \alpha + u_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | | | |
|--|---------------------|-------|------------|-----------------|-------------|---------|-------------------|
| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | ضرایب | مقدار ثابت | بازده دارایی ها | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهم دوره قبل |
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 10788 | 3562 | 602 | .001 | .67 | |
| | آماره t | 1.439 | 2.954 | -1.44 | -0.177 | 10.72 | |
| | سطح معنی داری | .154 | .004 | .153 | .860 | .000 | |
| سطح پنجم (افول) | ضرایب | 303 | 12512 | 111 | -16.81 | .185 | |
| | آماره t | .302 | 4.42 | 1.41 | -1.1 | 1.61 | |
| | سطح معنی داری | .765 | .000 | .165 | .278 | .116 | |

جدول فوق نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم را در سطح پنجم (مرحله افول) با سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ نشان می دهد که بین بازده دارایی ها و ارزش بازار سهام رابطه معناداری در این گروه ها وجود ندارد. همچنین متغیر کنترلی قیمت سهم دوره قبل در گروه دوم با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم در سطح دوم (مرحله رشد) نتایج نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر بازده دارایی ها با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است و از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام میباشد. همچنین متغیر قیمت سهم دوره قبل با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. در نتیجه مدل چند متغیره مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی در گروه دوم به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = 10788 + 3562 ROA +$$

فرمول (۴)

$$67P_{it} + \varepsilon_{it}$$

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم را در سطح پنجم (مرحله زوال) نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر بازده دارایی ها با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. مدل مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی در گروه چهارم به شرح زیر می باشد:

فرمول (۵)

$$MPPS = 303 + 12512ROA + \varepsilon_i$$

جدول ۹ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی سوم (رابطه بین بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش بازار سهام) نشان می دهد.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی سوم

| تحلیل واریانس | دوربین و واتسون | توان تبیین | | | سطح - منعت |
|---------------|-----------------|----------------------|------------|--------------|-----------------|
| | | ضریب تعیین تعدیل شده | ضریب تعیین | ضریب همبستگی | |
| سطح معناداری | آماره F | | | | |
| .000 | 58.267 | 2.384 | .72 | .73 | .86 |
| | | | | | سطح دوم (رشد) |
| .000 | 8.182 | 1.795 | .41 | .47 | .69 |
| | | | | | سطح پنجم (افول) |

با توجه به نتایج مذکور در جدول ۹ بین ارزش بازار هر سهم متغیر بازده حقوق صاحبان سهام در این دو سطح رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین معادل ۷۳ و ۴۷ درصد می باشد. با توجه به نتایج آماره دوربین واتسون فرض همبستگی بین خطاها رد می شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار F محاسبه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد.

جدول (۱۰): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی سوم

$$MPPS = \beta_1 + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 A_{it} + \beta_5 P_{i-t} + u_{it} + \varepsilon_i$$

| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | مقدار ثابت | بازده حقوق صاحبان سهام | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهام دوره قبل |
|-----------------|---------------------|------------|------------------------|-------------|---------|--------------------|
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 12842 | 8149 | -1104 | .000 | .613 |
| | آماره t | 1.897 | 4.514 | -2.02 | -.513 | 8.823 |
| | سطح معنی داری | .061 | .000 | .046 | .609 | .000 |
| سطح پنجم (افول) | ضرایب | 576 | 5943 | 71.64 | -24.42 | .205 |
| | آماره t | .540 | 3.608 | .850 | -1.44 | 1.67 |
| | سطح معنی داری | .592 | .001 | .401 | .157 | .104 |

جدول ۱۰ نتایج تحلیل آزمون فرضیه فرعی سوم را در دو سطح چرخه عمر نشان می دهد. دوره رشد نتایج



نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر بازده دارایی ها با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. با توجه به رابطه معکوس و سطح معیندار متغیر اندازه شرکت و رابطه مستقیم و معیندار قیمت سهام دوره قبل امکان حذف این متغیرها از معادله رگرسیون وجود نداشته و جزء متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش بازار سهام می باشند در نتیجه مدل چند متغیره مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = 12842 + 8149ROE - 1104SIZE + .613P i - t + \varepsilon_i \quad \text{فرمول (۶)}$$

نتایج، ضرایب متغیرهای فرضیه فرعی سوم را در سطح پنجم (مرحله زوال) نشان می دهد. در دوره زوال، ضریب مثبت متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. در نتیجه مدل مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = 576 + 5943ROE + \varepsilon \quad \text{فرمول (۷)}$$

نتایج، ضرایب متغیرهای فرضیه فرعی سوم را در سطح پنجم (مرحله زوال) نشان می دهد. در دوره زوال، ضریب مثبت متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. در نتیجه مدل مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

جدول ۱۱ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی چهارم (رابطه بین رشد فروش و ارزش بازار سهام) نشان می دهد.

جدول (۱۱): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی چهارم

| تجزیه و تحلیل و آماره F | دوربین واتسون | توان تبیین | | | سطح - صنعت |
|-------------------------|---------------|----------------------|------------|--------------|-----------------|
| | | ضریب تعیین تعدیل شده | ضریب تعیین | ضریب همبستگی | |
| ۰.۰۰۰ | ۴۷.۸۲۵ | ۱.۹۷۳ | ۰.۷۹ | ۰.۹۰ | سطح دوم (رشد) |
| ۰۰۰ | ۱۳.۰۷ | ۲.۱۳۵ | ۰.۵۹ | ۰.۷۹ | سطح پنجم (افول) |

در جدول ۱۱ مشاهده می شود که بین ارزش بازار هر سهم متغیر رشد فروش در این دو سطح رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین معادل ۸۰ و ۶۴ درصد میباشد. آماره دوربین-واتسون بین ۱.۵ تا ۲.۵ می باشد

فرض همبستگی بین خطاها رد شده و می توان از رگرسیون استفاده کرد. و با توجه به مقدار F محاسبه شده نیز مدل موردنظر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و پذیرفته می شود.

جدول (۱۲): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی چهارم

$$MPPS = \beta_1 + \beta_2 GR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 A_{i,t} + \beta_5 P_{t-t_{i,t}} + w_{i,t} + e_{i,t}$$

| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | مقدار ثابت | رشد فروش | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهام دوره قبل |
|-----------------|---------------------|------------|----------|-------------|---------|--------------------|
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 64.73 | 421.16 | -21.57 | 28 | .301 |
| | آماره t | 3.254 | 4.288 | -.463 | 1.873 | 2.330 |
| | سطح معناداری | .000 | .000 | .032 | .007 | .029 |
| سطح پنجم (افول) | ضرایب | -4745 | 287 | 189 | 25 | .665 |
| | آماره t | -1.71 | .340 | 1.382 | .690 | 6.763 |
| | سطح معناداری | .094 | .735 | .173 | .493 | .000 |

جدول ۱۲ نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل و کنترل آزمون فرضیه فرعی چهارم را در دو مرحله از چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقد نشان میدهد. نتایج نشان میدهد که ضریب متغیر درصد رشد فروش با سطح خطای کمتر از ۰/۰۵ حاکی از رابطه معنادار بین این متغیر با ارزش بازار سهام در سطح دوم میباشد.

فرضیه اصلی دوم: بین معیارهای ریسک و ارزش بازار سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی رابطه وجود دارد. فرضیه اصلی دوم بر اساس دو فرضیه فرعی مورد آزمون قرار میگیرد. جدول ۱۳ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی اول (رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و ارزش بازار سهام) نشان می دهد.

جدول (۱۳): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی اول

| سطح - صنعت | توان تبیین | | | تحلیل واریانس | |
|-----------------|--------------|------------|----------------------|---------------|----------|
| | ضریب همبستگی | ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | معناداری |
| سطح دوم (رشد) | .83 | .68 | .67 | 45.784 | .000 |
| سطح پنجم (افول) | .89 | .79 | .77 | 35.278 | .000 |

بر اساس جدول ۱۳ بین ارزش بازار هر سهم و متغیر نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری در این دو سطح رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین معادل ۶۸ و ۷۹ درصد میباشد. بر اساس آماره دوربین-واتسون فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار F محاسبه شده مدل موردنظر با سطح خطای زیر ۵ درصد معنادار میباشد.



جدول (۱۴): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی اول

$$MPPS = \beta_1 + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 A_{i,t} + \beta_5 P_{i-t} + u_{i,t} + \varepsilon_i$$

| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | مقدار ثابت | نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهام دوره قبل |
|-----------------|---------------------|------------|-------------------------------|-------------|---------|--------------------|
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 17903 | 100.5 | -1382 | -6.14 | .715 |
| | آماره t | 2.465 | 1.958 | -2.34 | -.080 | 10.12 |
| | سطح معنی داری | .016 | .050 | .021 | .936 | .000 |
| سطح پنجم (اقول) | ضرایب | -1222 | 1843 | 119.7 | -1.808 | .168 |
| | آماره t | -1.75 | 9.57 | 2.29 | -.181 | 2.275 |
| | سطح معنی داری | .087 | .000 | .028 | .857 | .029 |

در دوره ظهور، نتایج نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. به توجه به سطح معناداری متغیرهای کنترلی سن شرکت و قیمت سهام دوره قبل امکان حذف این متغیر از معادله رگرسیون وجود نداشته و جزء متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش بازار سهام می باشند در نتیجه مدل مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

$$MPPS = -1880 + 903MB + 39.90A + 369P_{i-t} + \varepsilon_i$$

فرمول (۸)

در دوره نزول نتایج نشان می دهد که ضریب مثبت متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. به توجه به سطح معناداری متغیر کنترلی قیمت سهام دوره قبل در نتیجه مدل مربوطه پس از جایگذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر می باشد:

جدول ۱۶ نتایج برآورد مدل پژوهش را برای فرضیه فرعی دوم (رابطه بین اهرم مالی و ارزش بازار سهام) نشان میدهد.

$$MPPS = -1222 + 1843MB + 168P_{i-t} + \varepsilon_i$$

فرمول (۹)

جدول (۱۶): نتایج برآورد مدل فرضیه فرعی دوم

| تحلیل واریانس | دوربین واتسون | توان تبیین | | | سطح - صنعت |
|---------------|---------------|----------------------|------------|--------------|---------------|
| | | ضریب تعیین تعدیل شده | ضریب تعیین | ضریب همبستگی | |
| سطح معناداری | آماره F | | | | سطح دوم (رشد) |
| .000 | 46.025 | 2.373 | .67 | .68 | .83 |
| .002 | 5.383 | 1.612 | .30 | .37 | .61 |

با توجه به نتایج حاصله، بین ارزش بازار هر سهم و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد و ضریب تعیین معادل ۶۸ درصد در سطح دوم و ۳۷ درصد در سطح پنجم می باشد. مقدار F محاسبه شده مدل های این فرضیه با سطح خطای زیر ۵ درصد معنادار می باشد.

جدول (۱۷): ضرایب معادله رگرسیون مدل فرضیه فرعی دوم

| $MPPS = \beta_1 + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 A_{it} + \beta_5 P_{i-t} + u_{it} + \varepsilon_i$ | | | | | | |
|--|---------------------|------------|-----------|-------------|---------|--------------------|
| سطوح | متغیر مستقل و کنترل | مقدار ثابت | اهرم مالی | اندازه شرکت | سن شرکت | قیمت سهام دوره قبل |
| سطح دوم (رشد) | ضرایب | 21656 | 75.59 | -1703 | 5.63 | .742 |
| | آماره t | 2.909 | 2.038 | -2.80 | .007 | 11.07 |
| سطح پنجم (افول) | سطح معنی داری | .005 | .045 | .006 | .994 | .000 |
| | ضرایب | 2132 | -688 | 135 | -11.5 | .335 |
| | آماره t | 1.598 | -2.23 | 1.47 | -.65 | 2.68 |
| | سطح معنی داری | .119 | .032 | .149 | .520 | .011 |

نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای فرضیه فرعی دوم را در سطح دوم (مرحله رشد) نتایج نشان میدهد که ضریب مثبت متغیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط مستقیم و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و قیمت سهام دوره قبل دارای رابطه معنی دار با ارزش بازار سهام می باشند. در نتیجه مدل مربوطه پس از جای گذاری ضرایب بتای رگرسیونی به شرح زیر هست:

فرمول (۱۰) $MPPS = 21656 + 75.59 Leverage - 1703 SIZE + .742 P_{i-t} + \varepsilon_i$

در سطح پنجم (مرحله زوال) نتایج نشان می دهد که ضریب منفی متغیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از ارتباط معکوس و معنی دار با ارزش بازار سهام می باشد. در نتیجه مدل مربوطه پس از جای گذاری ضرایب بتای رگرسیونی در گروه چهارم به شرح زیر می باشد:

فرمول (۱۱) $MPPS = 2132 - 688 Leverage + .335 P_{i-t} + \varepsilon_i$

بحث و نتیجه گیری

بر اساس فرضیه های تحقیق پیش بینی شده بود که با افزایش یا کاهش متغیرهای سودآوری در بین شرکتها ارزش سهام در بازار سرمایه چه عکس العملی نشان میدهد. بر این اساس نیز بر مبنای الگوهای



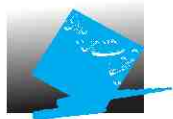
جریان نقدی، در این رابطه دو فرضیه اصلی فرضیه تدوین شد. نتایج به دست آمده بیانگر وجود تفاوت های چشمگیر میان سطوح دوم و پنجم چرخه عمر است. بهگون های که صنایع موجود در مرحله دوم چرخه عمر (رشد)، تحت تأثیر متغیرهای سودآوری قرار میگیرند. دیکنسون (۲۰۱۰) و (۲۰۰۷) با استفاده از متغیرهای حسابداری چرخه عمر شرکت بر اساس الگوهای جریان نقدی را تعیین کرده است.

دیکنسون (۲۰۱۰) در پژوهش خود نشان میدهد که متغیرهای حسابداری در تعیین چرخه عمر شرکت بر اساس الگوهای جریان نقدی نقش بسزایی دارند که بر اساس نتایج این تحقیق مطابقت دارد و معیارهای مالی استفاده شده در این تحقیق بخشی از متغیرهای حسابداری استفاده شده در پژوهش دیکنسون است. همچنین دیکنسون (۲۰۰۶) در پژوهش خود با عنوان "رشد و سودآوری آتی و نقش چرخه عمر شرکت و موانع ورودی" نشان داد که محرکهای سودآوری و رشد تحت تأثیر چرخه عمر قرار دارند و مراحل چرخه عمر توان پیشبینی این عامل ها را افزایش می دهد که با نتایج این پژوهش مطابقت دارد. نتایج به دست آمده بیانگر وجود تفاوت های چشمگیر میان سطوح دو چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی است.

نتایج نشاندهنده این است که روش الگوهای جریان نقدی برای تعیین مراحل چرخه عمر؛ روش تفکیکننده بهتری است. همچنین نتایج نشان می دهد که شرکت های موجود در مرحله رشد که سود هر سهم، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام بالایی دارند، ارزش بازار سهام آنها بیشتر است و شرکت های موجود در مرحله افول با توجه به ضرایب مثبت متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت قیمت به سود و ارزش دفتری هر سهم، ارزش بازار سهام آنها بیشتر می شود.

منابع

- ابراهیمی. محمد، سعیدی. علی (۱۳۸۹)، "تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی های شرکت بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری و حسابرسی**، ۱۶:۱-۱۶۲.
- آستا. سهراب، قیطاسی. روح اله، (۱۳۹۱)، "اثر چرخه عمر واحد تجاری بر اقلام تعهدی اختیاری"، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، سال ۴، شماره ۱، صص ۱۰۴-۸۹.
- آذر. عادل، مومنی. منصور، (۱۳۸۴)، **آمار و کاربرد آن در مدیریت**، جلد دوم، انتشارات سمت.
- تاری وردی. یدالله، (۱۳۸۶)، **حسابداری مالی**، جلد اول، چاپ سوم، انتشارات عابد
- جواد ساعی. محمد، اسماعیلی. علی باقری. اکبر (۱۳۸۸)، محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری سهام و سود خالص در شرکت های روبه افول و قوی"، **مجله دانش و توسعه**، سال هفدهم، ۳۰:۱۶۴-۱۸۷.
- حسینی. سیدعلی، گرمی. غلامرضا، عمرانی. حامد، (۱۳۹۲)، مقایسه اطلاعات مالی مبتنی بر جریان های



و اطلاعات مالی مبتنی بر حسابداری تعهدی در پیش بینی بازده سهام با توجه به چرخه عمر

راعی. رضا، سعیدی. علی، (۱۳۸۷)، **مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک**، چاپ دوم، انتشارات سمت.

رحمانی. علی، موسوی. سجاد، (۱۳۹۰)، " بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه

شرکت"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران ۹: ۲۴-۵۶.

رسولی. حبیب اله، (۱۳۸۸)، " بررسی رابطه بین متغیرهای حسابداری و ارزش بازار سهام شرکت های

پذیرفته شده در بازار بورس ایران"، **فصلنامه مدیریت**، سال ششم، ۱۵: ۵۸-۶۵.

ستایش. محمد حسین، کریمی. محسن، (۱۳۹۵)، " بررسی مقایسه ای توان مولفه های حسابداری مبتنی بر

تکانه سود(سه بعدی) و حسابداری دو بعدی در تبیین قیمت سهام، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**،

انجمن حسابداری ایران. ۳۰: ۳۲-۵۱.

شباهنگ. رضا، (۱۳۸۰)، **تئوری حسابداری**، جلد اول، مرکز پژوهشات تخصصی حسابداری و حسابرسی.

عباسی. مصطفی، علیدوست اقدم. محمد (۱۳۹۰)، " تاثیر متغیرهای بنیادی بر بازده سبد سهام در بورس

تهران"، **مجله مدیریت و پیشرفت**، انتشارات دانشگاه شاهد، دی ماه، ص ۹۰-۷۱.

کریمی. غلامرضا، عمرانی. حامد، (۱۳۸۹)، " تاثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت"،

بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵۹: ۷۹-۹۶.

نمازی. محمد، (۱۳۹۳)، **حسابداری مدیریت استراتژیک: از تئوری تا عمل**، انتشارات سمت، جلد یک،

چاپ دوم.

همایون نیا فیروزجاه. مجتبی، ملکیان کله بستی. اسفندیار، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و

قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **تحقیقات**

حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران. ۳۱: ۲۲-۳۵.

Aldin. M. M, Jouyban. V, (2012), " A Study of Relationship between Accruals over life cycles of listed Firms in Tehran Stock Exchange ", **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, vol 4, no 6: 254-261.

Aharony. J, H. Falk, N. Yehuda, (2006), "Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information", **School of Economics and Management Bolzano, Italy, Working Paper**; 34.

Agarwal. R, und. D. B. Audretsch, (2001), "Does Entry Size Matter? The



Impact Of The Life Cycle And Technology On Firm Survival", **Journal of Industrial Economics**, 42(1): 21-43.

Anthony. J. H, Ramesh. K,(1992), "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", **Journal of Accounting and Economics**, 15: 203-227.

Bulan. Laarni, Zhipeng. Yan, (2002), "The Pecking Order Theory and the Firm "s Life Cycle", **Journal of Banking and Finance Letters**, 1(3):122-140

Coulton. J, Ruddock. C, (2011)"Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-Cycle Theory" **Journal of Accounting & Finance**, 51(2): 311-403

Dahoei. A. M,(2012), "Examining The Relationship Between Company Size and Stock Return in Accepted Companies in Tehran Stock Exchange Market", **European Journal of Business and Management**, Vol 4, No. 19, 2012: 57-65

Dennis. C. M, Lawence. YUN. S, (2011), "Rates of Return Over the Firm's Life Cycle" **Journal of Industrial and Corporate Change**, 3(2): 343-361.

Dickinson. V, (2010), "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle" paper is based on Dissertation for degree of Doctor of philosophy, University of Wisconsin – Madison. <http://ssrn.com/abstract=755804>

Dickinson. V, (2007), "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle" paper is based on Dissertation for degree of Doctor of philosophy, University of Wisconsin – Madison. <http://ssrn.com/abstract=1268509>

Dickinson. V, (2006), "Future Profitability and Growth and the Roles of Firm Life Cycle and Bsrrriers-to-Entry" Dissertation for degree of Doctor of philosophy, University of Wisconsin – Madison.

Hejazi. r, Jafari. m, Karimi. a,(2011), "The Information Content of Accounting Variables In Companies listed in Tehran Stock Exchange", **Business Management Dynamics**, Vol. 1, No. 2, August 2011, pp. 32-38.



Jouyban. V, (2013), " A Study of the Relationship between Managerial Operating Decisions by Firms Listed in Tehran Stock Exchange over Firm Life Cycle ", **Life Science Journal** 2013;10(1): 128-132.

Mahadwartha. P, (2010_), " States of Nature and Indicators of Managers Corruption in Indonesia", **Global Journal of Business Research** ,<http://ssrn.com/abstract=1871216>.

Mirfakhr. h, dehavi. h,(2011), " Fitting the Relationship between Financial Variables and Stock Price through Fuzzy Regression Case Study: Iran Khodro Company", **International Journal of Business and Social Science** , Vol. 2 No. Pp 11-21.

Rezvani. A, Jamali. J, Khabirnia. A, Chamangard. N, (2013), "Comparison the Relationship between Stock Price and Earnings Quality in Firm's Life cycle Stages", **Life Science Journal** 2013;10(1s): 330-335.

نشانی انجمن حسابداری ایران:
جنت آباد شمالی، بالای نیایش، گلستان شرقی،
جنب خشکسویی، ساختمان ۸۴
تلفن: ۸۸۰۵۱۳۴۱ - ۴۴۸۴۴۷۰۵
کدپستی: ۱۴۷۷۹۱۷۳۴۳
آدرس ایمیل: iranianiaa@yahoo.com