

تحقیقات مالی

شماره ۱۹ - بهار و تابستان ۱۳۸۴

صص ۱۶۶ - ۱۳۵

بررسی تحلیلی تحقیقات انجام شده

در بورس اوراق بهادار تهران

محمد نمازی* - امین ناظمی**

تاریخ دریافت مقاله: ۸۴/۵/۱

تاریخ تایید نهایی: ۸۴/۶/۱۰

چکیده

این مقاله به بررسی، طبقه‌بندی و تحلیل مطالعات انجام شده در بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار تهران) می‌پردازد. هدف نهایی از این تحقیق، تعیین مطالعات بورس در زمینه‌های گوناگون و آرایه یک بانک اطلاعاتی از مجموعه مطالعات انجام شده در قالب پایان‌نامه‌های دانشگاهی و مقالات چاپ شده در نشریات علمی است. طبقه‌بندی و تحلیل مطالعات انجام شده در بازار سرمایه در طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۰ و براساس رویکرد توصیفی و تحلیل محتوای ۴۰۵ مطالعه انجام شده است. مطالعات به پنج دسته امور مالی، حسابداری مالی، حسابرسی، حسابداری مدیریت و سایر موضوعات تقسیم‌بندی شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که امور مالی ۵۷/۱ درصد، حسابداری مالی ۱۴/۳ درصد، حسابرسی ۵/۴ درصد، حسابداری مدیریت ۴/۲ درصد و سایر موضوعات در حدود ۱۹ درصد مطالعات را در بر گرفته است، هم‌چنین، بیشترین تحقیقات به ترتیب در زمینه محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی، تصمیم‌گیری و گزارش‌گری مالی، پیش‌بینی (قیمت، بازده، سود) و کارایی بازار بوده است.

واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی، محتوای اطلاعاتی، امور مالی، حسابداری مالی، حسابرسی، حسابداری مدیریت

* استاد حسابداری دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه شیراز
** دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

مقدمه

بازار بورس اوراق بهادار نقش مهمی را در جذب سرمایه‌های اندک مردم و تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورد. از آنجا که این بازارها در تخصیص منابع و سرمایه ملی نقش سازنده‌ای دارند، بنابراین مطلوبیت آن‌ها در جهت توسعه اقتصادی جامعه خواهد بود. افراد سعی می‌کنند تا با کسب اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به خرید و یا فروش سهام اقدام کنند. بنابراین اطلاعات نقش تعیین‌کننده‌ای برای آن‌ها ایفا خواهد کرد.

با گسترش فناوری و دسترسی راحت و سریع به اطلاعات از طریق رایانه‌ها و شبکه‌های انتقال اطلاعات، موضوع استفاده از اطلاعات در تصمیم‌گیری، ابعاد تازه‌ای به خود گرفته است. از یک طرف شرکت‌ها و افراد به شیوه‌ای راحت‌تر به تبادل اطلاعات می‌پردازند و از طرف دیگر دست‌اندرکاران بازار سرمایه سریع‌تر به نیازهای اطلاعاتی افراد پاسخ می‌دهند. در این میان نقش محققین و جامعه دانشگاهی در پیشرفت هرچه بهتر و بیشتر امور، غیرقابل انکار است. آن‌ها تلاش می‌کنند تا با مشاهده پدیده‌های بازار و ارایه نظرها و پیشنهادها خود به پویایی و بهینه‌سازی بازار کمک کنند.

از زمان تأسیس بورس اوراق بهادار در ایران تا امروز تحقیقات زیادی در رابطه با ابعاد مختلف و متنوع بورس انجام شده است. بیشتر این تحقیقات در قالب پایان‌نامه‌های دانشگاهی و بعضاً به صورت مقالات منتشر شده در مجلات صورت گرفته است. در این مقاله تلاش می‌شود تا تحقیقات (در دسترس) انجام گرفته تاکنون جمع‌آوری و سپس در طبقه‌های مشابه قرار گیرد. به عبارت دیگر، موضوع اصلی در این مقاله بررسی موضوعاتی است که تاکنون در بورس اوراق بهادار به آن پرداخته شده است. این کار از دو جنبه ضروری به نظر می‌رسد: اول آن که مشخص می‌شود تاکنون محققین بر روی چه موضوعاتی کار کرده‌اند و به احتمال به چه موضوعاتی بیشتر پرداخته‌اند. دوم آن که با این دورنما زمینه برای انجام تحقیقات آتی تسهیل می‌شود. بنابراین، آن‌هایی که تمایل به بررسی مطالعات پیشین دارند با مراجعه به آن مطالعات از موضوعات و نتایج تحقیق آن‌ها مطلع شده و به احتمال آن‌ها را ادامه خواهند داد. از طرف دیگر مشخص خواهد شد که بازار بورس در چه زمینه‌هایی به تحقیق و مطالعه بیشتر نیاز دارد.

چنین به نظر می‌رسد که ایجاد یک بانک اطلاعاتی جامع، که در برگیرنده تحقیقات

بازار سرمایه از لحاظ موضوعی و محتوایی باشد، ضروری است. تاکنون چنین مجموعه‌ای طراحی و ساخته نشده است. بنابراین هدف دیگر این تحقیق، ارزیابی بانک اطلاعاتی است که در حد امکان مجموعه تحقیقات بررسی شده در این مقاله را در بر بگیرد. امید است در آینده و با افزایش تحقیقات بازار سرمایه، بر جامعیت این مجموعه افزوده شود. بقیه بخش‌های این مقاله به این ترتیب است؛ در بخش دوم مطالعات انجام شده پیشین در زمینه بررسی تحقیقات بازار سرمایه مرور می‌شود. در بخش سوم روش گردآوری و طبقه‌بندی در این تحقیق تشریح می‌شود. در بخش چهارم بررسی تحلیلی مطالعات پیشین انجام می‌شود، و بخش پایانی به نتیجه‌گیری اختصاص دارد.

مروری بر تحقیقات پیشین

تحقیقات متعددی در رابطه با مرور مطالعات انجام شده در بازار سرمایه (به‌ویژه بورس اوراق بهادار نیویورک) انجام شده است. به‌عنوان نمونه، لو و السن^۱ (۱۹۸۲) شواهد تجربی به‌دست آمده از مطالعات انجام شده در بین سال‌های ۱۹۸۰-۱۹۶۰ در بازار بورس آمریکا را ارزیابی و مرور کردند. آن‌ها تحقیقات انجام شده در بازار بورس آمریکا را از چهار بُعد بررسی کردند:

۱. محتوای اطلاعاتی^۲ داده‌های حسابداری؛
۲. تأثیر تفاوت در افشای اطلاعات و نیز تغییر در روش‌های حسابداری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاران، واحدهای تجاری و مدیران؛
۳. تأثیر وضع قانون در حسابداری بر روی بازار سرمایه؛
۴. تأثیر تحقیقات حسابداری بر اساس شواهد به‌دست آمده از بازار سهام بر روی سایر موضوعات [13].

آن‌ها بر اساس شواهد به‌دست آمده به این نتیجه رسیدند که داده‌های حسابداری دارای اطلاعات مفید و به موقع برای سرمایه‌گذاران هستند. اگرچه نتایج به‌دست آمده بر اساس سود شرکت‌ها این موضوع را تأیید می‌کند، اما محتوای اطلاعاتی سایر داده‌های حسابداری که در گزارش‌های مالی انتشار می‌یابند، هنوز در پرده‌ای از ابهام است. هم‌چنین نتایج کار

1. Lev & Ohlson

2. Information Content

آن‌ها نشان داد که براساس مطالعات انجام شده، نمی‌توان موضوع عدم منطقی بودن سرمایه‌گذاران (که به‌عنوان ثبات عملکردی^۱ از آن یاد می‌شود) را نادیده گرفت. در بخش سوم و تأثیر قانون‌گذاری در حسابداری، نتایج نشان داد که در موارد معدودی (مثل حسابداری نفت و گاز؛ هزینه‌های جایگزینی و گزارش‌گری بخش‌های واحد تجاری) می‌توان به نتیجه روشنی از تأثیر قانون‌گذاری رسید. در نهایت آن‌ها تصریح کردند که در نظریه‌های مالی نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۲ و نیز فرضیه کارایی بازار^۳ باید تجدید نظر کرد [13].

کوٹاری^۴ (۲۰۰۱) تحقیقات تجربی انجام شده حسابداری در بازار سرمایه آمریکا را براساس یک چهارچوب اقتصادی (عرضه و تقاضا برای اطلاعات) بررسی کرد. وی این کار را برای دوره زمانی ۱۹۸۵-۲۰۰۰ و براساس رابطه میان صورت‌های مالی و بازار سرمایه انجام داد. او نشان داد که براساس مطالعات انجام شده، منبع اصلی تقاضا برای تحقیقات بازار سرمایه در حسابداری، ارزش‌یابی شرکت‌ها و تجزیه و تحلیل بنیادی^۵، آزمون کارایی بازار، نقش ارقام حسابداری در انعقاد قراردادها و قانون‌گذاری است. وی موضوعاتی نظیر تجزیه و تحلیل بنیادی، کارایی بازار و ارزش مربوط بودن^۶ گزارش‌گری مالی را از جمله موضوعاتی دانست که مورد توجه و علاقه محققین در این دوره زمانی قرار گرفته است [11].

هلسن و واتنز^۷ (۲۰۰۱) مطالعات انجام شده در مورد ارزش مربوط بودن اطلاعات و نقش آن‌ها را در استاندارد‌گذاری بررسی کردند. آن‌ها با تمرکز بر روی نظریه‌های حسابداری، استاندارد‌گذاری در حسابداری و ارزش‌یابی نشان دادند که مطالعات انجام شده در مورد ارزش مربوط بودن متغیرهای حسابداری و ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام به جز در موارد معدودی نتایج کاربردی محدودی برای استاندارد‌گذاری از سوی مؤسسات تدوین استانداردها داشته است. آن‌ها این مطالعات را در سه بخش بررسی کردند:

1. Functional Fixation
2. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
3. Efficient Market Hypothesis (EMH)
4. Kothari
5. Fundamental Analysis
6. Value Relevance
7. Holthausen & Watts

۱. ارتباط افزایشنده^۱ متغیرهای حسابداری و بازده سهام با فرض وجود سایر متغیرها؛
 ۲. محتوای اطلاعاتی نهایی^۲ (که در واقع این موضوع را بررسی می‌کند که آیا یک رقم ویژه حسابداری، به مجموعه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی را می‌افزاید)؛
 ۳. مطالعاتی که رابطه بین متغیرها را به صورت نسبی بررسی می‌کند که از یک طرف، یک متغیر در مورد ارزش سهام یا تغییر در ارزش سهام و از طرف دیگر، یک متغیر حسابداری مبنا قرار می‌گیرد [10].
- بارث و دیگران^۳ (۲۰۰۱) با انتقاد از مطالعه انجام شده توسط هلسن و واتز (۲۰۰۱)، اظهار کردند که برخلاف نتایج به دست آمده، مطالعات انجام شده در مورد ارزش مربوط بودن دارای اثرات مفیدی برای سازمان‌های تدوین‌کننده استانداردها هستند. آن‌ها معتقدند که مطالعه انجام شده توسط هلسن و واتز (۲۰۰۱) مروری جامع بر روی مطالعات ارزش مربوط بودن اطلاعات حسابداری نیست [7].
- شاکل‌فورد و شولین^۴ (۲۰۰۱) با بررسی مطالعات تجربی انجام شده در مورد مالیات در حسابداری در یک دوره زمانی ۱۵ ساله در بورس اوراق بهادار آمریکا، سه دسته عمده از این مطالعات را برشمردند:
۱. هماهنگی عوامل مالیاتی و غیرمالیاتی که در آن هدف اصلی از انجام تحقیقات این است که مالیات را نمی‌توان بدون در نظر داشتن سایر عوامل و اهداف در سازمان حداقل کرد؛
 ۲. تأثیر مالیات بر روی قیمت‌داری؛
 ۳. مالیات در سطح بین‌المللی و بین‌ایالتی [14].
- هیلی و پالی‌پو^۵ (۲۰۰۱) به بررسی تحقیقات انجام شده در رابطه با گزارش‌گری مالی و افشای داوطلبانه اطلاعات توسط مدیریت پرداختند. آن‌ها معتقدند که براساس مطالعات انجام شده، تقاضا برای گزارش‌گری مالی و افشای اطلاعات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی^۶

1. Incremental Association
2. Marginal Information Content
3. Barth et al.
4. Shackelford and Shevlin
5. Healy and Palepu
6. Information Assymetry

و تضاد نمایندگی^۱ میان مدیران و سایر سرمایه گذاران است. یافته‌های مربوط به قانون گذاری برای گزارش گری مالی و افشاء نشان داد که سود، ارزش دفتری و سایر اطلاعات الزامی در صورت‌های مالی دارای محتوای اطلاعاتی هستند. یافته‌های مربوط به تحلیل گران مالی نشان داد که آن‌ها اطلاعات با ارزش جدیدی را از طریق پیش بینی سود و توصیه خرید و فروش عرضه می کنند. سایر نتایج به دست آمده به شرح زیر بود:

اگر چه گزارش حسابرسان اعتبار گزارشات مالی را افزایش می دهد، نتایج تجربی شواهد بسیار اندکی را در اثبات آن‌ها فراهم آورده است.

تصمیم‌های حسابداری تحت تأثیر قراردادهای پاداش دهی و اعتباردهی قرار می گیرد و هزینه‌های سیاسی^۲ نیز در آن‌ها در نظر گرفته می شود.

سرمایه گذاران به افشای اطلاعات به صورت داوطلبانه در مورد پیش بینی مدیریت به عنوان اطلاعات معتبر نگاه می کنند [9].

فیلدز و دیگران^۳ (۲۰۰۱) با بررسی تحقیقات انجام شده در دهه ۹۰ در رابطه با عوامل و نتایج انتخاب در حسابداری^۴ نشان دادند که سه عامل بر روی انتخاب مدیران از میان فنون مختلف حسابداری تأثیر می گذارد: هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و عوامل خارجی. نتایج کار آن‌ها نشان داد که تنها ۱۰ درصد مقالات چاپ شده در سه مجله برتر حسابداری مربوط به انتخاب در حسابداری است. هم چنین در طراحی تحقیقات انجام شده اشکال وجود دارد و بیشتر بر روی تکرار تحقیقات قبلی متمرکز است تا گسترش آن‌ها. بنابراین، این نوع تحقیقات از رشد کندی نسبت به سایر موضوعات برخوردار بوده اند [8].

در ایران تاکنون چنین تحقیقاتی درباره مطالعات بازار سرمایه انجام نشده است. بنابراین، این پژوهش در بازار بورس ایران از جمله اولین مطالعات در این زمینه محسوب می شود.

روش تحقیق

این مطالعه براساس روش کتابخانه‌ای و تحلیل محتوا به بررسی مطالعات انجام شده در

-
1. Agency Conflict
 2. Political Costs
 3. Fields etal.
 4. Accounting Choice

زمینه بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۰ می‌پردازد. به‌منظور جمع‌آوری مطالعات انجام شده در بازار بورس تهران، از چند منبع اطلاعاتی استفاده شده است. نخست تعداد ۲۰۵ پایان‌نامه بایگانی شده در بانک اطلاعاتی مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران^۱ که در ارتباط با مطالعات تجربی انجام شده در بازار بورس تهران بوده است، استخراج شد. سپس با استفاده از کتابخانه سازمان حسابداری و مجلات معتبر علمی حسابداری در ایران از بدو انتشار تاکنون (شامل بررسی‌های حسابداری و حسابداری، حسابداری، حسابرس، تحقیقات مالی، بورس، تازه‌های اقتصاد، پیام امروز، مجله برنامه و بودجه، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، اقتصاد و مدیریت و سایر مجلات علمی دانشگاه‌های ایران)، آن دسته از مقالاتی که در رابطه با بورس و سایر اوراق بهادار بودند، انتخاب شد. نگاره شماره (۱) اطلاعات کلی در این زمینه را نشان می‌دهد.

یادآوری این نکته لازم است که بعضی از پایان‌نامه‌های دانشگاهی به‌صورت مقاله در مجلات چاپ شده‌اند، بنابراین، به‌منظور پرهیز از تکرار، فقط یکی از آن‌ها انتخاب شد. به این طریق تعداد مقالات استخراجی به ۶۸ مورد رسید.

مجموع مطالعات موجود و مرتبط در سازمان حسابداری برابر با ۴۹ مورد بود. در نهایت به‌منظور کنترل این احتمال که ممکن است در سایر مجلات و یا دانشگاه‌ها، مقاله یا پایان‌نامه مرتبطی وجود داشته باشد و در سه منبع یادشده، موجود نباشد، از بانک اطلاعاتی کتابخانه منطقه‌ای و علوم تکنولوژی شیراز نیز استفاده شد و پس از اطمینان از تکراری نبودن، ۸۳ مورد جدید یافت شد. به این ترتیب مجموع مقالات و پایان‌نامه‌های دانشگاهی به ۴۰۵ مورد رسید و مبنای طبقه‌بندی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

نگاره ۱. طبقه‌بندی و آمار مجموعه مقالات و پایان‌نامه‌های دانشگاهی

ردیف	منبع	تعداد مقاله یا پایان‌نامه	درصد
۱	مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران	۲۰۵	۵۰/۶
۲	کتابخانه سازمان حسابداری	۴۹	۱۲/۱
۳	مجلات علمی مرتبط با رشته حسابداری (بررسی‌های حسابداری و حسابداری، تحقیقات مالی، بورس، حسابداری، حسابرس، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز و سایر مجلات)	۶۸	۱۶/۸
۴	کتابخانه منطقه‌ای و علوم تکنولوژی شیراز	۸۳	۲۰/۵
	جمع	۴۰۵	۱۰۰

1. www.irandoc.ac.ir

لازم به یادآوری است که مجموعه انتخابی به دلیل عدم تمرکز بانک‌های اطلاعاتی و نیز عدم دسترسی به بعضی از پایان‌نامه‌های دانشگاهی شامل تمام تحقیقات انجام شده تاکنون نیست. در ضمن به گفته مسؤلان مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران، تمامی پایان‌نامه‌های دانشگاهی در بایگانی آن‌ها موجود نیست. از این رو انتظار می‌رود که تعدادی از مطالعات انجام شده تاکنون در این مجموعه گنجانیده نشده باشد. اما به نظر می‌رسد مطالعات گردآوری شده به نحو مناسبی، غالب موضوعات بررسی شده تاکنون را در برگیرد. به منظور تکمیل کار، تلاش شد تا تمامی مقالات مربوط، صرف نظر از میزان و محتوای آنها، در نظر گرفته شود. از این رو ممکن است محتوای بعضی از آن‌ها با پایان‌نامه‌های دانشگاهی قابل مقایسه نباشد، اما از آنجا که هدف از این مطالعه، مرور تحقیقات و مطالعات انجام شده تاکنون بوده است، این مطالعات در نظر گرفته شده‌اند.

دوره زمانی در نظر گرفته شده در این مطالعه سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۰ بوده است. علت انتخاب این دوره زمانی، اولاً فعالیت مجدد بورس از آغاز دهه ۷۰ و ثانیاً افزایش چشمگیر مطالعات در زمینه بورس در سال‌های آغازین دهه ۸۰ بوده است. افزون بر این، در دهه ۸۰ با افزایش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، افزایش تالارهای منطقه‌ای و نیز تسهیل در دستیابی به اطلاعات و ارقام مالی شرکت‌ها، تحقیقات در زمینه بورس اوراق بهادار نیز افزایش یافته است.

به منظور بررسی و طبقه‌بندی موضوعات، از یک رویکرد توصیفی^۱ در چارچوب "تحلیل محتوا" و سودمندی مطالعات انجام شده در "زمینه‌های گوناگون" استفاده شده است. بنابراین، مجموعه ۴۰۵ مقاله و پایان‌نامه بررسی و مرور شده و سپس برحسب مشابهت موضوعات و محتوای آن‌ها در طبقات همگن قرار گرفته است. از آنجا که بعضی از عناوین و موضوعات دارای اشتراک هستند، تلاش شد در حد امکان، مجموعه انتخابی برحسب موضوعات غالب، تفکیک و طبقه‌بندی شود. بنابراین، طبقه‌بندی انجام شده مطلق نیست و برحسب نوع دیدگاه افراد ممکن است، تغییراتی در آن‌ها ایجاد شود.

نکته دیگری که لازم است به آن اشاره شود، این است که تلاش شده است، تحقیقاتی که مبتنی بر متغیرهای بازار هستند، از سایر تحقیقات در هر طبقه جدا شوند. علت آن است که در هنگام بررسی و مرور مطالعات گذشته، مشخص شد که بعضی از آن‌ها بر حسب

1. Descriptive

متغیرهای بازار^۱ مانند قیمت و بازده سهام انجام شده‌اند، اما برخی دیگر تنها از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استفاده کرده‌اند، ولی به سایر موضوعات (که در رابطه با متغیرهای بازار نیست) پرداخته‌اند.

طبقه‌بندی مطالعات انجام شده

به منظور بررسی تحقیقات، با توجه به چارچوب "تحلیل محتوا" و براساس رویکرد توصیفی (آنچه هست و نه آنچه که باید باشد)، مطالعات مربوط به ۵ دسته عمده با عنوان‌های زیر طبقه‌بندی شد:

۱. امور مالی^۲،
۲. حسابداری مالی^۳،
۳. حسابرسی^۴،
۴. حسابداری مدیریت^۵،
۵. سایر موضوعات^۶.

نگاره شماره (۲) فهرست موضوعی زیر مجموعه‌های هر یک از طبقات پنج‌گانه یادشده را نشان می‌دهد. هم‌چنین در این نگاره، تعداد و درصد تحقیقات برحسب موضوع نشان داده شده است. با یک نگاه اجمالی می‌توان گفت که بیشترین درصد از مطالعات گذشته از میان ۵ طبقه به بخش مالی (۵۷/۱٪) و کم‌ترین آن مربوط به بخش حسابداری مدیریت (۴/۲٪) بوده است. در بخش حسابرسی بیشترین تحقیقات در رابطه با گزارش‌گیری (گزارش‌های حسابرسی) (۱۴ مورد)، در بخش حسابداری مالی، بیشترین تحقیقات در رابطه با تصمیم‌گیری و گزارش‌گیری مالی (۲۳ مورد)، در بخش حسابداری مدیریت، بیشترین تعداد مطالعات مربوط به حسابداری صنعتی (۵ مورد)، در بخش مالی بیشترین تعداد مطالعات مربوط به محتوای اطلاعاتی (۳۸ مورد) و در نهایت در بخش سایر موضوعات، به دلیل تعدد موضوعات، یک موضوع خاص، حداکثر تعداد مطالعات را به

-
1. Market Variables
 2. Finance
 3. Financial Accounting
 4. Auditing
 5. Managerial Accounting
 6. Others Subjects

خود اختصاص نداده و بخش سایر موضوعات از آن (۴۵ مورد) بیشترین تعداد را دارا است.

نگاره ۲. فهرست موضوعی - طبقه‌بندی تحقیقات بازار سرمایه در ایران (۱۳۸۲-۱۳۷۰)

ردیف	مالی	تعداد	حسابداری مالی	تعداد	حسابرسی	تعداد	حسابداری مدیریت	تعداد	سایر موضوعات	تعداد
۱	محتوای اطلاعاتی	۳۸	تصمیم‌گیری و گزارش‌گری مالی	۲۳	گزارش حسابرسی	۱۴	حسابداری صنعتی	۵	سایر موضوعات	۴۵
۲	پیش‌بینی (قیمت)، بازده و ریسک (سود)	۲۲	گزارش‌گری و ارزیابی اطلاعات در شرایط تورمی	۸	نگرش حسابرسی	۳	سایر موضوعات	۵	تأثیر متغیرهای اقتصادی	۱۴
۳	کارایی بازار	۲۰	اعلام و تقسیم سود به صورت نقدی و سهمی	۷	حسابرسی عملکرد	۱	بهره‌وری نیروی کار	۳	خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی	۱۳
۴	ساختار مالی شرکت‌ها	۱۹	مالیات	۵	بازرسان قانونی	۱	موانع توسعه حسابداری مدیریت	۳	قوانین بورس	۵
۵	تأثیر یک متغیر روی متغیر دیگر	۱۸	صورت‌های مالی تلفیقی	۴	بازار حسابرسی	۱	مدیریت و تکنولوژی اطلاعات	۱		
۶	نوسان قیمت، بازده، سود و ریسک	۱۷	وضعیت نقدینگی	۴	نامه مدیریت	۱				
۷	تأمین مالی شرکت‌ها	۱۵	استانداردهای حسابداری	۲	ریسک حسابرسی	۱				
۸	مدل‌های ارزش‌یابی	۱۴								
۹	خرید و فروش سهام	۱۲	اندوخته توسعه و تکمیل	۲						
۱۰	تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی	۱۱	موجودی کالا	۱						
۱۱	شاخص سهام	۱۱	دارایی‌های نامشهود	۱						
۱۲	پرتفوی سهام	۸	مخارج تبلیغات	۱						
۱۳	ابزارهای مالی	۷								
۱۴	هموارسازی سود	۷								
۱۵	شرکت‌های سرمایه‌گذاری	۵								
۱۶	ارزش افزوده اقتصادی	۴								
۱۷	بازارهای جانبی و شرکت‌های تازه پذیرفته شده (IPO)	۳								
	جمع	۲۳۱		۵۸		۲۲		۱۷		۷۷
	درصد	۵۷/۱		۱۴/۳		۵/۴		۴/۲		۱۹

اختلاف بسیار زیاد میان بخش مالی و سایر بخش‌ها، این موضوع را روشن می‌سازد که

اکثر محققین در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، علاقه‌مند به بررسی موضوعات مالی و متغیرهای بازار از قبیل قیمت، بازده، ریسک از یک طرف و سایر متغیرها نظیر سود شرکت‌ها هستند. به نظر می‌رسد در دسترس بودن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش عمده‌ای در پیدایش و گسترش این مطالعات داشته است. در بخش بعدی، هر یک از اجزای نگاره شماره (۲) به تفصیل معرفی می‌شود.

بررسی تحلیلی مطالعات

در این بخش به تشریح طبقه مالی از مجموعه طبقات مطرح شده پرداخته می‌شود. به دلیل حجم زیاد مطالب و نیز اهمیت بخش مالی بر روی آن متمرکز شده و از ذکر بقیه بخش‌ها خودداری می‌شود.

مالی

تحقیقات مالی بخش وسیعی از مطالعات پیشین را به خود اختصاص داده است. تنوع موضوعات مشاهده شده در این بخش به مراتب بیشتر از سایر بخش‌ها است. از این رو این مبحث با تفصیل بیشتری بررسی می‌شود. به منظور تحلیل مطالعات مالی ۱۷ طبقه زیر به ترتیب اولویت طبق اطلاعات نگاره شماره (۲) در نظر گرفته شده که عبارتند از:

۱. محتوای اطلاعاتی؛
۲. پیش‌بینی قیمت، بازده، ریسک و سود شرکت‌ها؛
۳. کارایی بازار؛
۴. ساختار مالی شرکت‌ها؛
۵. تأثیر یک متغیر روی متغیر دیگر؛
۶. نوسان قیمت، بازده، ریسک و سود شرکت‌ها؛
۷. تأمین مالی شرکت‌ها؛
۸. مدل‌های ارزش‌گذاری؛
۹. خرید و فروش سهام؛
۱۰. تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی؛
۱۱. شاخص سهام؛
۱۲. پرتفوی سهام؛
۱۳. ابزارهای مالی؛

۱۴. هموارسازی سود؛
۱۵. شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛
۱۶. ارزش افزوده اقتصادی؛
۱۷. شرکت‌های تازه پذیرفته شده و بازارهای جانبی.

۱. **محتوای اطلاعاتی:** زمانی که یک پیام اطلاعاتی دارای بار اطلاعاتی بر سرمایه‌گذار باشد و یا به عبارت دیگر بتواند تصمیم‌گیری وی را تحت تأثیر قرار دهد، آن اطلاعات دارای محتوای اطلاعاتی است. تعداد مطالعات زیادی (حدود ۴۰ مطالعه) در این بخش به محتوای اطلاعاتی ارقام صورت‌های مالی شرکت‌ها اختصاص دارد. ذکر این نکته در این جا لازم است که در بسیاری از قسمت‌های بعدی موضوع محتوای اطلاعاتی نیز مطرح شده است؛ اما به دلیل این که هدف، طبقه‌بندی براساس موضوعات غالب بوده است، به ناچار بعضی از آن‌ها در طبقات موضوع دیگری قرار گرفته‌اند. در صورتی که آن مطالعات به مطالعات اخیر افزوده شود، حدود $\frac{1}{4}$ مطالعات بررسی شده به این بخش اختصاص می‌یابد.

براساس این موضوع که چگونه اطلاعات باعث تغییر در تصمیم‌گیری افراد می‌شود، و چه اطلاعاتی برای تعیین قیمت یا بازده سهام مؤثر هستند، مطالعات انجام شده در مورد محتوای اطلاعاتی به ۵ دسته تقسیم می‌شوند که عبارتند از: محتوای اطلاعاتی جریان‌های سود، نسبت P/E، گزارشات مالی، سرمایه و جریان‌ات نقدی.

الف) محتوای اطلاعاتی سود. سود حسابداری در بسیاری موارد مبنای ارزیابی و سنجش عملکرد شرکت‌ها و مدیران آن قرار می‌گیرد. بسیاری از قراردادهای اعتباردهی و طرح‌های جبران خدمات^۱ و نیز ورود شرکت‌ها به بورس بر مبنای سود حسابداری انجام می‌گیرد. بنابراین، انتظار این است که این رقم، محتوای اطلاعاتی معنی‌داری برای افراد ذی‌نفع داشته باشد. این اهمیت در میزان مطالعات انجام شده در مورد سود و اجزای آن هم مشاهده می‌شود. ۱۷ مطالعه از ۳۸ مورد (۴۵٪) در این باره گزارش شده است. تحقیقات مرادی (۱۳۷۳)، خاوری و گرمارودی (۱۳۸۰)، امانی (۱۳۷۶)، ایمانی‌پور (۱۳۷۷)، مهرپور (۱۳۸۱)، میرزایی (۱۳۷۵)، هدایتیان (۱۳۷۴)، بهنام (۱۳۷۹)، خورسند (۱۳۷۲)، ماکویی

(۱۳۷۴)، حجازی (۱۳۷۵)، حسامی (۱۳۷۸) و بیاتی (۱۳۷۸)، عمارلو (۱۳۷۷) از جمله مطالعات انجام گرفته در این بخش است [۵*].

(ب) نسبت P/E . در این زمینه مطالعات رحیمی (۱۳۷۴)، عبادزاده (۱۳۷۸)، جمشیدی (۱۳۷۷) و حصادی (۱۳۷۷) به چشم می خورد [۵].

(پ) گزارش‌های مالی. گودرزی (۱۳۷۷) و ابراهیمی (۱۳۷۶) نقش محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی را بررسی کردند [۵].

(ت) سرمایه. مطالعات شمس عالم (۱۳۷۵)، حاجی‌وند (۱۳۷۶) و استیری (۱۳۸۰) از این دسته محسوب می شوند [۵].

(ث) جریان‌های نقدی. سیستم حسابداری تعهدی به دلیل اختیار عمل مدیران در استفاده از ارقام تعهدی^۱، قابلیت دستکاری و هموارسازی سود حسابداری را داراست (این مبحث در بخش هموارسازی سود توضیح داده خواهد شد). به همین دلیل استفاده از معیار دیگری که قابلیت اتکای بیشتری داشته باشد، لازم به نظر می‌رسد. در این مورد، هیأت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه شماره ۹۵، تهیه صورت جریان وجه نقد را الزامی کرد. به هر حال بررسی، محتوای اطلاعاتی ارقام حاصل از صورت جریان‌های نقدی و اجزای تشکیل دهنده آن، موضوعی است که پیامد آن تهیه این صورت، توسط شرکت‌ها است. این موضوع را می‌توان در مطالعات دستگیر و خدابنده (۱۳۸۲)، عرب‌مازار یزدی (۱۳۷۴)، برزگر (۱۳۷۸) و میار (۱۳۷۵) مشاهده کرد [۵].

بررسی محتوای اطلاعاتی ارقام صورت‌های مالی و ارتباط آن‌ها با متغیرهای بازار از جمله مطالعات اثباتی است که با هدف تعیین پدیده‌های موجود انجام می‌پذیرد. با توجه به رشد و گسترش مطالعات از این قبیل، پیش‌بینی می‌شود در آینده بر تعداد این مطالعات در بازار بورس افزوده شود.

از بررسی مطالعات یادشده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۳) گرفت.

پیش‌بینی، قیمت بازده، ریسک و سود
الف) پیش‌بینی قیمت. در بازار بورس اوراق بهادار، پیش‌بینی از اجزای جدایی‌ناپذیر

*. خواننده محترم می‌تواند با مراجعه به منبع شماره ۵ مشخصات کامل کتاب شناختی آثار مورد بررسی را ملاحظه کند.

تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این ارتباط، سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا با دستیابی به اطلاعات شرکت‌ها، دورنمای اقتصادی آن‌ها را ترسیم و آن‌گاه به خرید و فروش سهام آن شرکت‌ها، اقدام کنند. برای این منظور عده‌ای معتقدند که با استفاده از روندهای گذشته از اطلاعات شرکت‌ها اعم از سود، بازده و قیمت سهام می‌توان تغییرات آن‌ها را در آینده پیش‌بینی کرد. این افراد که به "تحلیل‌گران تکنیکی"^۱ معروفند از طریق رسم نمودارها و سری‌های زمانی ارقام مالی شرکت‌ها، سعی در پیش‌بینی اطلاعات شرکت‌ها اعم از سود، قیمت و بازده می‌کنند [۱].

نگاره ۳. نتایج مهم مطالعات مربوط به "محتوای اطلاعاتی"

الف) محتوای اطلاعاتی سود	
•	سود، به‌ویژه سود خالص، دارای محتوای اطلاعاتی معنی‌داری برای استفاده‌کنندگان است.
•	رابطه معنی‌داری بین اعلام پرداخت سود سهام نقدی و ارزش بازار واقعی وجود ندارد.
•	انتشار اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده، در بازار بورس، حاوی اطلاعات بااهمیتی است.
ب) نسبت P/E	
•	پرتفوی بر مبنای نسبت P/E پایین، عملکرد بهتری از خود نشان داده است.
•	مطالعات مربوط به P/E، به‌گونه کلی، عدم کارآیی بازار بورس را نشان می‌دهند.
پ) گزارشات مالی	
•	محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی شرکت‌ها، بار افزاینده اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری دارد.
ت) سرمایه	
•	افزایش سرمایه تأثیر بااهمیتی روی بازده سهام ندارد.
ث) جریان‌های نقدی	
•	سیستم حسابداری تعهدی، قابلیت دستکاری و هموارسازی سود حسابداری را دارد.
•	رابطه معنی‌داری بین اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد با تغییرات بازده سهام وجود ندارد.
•	رابطه معنی‌داری بین تغییرات جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی، وجود دارد.
•	رابطه معنی‌داری بین تغییرات وجه نقد و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد.
•	محتوای اطلاعاتی مربوط به سود جریان‌های تعهدی از سود جریان نقدی بیشتر است.

عده‌ای دیگر معتقدند پیش‌بینی تغییرات قیمت‌ها به‌واسطه بررسی همه‌جانبه متغیرهای بازار و متغیرهای اقتصادی و حسابداری شرکت امکان‌پذیر است. به این افراد "تحلیل‌گران بنیادی"^۲ گفته می‌شود.

1. Technical Analysts
2. Fundamental Analysts

با مروری بر مطالعات انجام شده در این زمینه، روشن می‌شود که بخش عمده‌ای از تحقیقات مربوط به پیش‌بینی متغیرهای بازار به پیش‌بینی قیمت و بازده اختصاص یافته است. با ظهور ابزارها و روش‌های علمی جدید نظیر روش‌های غیرخطی و شبکه‌های عصبی و فازی، این موضوعات ابعاد جدید و پیچیده‌تری به خود گرفته است. در زیر مهم‌ترین مطالعات انجام شده در این مورد بررسی می‌شود:

مطالعات قوام‌زاده (۱۳۷۵)، پی‌تام (۱۳۸۰)، خاکی صدیق و دیگران (۱۳۷۷)، حاتمی (۱۳۷۹)، رجب‌زاده (۱۳۷۷)، عزیزخانی (۱۳۷۸)، صفرزاده (۱۳۸۰)، تهرانی (۱۳۷۴) و حسینی (۱۳۷۸) از این دسته هستند [۵].

آنچه در این مطالعات مشاهده می‌شود، توجه محققین به کاستی‌های روش‌های پیش‌بینی قبلی و تلاش در جهت کاهش خطا با استفاده از اصلاح در مدل‌های پیش‌بینی است. این مطالعات، هم‌چنان ادامه خواهد داشت، زیرا هر مدل زمینه را برای ارایه مدل جدیدتر فراهم می‌آورد.

(ب) پیش‌بینی بازده؛ بازده سهام شرکت‌ها تغییرات قیمت سهام در طی یک دوره و عایدات سهام اعم از سود نقدی و سهمی و حق تقدم سهام را در بر می‌گیرد. این مقدار، معیار مناسب‌تری نسبت به قیمت سهام در طی یک دوره برای ارزیابی شرکت‌ها تلقی می‌شود. هم‌چنین از این معیار برای بررسی محتوای اطلاعاتی سایر متغیرهای حسابداری شرکت‌ها مانند سود و جریان‌های نقدی استفاده می‌شود. پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها این امکان را نیز به وجود می‌آورد تا سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را که انتظار می‌رود بازدهی بالاتری داشته باشند، شناسایی و در نتیجه با خرید و فروش سهام آن‌ها منفعت کسب نمایند. از این رو انجام چنین مطالعه‌ای مورد توجه محققانی نظیر پوررضا (۱۳۸۰)، گنابادی (۱۳۷۴) و راعی و چاوشی (۱۳۸۲) قرار گرفته است [۵].

(پ) پیش‌بینی ریسک؛ در این زمینه مطالعه احمدپور و نمازی (۱۳۷۷) و احمدی (۱۳۷۶) ملاحظه می‌شود [۵].

(ت) پیش‌بینی سود؛ انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی شرکت به همراه جریان‌های نقدی حاصل از آن فراهم‌کننده زمینه تصمیم‌گیری آن‌ها در قبال شرکت است. سود یکی از مهم‌ترین معیارهای سنجش عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود. به همین دلیل ارایه اطلاعات سود هر سهم در صورت‌های مالی الزامی است. به دلیل انعقاد قراردادهای متعدد افراد با شرکت (در قالب قراردادهای اعتباردهی، سرمایه‌گذاری، مدیریت و استخدامی)

این معیار به دفعات توسط افراد استفاده می‌شود. از این رو پیش‌بینی سودهای آتی شرکت نیز از موضوعات مورد علاقه محققان محسوب می‌شود.

مطالعات ثقفی و آقای (۱۳۷۳) و آقای و کردستانی (۱۳۷۵) از این دسته محسوب می‌شود. نتایج مطالعات بالا، را می‌توان در نگاره شماره (۴) ملاحظه کرد [۵].

۳. کارایی بازار؛ اگر در یک بازار، قیمت اوراق بهادار، در هر لحظه از زمان منعکس‌کننده کاملی از همه اطلاعات موجود باشد، می‌توان آن بازار را "کارا" نامید. بازار کارا به عنوان یک ساز و کار تعادلی باعث تعیین قیمت صحیح اوراق بهادار می‌شود و بدین ترتیب افراد و مؤسسات مختلف می‌توانند تصمیم‌گیری‌های خود را در زمینه سرمایه‌گذاری انجام دهند [۳].

نگاره ۴. نتایج مهم مطالعات مربوط به "پیش‌بینی قیمت، بازده، ریسک و سود"

الف) پیش‌بینی قیمت
<ul style="list-style-type: none"> • برای پیش‌بینی قیمت سهام در آینده، استفاده از اطلاعات مربوط به قیمت‌های گذشته کافی نیست. • الگوهای متعددی از قبیل رگرسیون خطی یک متغیره و چند متغیره، روش‌های غیرخطی و شبکه‌های عصبی و فازی برای پیش‌بینی قیمت سهام به کار گرفته شده است. استفاده از هر یک از این الگوها، دارای مزایا و معایب ویژه‌ای است که باید با توجه به ماهیت اطلاعات موجودی شرکت‌ها و در چهارچوب هزینه - فایده مورد واکاوی قرار گیرد. • الگوهای گوناگونی برای بررسی سازه‌های مؤثر بر قیمت سهام شرکت‌ها ارایه شده است. برخی از این الگوها (مانند مدل‌های گام تصادفی تعدیل شده) پیش‌بینی بهتری را انجام می‌دهند.
ب) پیش‌بینی بازده
<ul style="list-style-type: none"> • پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها، این امکان را به وجود می‌آورد که سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را که دارای بازدهی بیشتری هستند، شناسایی کرده و از این راه منتفع شوند.
پ) پیش‌بینی ریسک
<ul style="list-style-type: none"> • اهرم مالی و اندازه شرکت روی ریسک سیستماتیک تأثیر معنی‌داری دارند، اما این تأثیر بین اهرم عملیاتی و اندازه شرکت (فروش) به اثبات نرسیده است. • در بورس اوراق بهادار تهران، ریسک تجاری به مراتب بیشتر از ریسک مالی است.
ث) پیش‌بینی سود
<ul style="list-style-type: none"> • تغییرات سودهای گذشته شرکت‌ها، به صورت تصادفی و غیرخطی است. • سود حسابداری در مقایسه با جریان‌های نقدی توانایی بیشتری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی و سودهای آتی دارد.

سرعت انتقال اطلاعات در بازار و انعکاس آن‌ها بر روی قیمت‌ها، کارایی بازار را به سه دسته ضعیف^۱، نیمه قوی^۲ و قوی^۳ تقسیم می‌کند. بازار در "سطح ضعیف" در صورتی کارا

1. Weak Form
2. Semi Strong Form
3. Strong Form

گفته می‌شود که اطلاعات روی قیمت‌های سهام به سرعت انعکاس یافته باشد. به عبارت دیگر، افراد با استفاده از اطلاعات گذشته نمی‌توانند به بازده غیرعادی [۴] دست یابند. اگر همه اطلاعات گذشته و حال اعم از تقسیم و اعلام سود، تجزیه سهام و سود سهمی بر روی قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود، بازار در سطح "نیمه قوی" کارا است. در صورتی که تمامی اطلاعات اعم از اطلاعات گذشته و حال و نیز اطلاعات محرمانه شرکت انتشار یابد، و روی قیمت‌های سهام منعکس شود، در این صورت بازار در "سطح قوی" کارا است.

از زمان ارایه فرضیه بازار کارا محققان بسیاری در سراسر جهان به بررسی آن پرداخته و شواهد ضد و نقیضی در این باره گزارش کردند. نمازی و شوشتریان (۱۳۷۵) با مروری بر تحقیقات انجام شده در نیمه دوم قرن بیستم در بازار بورس کشورهای آمریکایی، اروپایی و آسیایی نشان دادند که اگر چه اوایل دهه ششم قرن بیستم، کارایی بازار در سطح ضعیف توسط محققان نشان داده شد، اما به تدریج در دهه‌های بعدی و با استفاده از روش‌های متنوع و متعدد آماری و غیر آماری، عدم کارایی بازار در بسیاری از مطالعات داخلی و خارجی مشاهده شده است [۳].

مطالعات فدایی نژاد (۱۳۷۳)، نصراللهی (۱۳۷۱)، نمازی (۱۳۸۲)، سینایی (۱۳۷۳)، صادقی (۱۳۷۴)، مرادی (۱۳۷۳)، اکبری (۱۳۷۸)، اسدی (۱۳۷۴) و موسوی (۱۳۷۴) در این دسته قرار می‌گیرند [۵].

از جمع‌بندی مطالعات یادشده، می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۵) ارایه کرد.

نگاره ۵. نتایج مهم مطالعات مربوط به "کارایی بازار"

کارایی بازار
<ul style="list-style-type: none"> • مفهوم کارایی و سطوح مختلف آن (ضعیف، نیمه قوی و قوی) پیچیده است و بستگی به سازه‌های گوناگونی از جمله وجود بازارهای رقابتی، سیستم‌های اطلاعاتی کارا و درک صحیح استفاده‌کنندگان از اطلاعات موجود در بازار دارد. • تحقیقات انجام شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، عدم کارایی بازار در هر سه سطح ضعیف، نیمه قوی و قوی را گزارش می‌دهند. اما با گسترش بازار بورس منطقه‌ای در شهرستان‌ها و بهبود سیستم‌های اطلاعاتی، به ویژه اطلاعات حسابداری، بازار بورس اوراق بهادار تهران به سمت کارایی در حرکت است. این حرکت، در حال حاضر، از نظر آماری با اهمیت (معنی دار) نیست.

۴. ساختار مالی شرکت‌ها. درباره تأمین مالی، نکته‌ای که باید مدنظر قرار گیرد، نحوه ترکیب ساختار مالی شرکت‌ها است. مطالعات انجام شده در این مورد را می‌توان در سه دسته مهم طبقه‌بندی کرد. دسته اول مربوط به مطالعاتی است که هزینه سرمایه شرکت‌ها را به همراه اجزای تشکیل دهنده آن‌ها بررسی کرده‌اند. دسته دوم از مطالعات، رابطه بین

ساختار مالی شرکت‌ها را با متغیرهای بازار (مانند قیمت، بازده و ریسک) و متغیرهای حسابداری (مانند سود) مورد سنجش قرار داده‌اند. دسته سوم عوامل تعیین‌کننده ساختار مالی شرکت‌ها را مطالعه کرده‌اند. در ادامه هر یک از قسمت‌ها به اختصار تشریح خواهد شد.

الف) هزینه سرمایه؛ هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی مورد نیازی است که یک طرح یا پروژه باید داشته باشد تا سرمایه‌گذاران را ترغیب به ارایه وجوه خود به واحد اقتصادی کند. مطالعه نصراللهی (۱۳۷۹) و حقانی نسب (۱۳۷۹) از این گروه‌اند [۵].

ب) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه؛ مطالعات مرمچی (۱۳۷۸)، پورحیدری (۱۳۷۴) و یزدانی (۱۳۷۳) در این زمینه انجام شده است [۵].

پ) ارتباط ساختار سرمایه با متغیرهای بازار. تعدادی از مطالعات بر روی روابط بین ساختار سرمایه از یک طرف و متغیرهای بازار مانند قیمت، بازده و ریسک سهام از طرف دیگر متمرکز شده‌اند. در این گروه، مطالعات تحقیقات مشابه به چشم می‌خورد که از نظر موضوعی تفاوتی با یکدیگر ندارند. از جمله می‌توان به آثار کاردان (۱۳۷۵)، صدر (۱۳۷۶)، محسنی دمنه (۱۳۷۷)، اسماعیلی (۱۳۷۸)، احمدی (۱۳۸۰) و افشارمهر (۱۳۷۸)، قبادپور (۱۳۷۳)، عابدین نوه‌سی (۱۳۷۶)، وفادار (۱۳۷۷)، شیرزاد (۱۳۸۱) و رضانی (۱۳۷۷) اشاره کرد [۵].

از مجموع مطالعات بالا، می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۶) استخراج کرد.

نگاره ۶: نتایج مهم مطالعات مربوط به "ساختار مالی شرکت‌ها"

<p>الف) ترکیب سرمایه</p> <ul style="list-style-type: none"> • ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌ها مهم است و بستگی به صنعت ندارد. هم‌چنین در شرکت‌ها لزوم بازنگری در نحوه ترکیب ساختار سرمایه و تأمین مالی به منظور استفاده مؤثر در سودآوری شرکت باید دنبال شود
<p>ب) هزینه سرمایه</p> <ul style="list-style-type: none"> • در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه خطی معکوس، بین هزینه سرمایه و اهرم مالی شرکت‌ها وجود دارد.
<p>پ) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه</p> <ul style="list-style-type: none"> • رشد و اندازه شرکت‌ها و قدرت مدیران بر اهرم مالی تأثیر مثبت دارند، اما میزان سوددهی گذشته دارای اثر منفی قوی بر اهرم مالی است. • قدرت وثیقه‌سپاری شرکت و نوسانات درآمدی آن در بلندمدت، بر اهرم مالی اثر مثبت و در کوتاه‌مدت اثر منفی دارد.
<p>ت) ارتباط ساختار سرمایه با متغیرهای بازار</p> <ul style="list-style-type: none"> • رابطه معنی‌داری بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها وجود ندارد. • استفاده از بدهی‌ها در ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود و عملکرد شرکت بستگی به صنعت مورد فعالیت شرکت‌ها دارد.

۵. **تأثیر یک متغیر روی متغیر دیگر؛** یکی از انواع مطالعات مهمی که از بخش مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد، مطالعاتی است که روابط میان دو یا چند متغیر را بررسی می‌کنند. نمونه مشابه چنین مطالعاتی در بخش محتوای اطلاعاتی ارائه شد. از آنجا که در آن بخش بار اطلاعاتی مورد نظر قرار گرفته بود، در این بخش تحقیقاتی مشاهده می‌شود که از لحاظ تنوع موضوعی بسیار زیاد است. دلیل این موضوع آن است که متغیرهای انتخابی الگوی خاصی ندارند و بنابراین، تعداد زیادی متغیر وجود دارند که می‌توان اثر آن‌ها را بر یکدیگر بررسی کرد. انجام چنین مطالعاتی دارای حد و مرز خاصی نیست. نگاره شماره (۷) فهرست موضوعی برخی از مطالعات مهم این بخش را نشان می‌دهد.

نگاره ۷. مطالعات مهم مربوط به "تأثیر یک متغیر روی متغیر دیگر"

موضوع	محققین
رابطه بین سود نقدی و سود تعهدی و اجزای مربوط	سعد محمدی (۱۳۷۷)، قاسمی (۱۳۷۷)، صادق بیان (۱۳۷۷).
رابطه بین نسبت بدهی با هزینه سرمایه	عبدلی (۱۳۷۸)، کمال آبادی (۱۳۷۶).
رابطه بازده حسابداری و بازده بازار	سلیمانی (۱۳۸۰)، قدردان (۱۳۷۷).
رابطه بین قیمت سهام و حجم معاملات سهام	امید قائمی (۱۳۷۹).
رابطه تصمیم‌های مدیریت و ریسک سهام	شیخی (۱۳۷۴).
رابطه نسبت بدهی و سود هر سهم	برزویی (۱۳۷۹).
ارتباط بین ارزش دفتری و ارزش بازار	حمزه زاده (۱۳۷۱).
تأثیر اندازه شرکت بر بازده سرمایه‌گذاری	موسوی کاشی (۱۳۷۸).
رابطه تغییرات سود نقدی بر ترکیب ترازنامه	خدایاری (۱۳۶۶).
رابطه حجم معاملات و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی	موتقی (۱۳۷۵).
رابطه روش‌های انتخاب شرکت‌های رقیب بر دقت روش ارزیابی P/E	کلانتری (۱۳۷۴).
رابطه بین ریسک کل و ریسک سیستماتیک سهام عادی و اهرم مالی	قریبانی (۱۳۷۸).
رابطه جریان نقدی آزاد و میزان مالکیت حقوقی	آشورزاده (۱۳۷۶).
رابطه نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی بر میزان به‌کارگیری اهرم مالی	یزدانی و جهانخانی (۱۳۷۴).

۶. **نوسانات قیمت، ریسک، سود و بازده سهام؛** تغییرات در متغیرهای بازار همواره مورد توجه افراد قرار می‌گیرد. برای مثال تغییر در قیمت سهام از دید سرمایه‌گذار نشانه‌ای از وقوع یک رویداد و یا عامل است. در بازار سهام عوامل متعددی باعث ایجاد تغییرات در

قیمت سهام می‌شوند. تغییرات در بازده و ریسک سهام، تغییرات در قیمت سهام را در پی خواهد داشت. در بخش قبل، تأثیر پیش‌بینی در این متغیرها بررسی شد. در این بخش تغییرات در آن‌ها، که در نهایت باعث تغییرات در پیش‌بینی‌ها خواهد شد، بررسی می‌شود. در این جا هم تغییرات قیمت، بازده، ریسک و سود به صورت مجزا طبقه‌بندی می‌شوند.

الف) تغییرات در قیمت؛ مطالعات گودرزی (۱۳۷۷)، امیرخانی (۱۳۷۶)، یحیایان (۱۳۷۶) و زرنندی (۱۳۷۳) در این زمینه انجام شده است [۵].

ب) تغییرات در ریسک؛ تحقیقات زارع (۱۳۸۱) و فدایی‌نژاد و گل‌ارضی (۱۳۸۲) از این مطالعات هستند [۵].

پ) تغییرات سود؛ تحقیقات وزیری (۱۳۷۶) و فرقانی (۱۳۷۴) از این گروه‌اند [۵].

ت) تغییرات بازده؛ دو تحقیق قائمی (۱۳۷۹) و فرّخی (۱۳۷۸) از جمله تحقیقات انجام شده در رابطه با عوامل مؤثر بر بازده و نوسانات بازدهی سهام در صنایع مختلف بوده‌اند. هم‌چنین رضازاده (۱۳۷۴) در این زمینه بوده است [۵].

از جمع‌بندی مطالعات یادشده، می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۸) استخراج کرد.

نگاره ۸. نتایج مهم مطالعات مربوط به "نوسانات قیمت، ریسک، سود و بازده سهام"

<p>الف) تغییرات در قیمت</p> <ul style="list-style-type: none"> • نوسانات قیمت سهام ناشی از انعکاس تغییرات واقعی وضعیت سهام شرکت‌ها نیست. <p>ب) تغییرات در ریسک</p> <ul style="list-style-type: none"> • با افزایش ریسک، تغییرات بهای سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران به‌طور میانگین کاهش می‌یابد. • ریسک سیستماتیک سهام عادی شرکت‌های بورس در طول زمان ثابت است، و با تنوع بخشی بیشتر در پرتفوی سهام، ثبات ریسک سیستماتیک پرتفوی بیشتر نخواهد شد. <p>پ) تغییرات سود</p> <ul style="list-style-type: none"> • یکی از سازه‌های مهم در ترکیب ترازنامه، تغییرات سود است. با افزایش در ترکیب ترازنامه، ریسک شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاری کاهش پیدا می‌کند. • یکی دیگر از سازه‌های مهمی که باعث نوسان سوددهی شرکت‌ها می‌شود، نوسانات مربوط به بهای تمام شده کالای فروخته شده است. <p>ت) تغییرات بازده</p> <ul style="list-style-type: none"> • افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، باعث افزایش قیمت سهام شرکت‌های عرضه‌کننده می‌شود. • اعلام افزایش سرمایه، اطلاعات جدیدی به سرمایه‌گذاران درباره تغییرات ریسک، سود و بازده آتی فراهم می‌سازد.
--

۷. تأمین مالی شرکت‌ها؛ به‌طور معمول شرکت‌ها و جوه مورد نیاز خود را از دو منبع تأمین می‌کنند؛ سرمایه و بدهی. از آنجا که هزینه مؤثر تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، معمولاً بیش از هزینه مؤثر تأمین مالی از طریق بدهی است و از طرف دیگر شرایط تورمی

هزینه ریالی بازپرداخت بدهی را کاهش می‌دهد، بنابراین شرکت‌ها، تأمین مالی از طریق استقراض را بر روش‌های دیگر ترجیح می‌دهند. در این بخش مطالعات انجام شده در مورد تأمین مالی شرکت‌ها، در دو دسته سرمایه و بدهی بررسی می‌شود.

الف) تأمین مالی از طریق سرمایه؛ میرالماسی (۱۳۷۴)، [۵].

شمس عالم (۱۳۷۵)، رحمانی (۱۳۷۴) و پاکزاد (۱۳۷۸) در این زمینه فعالیت کرده‌اند [۵].

ب) تأمین مالی از طریق بدهی؛ مطالعات کدخدایی (۱۳۸۲)، ملکی‌پور (۱۳۷۵)، ابطحی (۱۳۷۴) و دلاوری (۱۳۷۷) از این گروه‌اند [۵].

از مجموع مطالعات یاد شده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۹) استخراج کرد.

نگاره ۹. نتایج مهم مطالعات مربوط به "تأمین مالی شرکت‌ها"

الف) تأسیس مالی از طریق سرمایه

- افزایش سرمایه از محل مطالبات سهامداران مربوط به سود تقسیمی، منجر به افزایش ثروت آن‌ها نمی‌شود.
- تفاوت معنی‌داری بین میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که اقدام به افزایش کرده‌اند با میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که مبادرت بر این امر نکرده‌اند، وجود ندارد.
- تفاوت معنی‌داری بین بازده سهام شرکت‌ها، پس از افزایش سرمایه نسبت به دوره قبل از آن وجود ندارد.
- افزایش سرمایه از طریق صدور سهام عادی باعث ازدیاد ثروت سهامداران نمی‌شود.

ب) تأمین مالی از طریق بدهی

- رابطه معنی‌داری بین بدهی (جاری، بلندمدت، و جمع آن‌ها) و اندازه شرکت و نقدینگی وجود دارد.
- رابطه معنی‌داری بین بدهی با سود هر سهم، قیمت به سود و نسبت جاری وجود ندارد.
- استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت‌ها تأثیر نداشته است و شرکت‌ها نتوانسته‌اند از این طریق سود هر سهم را افزایش دهند.
- مهم‌ترین منابع تأمین مالی شرکت‌ها از طریق عقود اسلامی (فروش اقساطی، سلف، جعاله، مشارکت مدنی، مضاربه، و مساقات) انجام شده است و به این دلیل قسمت اعظم بدهی‌ها، در طبقه‌بندی "بررسی‌های جاری" قرار می‌گیرند.
- دریافت وام توسط شرکت‌های فعال بورس، منجر به اهرم مالی مطلوب نشده است.
- اگر چه از دید شرکت‌ها تأمین مالی از راه بدهی‌ها روش ارزان‌تری محسوب می‌شود، اما تأثیر معنی‌داری روی شرکت‌ها نگذاشته است.

۸. مدل‌های ارزش‌گذاری؛ تصمیم‌گیرندگان هنگام تصمیم‌گیری باید عوامل زیادی مانند عوامل اقتصادی، سیاسی، محیطی و غیره را مدنظر قرار دهند. از آنجا که بررسی همه عوامل در یک زمان امکان‌پذیر نیست، آن‌ها تلاش می‌کنند آن دسته از عواملی را که تأثیر بیشتری را بر روی هدف مورد نظر دارند، برگزینند. به همین دلیل استفاده از مدل‌های

تصمیم‌گیری که مبتنی بر این متغیرهای کلیدی است، ضرورت می‌یابد. در بازار سرمایه مدل‌های زیادی وجود دارد که از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مدل قیمت‌گذاری اختیار معامله^۱ و مدل‌های تک شاخصی و چند شاخصی نام برد. مدل CAPM به دلیل کاربرد گسترده و سادگی آن در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها مورد توجه بیشتری قرار گرفته است. در این مدل بازده مورد انتظار سهام تابعی از ریسک سیستماتیک، بازده بازار و بازده اوراق بهادار بدون ریسک است به گونه‌ای که چنین رابطه‌ای میان آن‌ها وجود دارد:

$$E(\tilde{R}_i) = R_f + \beta_i (E(\tilde{R}_M) - R_f)$$

که در آن:

$E(\tilde{R}_i)$: بازده مورد انتظار شرکت؛

R_f : بازده اوراق بدون ریسک؛

β : ریسک سیستماتیک؛

$E(\tilde{R}_M)$: بازده مورد انتظار پرتفوی بازار است.

تحقیق تجربی میان رابطه ریسک سیستماتیک و بازده شرکت‌ها، که اساس ارزش‌گذاری سهام آن‌ها محسوب می‌شود، موضوع اکثر مطالعاتی بوده است که تاکنون انجام شده است.

بخشنده (۱۳۷۰)، شفیق‌زاده (۱۳۷۵)، حنیفی (۱۳۷۶)، ظریف‌فرد و قائمی (۱۳۸۲)، مرشدخانی (۱۳۸۰) و شیخی (۱۳۷۴) در این زمینه تحقیق کرده‌اند [۵]. از مجموع مطالعات یادشده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۱۰) گرفت.

نگاره ۱۰. نتایج مهم مطالعات مربوط به "مدل‌های ارزش‌گذاری"

- اکثر مطالعات در این گروه، از مدل CAPM استفاده کرده‌اند.
- برخی نتایج مربوط به رابطه ریسک و بازده در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران متناقض گزارش شده است.
- برخی مطالعات رابطه مثبت و معنی‌داری بین ریسک سیستماتیک (هم‌چنین ریسک غیرسیستماتیک) با بازده سهام یافته‌اند؛ ولی برخی دیگر رابطه معنی‌داری را در این مورد گزارش نکرده‌اند.
- در بازار بورس، به اطلاعات حسابداری مندرج در صورت‌های مالی توجه زیادی نمی‌شود.

۹. **خرید و فروش سهام:** خرید و فروش سهام به عوامل زیادی بستگی دارد. بخشی از این موضوع در قالب مدل‌های ارزش‌گذاری در قسمت قبل مطرح شد. قیمت‌گذاری افراد بر روی سهام شرکت‌ها آخرین مرحله‌ای است که توسط سرمایه‌گذاران انجام می‌شود. تعداد مطالعاتی که در رابطه با قیمت‌گذاری و خرید و فروش سهام شرکت‌ها در بورس انجام شده چندان زیاد نیست.

فرقاندوست و یاری (۱۳۸۱)، هواس بیگی (۱۳۷۶)، جهانخانی و عبدالله‌زاده (۱۳۷۲)، پورابراهیمی (۱۳۷۷) و فردافشاری (۱۳۷۵) در این زمینه مطالعه کرده‌اند [۵].
از مجموع مطالب یاد شده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۱۱) استخراج کرد.

نگاره ۱۱. نتایج مهم مربوط به "خرید و فروش سهام"

- شرکت‌های بورسی، برای قیمت‌گذاری سهام از معیارهای اساسی شامل: سود خالص عملیاتی، نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، نرخ رشد و هزینه سرمایه و ریسک، استفاده نمی‌کنند.
- بازدهی روش فیلتر، با محاسبه حق کمیسیون و بدون آن، بیش از روش خرید و نگهداری است. این امر دلالت بر عدم کارایی بازار بورس دارد.
- بازده سهام قبل از مجمع عمومی، بیش از بازده سهام بعد از تاریخ مجمع است. این امر نیز به نوعی اشاره به عدم کارایی بازار دارد.

۱۰. **تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی:** صورت‌های مالی اساسی شرکت‌ها عبارتند از: صورت سود و زیان، ترازنامه و صورت جریان نقدی؛ تجزیه و تحلیل این سه صورت و همزمان با آن تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی مربوط را تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی می‌نامند [4]. تمامی تحقیقاتی که در طی دوره زمانی مورد بررسی انجام شده، بر روی نسبت‌های مالی شرکت‌ها متمرکز شده‌اند. مهم‌ترین این مطالعات عبارتند از: اژدری (۱۳۸۱)، قشمی (۱۳۸۱)، حسن‌نژاد (۱۳۷۵)، شفيعی (۱۳۷۵)، سالمی (۱۳۷۷)، رسول‌زاده (۱۳۸۰) سلیمانی (۱۳۸۲) [۵].

ایجاد یک بانک اطلاعاتی که بتواند نسبت‌های مالی را در میان شرکت‌ها و در طی یک سری زمانی با یکدیگر و با معیارهای استاندارد مثل نوع صنعت و شرکت‌های رقیب و یا شرکت‌های برتر نشان دهد از ضروریات تجزیه و تحلیل بهینه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس محسوب می‌شود.

از مجموع مطالعات یاد شده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۱۲) استخراج کرد.

نگاره ۱۲. نتایج مهم مطالعات مربوط به "تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی"

- به کمک نسبت‌های مالی به‌ویژه نرخ بازگشت سرمایه، می‌توان سودآوری شرکت‌ها را پیش‌بینی کرد.
- رابطه معنی‌داری بین تغییرات قیمت با تغییرات نسبت‌های مالی وجود دارد.
- هنگام استفاده از نسبت‌های مالی برای تعیین تغییرات سهام، به صنعتی که شرکت در آن فعالیت دارد، نیز باید توجه شود.
- تعیین میانگین نسبت‌های مالی در هر یک از صنایع بورس اوراق بهادار، به‌عنوان معیاری که قابلیت مقایسه عملکرد مالی شرکت‌ها را ممکن می‌سازد، بسیار مفید است و باید در ایران دنبال شود.
- نسبت‌های مالی کاربردهای گوناگونی در تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی در زمینه‌های گوناگون (از جمله سودآوری، تعیین ترکیب ساختار مطلوب سرمایه، سرمایه در گردش، اهرم‌های مالی و عملیاتی و ورشکستگی و ...) دارند. موارد استفاده نسبت‌ها باید در صنایع گوناگون با توجه به ماهیت هر صنعت تعیین شود.

۱۱. شاخص سهام؛ شاخص وسیله‌ای برای اندازه‌گیری و مقایسه پدیده‌هایی است که دارای ماهیت و خاصیت مشخصی هستند. شاخص هر بورس نشان دهنده وضعیت بازار سرمایه و وضعیت اقتصادی یک کشور است. شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران از اول سال ۱۳۶۹ شروع و به نام تیکس^۱ شناخته شده است. این شاخص قیمت سهام بر مبنای فرمول لاسپیرز است که عبارت است از [۲]:

$$TEPIX = \frac{\text{ارزش جاری سهام منتشره شرکت‌های پذیرفته شده}}{\text{ارزش پایه سهام منتشره شرکت‌های پذیرفته شده}} \times 100$$

مطالعات انجام شده در رابطه با شاخص قیمت سهام بر دو بخش کارایی شاخص و پیش‌بینی شاخص تقسیم می‌شود:

الف) کارایی شاخص قیمت سهام؛ مطالعه جوهری (۱۳۷۵) و عبده تبریزی و شاهوردی (۱۳۷۵) در این زمینه انجام شده است [۵].

ب) پیش‌بینی شاخص سهام؛ پناهیان (۱۳۷۹) تلاش کرد تا با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی و براساس قیمت سکه بهار آزادی، نرخ برابری دلار آمریکا، حجم معاملات سهام و میانگین متحرک شاخص قیمت در طول دو هفته اخیر در طی سال‌های ۷۹-۱۳۷۴ شاخص قیمت سهام را پیش‌بینی کند. نتایج این تحلیل نشان‌دهنده این بود که کلیه متغیرهای یادشده بر شاخص قیمت سهام در بورس اثرگذار بوده‌اند [۵].
از مجموع مطالب یادشده می‌توان نتایجی به شرح نگاره شماره (۱۳) استخراج کرد.

1. TEPIX

نگاره ۱۳. یافته‌های مهم مربوط به "شاخص سهام"

<p>الف) کارآیی شاخص قیمت سهام</p> <ul style="list-style-type: none"> • شاخص لاسپیرز قیمت سهام که در بورس اوراق بهادار تهران به کار گرفته می‌شود، کارا نیست، و باید مورد تجدیدنظر قرار گیرد. • در صورتی که در نحوه محاسبه شاخص از فرمول‌های دیگری استفاده شود (برای مثال شاخص فیشر) و اطلاعات مربوط (مانند قیمت پایه و قیمت تعدیل شده برای شاخص فعال) نیز به کار گرفته شود، کارآیی شاخص افزون خواهد شد. <p>ب) پیش‌بینی شاخص سهام</p> <ul style="list-style-type: none"> • قیمت سکه، نرخ برابری دلار آمریکا، حجم معاملات سهام و میانگین متحرک شاخص قیمت‌ها، می‌توانند به عنوان سازه‌های مهم در پیش‌بینی شاخص سهام شرکت‌ها به کار گرفته شوند.

۱۲. **پرتفوی سهام**: انجام سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها منوط به ارزیابی ریسک و بازده سهام مورد انتظار است. هر چه ریسک مورد انتظار سهام افزایش یابد، بازده مورد انتظار بیشتری توسط افراد درخواست می‌شود. از آنجا که اوراق بهادار، دارای درجات متفاوتی از ریسک و بازدهی هستند، چگونه می‌توان از بین آن‌ها اقدام به انتخاب و انجام سرمایه‌گذاری مطلوب کرد؟ یک پاسخ به این سؤال، از طریق تنوع‌سازی در اوراق بهادار خریداری شده است. به عبارت دیگر، با انتخاب مجموعه‌ای از اوراق بهادار با درجات ریسک و بازدهی متفاوت می‌توان تابع مطلوبیت^۱ افراد را حداکثر کرد. نظریه پرتفوی سهام^۲ در واقع بر همین اساس شکل گرفته است. آنچه در نظریه پرتفوی اهمیت دارد، معیار انتخاب پرتفوی سهام در اسرع زمان ممکن است. مطالعات انجام شده در بورس ایران نیز به این موضوع توجه ویژه‌ای داشته‌اند.

مطالعات خراسانی‌نیا (۱۳۷۶)، صدقیانی و شمس (۱۳۷۷)، تلنگی (۱۳۷۷)، خزانه‌داری (۱۳۷۶)، حسینی (۱۳۷۵)، اسلامی بیدگلی و هییتی (۱۳۷۴) و افغانیان (۱۳۷۷) در این زمینه انجام شده است [۵].

با مروری بر مطالعات انجام شده، می‌توان مشاهده کرد که اکثر مطالعات پیشین درصدد دستیابی به پرتفوی بهینه با استفاده از فنون مختلف بوده‌اند.

۱۳. **ابزارهای مالی**: در بازارهای مالی ایده‌آل، انواع اوراق بهادار با نرخ‌های بهره متفاوت و درجات ریسک و بازدهی گوناگون وجود دارد. سهام و اوراق قرضه از شاخص‌ترین آن‌ها محسوب می‌شوند. بسیاری از اوراق به واسطه یک سری اوراق بهادار

1. Utility Function
2. Portfolio Theory

به وجود می آیند که به آن‌ها اوراق بهادار یا "ابزارهای مشتقه مالی" گفته می شود. از معروف ترین اوراق بهادار مشتقه می توان به برگ اختیار معامله خرید و فروش^۲، پیمان های آتی^۳، قراردادهای سلف^۴ و معاملات پایاپای^۵ اشاره کرد.

به دلیل وجود همین ابزارهای مالی متنوع و متعدد، در بازارهای مالی تعداد آن‌ها به شدت افزایش یافته است. متأسفانه در ایران این ابزارها به طور گسترده هنوز مورد استفاده قرار نمی گیرند. اوراق مشارکت، حق تقدم و چند مورد اندک تنها ابزارهایی هستند که در ایران شناخته شده اند. از آنجا که این اوراق زیاد مورد استفاده قرار نگرفته اند، در مطالعات انجام شده تاکنون بیشتر بر روی آشنایی و نحوه قیمت گذاری آن‌ها بحث شده است.

مطالعات پورحیدری (۱۳۷۸)، فطانت و آقاپور (۱۳۸۰)، آقاپور (۱۳۷۶)، عارفی (۱۳۷۸)، نبی پور (۱۳۷۷) و عباسی (۱۳۷۹) در این زمینه انجام شده است. با توجه به فواید زیادی که از طریق این ابزارهای مالی نصیب شرکت‌ها می شود، لزوم توجه به این مسأله به صورت دقیق تر احساس می شود [5].

۱۴. هموارسازی سود؟ نوسانات سود شرکت‌ها در یک سری زمانی، علایم نامطلوبی از وضعیت شرکت به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان مخابره می کند. این امر نشان دهنده آشفتگی و عملکرد مالی نامطلوب است که باعث می شود سود شرکت در یک سال بسیار زیاد و در سال بعد بسیار کم باشد. این موضوع مدیران را بر آن می دارد که به منظور حفظ منافع خود و جلوگیری از نوسانات قیمت سهام و بی اعتباری شرکت، اقدام به دستکاری یا مدیریت سود^۷ کنند. به صورتی که سود شرکت در طی هر دوره از یک روند ثابت و تدریجی برخوردار بوده و به این ترتیب ثبات شرکت نشان داده شود. به این عمل "هموارسازی سود" گفته می شود. این موضوع که هموارسازی سود در شرکت‌های بورس انجام می شود یا خیر موضوع مطالعات انجام شده تاکنون بوده است.

جهانخانی و بدری (۱۳۸۱)، نورانی (۱۳۸۱)، جوادیان (۱۳۷۹)، باباپور (۱۳۸۰) و وکیلی

1. Derivative Securities/ Instruments
2. Call & Put Option
3. Forwards
4. Futures
5. Swap
6. Income Smoothing
7. Earning Manipulation

و علامه (۱۳۸۰) و کدخدایی و صابری (۱۳۸۱) از جمله مطالعات انجام شده در این زمینه هستند [۵].

آنچه از مجموعه مطالب یادشده بر می آید آن است که به نظر می رسد شرکت ها اقدام به هموارسازی سود می کنند. دلایل سیاسی و اقتصادی احتمالاً بر روی این موضوع نیز تأثیر می گذارد. به هر حال این موضوع اهمیت دقت افراد به اطلاعات صورت های مالی شرکت ها را روشن تر می سازد.

۱۵. **شرکت های سرمایه گذاری؛** شرکت های سرمایه گذاری نقش ویژه ای در رونق بازار و کمک به سرمایه گذاران در انتخاب پرتفوی بهینه ایفا می کنند. از طرف دیگر این شرکت ها ابزار مناسبی برای تأمین مالی از طرف شرکت های بورس محسوب می شوند. در ایران تعداد شرکت های سرمایه گذاری در سال های اخیر بسیار افزایش یافته است. بسیاری از این شرکت ها با خرید سهام شرکت های بورس و تنوع بخشی به آن ها، نظریه پرتفوی را در سطح کلان پیاده کرده اند. در مطالعات ایران، اندکی به این شرکت ها پرداخته شده است.

حاجی بزرگی (۱۳۷۴)، بهزاد (۱۳۷۶)، عطارزاده (۱۳۷۶) و جعفری سرشت (۱۳۷۳) در این زمینه مطالعه کرده اند. از مجموع مطالب یادشده می توان نتیجه گرفت که نقش شرکت های سرمایه گذاری بسیار مهم است و شرکت های سرمایه گذاری در ایران به تدریج به جایگاه واقعی خود نزدیک می شوند [۵].

۱۶. **ارزش افزوده اقتصادی؛** سود شرکت ها معمولاً توسط بسیاری از افراد ملاک سنجش عملکرد قرار می گیرد. اما سؤال اساسی که مطرح می شود این است که: سود شرکت به ازای چه میزان سرمایه به دست آمده است؟ رقم سود به تنهایی نمی تواند ملاک مناسب بودن یا نامناسب بودن عملکرد باشد. استورات^۲ (۱۹۹۱) در کتاب خود مفهوم جدیدی را برای ارزیابی عملکرد به نام "ارزش افزوده اقتصادی" معرفی کرد. او رابطه ای را به صورت زیر تعریف کرد [15]:

$$EVA_t = earnings_t - r * capital_{t-1}$$

که در آن:

1. Economic Value Added (EVA)
2. Stewart

$earnings_t$ سود شرکت در دوره t

r : نرخ هزینه سرمایه،

$capital_{t-1}$: سرمایه شرکت در ابتدای دوره است.

در این رابطه سود به همراه نرخ هزینه سرمایه شرکت مبنای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی قرار می‌گیرد. در این رابطه بهبود ارزش افزوده اقتصادی تحت الشعاع سه عامل قرار می‌گیرد [12]: افزایش سود و ثابت نگه داشتن سرمایه، کاهش سرمایه و ثابت نگه داشتن سود و یا کاهش هزینه سرمایه. به خاطر سادگی این مفهوم بسیاری از شرکت‌های مشاوره از این مفهوم برای ارزیابی عملکرد شرکت استفاده می‌کنند [12].

در مجموعه مطالعات انجام شده در مورد ارزش افزوده اقتصادی، سه مطالعه به چشم می‌خورد. جهانخانی و ظریف‌فرد (۱۳۷۴)، حنیفه (۱۳۷۶) و نظریه (۱۳۷۹). با وجود این، به نظر می‌رسد انجام مطالعات بیشتر در این زمینه به روشن تر شدن نقش ارزش افزوده در تصمیم‌گیری‌ها کمک می‌کند [5].

۱۷. شرکت‌های تازه پذیرفته شده و بازارهای جانبی؛ در مورد شرکت‌هایی که تازه در بورس پذیرفته شده‌اند، مسائل ویژه‌ای مطرح است. از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به قیمت‌گذاری سهام آن‌ها در بورس اشاره کرد. اگر شرکتی به صورت نامناسب قیمت‌گذاری شود، پس از مدتی مشخص می‌شود قیمت واقعی شرکت با قیمت اعلام شده تفاوت دارد و افراد تمایل دارند تا سهام آن شرکت را به فروش برسانند. عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری سهام در بخش مربوط به آن مطرح شد. در این جا یک بار دیگر خاطر نشان می‌سازد که تعیین قیمت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده باید با دقت خاصی انجام شود و همه عوامل تأثیرگذار مدنظر قرار گیرند.

مطالعات خالقی مقدم (۱۳۷۷)، ذاکری (۱۳۷۵) و عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در این زمینه انجام شده است [5].

از مطالب یادشده می‌توان نتیجه گرفت که تحقیقات اندکی در رابطه با شرکت‌های تازه پذیرفته شده تاکنون انجام شده است. این موضوع به جهت خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و واگذاری آن‌ها به مردم اهمیت فراوانی می‌یابد که باید به آن توجه بیشتری شود.

نتیجه گیری

بورس اوراق بهادار تهران نقش مهمی در جذب سرمایه‌های اندک و تخصیص بهینه سرمایه ایفاء می‌کند. محققان از زمان بدو تأسیس بورس تاکنون مطالعات متعددی را در مورد مسائل مختلف انجام داده‌اند. در این مطالعه، هدف طبقه‌بندی موضوعی و تحلیلی بر تحقیقات انجام شده در طی سال‌های ۸۲-۱۳۷۰ بود. انجام این کار به صورت کامل بسیار مفید و مؤثر است. به رغم مشکلات و مسائل متعددی که در هنگام جمع‌آوری و گردآوری اطلاعات وجود داشت، تلاش شد تا آنجا که ممکن است عمده مطالعات و موضوعات مربوط در نظر گرفته شود. اما مسلم است که انجام چنین کاری کامل نیست و لزوم بررسی ویژه برای هر یک از جنبه‌های بورس اهمیت دارد. در این تحقیق موضوعات اساسی به پنج دسته تقسیم‌بندی شده است: امور مالی، حسابداری مالی، حسابداری مدیریت و سایر موضوعات.

امور مالی بخش قابل توجهی از مطالعات گذشته را به خود اختصاص داده است. محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری و مالی قابل توجه‌ترین بخش از موضوعات مالی را در بر دارد. گسترش روزافزون نظریه‌های مالی و بازنگاری در آن‌ها مانند نظریات بازار کارا، قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نظریه پرتفوی، تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و غیره به تعداد مطالعات انجام شده در این باره می‌افزاید.

لازم به یادآوری است که این مقاله فقط نتایج مربوط به امور مالی را گزارش کرد و مطالعات انجام شده در زمینه حسابداری مالی، حسابداری مدیریت، حسابداری و سایر موضوعات به مقاله‌های بعدی موقوف می‌شود. نتایج آرایه شده در این مقاله فقط براساس مطالعات انجام شده در طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۰ بوده است و با توجه به محدودیت‌های اطلاعاتی، کامل نیست. با وجود این، سعی شد نتایج مهم در زمینه‌های مهم استخراج شود. پیشنهاد می‌شود، در آینده پژوهش‌گران در هر یک از زمینه‌های مالی، حسابداری مالی، حسابداری مدیریت و سایر موضوعات مهم تحقیقات مبسوطی را انجام دهند تا بتوان به نتایج قطعی‌تر و مشخص‌تری دست یافت.

در انجام این تحقیق محدودیت‌های زیادی وجود داشت که سبب شد دسترسی به بعضی از مطالعات امکان‌پذیر نباشد. از طرفی بانک‌های اطلاعاتی که مطالعات از آن استخراج شده‌اند، کامل نیستند و بنابراین، تعدادی از تحقیقات در این مقاله گنجانیده نشده است. از طرف دیگر دسترسی به نتایج تحقیق مطالعات پیشین کار دشواری است. متأسفانه

کامل‌ترین مجموعه‌ای که در حال حاضر اطلاعات علمی کشور را در بر دارد، یعنی مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران، چکیده پایان‌نامه‌ها را به صورت ناقص و در بعضی موارد بدون مضمون منتشر کرده است. این موضوع باعث می‌شود که پژوهش‌گران نتوانند از نتایج تحقیقات قبلی آگاه شوند. از طرف دیگر عدم اطلاع و آگاهی از تحقیقات قبلی باعث می‌شود که بعضی از موضوعات به کرات بررسی شوند و موضوعات بسیاری بدون بررسی باقی بمانند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که دست‌اندرکاران تهیه آمار اطلاعات علمی در کشور اولاً موضوع را با دقت بیشتری انجام دهند و ثانیاً توصیه می‌شود موضوع تحقیقات بازار سرمایه را به صورت یک طبقه ویژه ببینند و اطلاعات مناسب‌تری برای استفاده محققان گردآورند. ثالثاً افزودن موضوعات مقاله‌های انتشار یافته در نشریات علمی نیز می‌تواند بانک اطلاعاتی دست‌اندرکاران و متولیان امور را کامل‌تر کند. اگر چه کتابخانه‌ی منطقه‌ای و علوم تکنولوژی شیراز اهتمام به انجام این کار کرده است، اما کامل‌تر شدن مجموعه‌های اطلاعاتی آن‌ها نیازمند گذر زمان و اهتمام مسؤولان امور نیز است.

در پایان به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، به منظور هر چه بهتر شدن عملکرد آن سازمان، مطالعات علمی مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را گردآوری و نتایج آن را به اطلاع عموم از جمله سرمایه‌گذاران برساند تا آن‌ها نیز از نتایج علمی آگاهی یافته و بهتر در تصمیم‌گیری‌های خود عمل کنند.

منابع

۱. امیری هنزکی، حسین (۱۳۷۴). بررسی نقش تحلیل تکنیکی در تجزیه و تحلیل اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۲. دوانی، غلام حسین (۱۳۸۳). بورس، سهام، نحوه قیمت گذاری سهام، تهران، مؤسسه حسابرسی و خدمات مالی دارایان، نشر نخستین، چاپ سوم.
۲. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۷۵). "مروری بر آزمونهای کارایی بورس اوراق بهادار در سطح ضعیف". تحقیقات مالی، ۱۱ و ۱۲، صص ۱۰۹-۶۲.
۴. نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۷۷). "نظریه‌ها، الگوها و روش‌های آزمون کارایی بازار سرمایه". مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۱، صص ۲۲-۱.
۵. نمازی، محمد، و امین ناظمی (۱۳۸۴). "بررسی تحلیلی تحقیقات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران". www.Aminnazemi.Mihanblog.com
۶. نوو، ر.ب (۱۳۸۳). مدیریت مالی، مترجم علی جهانخانی و علی پارسایان، تهران، انتشارات سمت، چاپ نهم.
7. Barth, M.E., Beaver, W.H. and W.R. Landsman (2001). "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View", Journal of Accounting and Economics, 37, 77-104.
8. Fields, T.D., Lys, T.Z., and L. Vincent (2001). "Empirical Research on Accounting Choice." Journal of Accounting and Economics, 31, 255-307.
9. Healy, P.M. and K.G. Palepu (2001). "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Market: A Review of the Empirical Disclosure Literature", Journal of Accounting and Economics, 31, 405-440.
10. Holthausen, R. and R. Watts (2001). "The Relevance of the Value Relevance Literature," Journal of Accounting and Economics, 31, 2-40.
11. Kothari, S.P. (2001). "Capital Market Research in Accounting," Journal of Accounting and Economics, 31, 105-231.

12. Lee, C.M.C, (1996). "Measuring Wealth", CA Magazine, April, 3-37.
13. Lev, B. and J.A. Ohlson, (1982). "Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension, Journal of Accounting Research" 20, 249-322.
14. Shackelford, D.A. and T.Shevlin (2001). "Empirical Tax Research in Accounting.", Journal of Accounting and Economics, 31, 321-387.
15. Stewart, B. (1991). Quest for Value, New York, Harper-Collins.

