

بررسی رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام به تفکیک صنایع در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر زهرا لشگری\*  
علی شریف جدیدی\*\*

تاریخ دریافت: 1388/10/28 تاریخ پذیرش: 1388/11/25

## چکیده

سرمایه گذاران در بورس با پراکندگی و حجم بالایی از اطلاعات مواجه هستند که می بایست از این اطلاعات برای تصمیم گیری در سرمایه گذاری های خود استفاده کنند ، چگونگی انتخاب اطلاعات منوط به نوع نگرش و رویکرد فکری و نیاز آنها می باشد . در تحقیق حاضر با هدف ارائه مدل تصمیم گیری از طریق مطالعه روند ها و روابط مربوطه در فرضیات پژوهش که شامل بررسی روابط بین رشد فروش خالص، رشد سود عملیاتی، و رشد سود خالص با بازده سهام به شناختی کل به جزء با تئوری تکنیکال در بررسی صنعت های بزرگ بورس اوراق بهادار تهران و نیز گروه های متشکله آن به صورت منفرد و نیز یکجا و حتی در هر یک از شرکت ها به طور جداگانه اقدام گردیده است. پژوهش در حیطه مطالعاتی صنایعی همچون فلزات اساسی، خودرو و ساخت قطعات، مواد و محصولات غذایی، محصولات شیمیایی (شامل گروه های محصولات دارویی و شیمیایی )، کانی های غیر فلزی (شامل گروه های سیمان، کاشی و سرامیک، و سلیر کانی های غیر فلزی) و بر روی 111 شرکت با بازه زمانی پنج ساله 83 تا 87 اجرا شده است. روند مطالعاتی از نوع کتابخانه ای و پس رویدادی است که با استفاده از مدل رگرسیون پنل دیتا<sup>1</sup>- ادغام داده ها- با توجه به سه ضریب زاویه متفاوت (مشترک، برای هر سال و برای هر شرکت) می باشد. نتایج حاصله پس از بررسی ها به معنا دار نبودن فرضیات در اکثر صنایع به استثنای صنعت محصولات شیمیایی و گروه های مربوطه اشاره دارد، که نشان دهنده نقایصی در بورس اوراق بهادار و روند های گزارش دهی و نیز مبنای تصمیم گیری در بورس است.

**واژه های کلیدی:** متغیرهای حسابداری، ساختار تصمیم گیری، بازده سهام، تئوری های ارزیابی بازده، پنل دیتا.

---

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.  
\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

## 1 مقدمه

هر روزه میلیون ها سهام شرکت های تجاری در بازارهای سهام دنیا در حال داد و ستد می باشد. سرمایه گذارانی که در این بازارها به خرید و فروش سهام می پردازند، از خود می پرسند: آیا من سهام را با قیمتی صحیح مبادله کرده ام؟ آیا سهام مورد مبادله واقعاً دارای ارزش بوده؟ و بسیاری از این قسم سئوالات. حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاعاتی است که توسط داده های ورودی خود که همان رویدادهای مالی و حسابداری است، به خروجی هایی می رسد که در قالب صورت های مالی نمایش و ارائه داده می شود، پس صورت های مالی اولین اطلاعاتی است که توسط شرکت ها، برای استفاده کنندگان از صورت های مالی تهیه می شود. از این رو سرمایه گذاران جزء، اولین و مهمترین استفاده کنندگان از صورت های مالی می باشند، لذا شرکت ها به دنبال جذب سرمایه سرمایه گذاران، در پی تهیه صورت های مالی برای تصمیم گیری ایشان در رابطه با سود دهی سرمایه خود هستند. پس از جمله مهم ترین اهداف سیستم اطلاعاتی حسابداری که در تئوری بنیانی حسابداری<sup>2</sup> نیز بر آن تاکید شده است، ایجاد توانایی تصمیم گیری برای استفاده کنندگان از صورت های مالی خصوصاً سرمایه گذاران می باشد. سرمایه گذاران انتظار دارند که شرکت بر ارزش سرمایه آنها بیفزاید تا بیش از آن مقداری که سرمایه گذاری نموده اند، بازده کسب کنند و به همین سبب سرمایه گذاران به مطالعه صورت های مالی اقدام می کنند تا توانایی شرکت در تامین این مهم را، ارزیابی کنند. سرمایه گذاران نیازمند این مطلب هستند که، کمبودهای صورت های مالی، موارد آشکار و نهان، و چگونگی فهم و درک و تحلیل اطلاعات مرتبط با تصمیم گیری خود را درک کنند. تجزیه و تحلیل صورت های مالی روشی است که استفاده کنندگان از این قسم اطلاعات برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز خود و جوابگویی به سئوالات مورد نظر خود در بازار سهام، از آن استفاده می کنند.

در بازارهای سهام مطلب مهم علاوه بر تصمیم گیری در مورد خرید سهام، داشتن توانایی اندازه گیری وقوع رویدادهای آتی مرتبط با تصمیم خرید آنها می باشد<sup>3</sup>.

شناخت سازوکار بورس اوراق بهادار تهران از جنبه ها و زوایای مختلف می تواند ضمن پیش بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن، ریسک سرمایه گذاری را کاهش دهد. بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. سرمایه گذاران علاوه بر این که بسیاری از عوامل مالی و غیرمالی درون و برون شرکتی را برای پیش بینی و تصمیم گیری در نظر می گیرند، با آگاهی از عوامل موثر بر بازده سهام می توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتر و کیفیت بهتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات اثربخش تری را اتخاذ نمایند.

بازده سهام یکی از مفاهیم مهم و پیچیده است که از عوامل مختلفی تاثیر می پذیرد. بازده سهام را می توان متاثر از

## 2. ASOBAT

1. ظرفیت و امکان ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم گیری مرتبط با آینده را توان پیش بینی می نامند.

عواملی شامل تغییرات شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی، اجتماعی، واکنش‌های هیجانی در خرید سهام، ریسک، بازده دارایی‌ها و بویژه اقلام صورت‌های مالی و اطلاعات ارائه شده توسط آن‌ها و بسیاری عوامل دیگر از این دست دانست. امروزه تجزیه و تحلیل متغیرهای حسابداری یک تکنیک قوی و ابزاری مناسب برای سرمایه‌گذاران در جهت شناخت هر چه بهتر و ارزیابی عملکرد گذشته، حال، و پیش‌بینی آینده و نیز بازده آتی است.

## 2- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

هدف‌های حسابداری و گزارشگری مالی از نیازها و خواسته‌های اطلاعاتی استفاده‌کنندگان خارجی سرچشمه می‌گیرد. هدف اصلی گزارشگری مالی خارجی، بیان اثرات اقتصادی رویدادها و عملیات مالی موثر بر وضعیت و عملکرد واحد تجاری برای اشخاص خارج از واحد تجاری جهت کمک به آنان در اتخاذ تصمیمات مالی در ارتباط با واحد تجاری است. ابزار اصلی انتقال اطلاعات به اشخاص مزبور، صورت‌های مالی اساسی است که محصول نهایی فرایند حسابداری و گزارشگری مالی محسوب می‌شود.

اگر کلیه استفاده‌کنندگان خارجی نیازها و علایق یکسانی می‌داشتند، بیان و توصیف هدفهای گزارشگری مالی خارجی آسان‌تر می‌بود، اما چنین نیست، نیازها و علایق این گروه از استفاده‌کنندگان بسیار متفاوت و گوناگون است. در گزارشگری مالی فعلی بر نیازها و خواسته‌های کسانی که منابع مالی خود را قبلاً در واحد تجاری به کار انداخته، بیش از نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان بالقوه، توجه شده است. اهداف حسابداری و گزارشگری مالی خارجی را به شرح ذیل می‌توان عنوان نمود:

1) گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را فراهم سازد که برای سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان فعلی و بالقوه و سایر استفاده‌کنندگان، در تصمیم‌گیری‌ها و اعطای اعتبار و سایر تصمیمات مشابه، مفید واقع شود.

2) گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را فراهم سازد که سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایرین را در ارزیابی امکان دسترسی به میزان وجوه نقد و همچنین ارزیابی، زمان بندی و ابهام در مورد چشم‌انداز آتی جریان ورود وجوه نقد به واحد تجاری، کمک کند.

3) گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را در مورد منابع اقتصادی واحد تجاری، حقوق نسبت به منابع مزبور و اثرات رویدادها، فعالیت‌ها و شرایطی که منابع مزبور را تغییر می‌دهد، ارائه کند.

صورت حساب سود و زیان، در اغلب واحدهای تجاری، بر تشریح فعالیت‌های فروش و فعالیت‌های خرید یا تولید تاکید می‌کند. این صورت حساب ماهیت و میزان این فعالیت‌ها را در یک دوره مالی مشخص، گزارش می‌نماید. این گزارش اساساً مشتمل بر دو بخش است: بخش اول، ورود وجه نقد و حساب‌های دریافتی ناشی از فروش کالاها و خدمات به مشتریان را که در آمد فروش نامیده می‌شود، گزارش می‌کند. بخش دوم، جریان‌های خروجی اقلام برای ایجاد درآمد فروش

را که هزینه ها نامیده می شود را گزارش می کند . سود خالص ،  
مازاد درآمدهای فروش نسبت به کلیه هزینه ها در یک دوره مالی  
معین است. اگر جمع هزینه ها بیش از درآمدهای فروش باشد ، ما به  
التفاوت زیان خالص نامیده می شود.

معیارهای مختلفی از نظر سهامداران در رابطه حداکثر شدن ثروت  
آنها وجود دارد که این معیارها عبارتند از:

**1) حداکثر شدن سود به عنوان یک معیار:** اکثر سهامداران عادی  
سود شرکت را هدف مطلوب و حداکثر شدن آن را به عنوان حداکثر  
شدن ثروت خود تلقی می کنند. حتی برخی محافل بازار مثل واحد  
ارزیابی بورس تهران با تاکید بیشتر بر سود گذشته شرکت مبنای  
ارزیابی و قیمت گذاری سهم شرکتها را بر این معیار قرار  
داده اند:

میانگین سود سه سال گذشته شرکت

(1)

= قیمت هر سهم  
نرخ بازده مورد

انتظار

در حالی که براساس مفاهیم بازار کارا و با فرض اینکه هر سهم  
در برگیرنده تمامی اطلاعات تاریخی آن باشد نمی توان سود هر سهم  
را به عنوان یک معیار منفرد در میزان ثروت سهامدار قبول کرد.

**2) حداکثر شدن عایدی هر سهم به عنوان یک معیار :** به لحاظ  
اینکه سهامدار بیشتر به میزان عایدی خود توجه دارد تا به کل  
سود شرکت ، عایدی هر سهم به عنوان معیار دیگری در جهت  
اندازه گیری ثروت سهامداران مطرح است . اما عایدی به دلیل عدم  
توجه به ریسک سرمایه گذاری در سهام متفاوت ، نمی تواند به عنوان  
یک معیار منحصر به فرد در نظر گرفته شود.

ضمن این که در تعریف عایدی باید زمان بازده مورد انتظار را  
نیز تعریف کرد. زمان دریافت عایدی به دلیل تورم و کاهش ارزش  
زمانی پول بسیار مهم است. طبیعی است که سهامدار یک پل عایدی  
امروز را بر یک پل عایدی فردا ترجیح می دهد.

**3) حداکثر شدن قیمت سهم:** قیمت سهم در بازار نشان دهنده ارزشی  
است که بازار برای شرکت و سهم به عنوان قسمتی از شرکت قائل  
می شود. در واقع عملکرد شرکت در عملیات سودآور و شرایط عرضه و  
تقاضای سهم که آن هم ناشی از شرایط شرکت و اقتصاد کلی بازار  
است، قیمت سهم را تعیین می کند.

قیمت سهم به دلایل بسیاری از عوامل درونی و عملکرد شرکت  
می تواند به عنوان معیاری نسبی در جهت حفظ ثروت سهامدار مطرح  
باشند. ولی تاثیر گذاشتن عوامل خارج از کنترل مدیریت مثل شرایط  
کلی حاکم بر بازار سرمایه و سهم اعتبار این معیار به عنوان یک  
متغیر مستقل را تحت الشعاع قرار می دهد. ضمن این که تغییرات  
قیمت سهم تا زمانی که سهامدار اقدام به فروش سهام خود نکند  
امری ذهنی است (پی نوو، 1387).

دلایل چندی وجود دارد که نمی توان به صراحت معیاری کلی که مورد  
پذیرش عموم باشد را به عنوان تشخیص عملکرد مدیریت در راستای

منافع سهامداران معین کرد که به چند مورد آن اشاره می‌شود:

**1) تفاوت مطلوبیت سهامداران:** سهامداران را با توجه به الگوی خرید و فروش سهم می‌توان به سه دسته تقسیم کرد: دسته اول که از روش اصولی استفاده کرده، یعنی سهام را تا زمانی که بازده بالایی دارد نگهداری می‌کنند و در مواقعی که ارزش ذاتی سهام کمتر از ارزش بازار آن است، اقدام به فروش سهم می‌کنند. اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری از این روش پیروی می‌کند و احتمال اینکه دوره نگهداری سهام از طرف آنها طولانی باشد زیاد است. دسته دوم سهامدارانی که با هدف سفته بازی سعی در به دست آوردن حداکثر سود در حداقل زمان را دارند. دسته سوم سهامدارانی که به دنبال بازدهی برابر با متوسط بازدهی بازار هستند و از خرید و فروش مکرر سهام خود دوری می‌کنند.

تفاوت سه دسته سهامداران فوق در مدت زمانی است که آنها جهت به دست آوردن میزان تشخیص بازده در نظر می‌گیرند. این تفاوت در مدت زمان محاسبه بازده یک سهم با توجه به زمان های شاخص در قیمت سهام مثل زمان های نزدیک به مجمع عادی سالیانه شرکت که نزدیک به زمان تقسیم سود شرکت می‌باشد، باعث تفاوت در بازده محاسبه شده یک سهم می‌شود. سهامدارانی که در کوتاه مدت به دنبال ارتفاع از سهم هستند بیشتر به سود حاصل از خرید و فروش سهم توجه دارند.

**2) تفاوت در نگرش به فعالیت شرکت:** حداکثر کردن منافع یا ثروت سهامداران به عنوان یک اصل مورد قبول مدیریت و سهامداران است. اما در کنار این مسئولیت مدیران ملزم به رعایت وظایف اجتماعی مانند آموزش کارکنان، حمایت از کارگران شرکت، حمایت از مصرف کنندگان و رعایت قوانین حفظ محیط زیست می‌باشند، این وظایف که در تئوری اجتماعی حسابداری نیز بحث می‌شود، لزوماً با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همسو نیست. هر چند در بلند مدت و با در نظر گرفتن تمامی شرکت‌ها به عنوان کل، رعایت این اصل به نفع شرکت خواهد بود، اما تعارض عمده رعایت این قوانین با گروه‌هایی از سهامداران است که در کوتاه مدت سعی در فروش سهام و کسب بازده حداکثر دارند. به نظر می‌رسد آموزش و آگاهی دادن به سهامداران در تصمیمات اجتماعی مدیران به کاهش فاصله انتظاراتی منجر خواهد شد. از طرفی مدیران باید سعی کنند تا به لحاظ قوانین و مسئولیت‌های اجتماعی، همچنان حداکثر کردن ثروت سهامداران را به عنوان هدف اصلی شرکت دنبال کنند (ون هورن جی سی، 1387، 130).

در مورد محاسبه بازده سهام تفاوت‌هایی در مورد نحوه محاسبه آن و دیدگاه‌های آن بین مدیریت و سهامداران می‌باشد، در شرکت‌های سهامی عام الزامات تئوری نمایندگی مبنی بر وظایف مدیریت در حداکثر کردن ثروت سهامداران صدق نمی‌کند. در شرکت‌های سهامی بزرگ که سهام در دست افراد زیادی است، سهامداران کنترل کمی بر مدیریت شرکت دارند. اغلب مالکیت و کنترل در شرکت جدا از هم می‌باشد. مالکیت سهامدار امری قطعی است که در اختیار خود اوست، در حالی که مجرای اعمال کنترل سهامدار در شرکت، مدیریت است. مدیریت اغلب به جایی در نظر گرفتن حداکثر نمودن ثروت سهامدار،

سعی دارد تا با استفاده بهینه از منابع موجود، به دست آوردن منابع با حداقل هزینه و به کارگیری منابع در پروژه های با بازده مطلوب به سطح رشد قابل قبولی برسد. مدیران برای تثبیت هر چه بیشتر و نجات خود گاه ممکن است از ریسک های قابل قبول اجتناب کنند که این مسلماً در راستای منافع سهامداران نیست. حتی مدیران درجه ریسک پذیری متفاوتی دارند همین تفاوت در مدیران و سهامداران در نحوه نگرش به نوع مدیریت شرکت باعث تفاوت در معیارهای ارزیابی عملکرد بین آنها می شود. البته گزارشهای مدیران در مورد شرایطی که باعث اتخاذ تصمیمات مورد اعتراض سهامداران واقع می شود، باعث کاهش فاصله انتظاراتی سهامداران با آنها خواهد شد. همین فاصله انتظارات است که باعث به کارگیری حسابرسان در شرکتها می شود (فرشاد فر، 1382، 34).

سود حسابداری از دیدگاه های مختلفی دارای سودمندی است؛ از جمله سرمایه گذاران آن را معیار کارایی دانسته، سرمایه گذاران و اعتباردهندگان برای ارزیابی قدرت سوددهی آتی و احتمال خطر سرمایه گذاری و وام دهی آن را ارزیابی می کنند.

بازار سرمایه نیز به سود واکنش نشان می دهد، زیرا محتوای اطلاعاتی سود به اوراق بهادار هدایت شده و سپس بازار نسبت به آن عکس العمل نشان می دهد.

در دهه اخیر با توجه به شرایط اقتصادی و گسترش موسسات فنی سرمایه گذاری و همچنین تکنیک های ارزیابی برای فرموله کردن و یا انتخاب نحوه سرمایه گذاری در سهام عادی، سرمایه گذاران اهمیت زیادی را برای حفظ سرمایه و سود و یا افزایش سرمایه خود قائل می شوند و همه دیدگاه ها، مبتنی بر روش های علمی تجزیه و تحلیل و ارزیابی از قدرت سود آتی سهام استوار است. در واقع مسئله، یک سرمایه گذاری آن است که، چه سهمی خریداری شود؟ و چه وقت خریداری شود؟ عامل قیمت هنوز بسیار مهم و شاید مهم ترین عامل در خرید سهام عادی باشد. در واقع نوسانات اقتصادی، قیمت ها با دامنه ای وسیع تغییر می کنند. به همین جهت یک سرمایه گذار همیشه باید این سوال را مد نظر قرار دهد که، آیا بدون توجه به کیفیت و ارزش ذاتی مبتنی بر ارزیابی واقعی قدرت پرداخت سود و سایر عواملی که در خرید اوراق بهادار اثر دارند، قیمت بالایی را پرداخت نمی کنند (سالنامه بورس سازمان بورس اوراق بهادار تهران، 1371، 26).

بسیاری از سرمایه گذاران در پیش بینی های خود، عواملی از قبیل بازدهی سهام و نسبت قیمت به سود را در نظر می گیرند و هنگامی که بازده سهام کاهش می یابد و یا نسبت قیمت به سود به طور بی سابقه ای افزایش می یابد، آنها را زنگ خطر تلقی می کنند. بدین ترتیب چنین مطرح می شود که علت تغییرات در روند اولیه قیمت سهام، سوددهی شرکت های صادر کننده سهام می باشد. این مسئله در مورد یک صنعت خاص نیز می تواند صادق باشد.

در شرایط رونق اقتصادی هنگامی که سود شرکت ها به طور عمومی بالا می رود، قیمت سهام اغلب صنایع بالا می رود. شرکت هایی نیز وجود دارند که برخلاف روند عمومی حرکت می کنند. به این معنی که ممکن است سوددهی آنها به مراتب بیشتر از روال عمومی صنایع دیگر باشد. این تفاوت در روند سوددهی شرکت ها، روی روند قیمت

سهام برخی صنایع خصوصا در صنایعی که سهامشان دارای نسبت قیمت به درآمد بالا است، منعکس می‌شود. اگر سوددهی در برخی صنایع نزول کند، مسلما قیمت این چنین سهامی پایین می‌آید، هر چند که روند عمومی قیمت سهام سیر صعودی داشته باشد. توجه به آینده می‌تواند عامل مهم دیگری در انتخاب سهام باشد و با توجه به اینکه عملکرد گذشته و جاری یک شرکت را می‌توان به دقت مورد مطالعه قرار داد، این تجزیه و تحلیل باید به عنوان پایه‌ای برای پیش‌بینی آیند ه و پیش‌بینی عوامل مهمی که در چشم‌اندازهای آتی تاثیر می‌گذارند باشد. اگر چه عواملی از قبیل جنگ سرد و یا تجزیه تحلیل‌های سرمایه‌گذاران از تورم و یا خوش‌بینی و بدبینی زیاد آنها، عوامل موثر در تغییر ارزش سهام می‌باشد، اما علت اصلی و یا عامل اساسی تغییر ارزش سهام، سود آن سهام بوده است.

به همین دلیل مشکل اصلی در امر محاسبه و پیش‌بینی روند ارزش سهام، بستگی به پیش‌بینی مجموعه سودهای قابل پرداخت آتی دارد. بنابراین مسئله تجزیه و تحلیل سود در سرمایه‌گذاری از اولویت خاصی برخوردار است (پن من، 2007، 45).

واضح است که توان‌آیی ما در مورد استنباط مفید بودن اطلاعات مالی از شواهد بازار سرمایه محدود است. ارزیابی مفید بودن اجتماعی هر گونه عمل قانونی یا عمومی، نتایج پیچیده‌ای دارد که ساده‌تر از مقررات افشای مالی نیست. هر چند که این مشکلات اقتصاددانان و سایر متخصصان علوم اجتماعی را از درگیر کردن خود در ارزیابی موثر بودن، مربوط بودن و مفید بودن رویه‌های اجتماعی باز می‌دارد، ولی ارزیابی مفید بودن سود که محصول اولیه مقررات افشای مالی است، به طور آشکار اهمیت قابل توجهی دارد. سوال در مورد مفید بودن سود به طور واضح اهمیت زیادی برای کاربران اطلاعات مالی نظیر محققین حسابداری، قانون‌گذاران و خط‌مشی‌گذاران دارد. سود گزارش شده در صورت‌های مالی، اولین قلم اطلاعاتی فراهم شده در این صورت‌ها می‌باشد (سالنامه بورس سازمان بورس اوراق بهادار تهران، 1371، 26).

بیور می‌گوید: محتوای اطلاعاتی سود مربوط ترین مساله حرفه حسابداری است، زیرا نتایج آن مستقیما مطلوبیت فعالیت حسابداری را منعکس می‌نماید. تئوری‌های اقتصادی نقش اصلی سود شرکت را کمک به تخصیص منافع در بازار سرمایه می‌دانند. اکثر مدل‌های ارزیابی سهام، سود مورد انتظار را به عنوان یک متغیر توضیحی در نظر می‌گیرند، تحلیل‌گران نیز درباره ارزش اوراق بهادار، از پیش‌بینی‌های سود بیش از سایر اقلام صورت‌های مالی، استفاده می‌نمایند. چنانچه تغییر در قیمت سهام فراهم کننده شواهدی درباره فواید سود باشد، پس واضح است که تغییر بیشتر متضمن فواید بیشتر خواهد بود. لذا، میزان فایده سود را می‌توان از برآورد ارتباط بین بازده سهام و سود استنتاج کرد (فاستر جی، 1986، 12).

در حیطه این تحقیق، تحقیقاتی مشابه چه در خارج و چه در داخل کشور انجام گردیده است که می‌توان از تحقیقات اولسون و پن من، تحقیق استون، هریس و اولسون، تحقیق استون و هریس، بیور، گریفین و لندزمن، جودی ریبورن، زیمرمن، بال و براون، روبرت

لایپ، برد و دی، اگنس چنگ و ژورف چیونگ و کوپالاکریشنان، عاشق علی، پاتل و کاپلان، کوک و روزف، باریج، چان، بال و براون، براون، فاستر، ژگادیش به عنوان تحقیقات خارجی نام برد که فرضیات هم راستا با فرضیات این تحقیق در اکثر آن ها تایید شده و فقط دارای قوت و ضعف های متفاوتی در نوع رابطه بوده اند، و می توان از تحقیقات ساسان مهرانی و کاوه مهرانی، شاه مرادی، میار، علی پناهی، محمودی خوشرو، مرادزاده فرد به عنوان تحقیقات داخلی نام برد که برخلاف تحقیقات خارجی این رابطه را در بورس اوراق بهادار تهران رد کرده و اگر هم رابطه ای مشاهده گردیده بسیار ضعیف نشان داده بوده است.

### 3 متغیرهای پژوهش

برای محاسبه رشد فروش خالص، رشد سود عملیاتی، و رشد سود خالص از فرمول اختلاف میزان هر یک از اقلام نسبت به سال قبل تقسیم بر مقدار سال قبل محاسبه شده است و در مورد محاسبه بازده از فرمول بازده واقعی استفاده شده است که از دیدگاه شرکت برای سهامداران محاسبه می شود. بازده یک سهم از دو قسمت تشکیل شده است بازده ناشی از دریافت سود سهام و 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 می گیرد. مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است: الف) سود نقدی خالص هر سهم که طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام بعد از کسر مالیات پرداخت می شود. ب) افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال. ج) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش ریالی است. د) مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه. فرمول محاسبه به صورت رابطه (2) می باشد:

(تفاوت قیمت سهم در اول و آخر دوره) + مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی

$$\text{اولین قیمت سهم در اول سال مالی} = \frac{\text{بازده کل سهام (2)}}{\text{اولین قیمت سهم در اول سال مالی}}$$

در ادامه، شرح مختصری درباره هر کدام از اجزای تشکیل دهنده آن ارائه می دهیم:

### 3-1- 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 به دست می آید. در یک بازار کارا این سود بلافاصله بعد از اعلام تصویب در مجمع عمومی، تقسیم و بین سهامداران توزیع می شود. اما طبق قانون تجارت شرکتهای ایرانی مجازند تا 8 ماه پس از تصویب سود توسط مجمع به سهامداران پرداخت کنند. اغلب شرکتهای به دلیل مسائل و مشکلات نقدینگی یا استفاده از منابع نقدی موجود، پرداخت سود را 8 ماه به تاخیر می اندازند، که این مسئله باعث می شود ارزش پول



دریافتی با توجه به شرایط تورم کمتر از ارزش واقعی باشد؛ زیرا ارزش زمانی پول در محاسبه بازده کل در نظر گرفته نمی‌شود.

### 3-2- مزایای حق تقدم

در محاسبه بازده واقعی اولاً فرض بر این است که سهامدار از حق تقدم استفاده می‌کند؛ 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 رابطه (3) محاسبه می‌شود:

$$(3) \text{ درصد افزایش سرمایه} \times (\text{مبلغ اسمی هر سهم} - \text{آخرین قیمت سهم در پایان دوره}) = \text{ارزش حق تقدم}$$

در اینجا هم مانند مورد قبل ارزش زمانی پول نادیده گرفته شده چرا که بین زمان پرداخت ارزش اسمی و پذیره نویسی سهم تا زمان دریافت سهم فاصله‌ای چند ماهه وجود دارد.

### 3-3- مزایای سود سهمی

برخی از شرکتها در زمان انقضای دوره پرداخت سود نقدی به دلایل مختلفی چون کمبود نقدینگی یا حفظ منابع نقدی موجود به جای پرداخت نقدی اقدام به صدور سهام جایزه یا سود سهمی می‌نمایند و به این ترتیب افزایش سرمایه می‌دهند. 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 سهم در پایان دوره مورد محاسبه در نظر گرفته می‌شود:

$$(4) \text{ درصد افزایش سرمایه} \times \text{آخرین قیمت سهم} = \text{ارزش سهام جایزه}$$

### 3-4- اختلاف نرخ ابتدا و پایان دوره

منظور تفاوت آخرین قیمت سهم در پایان دوره مالی نسبت به اولین قیمت سهم 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 این که تفاوت نرخ در مدل تحقق 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 در نظر گرفتن کلیه منافع حاصله توسط سهامداران جامع به نظر می‌رسد، اما در نظر نگرفتن ارزش زمانی پول و به کارگیری مفروضات تاریخی خرید و فروش سهامداران از نقاط ضعف آن به شمار می‌رود. تفاوت بازده سود نقدی یا بازده واقعی در نوع نگرشی است که این دو روش نسبت به بازده سهام دارند. روش بازده سود نقدی خود نشأت گرفته از فرمول بازده واقعی است. در روش بازده سود نقدی سهامداران انتظار دارند علاوه بر کسب عایدات طی دوره نگهداری سهم، به هنگام فروش آن نیز از تفاوت قیمت‌های خرید و فروش سهم منفعت ببرند. اما در موقع فروش، سرمایه‌گذارانی وجود دارند که سهام را از فروشندگان خریداری کنند. بنابراین سود حاصله فروشندگان سهام، از جانب

- خریداران سهام تامین می‌شود. خریداران جدید نیز در پایان دوره نگهداری فروشنده و سرمایه گذاران جدید خریدار خواهند بود . بنابراین با فرض دوره نگهداری بی‌نهایت سهام، سود نقدی تنها عایدات سهامداران خواهد بود (فتاحی، 1381، 37) .
- برای محاسبه بازده سهام فاکتورهای افزایش سرمایه ، منبع افزایش سرمایه و زمان افزایش سرمایه مد نظر قرار می‌گیرند.

### 3-5- افزایش سرمایه بعد از مجمع عمومی

افزایش سرمایه بعد از جمع عمومی از فرمول (5) محاسبه می‌شود:

$$(5) \quad RE = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)P_1 + D - P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0 + \alpha_1(1000)}$$

در این فرمول:

$\alpha_1$  = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

$\alpha_2$  = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها

(انصاری مهبیاری، 1387، 46) .

### 4 فرضیه‌های تحقیق

فرضیات تحقیق به شرح زیر است:

- 1) بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنای داری وجود دارد.
- 2) بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنای داری وجود دارد.
- 3) بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنای داری وجود دارد.

### 5 روش تحقیق

در این تحقیق موضوع مدنظر قرار گرفته ، بررسی رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام می‌باشد، که این موضوع با توجه به ساختار بورس و چارچوب اقتصادی کشور ایران انتخاب شده است ، هر چند محقق بر این اعتقاد است که بورس و تجزیه و تحلیل متغیر با استفاده از آمار خطی کاری دقیق و قابل اتکا نیست و برای شناسایی بازار از آماري که بتواند بی‌نظمی‌ها و عوامل مختلف را در نظر بگیرد<sup>4</sup> استفاده کرد، به دلیل برخی مسائل از جمله عدم ارائه اطلاعات صحیح و جامع و به موقع توسط شرکت‌ها و نزدیک نبودن محیط بورس ایران به دیدگاه آرمانی کارایی بازار و حتی کارایی ضعیف و محدودیت‌های زمانی نگارنده ترجیح به استفاده از آمار خطی داده است تا شاید با استفاده از این تجزیه و تحلیل و ارزیابی آن و نیز مقایسه آن با وقایع آتی نخبگان بازار متوجه عدم اثر بخشی و کارایی اطلاعات بازار و این قسم از آمار شوند در تحقیق حاضر جهت بررسی روابط بین متغیرهای فرضیه‌ها از مدل آماري رگرسیون پنل دیتا استفاده شده است . در تجزیه و تحلیل رگرسیون به دنبال یافتن و برآورد رابطه و تحلیل آن

هستیم، به طوری که با آن بتوان نوع رابطه بین متغیرها را کشف نمود. در این تحقیق رابطه میان متغیرهای حسابداری (شاخص های رشد سود خالص، رشد سود عملیاتی و رشد فروش) با بازده سهام را با استفاده از این مدل مورد بررسی قرار می دهیم. در این مدل فرض بر این است که متغیر وابسته (بازده سهام) تابعی از مقادیر مستقل (رشد سود خالص، رشد سود عملیاتی، و رشد فروش) است. اگر بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل رابطه خطی وجود داشته باشد، آنگاه انتظار می رود که تغییرات مشاهده شده در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود و در غیر این صورت نتیجه می گیریم که رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود.

1) مدل رگرسیون دو متغیره برای آزمون ارتباط بین رشد فروش خالص، بازده سهام.

$$(6) \quad y_1 = a + \beta_1(x_1)$$

2) مدل رگرسیون دو متغیره برای آزمون ارتباط بین رشد سود عملیاتی، بازده سهام.

$$(7) \quad y_2 = a + \beta_2(x_2)$$

3) مدل رگرسیون دو متغیره برای آزمون ارتباط بین رشد سود خالص، بازده سهام.

$$(8) \quad y_3 = a + \beta_3(x_3)$$

$y_i$  = تغییرات بازده سهام

$\beta_i$  = شیب خط

$x_i$  = متغیر مستقل

$a$  = عرض از مبدا می باشد

در سال های اخیر استفاده از روش های پنل دیتا برای آزمون فرضیه ها با دیدگاه های اقتصادی و حسابداری افزایش چشمگیری یافته است. پنل دیتا ترکیبی از سری زمانی<sup>5</sup> و داده های مقطعی<sup>6</sup> است. در مدل پنل دیتا می توان کمبود هایی را که در هر یک از مدل های سری زمانی و داده های مقطعی وجود دارد، کاهش داد. مشکلات مدل های سری زمانی معمولاً مشکل خود همبستگی می باشد و در آمارهای مقطعی مشکل واریانس ناهمسانی وجود دارد، در پنل با تلفیق این دو گروه اطلاعات با افزایش تعداد مشاهدات و درجه آزادی مشکل همراستایی<sup>7</sup> بین متغیرهای توضیحی کمتر می شود و کارایی تخمین اقتصادسنجی افزایش می یابد. همچنین رفتارهای فردی پدیده ها در طول زمان بهتر تبیین می گردد<sup>8</sup> (عسلی و همکاران، 1377، 422).

در این تحقیق با توجه به استفاده از ویرایش جدید نرم افزار

## 5. Time Series

## 6. Cross Section

## 7. Colinearity

1. در مدل های Pure Cross Section برش مقطعی محض تنها در یک مقطع زمانی رفتار پدیده ها بررسی می شود ولی در پنل این رفتار در طول زمان نیز ارزیابی می گردد.

که دارای ویژگی های کلیدی مهمی است می توان گفت به بررسی بسیار موثکافانه در این تحقیق بر اساس این نرم افزار پرداخته شده است.

ابتدا اثرات هم برش مقطعی و هم سری زمانی را ثابت فرض کرده که این کار به دلیل حجم کم شرکت ها در هر بازه زمانی و نیز تعداد کم دوره های زمانی است، سپس به محاسبه ضریب تغییرات بر اساس شرکت ها، زمان، و مشترک پرداخته و از طریق محاسبه پارامتر F به معنی دار بودن (کمتر از 0/05) یا نبودن معادله می پردازیم سپس برای معادلات معنی دار به شناسایی هر یک از ضرایب تغییرات پرداخته تا میزان اثر بخشی و معنی دار بودن (کمتر از 0/05) یا نبودن آنها مشخص گردد. در معادلاتی که هر دو آزمون بالا معنی دار و مورد تایید بود با توجه به شاخص هایی همانند دوربین واتسون<sup>9</sup> و آر دو<sup>10</sup> به عدم رد یا رد فرضیه ها اقدام می شود.

## 6 جامعه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

در این تحقیق جامعه آماری در نظر گرفته شده شرکت های چند صنعت بورس اوراق بهادار می باشد که این صنایع شامل صنایع خودرو ساخت قطعات، سایر محصولات کانی غیر فلزی شامل گروه های سیمان و آهن و گچ و کاشی و سرامیک و سایر کانی های غیر فلزی، فلزات اساسی، محصولات شیمیایی شامل گروه های محصولات شیمیایی و مواد و محصولات دارویی، و محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر، می باشد. موضوع مورد توجه این است که مطلب مورد تحقیق بررسی متغیر های تحقیق در کلیه شرکت های صنایع به تفکیک گروه و نیز بررسی برای کل صنعت و شناسایی و مشخص نمودن شرکت های همسو و غیر همسو با صنعت است. دوره زمانی مورد مطالعه در این تحقیق شامل بازه زمانی پنج ساله بین سال های 1383 تا 1387 است.

## 7 مدل های آماری (معادله رگرسیون) با توجه به هر یک از ضریب زاویه ها

7-1- ضریب زاویه خاص هر شرکت<sup>11</sup>

(9)

$$RE(X) = C(X) + PER\_EFFECT + C(F) + \beta(X) * G(S/O/N)(X)$$

بازده شرکت = عرض از مبدا شرکت + عرض از مبدا زمانی + عرض از مبدا مشترک + ضریب زاویه خاص شرکت \* رشد داده (فروش / سود عملیاتی / سود خالص)

7-2- ضریب زاویه خاص هر سال<sup>12</sup>

$$RE(X) = C(X) + PER\_EFFECT + C(F) + \beta(1383) * @ISPERIOD("1383") *$$

9. Durbin - Watson

10.  $R^2$

11. Cross- Section Specific Coefficient

12. Period Specific Coefficient

$$G(S/O/N) (X) + \beta(1384) * @ISPERIOD("1384") * G(S/O/N) (X) + \beta (1385) * @ISPERIOD("1385") * G(S/O/N) (X) + \beta (1386) * @ISPERIOD("1386") * G(S/O/N) (X) + \beta (1387) * @ISPERIOD("1387") * G(S/O/N) (X)$$

بازده شرکت = عرض از مبدا شرکت + عرض از مبدا زمانی + عرض از مبدا مشترک + ضریب زاویه خاص هر دوره  $\sum$  \* رشد داده (فروش / سود عملیاتی / سود خالص)

### 7-3- ضریب زاویه مشتری<sup>13</sup>

(10)

$$RE (X) = C (X) + PER\_EFFECT + C (F) + \beta (F) * G(S/O/N) (X)$$

عرض از مبدا + عرض از مبدا زمانی + عرض از مبدا شرکت = بازده شرکت  
ضریب زاویه مشترک \* رشد داده (فروش / سود عملیاتی / سود + مشترک خالص)

$$PER\_EFFECT = C (1383) * @ISPERIOD("1383") + C (1384) * @ISPERIOD("1384") + C (1385) * @ISPERIOD("1385") + C (1386) * @ISPERIOD("1386") + C (1387) * @ISPERIOD("1387")$$

## 8 تحلیل یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون های آماری به تفکیک هر صنعت به شرح جداول زیر است:

جدول 1- صنعت فلزات اساسی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
	fixed	(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) صنعت فلزات اساسی - فرضیه اول	0/002931	عدم رد	0/012167	عدم رد	0/008804	عدم رد	
Model Prob(F-statistic) صنعت فلزات اساسی - فرضیه دوم	0/023441	عدم رد	0/031444	عدم رد	0/211651	رد	
Model Prob(F-statistic) صنعت فلزات اساسی - فرضیه سوم	0/000331	عدم رد	0/012637	عدم رد	0/210290	رد	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 1).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های قطعات فولادی، کالسیمین، و ملی سرب و روی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط

برای سال های 1383 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 1).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های کالسیمین ملی سرب و روی ایران، و فرآورده های مواد معدنی اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 1).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های فولادی، کالسیمین، و ملی سرب و روی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال 1383 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

#### جدول 2- صنعت خودرو و ساخت قطعات

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)				
	fixed	(مقطع خاص)	(دوره خاص)	(مشترک)		
Model Prob(F-statistic) صنعت خودرو و ساخت قطعات - فرضیه اول	0/443881	رد	0/621461	رد	0/424134	رد
Model Prob(F-statistic) صنعت خودرو و ساخت قطعات - فرضیه دوم	0/000635	عدم رد	0/611529	رد	0/426365	رد
Model Prob(F-statistic) صنعت خودرو و ساخت قطعات - فرضیه سوم	0/018948	عدم رد	0/562851	رد	0/379077	رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 2).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 2).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت سازه پویش معنا دار اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد

(جدول شماره 2).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های موتورسازان تراکتور، و سازه پویس اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

جدول 3- صنعت مواد و محصولات غذایی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)				
	fixed	(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)
Model Prob(F-statistic) صنعت مواد و محصولات غذایی - فرضیه اول	0/121675	رد	0/067772	رد	0/520509	رد
Model Prob(F-statistic) صنعت مواد و محصولات غذایی - فرضیه دوم	0/007762	عدم رد	0/043469	عدم رد	0/476873	رد
Model Prob(F-statistic) صنعت مواد و محصولات غذایی - فرضیه سوم	0/021883	عدم رد	0/021000	عدم رد	0/437749	رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 3).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 3).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های نوش مازندران، خوراک دام پارس، و ناب اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 3).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های نوش مازندران، خوراک دام پارس، و ناب اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

باشد .

جدول 4- گروه محصولات دارویی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
	fixed	(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات دارویی - فرضیه اول		0/000062	عدم رد	0/000005	عدم رد	0/000001	عدم رد
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات دارویی - فرضیه دوم		0/000004	عدم رد	0/000000	عدم رد	0/000000	عدم رد
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات دارویی - فرضیه سوم		0/000001	عدم رد	0/000000	عدم رد	0/000000	عدم رد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 4).

در فرضیه اول می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های فرآورده های تزریقی، و شیمی دارویی دارو پخش اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت . مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 4).

در فرضیه دوم می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های داروسازی دامبران رازک، تهران دارو، فرآورده های تزریقی، و شیمی دارویی دارو پخش اثر بخش بوده و کاربرد دارد . مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 4).

در فرضیه سوم می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های داروسازی اسوه، داروسازی دامبران رازک، البرز دارو، تهران دارو، فرآورده های تزریقی، داروسازی زهراوی، مواد اولیه دارو پخش ، و شیمی دارویی دارو پخش اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.



جدول 5- گروه محصولات شیمیایی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
		(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات شیمیایی - فرضیه اول	fixed	0/209081	رد	0/013561	عدم رد	0/010845	عدم رد
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات شیمیایی - فرضیه دوم	fixed	0/267256	رد	0/024629	عدم رد	0/008894	عدم رد
Model Prob(F-statistic) گروه محصولات شیمیایی - فرضیه سوم	fixed	0/164715	رد	0/012659	عدم رد	0/005811	عدم رد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 5).

در فرضیه اول می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال 1384 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار بوده ولی اثر بخش نیست و مورد تایید نمی‌باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 5).

در فرضیه دوم می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و برای هیچ سالی اثر بخش نیست و مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می‌باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 5).

در فرضیه سوم می‌توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و برای هیچ سالی اثر بخش نیست و مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می‌باشد.

جدول 6- صنعت محصولات شیمیایی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
		(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) صنعت محصولات شیمیایی - فرضیه اول	fixed	0/004772	عدم رد	0/000084	عدم رد	0/000025	عدم رد
Model Prob(F-statistic) صنعت محصولات شیمیایی - فرضیه دوم	fixed	0/004368	عدم رد	0/000009	عدم رد	0/000003	عدم رد
Model Prob(F-statistic) صنعت محصولات شیمیایی - فرضیه سوم	fixed	0/000624	عدم رد	0/000004	عدم رد	0/000002	عدم رد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 6).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های فرآورده های تزییقی، و پتروشیمی اصفهان اثر بخش بوده و کاربرد دارد . مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت . مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 6).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت فرآورده های تزییقی اثر بخش بوده و کاربرد دارد . مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت . مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 6).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های داروسازی اسوه، البرز دارو، فرآورده های تزییقی ، پتروشیمی آبادان ، پتروشیمی اصفهان، و پتروشیمی اراک اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1385 و 1386 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

جدول 7- گروه سیمان

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
	fixed	(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) گروه سیمان - فرضیه اول	0/331059	رد	0/128747	رد	0/294880	رد	رد
Model Prob(F-statistic) گروه سیمان - فرضیه دوم	0/012903	عدم رد	0/110180	رد	0/278757	رد	رد
Model Prob(F-statistic) گروه سیمان - فرضیه سوم	0/454775	رد	0/476933	رد	0/299816	رد	رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 7).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست . مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 7).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های سیمان شمال، سیمان شرق، سیمان ارومیه، سیمان شاهرود، و سیمان هگمتان اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 7).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

جدول 8- گروه کاشی و سرامیک

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
	fixed	(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic) گروه کاشی و سرامیک - فرضیه اول		0/136624	رد	0/202446	رد	0/349614	رد
Model Prob(F-statistic) گروه کاشی و سرامیک - فرضیه دوم		0/661482	رد	0/661482	رد	0/356082	رد
Model Prob(F-statistic) گروه کاشی و سرامیک - فرضیه سوم		0/456461	رد	0/257255	رد	0/358140	رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 8).

در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 8).

در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 8).

در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار

نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.

جدول 9- گروه سایر کانی های غیر فلزی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
		(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic)	گروه سایر کانی های غیر فلزی - فرضیه اول	0/066258	رد	0/218048	رد	0/266964	رد
Model Prob(F-statistic)	گروه سایر کانی های غیر فلزی - فرضیه دوم	0/000125	عدم رد	0/000480	عدم رد	0/017299	عدم رد
Model Prob(F-statistic)	گروه سایر کانی های غیر فلزی - فرضیه سوم	0/000829	عدم رد	0/000637	عدم رد	0/035457	عدم رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 9).  
در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار نیست. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.
2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 9).  
در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال 1383 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.
3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 9).  
در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1387 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش است و مورد تایید می باشد.

جدول 10- صنعت کانی های غیر فلزی

(اثر مقطعی)	fixed	(ضرایب)					
		(مقطع خاص)		(دوره خاص)		(مشترک)	
Model Prob(F-statistic)	صنعت کانی های غیر فلزی - فرضیه اول	0/131653	رد	0/404362	رد	0/296213	رد
Model Prob(F-statistic)	صنعت کانی های غیر فلزی - فرضیه دوم	0/000173	عدم رد	0/032448	عدم رد	0/265948	رد
Model Prob(F-statistic)	صنعت کانی های غیر فلزی - فرضیه سوم	0/002503	عدم رد	0/004161	عدم رد	0/13004	رد

منبع: یافته های پژوهشگر

1. بین رشد فروش با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 10).
- در فرضیه اول می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار نیست. مدل دوم از نظر آماری معنا دار تایید نمی باشد.
2. بین رشد سود عملیاتی با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 10).
- در فرضیه دوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های سیمان ارومیه، پشم شیشه ایران، شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال 1383 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت. مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد.
3. بین رشد سود خالص با بازده سهام رابطه معنا داری وجود دارد (جدول شماره 10).
- در فرضیه سوم می توان این نتیجه را بیان نمود که مدل اول از نظر آماری معنا دار بوده و این مدل فقط در شرکت های سیمان ارومیه، کاشی نیلو، پشم شیشه ایران، شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران اثر بخش بوده و کاربرد دارد. مدل دوم از نظر آماری معنا دار بوده و چون فقط برای سال های 1383 و 1387 اثر بخش است مورد استفاده قرار نخواهد گرفت مدل سوم از نظر آماری معنا دار و اثر بخش نیست و مورد تایید نمی باشد

## 9 نتیجه گیری و بحث

### 9-1- صنعت فلزات اساسی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در صنعت فلزات اساسی رد نمی شود  
 (Common Specific Coeffiens)، و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های کالسیمین، ملی سرب و روی ایران، و فرآورده های مواد معدنی رد نمی شود (Cross-Section Specific). فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت فلزات اساسی رد می شود. و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های قطعات فولادی، کالسیمین، ملی سرب و روی ایران رد نمی شود (Cross-Section Specific).

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت فلزات اساسی رد می شود و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های قطعات فولادی، کالسیمین، ملی سرب و روی ایران رد نمی شود (Cross-Section Specific).

### 9-2- صنعت خودرو و ساخت قطعات:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در صنعت خودرو و ساخت قطعات رد می شود.  
 فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت خودرو و ساخت قطعات رد می شود و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت سازه پویشر رد نمی شود Cross-Section

(Specific) .

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت خودرو و ساخت قطعات رد می شود. و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های موتور سازان تراکتور ، و سازه پویش رد نمی شود (Cross-Section Specific) .

### 9-3- صنعت مواد و محصولات غذایی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در صنعت مواد و محصولات غذایی به جز قند و شکر رد می شود.

فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت مواد و محصولات غذایی به جز قند و شکر رد می شود و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های نوش مازندران ، خوراک دام پارس ، وناب رد نمی شود (Cross-Section Specific) .

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت مواد و محصولات غذایی به جز قند و شکر رد می شود و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های نوش مازندران، خوراک دام پارس، وناب رد نمی شود (Cross-Section Specific) .

### 9-4- گروه محصولات دارویی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات دارویی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های فرآورده های تزریقی، و شیمی دارویی دارو بخش رد نمی شود (ross-Section Specific) .

فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات دارویی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های داروسازی داملران رازک، تهران دارو، فرآورده های تزریقی ، و شیمی دارویی دارو بخش رد نمی شود (Cross-Section Specific) .

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات دارویی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های داروسازی اسوه، داروسازی داملران رازک ، البرز دارو ، تهران دارو، فرآورده های تزریقی، داروسازی زهراوی، مواد اولیه دارو بخش، و شیمی دارویی دارو بخش رد نمی شود (Cross-Section Specific) .

### 9-5- گروه محصولات شیمیایی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات شیمیایی رد می شود. فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات شیمیایی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens) .

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در گروه محصولات شیمیایی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens)

### 9-6- صنعت محصولات شیمیایی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در صنعت محصولات شیمیایی رد نمی شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های

فرآورده های تزریقی، و پتروشیمی اصفهان رد نمی شود  
(Cross-Section Specific).

فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت محصولات شیمیایی رد نمی شود  
(Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت

فرآورده های تزریقی رد نمی شود (Cross-Section Specific).  
فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت محصولات شیمیایی رد نمی شود  
(Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های  
داروسازی اسوه، البرز دارو، فرآورده های تزریقی، پتروشیمی  
آبادان، پتروشیمی اصفهان، و پتروشیمی اراک رد نمی شود Cross-  
(Section Specific).

### 9-7- گروه سیمان:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در گروه سیمان رد می شود.  
فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در گروه سیمان رد می شود و فرضیه  $H_1$  در  
صنعت در مورد شرکت های سیمان شم ال، سیمان شرق، سیمان ارومیه،  
سیمان شاهرود، و سیمان هگمتان رد نمی شود (Cross-Section Specific).  
فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در گروه سیمان رد می شود.

### 9-8- گروه کاشی و سرامیک:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در گروه کاشی و سرامیک رد می شود.  
فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در گروه کاشی و سرامیک رد می شود.  
فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در گروه کاشی و سرامیک رد می شود.

### 9-9- گروه سایر کانی های غیر فلزی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در گروه سایر کانی های غیر فلزی رد می  
شود.  
فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در گروه سایر کانی های غیر فلزی رد نمی  
شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در  
صنعت در مورد شرکت های شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران رد  
نمی شود  
(Cross-Section Specific)

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در گروه سایر کانی های غیر فلزی رد نمی  
شود (Common Specific Coeffiens) و فرضیه  $H_1$  در  
صنعت در مورد شرکت های شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران رد  
نمی شود  
(Cross-Section Specific).

### 9-10- صنعت کانی های غیر فلزی:

فرضیه اول: فرضیه  $H_1$  در صنعت کانی های غیر فلزی رد می شود.  
فرضیه دوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت کانی های غیر فلزی رد می شود و  
فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های سیمان ارومیه، پشم شیشه



ایران، شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران رد نمی شود Cross-  
(Section Specific).

فرضیه سوم: فرضیه  $H_1$  در صنعت کانی های غیر فلزی رد می شود و فرضیه  $H_1$  در صنعت در مورد شرکت های سیمان ارومیه، کاشی نیلو، پشم شیشه ایران، شیشه و گاز، و صنایع خاک چینی ایران رد نمی شود (Cross-Section Specific).

نتایج بدست آمده در بالا حاکی از این است که می توان بین رشد ارقام سود و زیانی فروش خالص، سود عملیاتی، و سود خالص با بازده سهام در بعضی از گروه ها و صنایع رابطه ای قائل شد. این رابطه نشان دهنده این نیست که امکان وجود عوامل دیگر موثر بر بازده سهام وجود ندارد بلکه به این معنی است که بین این عوامل و بازده سهام نیز رابطه ای وجود دارد.

هر چند اطلاعات بدست آمده از بورس بسیار دقیق است ولی عواملی دخیل اند که مانع از ایجاد یک رابطه خطی بین متغیر های تحقیق می شود که می توان این عوامل را به صورت زیر دسته بندی نمود:

**الف) روش آماری:** استفاده از آمار خطی در بورس موجب نادیده گرفتن بسیاری از عوامل دخیل در تبیین بازده سهام می شود و می توان اولین عیب را در نوع رابطه دانست که مطلق گراست و در بورس به اندازه کافی پاسخگو نیست (پیتر، 1994)<sup>14</sup>.

**ب) گزارش دهی:** نوع گزارش دهی شرکت ها که نحوه و چگونگی ارائه بسیار ابتدایی است از این نظر که در بورس های مهم دنیا گزارش دهی به سویی گزارشدهی لحظه ای و تحت وب پیش می رود ولی در بورس اوراق بهادار تهران حتی بعضی گزارش ها تا تاریخ آبان ماه آن سال هم با مشکلات زیاد ارائه می شود، و این مبحث را که تصمیم گیری بر اساس صورت های مالی گرفته است را به شدت زیر سؤال می برد (اخولم، 2002)<sup>15</sup>.

**ج) هموار سازی سود:** هموار سازی سود بر اساس تحقیقات انجام شده در پایان نامه های مربوط تا حدی که به روند شرکت ثبات بخشد و حد قابل توجهی نباشد کاری درست و مفید خواهد بود ولی در مورد شرکت های تحت بورس اوراق بهادار تهران این هموار سازی نه تنها از حدود خود که بر اساس حجم شرکت، دارایی ها، میزان سود آوری و ثبات این روند، و عواملی از این نوع شناسایی می شود خارج شده و موجب بی ثباتی و ممانعت از اطلاع رسانی صحیح گردیده است که در بعضی صورت های مالی این امر مشهود است (علیزاده، 1379).

**د) نوع حسابرسی:** که همواره با مفهوم خرید اظهار نظر همراه است و به همین دلیل قابلیت اعتماد ارقام صورت های مالی را زیر سؤال می برد (محمدی، 1379).

**ه) استقلال:** وابسته بودن برخی از شرکت های بورس به موسسات و ارگان های دولتی و وابستگی به بودجه ملی موجب این می شود که بین بازده و ارقام سود و زیانی رابطه ای بدست نیاید (تابش اکبری، 1379).

نکته حائز اهمیت این است که در هیچ یک از صنایع ضریب زاویه

14. Edgar E Peters, 1994

15. Anders Ekholm, 2002

ای بر مبنای زمان یا شرکت که از نظر آماری برای تمام سال‌ها و تمام شرکت‌ها معنا دار باشد وجود ندارد که آن را می‌توان ناشی از عوامل زیر دانست:

عدم هماهنگی در روند و نحوه عملکرد شرکت‌ها در یک‌گر و یا صنعت و متفاوت بودن سامانه‌های اجرایی و نوع مدیریت و اداره شرکت که دارای جنبه‌های دولتی یا خصوصی هستند.

عدم هماهنگی در محیط سال‌های مختلف از این جهت که در بعضی از سال‌ها تکانه‌هایی به بورس وارد شده است، از جمله تغییرات قیمت نفت و انتخابات ریاست جمهوری و جنگ‌های کشور‌های همسایه و تحری‌ها که بر بورس تاثیر گذاشته و موجب تغییر در روند بازده و رفتار آن شده است.

البته بازعوامل ذکر شده جزئی از نقایص بی‌شمار بورس اوراق بهادار تهران است، که عواملی از این نوع را نیز می‌توان در سایر بورس‌های دنیا مشاهده نمود که همین عوامل و مشکلات موجب شده است که رفته رفته نظریه بازار برگرفته شده از مکتب شیکاگو میلتن فریدمن در سال 1940 زیر سوال رفته و مفهوم خود را از دست دهد تا خبرگان این نظریه به دنبال یافتن مفهومی جایگزین برای آن باشند.

## 10 پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به تحقیق حاضر نیاز به تحقیقات زیر احساس می‌شود:

- 1) بررسی دلایل وجود رابطه خطی در بعضی از شرکت‌های گروه صنایع و صنایع.
- 2) بررسی روابط صنایع با یکدیگر و گروه‌های هر صنعت با یکدیگر و تاثیر متقابل بر یکدیگر.

## منابع

- انصاری مہیاری، محسن، (1387)، " بررسی رابطه متغیر های حسابداری بر بازده سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.
- پی‌نو، ریموند، (1387)، " مدیریت مالی"، ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد اول و دوم، چاپ دوازدهم، انتشارات سمت.
- تابش اکبری، محمد رضا، (1379)، " بررسی علل اظهاری نظر غیر مقبول در غالب گزارش‌های حسابرسی دستگاه‌های دولتی و وابسته به دولت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.
- علیزاده، عباس، (1379)، " مقایسه پدیده هم‌وارسازی سود در جامعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با جامعه سایر شرکت‌ها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد مشهد.
- عسلی، مهدی، ابراهیمی‌فر، یداله، عباس، ولدخانی، (1377)، " رشد اقتصادی، الزامات سیاسی و ثبات سیاست‌های اقتصادی، مجموعه مباحث و مقالات اولین همایش تدوین برنامه سوم توسعه کشور"، سازمان برنامه و بودجه.

فتاحي، مهدي، (1381)، " بررسي اثرات اعلان سود نقدي بر بازده سهام عادي"، پايان نامه کارشناسي ارشد، دانشگاه آزاد واحد مشهد.

فرشاد فر، شادي، (1378)، " بررسي سود تعهدي و جريان نقدي عملياتي با بازده سهام"، پايان نامه کارشناسي ارشد، دانشگاه آزاد واحد مشهد.

محمدی، شهاب، (1379)، " تائير انواع اظهاري نظرگزارشهاي حسابرسی بر بازده سهام شرکتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پايان نامه کارشناسي ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزي.

ون هورن، جي سي، (1379)، " مديریت مالي"، ترجمه محسن دستگیر، چاپ چهارم، مرکز چاپ و نشر کتب دانشگاهي خوزستان.

Belkaue, Ahmad,(2007)," Accounting Theory ", jhon Wiley.

Ekholm, Anderson, (2002), " How Do Different Types of Investors React to New Financial Statement Information ".

Edgar E, Peters, (1994), " Fractal Market Analysis Applying Chaos Theory to Investment " , Jhon Wiley .

Foster.G., (1998), Financial Statement Analysis, " Engnewood Cliffs N J.

Hahn, Eugene D.,(2007), "Probit & Logit Models: Differnces in Multivariate Realm" , [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Penman , Stephan H., (2007) ,"Financial Statement Analysis & Security Valuation, " McGraw. Hill , Third Edition.