



## بررسی تأثیر همزمان نسبتهای مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیر عادی آتی سهام (مطالعه موردی: شرکتهای بورسی پذیرفته شده در صنعت سیمان)

دلیر ناصرآبادی (نویسنده مسؤول)

کارشناس ارشد حسابداری، مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج  
Emil: D.Naserabadi@yahoo.com

بیژن خردوزی

عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج

امید محمودی خوشرو

عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج

تاریخ دریافت: ۹۰/۲/۴ \* تاریخ پذیرش: ۹۰/۸/۱۰

### چکیده

این تحقیق که بین شرکت های حاضر در صنعت سیمان در بورس اوراق بهادار تهران و برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۰ انجام گرفته، به بررسی تأثیر استفاده همزمان از نسبتهای مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیرعادی آتی سهام پرداخته است. داده های تحقیق با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری گردیده و نتایج حاصل از یافته های تحقیق که بر مبنای روش پس رویدادی و با استفاده از روش آماری رگرسیون خطی و آزمونهای  $F$  و  $t$  مورد تحلیل قرار گرفته، بیانگر عدم تأیید فرضیه تحقیق بوده است. یعنی اینکه استفاده از اطلاعات مربوط به نسبتهای مالی و نرخ رشد آنها به طور همزمان بر بازده غیرعادی آتی سهام تأثیر ندارند. اما در ادامه با استفاده از آزمون آماری رگرسیون گام به گام (Step Wise) مدل نهایی تحقیق استخراج گردیده که بر این اساس، تنها نسبتهای فعالیت در فرآیند استفاده همزمان از نسبتهای مالی تأثیر گذار نبوده است. نهایتاً با توجه به نتیجه بدست آمده از آزمون کلی فرضیه تحقیق، اگرچه تأیید کننده تأثیر همزمان تمامی نسبتهای مالی بر بازده غیرعادی آتی سهام نبوده، اما بیانگر اثر گذاری اقلام مندرج در صورتهای مالی تعهدی در فرآیند تصمیم گیری تصمیم گیرندگان اقتصادی بوده است؛ هر چند که اثر گذاری و بار و محتوای اطلاعاتی در بین همه اقلام صورت های مالی یکسان نیز نبوده و به عبارتی گروه نسبتهای نقدینگی بیشترین اثر گذاری را داشته و نسبت های سودآوری، سرمایه گذاری و فعالیت، بعد از نسبتهای نقدینگی به ترتیب دارای بیشترین اثر گذاری بوده اند.

**واژه های کلیدی:** صورتهای مالی، سرمایه گذاران، نسبت های مالی، بازده غیرعادی آتی سهام.

## ۱- مقدمه

ضرورت تفسیر صورت های مالی به نحوی که نیاز استفاده کنندگان مختلف از آن را برآورده سازد به پیدایش و توسعه روش ها و فنونی انجامیده که روابط بین ارقام مندرج در صورت های مالی را تعیین و امکان مقایسه، تغییر و توجیه آن را فراهم کرده است؛ که این روابط بین صورت های مالی و نسبت های مالی مربوطه را «تجزیه و تحلیل صورت های مالی» می نامند. این نوع تجزیه و تحلیل ها باعث می شود مدیران شرکت ها، صاحبان سرمایه، بستانکاران و سرمایه گذاران بتوانند از وضع مالی حال و آینده شرکت های سهامی مورد نظر خود آگاه شده و درباره آن قضاوت کنند. لذا در سایه همین تجزیه و تحلیل صورت های مالی است که عده ای به عملکردهای آینده برخی شرکت های سهامی دل می بندند (Jahankhani and Parsaeian, 2007).

هدف اصلی حسابداری تهیه اطلاعات سودمند جهت تصمیم گیری های سرمایه گذاری و اعتبار دهی عنوان شده است. اطلاعات سودمند، اطلاعاتی هستند که واجد ویژگی های کیفی باشند؛ این ویژگی های شامل مربوط بودن و قابلیت اتکاء بودن. مربوط بودن به این معنی است که اطلاعات حسابداری باید توانائی ایجاد تفاوت در یک تصمیم را داشته باشند. ارزش پیش بینی کنندگی، ارزش تأیید کنندگی و انتخاب خاصه از عناصر ویژگی مربوط بودن است که بر تصمیم گیری های استفاده کنندگان از اطلاعات واحد تجاری تأثیر می گذارد. به وسیله تحلیل و تفسیر اطلاعات مربوط واحد های تجاری می توان وضعیت فعلی یک واحد تجاری را تفسیر و وضعیت آتی آن را پیش بینی نمود و از این طریق می توان نسبت به اخذ تصمیمات بهینه اقدام نمود (Scott, 2003).

یکی از مشکلاتی که استفاده کنندگان در ارتباط با سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار همواره با آن مواجه بوده اند، عدم اطمینان از کسب بازده و متضرر شدن آنان بوده است. از اینرو، این افراد با بهره گیری از متخصصین اقدام به تجزیه و تحلیل دقیق اطلاعات می نمایند که این امر می تواند یکی از ابزار های مفید در راستای تصمیم گیری و رسیدن به هدف اصلی خود، یعنی جلوگیری از متضرر شدن آنان و افزایش بازده باشد و بدین سان تلاش می نمایند تا از کسب بازده غیر عادی یا غیر متعارف توسط سایرین جلوگیری نمایند. از این رو تحقیق حاضر به بررسی تأثیر همزمان نسبت های مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیر عادی آتی سهام پرداخته است.

## - مبانی نظری و پیشینه پژوهش

استفاده کنندگان صورتهای مالی در تصمیم گیریهای سرمایه گذاری و اعتباری بر اطلاعات متنوعی تکیه می کنند. فرآیند تصمیمات استفاده کنندگان به گونه ای است که با اتکا بر اطلاعات واحد تجاری سعی در اخذ بهترین تصمیم را دارند و تصمیمات مهم نشان از منطقی بودن شان در بکارگیری اطلاعات واحد تجاری می باشد. بنابراین این باور وجود دارد که هر قدر کیفیت گزارش های مالی افزایش یابد و از استانداردها و ضوابط معتبرتری در تهیه و ارائه گزارش ها استفاده شود، ریسک اطلاعات کاهش خواهد یافت و استفاده کنندگان تصمیمات بهینه تری اتخاذ خواهند نمود. لذا هدف اصلی حسابداری تهیه اطلاعات مربوط برای استفاده کنندگان است.

بر اساس چارچوب نظری استانداردهای بین المللی حسابداری که در سال ۱۹۸۹ منتشر گردید، هدف اصلی آن کمک به تدوین استانداردهای بین المللی حسابداری از یک سو و افزایش هماهنگ سازی مقررات، استانداردهای حسابداری و روش های مربوط به ارائه صورت های مالی از دیگر سو است. چارچوب نظری تهیه و ارائه صورت های مالی بر مبنای این شناخت اساسی پایه گذاری شده که بهترین راه برای هماهنگ سازی، توجه به صورت های مالی است که با هدف فراهم کردن اطلاعات مفید در تصمیمات اقتصادی تهیه می شوند (Rahimian, 2007).

چارچوب نظری تهیه و ارائه صورت های مالی با علم به این موضوع ارائه شده است که همه اطلاعات مورد نیاز برای تمام استفاده کنندگان را نمی توان در قالب یک مجموعه صورتهای مالی قرار داد، هرچند که برخی از نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان مشترک است. برای مثال، تمام استفاده کنندگان تا حدودی به شناخت وضعیت و عملکرد واحد تجاری علاقه مندند و صورت های مالی با اهداف عمومی، به برآورد اکثر نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان کمک می کند.

محصول نهایی فرآیند حسابداری مالی، ارائه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان داخلی و استفاده‌کنندگان خارج از واحد تجاری، در قالب گزارشهای حسابداری است. آن گروه از گزارشهای حسابداری که با هدف تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان خارج از واحد تجاری تهیه و ارائه می‌شود، در حیطه عمل گزارشگری مالی قرار می‌گیرد (Ball and Brown, 1968).

در نهایت هدف اصلی حسابداری، تهیه صورتهای مالی است. بیانیه انجمن حسابداری آمریکا (۱۹۵۷)، تحت عنوان استانداردهای حسابداری و گزارشگری مبنای تهیه و ارائه صورتهای مالی، مقدمه خود را با این عبارت شروع کرد: «وظیفه اصلی حسابداری شامل گردآوری و انتقال اطلاعات ضروری برای درک و فهم فعالیت های واحد تجاری است» که همانا این امر از طریق صورتهای مالی امکان پذیر خواهد بود (Rahimian, 2007). در مباحث اقتصادی مطرح گردیده که درآمد افراد به دو طریق از دست آنها خارج می شود؛ یکی مصرف و دیگری پس انداز مصرف افراد مستقل از درآمد آنهاست به گونه ای که حتی در درآمد صفر هم باز مصرف دارند و آنها مجبور به قرض گرفتن می شوند. اما پس انداز تابعی از درآمد است و زمانی ایجاد می گردد که درآمد، بیش از مقدار مصرف باشد؛ یعنی مازاد درآمد بر مصرف. آنان می توانند با این پس اندازها، اقدامات مختلفی انجام دهند. از جمله اینکه بخواهند در آینده به مبلغ بیشتری دست یابند. بنابراین اقدامی که افراد برای افزایش پس اندازهای خود در طول زمان انجام می دهند، سرمایه گذاری نام دارد (Eslami Bidgoli, 2008).

بعبارت بهتر تعریفی جامع از سرمایه گذاری عبارت است از ارزش زمانی پول در یک دوره زمانی، به منظور کسب عایداتی در آینده که سرمایه گذار برای ۱- زمان دریافت وجوه ۲- نرخ مورد انتظار تورم و ۳- عدم اطمینان در پرداخت های آتی، پاداش می دهد (Brown and Warner, 1985).

بنابراین افراد سرمایه گذاری می کنند تا از پس اندازهای خود، بازدهی که نتیجه به تعویق انداختن مصرف است، به دست آورند. آنها خواهان نرخ بازدهی هستند که در طول زمان، نرخ مورد انتظار تورم و عدم اطمینان بازده، را جبران نماید و این بازده، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار است (Eslami Bidgoli, 2008).

### - بازده سرمایه گذاری

بازدهی چیست؟ در یک جمله می توان بازدهی را کسب منفعت (اعم از اقتصادی یا اجتماعی) از سرمایه گذاری ها تعریف کرد؛ یا به عبارت دیگر میزان عایدی که از یک سرمایه گذاری حاصل می شود، کسب منفعت و بنابراین «بازدهی» نامیده می شود. تا دهه های پایانی قرن نوزدهم، بازدهی یک سرمایه گذاری به صورت سود حاصل از انجام سرمایه گذاری، اندازه گیری شده و با فرصت های سرمایه گذاری مقایسه می شد و اما از آنجا که میزان سرمایه گذاری در کسب و کارهای گوناگون متفاوت بود، با سود مطلق نمی شد ارزیابی معقولی از بازدهی فرصت های سرمایه گذاری داشت، بنابراین تصمیمات اتخاذ شده بر این اساس، غالباً موجب گمراهی می شد (Beaven et al., 2001). لذا سرمایه گذاران از معیار دیگری بنام نرخ بازدهی سرمایه گذاری استفاده کردند. این نرخ از تقسیم سود به مبلغ سرمایه گذاری حاصل می شود. به این ترتیب مقایسه بازدهی فرصت های سرمایه گذاری امکان پذیر شده و سرمایه گذاران می توانند فرصت های سرمایه گذاری با نرخ بیشتر را انتخاب کنند (Eslami Bidgoli, 2008).

### - اطلاعات حسابداری در مقابل اطلاعات غیر حسابداری

یکی از آموزه های اصلی اقتصاد اطلاعات، ماهیت نامعلوم ارزش هر یک از منابع اطلاعاتی معین است. وجود دیگر منابع اطلاعاتی (منابع غیرحسابداری)، در درک و فهم ارزش منبع اطلاعاتی حسابداری به ویژه در شرایط اقتصادی فعلی، با تأکید بر کاهش مداوم مخارج تولید و انتقال اطلاعات، از اهمیت ویژه ای برخوردار است. منابع اطلاعاتی حسابداری و غیرحسابداری باید به صراحت در قالب الگوهایی شکل بگیرند، به گونه ای که مزیت نسبی حسابداری قابل تشخیص باشد. تحقیقات از قبیل انتل و دمسکی<sup>۱</sup> (۱۹۸۹)، انت و همکارانش<sup>۲</sup> (۱۹۹۴)، و ژینگلر و همرا<sup>۳</sup> (۱۹۹۸)، همگی چنین ملاحظاتی را مدنظر قرار داده اند. السون<sup>۴</sup>

<sup>1</sup>. Entel & Demski

<sup>2</sup>. Ent. & et al.

<sup>3</sup>. Zhigler & Hemer

(۱۹۹۹) معیارهای حسابداری مربوط به ایفای وظیفه مباشرت ( سود، ارزش های دفتری و تقسیم سود) را در شرایط انگیزشی مطالعه کرد. لیانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) روی جنبه زمانی شناخت حسابداری (شناخت زود هنگام در مقابل شناخت با تأخیر) و تعامل آن با برقراری ارتباط اختیاری توسط مدیریت در قالب مدل کارفرما- نماینده تمرکز کرد (Shams Alam, 2004). بینشی که در اینجا مطرح می باشد، این است که حسابداری به دلیل وجود رویه های جایگزین و امکان انتخاب از بین رویه های مختلف با صلاحدید مدیریت ممکن است در فراهم کردن اطلاعات ارزشگذاری به موقع برای بازارهای سرمایه مفید و سودمند نباشد. اما به دلیل توانایی آن در فراهم کردن زمینه کنترل درستی دیگر منابع اطلاعاتی حسابرسی نشده می تواند مفید واقع شود. در تمام پژوهش ها، تأکید روی این است که چه مواردی باید در ثبت های حسابداری در بر گرفته شود و چه مواردی باید از ثبت های حسابداری مستثنی شود. این همه ی آن چیزی است که شناخت بر آن استوار است (Scott, 2003).

### - صورت های عملکرد مالی

یکی از اهداف اصلی صورتهای مالی گزارش اطلاعات درباره عملکرد مالی است. عملکرد مالی در بر گیرنده بازده منابع تحت کنترل واحد تجاری است. اطلاعات مربوط به عملکرد مالی در صورت سود و زیان و صورت سود و زیان جامع ارائه می شود. این اطلاعات نشان می دهد که یک واحد تجاری تا چه میزان در بکارگیری منابع خود موفق بوده است. تحلیل اطلاعات مربوط به عملکرد مالی دوره های مختلف و تغییرات آن برای پیش بینی توان سودآوری آتی واحد تجاری نیز مفید می باشد (Bozorg Asl, 2008).

هدف از تهیه صورت سود و زیان و صورت سود و زیان جامع، ارائه کلیه درآمدها و هزینه های شناسایی شده طی یک دوره مالی می باشد. تمرکز اصلی صورت سود و زیان دوره بردرآمدها و هزینه های عملیاتی است. درآمدها و هزینه ها تنها در مواردی در صورت سود و زیان منعکس نمی شود که به طور مشخص به موجب استانداردهای حسابداری مستقیماً به حساب حقوق صاحبان سرمایه منظور شود. از آنجایی که جهت تصمیم گیری اقتصادی استفاده کنندگان صورتهای مالی، آگاهی از کلیه جنبه های عملکرد مالی واحد تجاری طی دوره ضرورت دارد، لازم است کلیه درآمدها و هزینه های شناسایی شده طی آن دوره مورد ملاحظه قرار گیرد. این عمل در صورت سود و زیان جامع قرار دارد تا میزان افزایش یا کاهش حقوق صاحبان سرمایه از بابت درآمدها و هزینه های مختلف دوره را نشان می دهد (Bozorg Asl, 2008).

در ارتباط با موضوع تحقیق حاضر مطالعات متعددی صورت گرفته که به پاره ای از آنها اشاره می گردد:

او و پنمن (۱۹۸۹) در تحقیقی تحت عنوان تجزیه و تحلیل صورتهای مالی و پیش بینی بازده سهام، که برای اولین بار در آسیا و توسط محققین فوق و در بورس اوراق بهادار ژاپن انجام گرفت، برای تجزیه و تحلیل صورتهای مالی ترکیبی از یک مجموعه بزرگ از اقلام صورتهای مالی را در مقیاسی خلاصه انجام دادند که مسیر تغییرات یکسال قبل سود را نشان می داد. آنها با استفاده از ۶۸ نسبت مالی حاصل از صورت سود و زیان و ترازنامه اقدام به ارائه الگویی برای پیش بینی سود و بازده سهام نمودند و با توجه به وضعیتهای سهام و بازار بر اساس این مقیاس خلاصه که در طی دوره زمانی ۱۹۸۳-۱۹۷۳ در نظر گرفته شده بود که نتایج نشان می دهد که وضعیت های کوتاه مدت و بلند مدت را با سرمایه گذاری خالص صفر لغو می نماید. همچنین نتایج نشان می دهد که بازده دوره نگهداری دو ساله برای وضعیت های کوتاه مدت و بلند مدت در طبقه ۱۲.۵٪ قرار دارد. ضمن اینکه پس از تعدیل به منظور بررسی "اثرات اندازه" بازده عددی در حدود ۷٪ قرار داشت. این بازده به وسیله ویژگی های ریسک معرفی شده شرکت توضیح داده می شود.

مرامور و پاهور (۲۰۰۱) در تحقیقی به بررسی روابط خطی و غیر خطی میان نسبت های مالی و بازده سهام پرداختند. نتایج تحقیق نشان دهنده آن است که بین بازده مازاد و تعدادی از نسبت های بررسی شده رابطه خطی و غیرخطی وجود دارد. شدت و نوع این رابطه به نوع صنعت بررسی شده وابسته است و نوع رابطه از کشوری به کشور دیگر متفاوت است.

جانانان لیولن (۲۰۰۴) در تحقیقی به پیش بینی بازده سهام با استفاده از نسبت های مالی پرداخت؛ هدف اصلی از انجام این تحقیق بررسی تأثیر بازده تقسیمی و چند نسبت مالی در پیش بینی بازده سهام آتی می باشد. در این تحقیق با استفاده از مدل

<sup>4</sup>. Elson

<sup>5</sup>. Liang

قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای توان پیش بینی نسبت قیمت به درآمد، ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده سود تقسیمی تجزیه و تحلیل شد. نتایج بدست آمده نشان می دهد که بازده سود تقسیمی، بازده های بازار را در طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۵ به خوبی در نمونه های جزئی گوناگون پیش بینی می نماید. همچنین نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت قیمت به سود، توانایی کمتری در پیش بینی بازده سهام دارند. سایر شواهد نیز، با وجود اینکه بازده حاصل از تغییر قیمت به سرعت در سالهای اخیر معمول بوده، معتبر هستند.

کاوتمن و همکاران (۲۰۰۹) نیز در تحقیقی به مطالعه نقدینگی و بازده غیر عادی در بازارهای ضعیف از نظر کارایی پرداختند. آنها در این تحقیق نشان دادند که رابطه ضعیف بین نقدینگی و کارایی بازار وجود دارد و از طرف دیگر بین کارایی بازار و بازده غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد.

مهرانی و مهرانی (۱۳۸۲) در مطالعه ای رابطه بین نسبت های سود آوری و بازده سهام در بازار بورس تهران را بررسی نمودند؛ این تحقیق در یک دوره زمانی دو ساله (۱۳۷۹ و ۱۳۸۰) و با استفاده از روش رگرسیون و تکنیک OLS انجام شده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که برخی از نسبت ها نظیر بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط معنی داری با بازده سهام دارند. در مقابل معیارهایی نظیر رشد سود، رشد فروش معیار مناسبی برای پیش بینی بازده سهام نمی باشند. همچنین تغییرات برخی از متغیرها نظیر بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی ها به تنهایی تغییرات بازده سهام را به خوبی پیش بینی می نمایند.

شمس عالم (۱۳۸۳) در رساله دکتری خود تأثیر متغیر های حسابداری را بر بازده غیر عادی آتی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد؛ نتایج این تحقیق که برای دوره زمانی ۱۳۷۴ تا ۱۳۸۲ و با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی معکوس مورد مطالعه قرار گرفته است، نشان می دهد که اطلاعات مربوط به درجه اهرم مالی، اقلام تعهدی، نرخ بازده سرمایه گذاری، رشد دارایی ثابت، تغییر در وجوه نقد عملیاتی، ارزش بازار شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، هزینه استقراض و توزیع سود نقدی بر بازده غیرعادی آتی سهام تأثیر گذار است.

نمازی و رستمی (۱۳۸۵) رابطه بین نسبت های مالی و نرخ بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده از بررسی کل شرکتهای و بررسی صنایع بطور جداگانه نشان دهنده آن بود که میان کلیه نسبت های مالی و نرخ بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

کاردان (۱۳۸۷) در رساله دکتری خود تحت عنوان بررسی محتوای اطلاعاتی اقلام صورتهای و ارائه مدلی جهت پیش بینی سود، به بررسی این موضوع پرداخت. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر تأثیر اقلام صورتهای مالی در پیش بینی استفاده کنندگان از اطلاعات مالی بوده ضمن اینکه در این تحقیق مدلهایی جهت پیش بینی سود ارائه گردیده که قادرند سود واحد های تجاری را یک سال قبل از آن پیش بینی نمایند.

مهرانی و بهبهانی نیا (۱۳۸۹) در مطالعه ای تحت عنوان اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با تأکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت به بررسی این موضوع پرداختند. فرضیات این تحقیق با استفاده از آزمون های F و t بررسی گردیده و فرض بر این بوده که در شرکتهای بزرگتر که اطلاعات بیشتری از آنها موجود است و همچنین شرکتهایی با درصد بیشتر سهامداران نهادی، به تفاوت میان اقلام نقدی و تعهدی توجه بیشتری شده و مکانیزم قیمت گذاری اقلام تعهدی صحیح تر می باشد. در نهایت نتیجه این مطالعه نشان داد که سرمایه گذاران شرکت های بزرگتر این تفاوت را لحاظ نموده اند ولی سرمایه گذاران نهادی در تصمیم گیری های خود این مسأله را در نظر نگرفته اند.

نقش اطلاعات در فرآیند تصمیم گیری کاملاً روشن است. برای تصمیمات اقتصادی نیاز به اطلاعاتی است که با استفاده از آنها بتوان منابع موجود را به بهترین نحو تخصیص داد. یکی از راههای دستیابی به این اطلاعات، استفاده از اطلاعات صورتهای مالی سالانه شرکتهاست. اطلاعات مالی تاریخی افشا شده در صورتهای مالی، در پیش بینی سود و بازده مورد انتظار کاربرد دارند (Savickas, 2001).

اما، اولین مرحله در انجام هر تحقیق علمی، تعیین هدف آن تحقیق می باشد. برای تحقیقاتی که در زمینه بورس اوراق بهادار انجام می شوند، هدف اصلی کمک به فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکتهای، ناظران سیستم های اقتصادی و سرمایه گذاران عادی برای کسب آگاهی از وجود عوامل مختلف مؤثر بر بازده، علل بروز و نحوه مدیریت آن می باشد. هدف اصلی از انجام تحقیق حاضر، بررسی ارتباط بین نسبت های مالی بر بازده غیر عادی آتی سهام در صنعت سیمان می باشد. به این معنی که در این تحقیق محقق در نظر دارد آزمون نماید که آیا نسبت های مالی به صورت همزمان بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر دارد یا خیر؟ یعنی دلایل کسب بازده غیر عادی آتی از طریق بکارگیری اطلاعات نسبت های مالی توسط سرمایه گذاران را بررسی نماید. در نهایت هدف کاربردی این تحقیق توصیه به سهامداران در خصوص مشاهده تأثیر نسبت های مالی بر بازده غیر عادی و اخذ تصمیم بهینه در رابطه با سرمایه گذاری در شرکتی که منافع آنها را تأمین نموده و از متضرر شدن آنان به نفع گروهی دیگر جلوگیری نماید. ضمن اینکه محققان در این پژوهش به دنبال پاسخ به سؤالات زیر نیز بوده اند:

- الف) آیا استفاده همزمان از نسبت های مالی بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر دارد؟  
 ب) آیا نسبت های مالی بر گرفته از صورتهای مالی تعهدی در پیش بینی سود و بازده تأثیر دارند؟  
 ج) آیا استفاده از نسبت های مالی به یک اندازه بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر دارد؟  
 د) آیا تجزیه و تحلیل فراگیر نسبت های مالی باعث کسب بازده غیر عادی نسبت به بازدهی بازار می گردد؟

## ۲- مواد و روشها

تحقیق حاضر از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. هدف تحقیقات کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می شود. نتایج این نوع تحقیقات در بر گیرنده مجموعه دانش کاربردی، تأیید شده در یک زمینه خاص است (Sarmad et al., 2006). از طرف دیگر با توجه به ماهیت موضوع، تحقیق حاضر از لحاظ روش انجام در زمره تحقیقات توصیفی یا غیر آزمایشی و از نوع پس \_ رویدادی است. پس رویدادی از نظر معنی عبارت است از آنچه که بعداً انجام می شود؛ که مترادف با بعد از وقوع، گذشته نگر، از معلول به علت و علی مقایسه ای بکار برده شده است. بنابراین پس رویدادی به پژوهشهایی گفته می شود که در آنها احتمال روابط علت و معلولی از طریق مشاهده یک موقعیت، مورد پژوهش قرار می گیرد و عوامل علی موجه را در زمان گذشته جستجو می کند (Delavar, 2008).

همچنین به منظور جمع آوری داده های مورد نظر برای نمونه تحقیق از نرم افزار های تدبیر پرداز و ره آورد نوین و همچنین اطلاعات موجود شرکتهای در سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده و به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری تحقیق، از روش کتابخانه ای و از کتب، مجلات و تحقیقات انجام یافته برای مطالب علمی و تئوریک مرتبط با موضوع تحقیق نیز استفاده شده است.

ضمن اینکه شیوه تجزیه و تحلیل داده ها از طریق آمار توصیفی و آمار استنباطی و با استفاده از نسخه ۱۸ نرم افزار SPSS انجام خواهد پذیرفت؛ فرضیه تحقیق نیز با استفاده از تحلیل رگرسیون و آزمون t-test و همچنین ضریب همبستگی پیرسون انجام گردیده است.

فرضیه اصلی تحقیق حاضر به این صورت تدوین گردیده است:

"استفاده همزمان از نسبت های مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر دارد."

اما متغیر های تحقیق حاضر، چهار متغیر مستقل شامل چهار گروه از نسبت های مالی و نرخ رشد آنها طی دوره مالی بوده که با استفاده از روش تحلیل عاملی استخراج گردیده است و متغیر وابسته نیز بازده غیر عادی آتی سهام است که به صورت زیر و با استفاده از فرمول ساده بازار محاسبه گردیده است:

$$Ar_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

بازده غیرعادی سهم  $i$  در
بازده بورس در سال  
نرخ بازده سهم  $i$  در سال  $t$

$$R_{it} = \frac{p_1(1+\alpha) + D - [p_0 + \alpha(1000)]}{p_0} \times 100$$

$R_{it}$  = بازده واقعی سهم  $i$  در دوره  $t$

$p_1$  = قیمت سهام در پایان دوره اول

$p_0$  = قیمت سهام در پایان دوره صفر

$\alpha$  = درصد کل افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته

$D$  = سود تقسیمی هر سهم

ضمن اینکه عدد ۱۰۰۰ نیز به معنی این است که قیمت اسمی هر سهم شرکتهای بورسی طبق قانون تجارت ۱۰۰۰ ریال می‌باشد

شاخص بورس در آغاز سال  $t$       شاخص بورس در پایان سال  $t$

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mo}}{I_{mo}}$$

بازده بورس در سال  $t$

- منظور از شاخص بورس، شاخص کل (شاخص قیمت) شاخصی برای ارزیابی تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

در تحقیق حاضر، با توجه به موضوع و کاربرد آن، جامعه آماری، شامل تمامی شرکتهای پذیرفته در صنعت سیمان در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در جامعه مورد مطالعه تا پایان دوره زمانی تحقیق (۱۳۸۸-۱۳۸۰)، یعنی سال ۱۳۸۸ تعداد ۲۹ شرکت در این صنعت فعالیت داشته‌اند. بنابراین، جامعه آماری تحقیق شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را دارا باشند:

الف) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

ب) طی دوره زمانی تحقیق یعنی سالهای ۱۳۸۸-۱۳۸۰ تغییر سال مالی نداده باشند.

ج) از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس تهران حضور داشته باشند.

د) اطلاعات مالی مورد نیاز آنها به منظور استخراج داده در دسترس باشد.

از بین جامعه آماری، شرکتهایی که شرایط فوق را داشته‌اند، جمعاً شامل ۱۶ شرکت بوده که به عنوان نمونه تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است.

### ۳- نتایج و بحث

برای پی بردن به اینکه آیا بین آیتم‌های مشخص شده رابطه معناداری وجود دارد یا خیر می‌توان از آزمون‌های پارامتری استفاده کرد. دلیل استفاده از آزمون‌های پارامتری این است که با استفاده از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف ابتدا فرض نرمال بودن داده‌ها تأیید گردد و سپس با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون معنی دار بودن متغیرها مورد بررسی قرار گیرد (Azar and Momeni, 2006). ضمن اینکه برای آزمون فرضیه تحقیق، تأثیر متغیرهای مستقل (نسبتهای نقدینگی و نرخ رشد آنها) در دوره زمانی تحقیق (۱۳۸۷-۱۳۸۰) بر متغیر وابسته یا بازده غیر عادی آتی، برای یک دوره زمانی پس از تحقیق (۱۳۸۸-۱۳۸۱)، از طریق تحلیل رگرسیون بررسی شده است.

#### - آزمون فرضیه تحقیق

$H_0$ : استفاده همزمان از نسبت‌های مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر ندارد.

$H_1$ : استفاده همزمان از نسبت های مالی و نرخ رشد آنها بر بازده غیر عادی آتی سهام تأثیر دارد. اما جدول شماره ۱ که نشان دهنده نتیجه آزمون فرضیه تحقیق بوده، نشان می دهد که تمامی نسبت های مالی به صورت همزمان بر بازده غیرعادی سهام تأثیر گذار نبوده، لذا متغیرهای مربوط به نسبتهای فعالیت و سرمایه گذاری در این فرضیه تأیید نمی گردد.

نتیجه آزمون فرضیات	P-Value	آماره t	ضرایب استاندارد	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
-	۰/۰۰۰	۴/۳۳۷	-	۲۴/۳۲۵	۱۰۵/۴۹۰	عرض از مبدأ
تأیید	۰/۰۲۷	۲/۲۹۳	۰/۲۵۹	۲۵/۷۱۸	۵۸/۹۷۰	نسبت های نقدینگی
رد	۰/۳۷۹	۰/۸۸۸	۰/۵۱۷	۱۳۲/۸۳۵	۱۱۷/۹۶۲	نسبت های فعالیت (کارایی)
رد	۰/۱۷۵	۱/۳۷۸	۰/۸۹۸	۱۴۸/۶۲۵	۲۰۴/۸۴۱	نسبت های سرمایه گذاری (اهرمی)
تأیید	۰/۰۰۳	۳/۱۲۶	۰/۹۴۲	۶۸/۷۳۴	۲۱۴/۸۸۶	نسبت های سودآوری

جدول شماره (۱): نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق، برای سالهای ۸۱-۱۳۸۰ تا ۸۸-۱۳۸۷ به تفکیک نسبتهای نقدینگی، فعالیت، سرمایه گذاری و سود آوری

در جدول فوق ضریب ثابت و ضرایب رگرسیونی داده شده است. در این جدول برای مقایسه اثرات نسبت های مالی بر بازده غیر عادی آتی از ستون ضرایب استاندارد شده استفاده شده است؛ زیرا استفاده از ضرایب استاندارد شده برای مقایسه متغیرها در شرایط یکسان، نیاز به واحد نداشته و از این رو همانند ضریب تغییرات شاخص مناسبی برای مقایسه همزمان دو یا چند متغیر می باشد. لذا بر این اساس، با در دست داشتن نسبت سودآوری دارای بیشترین اثر می باشد زیرا به ازای یک واحد تغییر در نسبت سودآوری، ۰/۹۴۲ تغییر در بازده غیر عادی آتی ایجاد می شود؛ ضمن اینکه با توجه به سطح معنی داری مشاهده می گردد که نسبتهای فعالیت و سرمایه گذاری در سطح خطای ۵ درصد قابل پذیرش نیست. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه تحقیق و همانگونه که بیان گردید معادله رگرسیونی به علت عدم معنی دار بودن نسبت های فعالیت و سرمایه گذاری عملاً دقیق نبوده و بلا استفاده می باشد، در این مرحله برای آزمون فرض معناداری هر ۴ ضریب به طور همزمان از رگرسیون به روش Stepwise (گام به گام) استفاده شده است. در این روش متغیرهای مستقل یکی یکی به معادله رگرسیون اضافه می شوند و اگر نقش معنی داری در رگرسیون نداشته باشند (با توجه به Sig آزمون خطی بودن رابطه متغیرها) از آن حذف می شوند. نتایج این آزمون به شرح جدول ذیل می باشد:

متغیرها	متغیر های مستقل	خطای استاندارد	ضرایب استاندارد شده	t	Sig t
۱	نقدینگی	۲۸/۳۹۴	۰/۴۱۹	۳/۳۶۲	۰/۰۰۱



۰/۰۰۴	۳/۰۳۴	۰/۳۶۳	۲۷/۱۸۹	نقدینگی	۲
۰/۰۰۹	۲/۷۲۰	۰/۳۲۵	۲۷/۶۲۹	سودآوری	
۰/۰۰۴	۲/۹۸۱	۰/۳۴۱	۲۵/۹۷۵	نقدینگی	۳
۰/۰۰۸	۲/۷۳۹	۰/۳۱۲	۳۶/۳۴۳	سودآوری	
۰/۰۱۵	۲/۵۱۳	۰/۲۸۳	۲۷/۵۷۲	سرمایه گذاری	

جدول شماره (۲): جدول ضرایب مدل نهایی فرضیه تحقیق

به طور کلی و با توجه به ستون ضرایب استاندارد شده جدول فوق می توان بیان نمود که نسبت های فعالیت هیچگونه اثری در استفاده همزمان از نسبت های مالی توسط استفاده کنندگان نداشته و در نهایت مدل رگرسیونی ما برای فرضیه تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$\text{(نسبت‌های سرمایه گذاری)} + ۰/۲۸۳ + \text{(نسبت‌های سودآوری)} + ۰/۳۱۲ + \text{(نسبت‌های نقدینگی)} + ۰/۳۴۱ = \text{بازده غیر عادی آتی سهام}$$

در تحقیق حاضر، برای دست یابی به اهداف تحقیق، اطلاعات مربوط به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره هشت ساله ۸۰-۸۱ تا ۸۸-۸۷ بررسی شده است. نتیجه بدست آمده از آزمون فرضیه تحقیق، اگرچه تأیید کننده تأثیر همزمان تمامی نسبت‌های مالی بر بازده غیرعادی آتی سهام نبوده؛ اما بیانگر اثر گذاری اقلام مندرج در صورتهای مالی تعهدی در فرآیند تصمیم گیری تصمیم گیرندگان اقتصادی بوده است؛ اگرچه اثر گذاری و اهمیت و محتوای اطلاعاتی در بین همه اقلام صورت های مالی یکسان نبوده و به عبارتی گروه نسبت‌های نقدینگی بیشترین اثر گذاری را داشته است و نسبت های سودآوری، سرمایه گذاری و فعالیت، بعد از نسبت‌های نقدینگی به ترتیب دارای بیشترین اثر گذاری بوده است. به نظر می رسد که سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات نقدی و سودآوری حساسیت بیشتری دارند؛ یعنی اینکه اکثر سرمایه گذاران نسبت به شرایط کوتاه مدت و فعلی یک واحد تجاری بیشتر از وضعیت بلند مدت و آتی آن توجه نموده و نسبت به انباشت موجودی کالا و سرمایه گذاری عمده در دارایی های ثابت، لاقول در کوتاه مدت، واکنش منفی داشته و لذا نسبت های سودآوری و نقدینگی به همین علت محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به نسبت های سرمایه گذاری و فعالیت واحدهای تجاری مختلف داشته اند. ضمن اینکه اثبات گردید که استفاده از سایر اطلاعات حسابداری به جز سود (نسبت‌های مالی)، دارای محتوای اطلاعاتی نسبی بوده و قدرت توضیح دهنده و پیش بینی کنندگی را دارند که به نظر می رسد این تحلیل با نظریه کیفیت سود مطابقت داشته باشد. این نتیجه نیز تقریباً مطابق با نتایج تحقیقات قبلی از جمله شمس عالم (۱۳۸۳)، مرامور و پاهور (۲۰۰۱)، لیولن (۲۰۰۴)، او و پنمن (۱۹۸۹)، مهرانی و مهرانی (۲۰۰۳) و نمازی و رستمی (۲۰۰۵) و کاردان (۲۰۰۷) و کاوفمن و همکاران (۲۰۰۹) می باشد. ضمن اینکه به سرمایه گذاران و همچنین تحلیل گران مالی پیشنهاد می گردد که ضمن توجه کافی به مقوله اصل افشا و شفافیت اطلاعات، اقلام صورتهای مالی به غیر از سود (نسبت های مالی) را که دارای محتوای اطلاعاتی هستند مورد تجزیه و تحلیل فراگیر قرار داده به نحوی که از اشتباه تفسیر نمودن وضعیت یک واحد تجاری جلوگیری شده و همچنین باعث منطقی تر شدن رفتار بازار سرمایه گردند و نهایتاً از متضرر شدن آنان به نفع گروهی از افراد سودجو جلوگیری نمایند. ضمن اینکه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک نهاد اقتصادی و ناظر بر فعالیت های اقتصادی شرکتها، پیشنهاد می گردد که ضمن برنامه ریزی، تنظیم و کنترل ساز و کارهای موجود برای روشن شدن دلایل کسب بازده غیرعادی سهام، برنامه ای جهت استانداردسازی مقررات برای ارتقای شفافیت شرکتها تدوین نماید که از جمله این موارد می توان به توجه بیشتر به اصول حاکمیت شرکتی، اجرای کامل قوانین و مقررات با تأکید بر تحقق شفافیت اطلاعات، کاهش هزینه اطلاعات و افزایش سرعت گردش اطلاعات، موارد مربوط به اصول راهبری شرکتها و از این قبیل موارد اشاره نمود. همچنین به محققان آتی توصیه می شود که در تحقیقات بعدی موضوعات زیر را مورد بررسی قرار دهند:

- ۱- بررسی تأثیر تک تک اقلام و نسبت های مالی بر بازده غیر عادی آتی سهام؛
- ۲- بررسی تأثیر استفاده همزمان از نسبت‌های مالی بر اقلامی نظیر قیمت، سود، و بازده عادی سهام؛
- ۳- بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران؛

- ۴- موضوعی مشابه موضوع این تحقیق برای سایر صنایع و شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ و  
 ۵- موضوعی مشابه موضوع این تحقیق در دوره های زمانی دیگر و طولانی تر.

#### ۴- منابع

- 1- Azar, A., & Momeny, M. 2006. Statistics and its Application in Management, SAMT Publication.
- 2- Ball, R. J., P. Brawn. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Number. Journal of Accounting Research, p:26-103.
- 3- Bevan, J., Blair, Ser- Huang, Poon, Stephen, and J., Taylor. 2001. Modeling S&P 100 Volatility: The Information Content of Stock Returns. Journal of Banking & Finance. 25: 1665-1679
- 4- Bozorg Asl, M. 2008. Intermediate Accounting, Financial Statement. Audit Organization.
- 5- Brown, S., and Warner, J. 1985. Using Daily Stock Returns: The case of event studies. Journal of Financial Economics.14:3-31.
- 6- Delavar, A. 2008. Educational and Psychological Research. 4<sup>th</sup> ed. Tehran: Virayesh Publication.
- 7- Eslami Bidgoli, Gh. R. 2008. Issues in Finance Theory & Practice. Tehran: Termeh Publication.
- 8- Jahankhani A., & Parsayian, A. 2007. Fundamentals of Managerial Finance. Vol.1. SAMT Publication. (Translated in Persian).
- 9- Kardan, B. 2007. The Information Content of Financial Statements Accounting Number: A Model For Prediction of Earning, Ph.D. Thesis University of Tehran.
- 10- Kaufman, R., Spaulding, R. & Wood, C. 2009. Are Online Action Markets Efficient? An Empirical Study of Market liquidity and Abnormal Returns. Journal of Decision Support Systems. 48:1.1-13
- 11- Lewellen, J. 2004. Predicting Returns with Financial Ratios. Journal of Financial Economics. 74:209-235.
- 12- Mehrani, S., and Behbahani Nia, P. 2010. Accrual Items and Stock Future Return. Review of Accounting Research, Vol.5.
- 13- Mehrani, S., & Mehrani, k. 2003. The Related of Profitability Ratios and Stock Return in Tehran Stocks Exchange, Review of Accounting and Audit. Vol.33.
- 14- Mramor, Pahor. 2001. Linear versus non-linear relationships between financial ratios and stock returns. Review of Accounting and Finance.
- 15- Namazi, M., and Rostami, N. 2003. The Related of Financial Ratios and Stock Return in Tehran Stocks Exchange, Review of Accounting and Audit. Vol. 44.
- 16- Ou, J., and Penman, S. 1989. Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. Journal of Accounting and Economics 11:295-329
- 17- Rahimian, N. 2007. Financial Analysis. Keyo Mars Publication.
- 18- Savickas, R., 2001. Abnormal Returns. Journal of Accounting Research, p:1-19
- 19- Scott, William R. 2003. Financial Accounting Theory, 3<sup>rd</sup> ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, p:141-143.

- 20- Shams Alam, S. H. 2004. Investigating the Effects of Accounting Variables on Future of Admitted Stocks at Tehran stocks exchange. PhD. Thesis, Tehran: University of Tehran.