

رابطه بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده آینده سهام

دکتر موسی بزرگ اصل *

یحیی شیری **

تاریخ پذیرش: ۸۹/۱/۲۲

تاریخ دریافت: ۸۸/۳/۳

چکیده

هدف سرمایه‌گذاری در هر دارایی و یا مؤسسه‌ای علاوه بر حفظ سرمایه، کسب بازده است که در این راستا پیش‌بینی بازده برای سرمایه‌گذاران بالقوه، بالفعل و تحلیلگران مالی از اهمیت زیادی برخوردار است. این تحقیق، روشی جدید برای تجزیه و تحلیل و پیش‌بینی بازده سهام ارائه کرده است. در این روش از متغیر خالص داراییهای عملیاتی مطرح شده توسط سلوان در سال ۱۹۹۶ به عنوان متغیری جدید برای پیش‌بینی بازده سهام استفاده شده است. این تحقیق رابطه بین متغیر خالص داراییهای عملیاتی با بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است تا در صورت وجود رابطه‌ای معنادار بتوان از نتایج این تحقیق برای پیش‌بینی بازده سهام استفاده کرد. به همین منظور از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری، تعداد ۹۵ شرکت واجد شرایط برای تحقیق انتخاب شد. یافته‌های اجرای آزمون F و تحلیل رگرسیون در این تحقیق نشان داد که رابطه معنی‌داری بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیرعادی سهام وجود ندارد؛ به عبارت دیگر اطلاعات مندرج در ترازنامه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای تعیین بازده سهام و در نتیجه کسب بازده غیرعادی تأثیری ندارد و یا ترازنامه فاقد محتوای اطلاعاتی است.

واژگان کلیدی: خالص داراییهای عملیاتی، خالص داراییهای عملیاتی جاری، خالص

داراییهای عملیاتی غیرجاری، بازده غیرعادی

* عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی (استادیار)
** عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد صحنه (مربی)

مقدمه

یکی از مهمترین و گسترده‌ترین تحقیقات بازارهای مالی تشریح رفتار بازده سهام عادی است. حاصل این تحقیقات ارائه الگوهایی است که دستخوش حمایتها و انتقادهای مختلفی بوده است. از طرفی سرمایه‌گذاران همواره به دنبال ابزاری بوده‌اند تا بتوانند بازده سرمایه‌گذاریهای خود را پیش‌بینی کنند. وجود این نیاز باعث ارائه الگوهای مختلفی برای پیش‌بینی بازده سهام و عوامل مؤثر بر آن شده است.

در این تحقیق ارتباط بین اطلاعات ترانزنامه و بازده غیر عادی سهام آزمون می‌شود. تأکید این تحقیق بر متغیر خالص داراییهای عملیاتی^۱ است که اخیراً به عنوان یک ابزار پیش‌بینی کننده مهم به منظور ارزشیابی سرمایه و کیفیت سود مورد توجه قرار گرفته است. (هیرش لیفر، هو، تئو و ژانگ، ۲۰۰۴) تحقیقی را در مورد ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده آینده سهام انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که خالص داراییهای عملیاتی ارتباط بین سود و بازده آتی سهام را بخوبی پیش‌بینی می‌کند. هم‌چنین شواهد نشان می‌دهد که قیمت‌های بازار به طور کامل منعکس کننده اطلاعات درباره خالص داراییهای عملیاتی برای ارزیابی عملکرد آینده نیست. آنها معتقد بودند که افزایش در خالص داراییهای عملیاتی به عنوان شاخصی از افزایش گرایش به سودآوری جاری حسابداری که پایداری آن در آینده غیرمحمتمل است، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران با تأکید مضاعف بر سود حسابداری، تصمیمات غلطی بگیرند. در این تحقیق رابطه مطرح شده توسط هیرش لیفر، هو، تئو و ژانگ را با تجزیه خالص داراییهای عملیاتی به اجزای پایه برای تشریح ارتباط خالص داراییهای عملیاتی با بازده سهام و تعیین بازده غیر عادی، که ناشی از در نظر نگرفتن مفاهیم پایداری خالص داراییهای عملیاتی است، مورد بررسی قرار، و آن را گسترش و توسعه می‌دهیم.

ادبیات تحقیق

(بابائیان، ۱۳۸۰) رابطه بین تغییرات بازده سهام را به عنوان متغیر وابسته و درصد تغییرات ارقام ترازنامه شامل درصد تغییرات ارقام داراییهای بلند مدت، درصد تغییرات بدهیهای جاری، درصد تغییرات بدهیهای بلند مدت و درصد تغییرات حقوق صاحبان سهام (ارزش ویژه) به عنوان متغیرهای مستقل برای دوره زمانی ۱۳۷۷ - ۱۳۷۲ مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق حاکی بود که در سطح اطمینان ۹۵٪ هیچ گونه ارتباط معنی داری بین تغییرات بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تغییرات ارقام ترازنامه برای دوره زمانی ۱۳۷۷ - ۱۳۷۲ وجود ندارد.

(عبدی، ۱۳۸۲) ارتباط بین متغیر وابسته (تغییرات بازده سهام) با متغیرهای مستقل (داراییهای جاری، داراییهای ثابت، بدهیهای بلند مدت، حقوق صاحبان سهام، فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته، سود ویژه، هزینههای مالی و سایر درآمدها) را برای دوره زمانی ۱۳۸۰ - ۱۳۷۵ مورد بررسی قرار داد. با توجه به آزمونهای این تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی داری بین تغییرات بازده و تغییرات ارقام صورتهای مالی وجود نداشت. در این تحقیق هم چنین اثر صنعت بر نوع رابطه بین تغییرات بازده و تغییرات ارقام صورتهای مالی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد که تغییر صنعت باعث تغییر نوع رابطه بین ارقام صورتهای مالی و تغییرات بازده می شود. با تغییر صنعت نوع صورتهای مالی شرکت و ماهیت ارقام تشکیل دهنده آن تغییر می کند. بنابراین رابطه بین ارقام صورتهای مالی و تغییرات بازده با تغییر صنعت تغییر می کند.

(سلوان، ۱۹۹۶) ارقام تعهدی عملیاتی را با استفاده از طبقه بندی جریانهای نقدی مطابق بیانیه شماره ۹۵ SFAS^۱، تعریف کرد. از سوی دیگر بر اساس استانداردهای FASB^۲ جریانهای نقدی فعالیتهای عملیاتی عمدتاً شامل تأثیرات نقدی معاملات و سایر رویدادهایی است که در تعیین سود خالص لحاظ می شود. به دنبال این رهنمود، سلوان ارقام تعهدی را به عنوان تفاوت بین سود خالص و جریانهای نقدی فعالیتهای عملیاتی تعریف کرد. تعریف

1- Statement of Financial Accounting Standards 95 (SFAS95)

2- Financial Accounting Standards Board

اولیه سلوان بسیاری از اقلام تعهدی مهم مربوط به داراییهای عملیاتی غیر جاری را حذف می‌کرد. بنابراین برای تجزیه و تحلیل دقیقتر، سلوان معیار خالص کل اقلام تعهدی عملیاتی را به این صورت تعریف کرد: خالص کل اقلام تعهدی عملیاتی برابر است با تفاوت سود خالص و جریانهای نقدی ناشی از فعالیتهای عملیاتی و فعالیتهای سرمایه گذاری. این تعریف را می‌توان به عنوان تغییر در خالص داراییهای عملیاتی بیان کرد. پس از ارائه این تعریف توسط سلوان، متغیر خالص داراییهای عملیاتی مورد توجه محققان قرار گرفت و تحقیقات بسیاری در این زمینه انجام شد.

(اولسون و پن من، ۱۹۸۹) تحقیق خود را در مورد نمونه‌ای از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک برای دوره زمانی ۱۹۸۰-۱۹۷۱ انجام دادند. در این تحقیق آنها ارتباط بین اطلاعات حسابداری و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که با افزایش دوره‌های زمانی، میزان تبیین بازده سهام توسط اقلام صورت سود و زیان و ترازنامه افزایش می‌یابد. آنها نتایج تحقیق خود را چنین تفسیر کردند که جمع جبری تک تک اقلام صورت سود و زیان، ترازنامه و رسیدن به ارقام انتهایی، باعث حذف شدن بخشی از اطلاعات مهم می‌شود، بنابراین سرمایه‌گذاران باید به تک تک اقلام بیش از اعداد انتهایی توجه کنند. علاوه بر این افزایش دوره‌های زمانی، باعث کاهش میزان اشتباهات در تعیین سود شرکت و کاهش تأثیرات ناشی از انتشار اطلاعات گمراه کننده در بازار می‌شود.

(هیرش لیفر، هو، تسو و ژانگ، ۲۰۰۴) از متغیر خالص داراییهای عملیاتی برای پیش‌بینی بازده آینده سهام استفاده کردند. آنها به این موضوع پرداختند که افزایش خالص داراییهای عملیاتی واحد اقتصادی به ناپایداری سودهای آینده و در نتیجه تصمیمات غلط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. نتایج تحقیق آنها نشان داد که خالص داراییهای عملیاتی با سود همبستگی مثبتی دارد اما وقتی سود عملیاتی خالص بر جریانهای نقدی فزونی می‌یابد پایداری رشد سودهای آینده واحد تجاری سخت به نظر می‌رسد. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که خالص داراییهای عملیاتی دارای رابطه‌ای منفی با بازده غیرعادی آینده سهام

است. این شواهد نشان می‌دهد که قیمت‌های بازار به طور کامل اطلاعات خالص داراییهای عملیاتی را برای عملکرد مالی آینده منعکس نمی‌کند.

(ژانگ، ۲۰۰۶) تحقیقی را تحت عنوان «خالص داراییهای عملیاتی صنعت به عنوان پیش‌بینی کننده بازده سهام» انجام داد. او در این تحقیق به بررسی این موضوع پرداخت که آیا بازده‌های غیر عادی ناشی از طرز تفکر خاص واحد تجاری است یا ناشی از اقلام تعهدی و خالص داراییهای عملیاتی صنعت. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه‌ای منفی بین خالص داراییهای عملیاتی صنعت و خالص داراییهای عملیاتی واحد تجاری با بازده آینده سهام وجود دارد. ژانگ هم چنین به این نتیجه رسید که ادراکات نادرست سرمایه گذاران از اطلاعات ترانزنامه نسبت به اطلاعات صورت سود و زیان بیشتر است.

تحقیق (پاپانستاسپولس، توماکس و وانگ، ۲۰۰۷) به بررسی ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده آینده سهام با استفاده از اطلاعات ترانزنامه پرداخت که اخیراً به عنوان یک پیش‌بینی کننده مهم در ارتباط با بازده سهام، ارزشیابی سرمایه و کیفیت سود مورد توجه قرار گرفته است. نتایج آزمون الگوهای رگرسیونی نشان می‌دهد که رابطه‌ای منفی بین بازده غیر عادی سهام و اجزایی از خالص داراییهای عملیاتی وجود دارد. که نشان‌دهنده پایداری کم برای رشد سودهای جاری است. نتایج تجزیه خالص داراییهای عملیاتی به اجزای پایه نیز نشان می‌دهد که داراییهای عملیاتی جاری یا غیرجاری دارای پایداری ضعیفی در ارتباط با سودآوری جاری است.

بیان مسئله و هدف تحقیق

بر اساس مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران و بیانیه مفاهیم حسابداری مالی شماره یک هیئت استانداردهای حسابداری مالی امریکا، یکی از اهداف گزارشگری مالی تهیه اطلاعات مفید برای سرمایه گذاران به منظور گرفتن تصمیمات اقتصادی است. از طرفی هر فردی که بر مبنای منطق اقتصادی سرمایه گذاری می‌کند انتظار دارد تا سرمایه گذاری در داراییهایی که بازده غیر ثابت و غیر معینی دارد، نسبت به سرمایه گذاریهای با بازده مطمئن و قطعی، بازده بیشتری کسب کند. چنین فردی انتظار دارد تا با خرید سهام شرکتهایی که

بازده نامطمئن تری دارند به طور متوسط بازده بیشتری را نسبت به خرید سهام شرکت‌های با بازده نسبتاً مطمئن به دست آورد. بنابراین، سرمایه‌گذاران به منظور گرفتن تصمیمات منطقی نیازمند اطلاعات هستند. از طرفی حجم اطلاعات در دسترس بالا اما توجه و بکارگیری این اطلاعات و استفاده درست از آنها در گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری محدود است. به همین دلیل سرمایه‌گذاران قضاوت‌های ساده‌ای را انجام می‌دهند و فقط زیر مجموعه‌ای از اطلاعات در دسترس و آشکارتر را به منظور گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری پردازش می‌کنند. حسابداران و برخی از روانشناسان تجربی معتقدند که سرمایه‌گذاران و متخصصان مالی تنها بر تعداد محدودی از اطلاعات کلی تأکید می‌کنند (فیسک و تیلور، ۱۹۹۱) و (لیبی، بلوم فیل و نلسون، ۲۰۰۲).

سرمایه‌گذارانی که هر واحد تجاری را تنها بر مبنای مبلغ سودها و نه بر مبنای تجزیه و تحلیل کامل متغیرهای مالی ارزیابی می‌کنند از این استراتژی پیروی می‌کنند. برخی از محققان نیز معتقدند که توجه و قدرت پردازش محدود سرمایه‌گذاران به خطاهایی منجر می‌شود که بر قیمت‌های بازار تأثیر می‌گذارد (دنیل، هیرشلیفر و تئو، ۲۰۰۲) و (هیرشلیفر، لیم و تئو، ۲۰۰۳).

(سلوان، ۱۹۹۶) و (او و پن من، ۱۹۸۹) نشان دادند که بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج این تحقیقات گویای این است که سرمایه‌گذاران اطلاعات حسابداری را به طور مناسبی پردازش نمی‌کنند. یکی از این متغیرها، خالص دارایی‌های عملیاتی است که با افزایش سودآوری جاری مرتبط اما ارتباط آن با پایداری سودآوری در آینده غیرمحمول است. این مسئله سبب می‌شود سرمایه‌گذارانی که تأکید زیادی بر سود حسابداری دارند، تصمیمات ناقصی بگیرند (هیرشلیفر، هو، تئو و ژانگ، ۲۰۰۴). در نتیجه، سرمایه‌گذاران، واحدهای تجاری با مبلغ خالص دارایی‌های عملیاتی زیاد را بیشتر از واقع و واحدهای تجاری با مبلغ خالص دارایی‌های عملیاتی ضعیف را کمتر از واقع ارزشیابی می‌کنند در حالی که (چوی، ۲۰۰۳)

نشان داد که بین خالص داراییهای عملیاتی و توانایی واحد تجاری برای پیش‌بینی بازده سهام رابطه عکس وجود دارد.

تحقیقات دیگری نشان داد که وضعیت مالی هر واحد اقتصادی با روند افزایشی در خالص داراییهای عملیاتی نشان‌دهنده نبود پایداری در عملکرد سودهای جاری است (لیم و تئو، ۲۰۰۳) و (هیرش لیفر، هو، تئو و ژانگ، ۲۰۰۴). هم‌چنین خالص داراییهای عملیاتی، معیار جامعتری را از خوش بینی سرمایه‌گذاران درباره پایداری عملکرد سودهای جاری نشان می‌دهد. آنها ادعای خود را این گونه توجیه می‌کنند که افزایش خالص داراییهای عملیاتی ممکن است نتیجه الگوی توسعه یافته‌ای از مدیریت سود باشد که بزودی اصلاح می‌شود. دسته‌ای از تحقیقات نیز نشان می‌دهد که مدیران از سادگی ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام عملیاتی برای مدیریت بر تصمیمات آنها استفاده می‌کنند (برادشو، ریچاردسون و سلوان، ۲۰۰۰) و (تئو و وانگ، ۲۰۰۲).

بنابراین تفسیر خالص داراییهای عملیاتی، مدیریت سود را برای سرمایه‌گذاران شفاف می‌سازد. حتی اگر واحدهای اقتصادی عمداً آگاهیهای سرمایه‌گذاران را مدیریت نکنند، سرمایه‌گذاران با آگاهی محدود ممکن است در استفاده کامل از اطلاعات حسابداری ناتوان بمانند. بنابراین هدف پژوهشگران این تحقیق، این است که ارتباط خالص داراییهای عملیاتی با بازده غیر عادی سهام عادی را بررسی، و به این وسیله سرمایه‌گذاران را در تصمیم‌گیریهای صحیح به منظور کسب حداکثر بازدهی از سرمایه‌گذاریهای خود یاری کنند. این تحقیق به دنبال این است که با تجزیه و تحلیل اطلاعات واقعی به استخراج معیارهایی مبادرت کند و از این طریق سرمایه‌گذاران را قادر سازد تا سهام شرکتها را با یکدیگر مقایسه کرده و سهم مورد نظرشان را با اطمینان بیشتری خریداری کنند.

فرضیه تحقیق

با توجه به اینکه در این تحقیق، پژوهشگران در پی بررسی رابطه بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیرعادی سهام هستند، فرضیه تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام رابطه منفی وجود دارد.

قلمرو تحقیق

جامعه آماری، مجموعه‌ای از افراد یا اشیایی است که حداقل دارای یک صفت مشخص کننده شد. شرط لازم برای هر تحقیقی وجود اطلاعات در دسترس است. در موقعیت کنونی ایران می‌توان این شرط را عموماً در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جستجو کرد. بنابراین صفت مشترک این تحقیق، پذیرفته شدن شرکت در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳، است.

بنابراین دامنه پژوهش را به شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود کرده‌ایم که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱- از آنجا که ماهیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خدماتی با سایر شرکتها تفاوت دارد، گنجاندن داده‌های مربوط به این شرکتها باعث ایجاد ناهمگونی در نمونه خواهد شد. بنابراین، تمام شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خدماتی به دلیل اینکه متغیرهای تحقیق در مورد آنها کاربرد ندارد از جامعه آماری حذف شده‌اند.

۲- سال مالی شرکتها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛ زیرا می‌خواهیم عوامل و شرایط فصلی در انتخاب عوامل مؤثر بر بازده سهام تأثیر گذار نباشد.

۳- سهام شرکتها در بورس مورد معامله واقع شده باشد؛ زیرا در غیر این صورت امکان محاسبه صحیح بازده سهام وجود ندارد.

۴- دارای اطلاعات کافی برای متغیرهای مورد آزمون باشند. در نتیجه بعد از حذف مشاهداتی که این ویژگیها را برای تحقیق نداشت، بقیه مشاهدات جامعه آماری، که ۹۵ شرکت است به عنوان نمونه به منظور تحقیق، مورد آزمون و بررسی قرار گرفت.

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

COA: داراییهای جاری منهای وجه نقد و معادل‌های نقد

COL: بدهیهای جاری منهای وامهای کوتاه مدت

NCOA: کل داراییها منهای داراییهای جاری

NCOL: کل بدهیها منهای بدهیهای جاری و وامهای بلند مدت
 NCOA: به عنوان تفاوت مابین COA (داراییهای جاری منهای وجه نقد و معادل‌های نقد) و COL (بدهیهای جاری منهای وامهای کوتاه مدت) تعریف می‌شود (خالص داراییهای عملیاتی جاری).

NNCOA: به عنوان تفاوت مابین NCOA (کل داراییها منهای داراییهای جاری) و NCOL (کل بدهیها منهای بدهیهای جاری و وامهای بلند مدت) تعریف می‌شود (خالص داراییهای عملیاتی غیر جاری).

NOA: برابر با مجموع خالص داراییهای عملیاتی جاری و خالص داراییهای عملیاتی غیر جاری (NCOA و NNCOA)

بازده غیر عادی: مابه التفاوت بازده تحقق یافته و بازده موردانتظار است.
 بازده مورد انتظار: بازده تخمینی دارایی است که سرمایه گذاران انتظار دارند در دوره آینده به دست آورند. برای محاسبه بازده تحقق یافته سهم j از معادله زیر استفاده شده است:

$$R_{j,i} = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)P_1 + D - P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0} \quad \text{معادله ۱:}$$

که:

$R_{j,i}$: بازده ماهانه سهم j در ماه i

P_1 : قیمت بازار سهام در پایان ماه

P_0 : قیمت بازار سهام در ابتدای ماه

D : سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم شرکت

α_1 = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی

α_2 = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها است.

بعد از محاسبه بازده تحقق یافته در هر ماه با توجه به اینکه می‌خواهیم بازده غیر عادی را با خالص داراییهای عملیاتی، که به صورت سالانه قابل محاسبه است، مورد آزمون

قراردهیم لذا بازده تحقق یافته ماهانه را با معادله زیر به بازده تحقق یافته سالانه تبدیل می‌کنیم:

$$R_{j,i} = (1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_3) \dots (1 + R_{12}) - 1 \quad \text{معادله ۲:}$$

که در آن:

$$R_{j,i} = \text{بازده تحقق یافته سالانه سهم } j \text{ در سال } i$$

R_1 و R_2 و R_3 و .. R_{12} = بازده‌های تحقق یافته ماه‌های ۱ و ۲ و ۳ و .. ۱۲ است.

پس از محاسبه بازده تحقق یافته سالانه برای به دست آوردن بازده غیر عادی، بازده

مورد انتظار سالانه با استفاده از الگوی گردون به شرح زیر محاسبه شده است:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{R_s - g} \quad \text{معادله ۳:}$$

که پس از ساده کردن به صورت زیر در می‌آید:

$$R_s = \frac{D_{0,i-1}(1+g)}{P_{0,i}} + g$$

که در آن:

$$P_{0,i} = \text{قیمت سهم در ابتدای سال } i$$

$$D_{0,i-1} = \text{سود نقدی سهم در سال } i-1$$

$$g = \text{نرخ رشد سالانه سود نقدی سهم}$$

$$R_s = \text{بازده مورد انتظار سالانه}$$

برای محاسبه نرخ رشد سالانه الگوی گردون از نرخ ثابت رشد در بازه زمانی دهساله

(۷۵-۸۵) به شرح زیر استفاده شده است:

$$D_n = D_0(1+g)^n \quad \text{معادله ۷-۳:}$$

که در آن:

$$D_n = \text{سود نقدی سهم در پایان بازه زمانی ده سال}$$

$$D_0 = \text{سود نقدی سهم در ابتدای بازه زمانی ده سال}$$

n = نشاندهنده دوره زمانی برای محاسبه نرخ رشد g است. برای شرکتهای نمونه عمدتاً $n=10$ اما برای برخی از شرکتهای که تعداد آنها انگشت شمار است به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات از بازه های زمانی ۸ یا ۹ سال نیز استفاده شده است. با توجه به اینکه شرکتهای نمونه در طول دوره مورد بررسی دارای افزایش سرمایه بوده لذا در محاسبه نرخ رشد الگوی گردون از سود تقسیمی تعدیل شده استفاده شده است. برای محاسبه سود تقسیمی تعدیل شده، ابتدا تعداد سهام شرکتهای و سود تقسیمی هر سهم در تاریخ مجمع سال مالی در سال مبدأ (۱۳۷۵) و سال مقصد (۱۳۸۴) از اطلاعات گرفته شده از سازمان بورس اوراق بهادار استخراج، و سپس سود تقسیمی تعدیل شده سال مقصد با توجه به معادله زیر محاسبه شده است:

$$\text{تعداد سهام در تاریخ مجمع سال مالی مقصد} \times \text{DPS اعلام شده در سال مقصد} = \text{DPS تعدیل شده} \times \text{تعداد سهام در تاریخ مجمع سال مالی مبدأ}$$

روش تحقیق

این پژوهش تجربی با استفاده از روش همبستگی خطی به توصیف ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام می پردازد. در پژوهشهای همبستگی سعی می شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین شود. روش شناسی پژوهش نیز از نوع پس رویدادی است؛ زیرا از اطلاعات واقعی گذشته استفاده شده است. اطلاعات مربوط به قیمت سهام، افزایش سرمایه و تقسیم سود از نرم افزار رهاورد نوین، تدبیر پرداز و نیز یادداشتهای پیوست صورتهای مالی، که در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران موجود بود، استخراج، و سپس محاسبات بازده تحقق یافته و مورد انتظار در نرم افزار اکسل انجام شد. اطلاعات صورتهای مالی از هر دو نرم افزار تدبیر پرداز و رهاورد نوین و نیز بانک اطلاعات مالی شرکتهای پذیرفته شده در

سازمان بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده و پس از مقایسه و حصول اطمینان از مطابقت آنها مورد استفاده قرار گرفت. در نهایت با استفاده از نرم افزار اکسل متغیرهای تحقیق محاسبه، و سپس در نرم افزار SPSS آزمونهای آماری لازم انجام شد. الگوهای رگرسیون یک و چند متغیره برای آزمون ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی و اجزای آن با بازده غیر عادی سهام استفاده شده، و سپس سطح معناداری توسط آزمون F مورد بررسی قرار گرفته است. الگوهای رگرسیونی این تحقیق به شرح زیر است:

$$ARET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 NOA_t \quad \text{معادله ۱}$$

که در آن:

$ARET_{t+1}$: بازده غیرعادی سهام عادی

NOA : خالص داراییهای عملیاتی

α_0 : عرض از مبدأ

α_1 : ضریب رگرسیون

پس از تجزیه معادله ۱ به اجزای تشکیل دهنده، معادله ۲ به صورت زیر خواهد بود:

معادله ۲:

$$ARET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 NCOA_t + \alpha_2 NNCOA_t$$

α_0 : عرض از مبدأ

α_1 و α_2 : ضرایب رگرسیون

$NCOA_t$: خالص داراییهای عملیاتی جاری

$NNCOA_t$: خالص داراییهای عملیاتی غیرجاری

با تجزیه معادله ۲ به اجزای تشکیل دهنده معادله ۳ به صورت زیر خواهد بود:

معادله ۳:

$$ARET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 COA_t - \alpha_2 COL_t + \alpha_3 NCOA_t - \alpha_4 NCOL_t$$

که:

$$\begin{aligned}
 &ARET_{t+1}: \text{بازده غیر عادی سهام عادی} \\
 &\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 \text{ و } \alpha_4: \text{ضرایب رگرسیون} \\
 &COA_t: \text{داراییهای عملیاتی جاری} \\
 &COL_t: \text{بدهیهای عملیاتی جاری} \\
 &NCOA_t: \text{داراییهای عملیاتی غیر جاری} \\
 &NCOL_t: \text{بدهیهای عملیاتی غیر جاری}
 \end{aligned}$$

نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق متغیر خالص داراییهای عملیاتی به اجزای پایه تجزیه شده است تا علاوه بر بررسی ارتباط خالص داراییهای عملیاتی با بازده غیر عادی سهام بتوان ارتباط اجزای تشکیل دهنده خالص داراییهای عملیاتی را با بازده غیر عادی سهام مورد آزمون قرار داد و در نتیجه اجزای مؤثر بر ارتباط یا عدم ارتباط بین دو متغیر اصلی تحقیق را به صورت دقیقتری شناسایی کرد. به همین منظور معادله اصلی تحقیق (معادله ۱) را با توجه به اجزای پایه خالص داراییهای عملیاتی بسط و گسترش دادیم که نتیجه آن تشکیل معادله‌های ۲ و ۳ بود. آزمونها در مورد هر سه معادله برای هر سال و نیز به صورت کلی برای پنج سال انجام گرفت. نتایج آزمون فرضیه تحقیق و الگوهای رگرسیونی بر اساس هر یک از معادلات به صورت زیر تشریح می‌شود:

نتایج از آزمون فرضیه بیان می‌کند که در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 (نبودن رابطه معنادار) تأیید، و فرض H_1 (وجود رابطه معنادار) رد می‌گردد. بنابراین با توجه به اطلاعات به دست آمده نتیجه می‌شود که رابطه معنی‌داری بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام در فاصله زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ وجود ندارد. اما نتایج آزمون الگوی رگرسیونی به تفکیک معادلات به شرح ذیل است:

نتایج معادله ۱

برای بررسی و تحلیل معادله ۱ ابتدا جدول آماره‌های رگرسیونی و برازش الگوی رگرسیونی معادله را نشان می‌دهیم.

جدول شماره (۱): نتایج معادله ۱

سال بررسی	متغیر مستقل	متغیر وابسته	میزان همبستگی (R)	ضریب تعیین (R^2)	مقدار F	سطح معناداری (sig)
۷۹	NOA	ARET	۰/۰۶۴	۰/۰۰۴	۰/۳۸۸	۰/۵۳۵
۸۰	NOA	ARET	۰/۰۷۵	۰/۰۰۶	۰/۵۳۲	۰/۴۶۸
۸۱	NOA	ARET	۰/۰۹۲	۰/۰۰۸	۰/۷۸۸	۰/۳۷۷
۸۲	NOA	ARET	۰/۱۸۷	۰/۰۳۵	۳/۳۸۷	۰/۰۶۹
۸۳	NOA	ARET	۰/۰۳۴	۰/۰۰۱	۰/۱۱۰	۰/۷۴۱
کل	NOA	ARET	۰/۰۲۵	۰/۰۰۱	۰/۲۴۹	۰/۵۸۸

بر اساس اطلاعات جدول، معادله رگرسیون کلی مربوط به سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ به صورت زیر به دست می‌آید:

$$ARET_{(79-83)} = 0/596 + 2/999(NO A_{(78-82)})$$

بر اساس نتایج از معادله ۱ می‌توان دریافت که بین خالص داراییهای عملیاتی (NOA) و بازده غیرعادی سهام (ARET) در مجموع پنج سال همبستگی رگرسیونی به میزان ۰/۰۲۵ وجود دارد به طوری که NOA ۰/۱ درصد از واریانس ARET را تبیین می‌کند که این میزان بسیار ضعیف است. همچنین با توجه به سطح معناداری آزمون F همبستگی مشاهده شده بین دو متغیر فوق و الگوی رگرسیونی نیز معنادار نیست؛ زیرا سطح معناداری این آزمون در الگوی رگرسیونی از مقدار ۰/۰۵ بیشتر است (۰/۵۸۸) و در سطح اطمینان ۹۵ درصد این همبستگی مشاهده شده معنادار و قابل قبول نیست. همچنین، نتایج معادله ۱ نشان می‌دهد که در طی این پنج سال هر چه خالص داراییهای عملیاتی (NOA) افزایش یابد،

بازده غیرعادی سهام عادی (ARET) نیز افزایش خواهد یافت. اما با توجه به سطح معناداری (۰/۵۸۸) می‌توان دریافت که این رابطه معنادار نیست؛ زیرا سطح معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است. اما نتایج تحلیل رگرسیونی به تفکیک سال نشان داد که به استثنای سال ۱۳۸۲، که در سطح ۹۳/۱ درصد ($1 - 0/069 = 0/931$) اطمینان همبستگی معناداری بین دو متغیر فوق و الگوی رگرسیونی وجود دارد، در سایر سالها همبستگی معناداری مشاهده نمی‌شود.

نتایج معادله ۲

برای بررسی و تحلیل معادله ۲ ابتدا جدول آماره‌های رگرسیونی و برازش الگوی رگرسیونی معادله را نشان می‌دهیم.

جدول شماره (۲): نتایج معادله ۲

سال بررسی	متغیر مستقل	متغیر وابسته	میزان همبستگی (R)	ضریب R^2 تعیین (R)	مقدار F	سطح معناداری (sig)
۷۹	NCOA NNCOA	ARET	۰/۱۳۳	۰/۰۱۸	۰/۸۳۲	۰/۴۳۹
۸۰	NCOA NNCOA	ARET	۰/۱۵۵	۰/۰۲۴	۱/۱۳۲	۰/۳۲۷
۸۱	NCOA NNCOA	ARET	۰/۲۶۴	۰/۰۶۹	۳/۴۳۶	۰/۰۳۶
۸۲	NCOA NNCOA	ARET	۰/۲۶۳	۰/۰۶۹	۳/۴۱۶	۰/۰۳۷
۸۳	NCOA NNCOA	ARET	۰/۰۷۲	۰/۰۰۵	۰/۲۴۲	۰/۷۸۶
کل	NCOA NNCOA	ARET	۰/۱۰۷	۰/۰۱۲	۲/۷۵۷	۰/۰۶۴

بر اساس اطلاعات جدول، معادله رگرسیون کلی مربوط به سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ به صورت زیر به دست می‌آید:

$$ARET_{(79-83)} = 0/603 - 3/475(NCOA_{(78-82)}) + 7/265(NNCOA_{(78-82)})$$

معادله به دست آمده نشان می‌دهد که هر چه متغیرهای «خالص داراییهای عملیاتی جاری (NCOA) و خالص داراییهای عملیاتی غیرجاری (NNCOA)» افزایش یابد، بازده غیرعادی سهام (ARET) به ترتیب کاهش و افزایش خواهد یافت. اما با توجه به سطح معناداری می‌توان دریافت که رابطه NCOA با ARET معنادار است (sig=۰/۰۱۰)؛ زیرا سطح معناداری آزمون برای این متغیر در الگوی از ۰/۰۵ کمتر است، ولی رابطه NNCOA با ARET معنادار نیست (sig=۰/۵۱۹)؛ زیرا سطح معناداری آزمون برای این متغیر در الگوی از ۰/۰۵ بیشتر است.

بر اساس نتایج از معادله ۲ می‌توان دریافت که بین خالص داراییهای عملیاتی جاری (NCOA) و خالص داراییهای عملیاتی غیرجاری (NNCOA) با بازده غیرعادی سهام عادی (ARET) در مجموع پنج سال، همبستگی رگرسیونی به میزان ۰/۱۰۷ وجود دارد به طوری که NCOA و NNCOA، ۱/۲ درصد از واریانس ARET را تبیین می‌کند که این میزان بسیار ضعیف است. اما با توجه به سطح معناداری آزمون F همبستگی مشاهده شده بین دو متغیر یاد شده و الگوی رگرسیونی نیز معنادار نیست؛ زیرا سطح معناداری این آزمون در این الگوی رگرسیون از مقدار ۰/۰۵ بیشتر است (۰/۰۶۴) و در سطح اطمینان ۹۵ درصد این همبستگی مشاهده شده معنادار و قابل قبول نیست؛ اما در سطح ۹۳/۶ درصد (۱-۰/۰۶۴=۰/۹۳۶) اطمینان همبستگی معنادار و قابل قبول بین متغیرهای فوق و الگوی رگرسیونی وجود دارد. اما نتایج تحلیل رگرسیونی به تفکیک سال نشان داد که به استثنای سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲، که در سطح ۹۵ درصد اطمینان همبستگی معناداری بین متغیرهای فوق و الگوی رگرسیونی وجود دارد در سایر سالها همبستگی معناداری مشاهده نمی‌شود.

نتایج معادله ۳

برای بررسی و تحلیل معادله ۳ ابتدا جدول آماره‌های رگرسیونی و برازش الگوی رگرسیونی معادله را نشان می‌دهیم.

جدول شماره (۳): نتایج معادله ۳

سال بررسی	متغیر مستقل	متغیر وابسته	میزان همبستگی (R)	ضریب تعیین ² (R)	مقدار F	سطح معناداری (sig)
۷۹	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۲۵۸	۰/۰۶۶	۱/۵۹۹	۰/۱۸۱
۸۰	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۱۹۵	۰/۰۳۸	۰/۸۸۷	۰/۴۷۵
۸۱	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۳۰۲	۰/۰۹۱	۲/۲۶۵	۰/۰۶۸
۸۲	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۴۶۴	۰/۲۱۶	۶/۱۸۹	۰/۰۰۰
۸۳	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۱۰۴	۰/۰۱۱	۰/۲۹۶	۰/۹۱۱
کل	COA COL NCOA NCOL	ARET	۰/۱۸۳	۰/۰۳۳	۴/۰۵۹	۰/۰۰۳

بر اساس اطلاعات جدول، معادله رگرسیون کلی مربوط به سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ به صورت زیر به دست می‌آید:

$$ARET_{(79-83)} = 0/581 - 1/536(COA_{(78-82)}) + 8/161(COL_{(78-82)}) - 4/832(NCOA_{(78-82)}) - 4/236(NCOL_{(78-82)})$$

معادله به دست آمده نشان می‌دهد که هر چه متغیر (COL) افزایش یابد، بازده غیرعادی سهام عادی (ARET) افزایش خواهد یافت. ولی هر چه متغیرهای (COA) و (NCOA) و (NCOL) افزایش یابد، بازده غیرعادی سهام عادی (ARET) کاهش خواهد یافت. اما با توجه به سطح معناداری، تنها رابطه متغیر COA با ARET معنادار نیست؛ زیرا سطح معناداری آن از مقدار ۰/۰۵ بیشتر است (۰/۴۲۶). ولی دیگر متغیرهای مستقل با متغیر ARET رابطه معناداری دار است؛ زیرا سطوح معناداری آزمون برای این متغیرها در الگوی از ۰/۰۵ کمتر است (۰/۰۰۱) و (۰/۰۱۵) و (۰/۰۴۸). همچنین می‌توان دریافت که بین ۴ متغیر مستقل فوق‌الذکر و متغیر وابسته - بازده غیرعادی سهام (ARET) - در طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ همبستگی رگرسیونی به میزان ۰/۱۸۳ وجود دارد، به طوری که این ۴ متغیر مستقل، ۳/۳ درصد از واریانس ARET را تبیین می‌کنند که این میزان بسیار ضعیف است. با توجه به سطح معناداری آزمون F همبستگی مشاهده شده بین متغیرهای فوق و الگو رگرسیونی نیز معنادار می‌باشد. زیرا سطح معناداری این آزمون در این الگو رگرسیونی از مقدار ۰/۰۵ کمتر می‌باشد (۰/۰۰۳) و در سطح اطمینان ۹۹ درصد این همبستگی مشاهده شده معنادار و قابل قبول می‌باشد. شایان ذکر است که در سال ۱۳۸۲ بر اساس اطلاعات به دست آمده می‌توان دریافت که بین ۴ متغیر مستقل فوق‌الذکر و متغیر وابسته - بازده غیرعادی سهام (ARET) همبستگی رگرسیونی به میزان ۰/۴۶۴ وجود دارد، به طوری که این ۴ متغیر مستقل، ۲۱/۶ درصد از واریانس ARET را تبیین می‌کنند که این میزان متوسط است. با توجه به سطح معناداری آزمون F همبستگی مشاهده شده بین متغیرهای فوق و الگو رگرسیونی نیز در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشند. همچنین در این سال تنها رابطه متغیر NCOL با ARET معنادار می‌باشد، زیرا سطح معناداری آن از مقدار

۰/۰۵ کمتر است (۰/۰۱۴). ولی دیگر متغیرهای مستقل با متغیر ARET رابطه معناداری ندارد. به علاوه در سال ۸۱ در سطح اطمینان ۹۳/۲ درصد ($0/932 = 0/068 - 1$) همبستگی معناداری بین متغیرهای فوق و الگوی رگرسیونی وجود دارد. اما با توجه به ستون sig یا سطح معناداری، تنها رابطه متغیر COA با ARET معنادار می‌شود؛ زیرا سطح معناداری آن از مقدار ۰/۰۵ کمتر است (۰/۰۰۵). ولی دیگر متغیرهای مستقل با متغیر ARET رابطه معناداری ندارند، زیرا سطوح معناداری آزمون برای این متغیرها در الگو از ۰/۰۵ بیشتر است. (۰/۱۰۱) و (۰/۵۴۲) و (۰/۱۲۵). در سایر سالها همبستگی معناداری مشاهده نمی‌شود.

نتیجه گیری

با توجه به آزمونهای انجام شده در این تحقیق، رابطه معنی‌داری بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیرعادی سهام عادی وجود ندارد؛ به عبارت دیگر اطلاعات مندرج در ترازنامه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای کسب بازده غیر عادی تأثیری ندارد و یا ترازنامه فاقد محتوای اطلاعاتی است. تحقیق مشابه انجام شده توسط آقای باباییان (۱۳۸۰) تحت عنوان ارتباط بین تغییرات ارقام تشکیل‌دهنده ترازنامه و تغییرات بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز تحقیق آقای عبدی (۱۳۸۲) تحت عنوان بررسی ارتباط بین تغییرات ارقام ترازنامه و تغییرات ارقام سود و زیان با تغییرات بازده سهام نتایج مشابه این تحقیق را نشان داد. در این تحقیقات نیز نتایج حاکی از عدم ارتباط معنادار بین اطلاعات ترازنامه و بازده سهام بود. اما تحقیقات خارجی نتایج معکوسی را نشان داد. تحقیق ژانگ تحت عنوان خالص داراییهای عملیاتی صنعت به عنوان پیش‌بینی‌کننده بازده سهام، تحقیق دیوید هیرش لیفر، کوی هو، سیو هونگ تئو و یواینگلی ژانگ (۲۰۰۴) و تحقیق توماکوس، وانگ و پاپانستسو پولس تحت عنوان اطلاعات در ترازنامه برای بازده آینده سهام نشان داد که رابطه معکوسی بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام وجود دارد در حالی که در این تحقیق ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام در کل معنادار نیست. اما با تجزیه خالص داراییهای عملیاتی به دو بخش جاری و غیر جاری مشخص شد که بین خالص

داراییهای عملیاتی جاری با بازده سهام رابطه معناداری هست. در نتیجه این ارتباط حاکی از توجه بیشتر سرمایه گذاران به بخش داراییها و بدهیهای جاری ترازنامه و توجه کمتر به بخش غیر جاری ترازنامه است؛ لذا عدم ارتباط معنادار بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام ناشی از بخش غیر جاری است.

بر اساس این توضیحات می توان دلایل زیر را برای عدم ارتباط معنی دار بین خالص داراییهای عملیاتی غیر جاری و بازده غیر عادی سهام برشمرد:

(۱) به نظر می رسد که سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار ایران از اطلاعات صورتهای مالی در تصمیم گیریهای خود کمتر بهره می گیرند و بیشتر تصمیمات خود را بر مبنای شایعات یا اطلاعات غیره ای و یا اصطلاحاً در گوشی و نه بر مبنای اطلاعات مالی انجام می دهند. به علاوه عدم کارایی در بازار بورس اوراق بهادار ایران می تواند باعث عدم تعادل در توزیع اطلاعات شود.

(۲) هم چنین، به نظر می رسد که سرمایه گذاران بیشتر بر اطلاعات برجسته صورتهای مالی مانند سود خالص، سرمایه و .. توجه می کنند و یادداشتهای پیوست صورتهای مالی و نیز گزارشهای هیئت مدیره را به منظور آگاهی نسبت به طرحهای سرمایه گذاری کمتر مورد توجه قرار می دهند گفته می شود عمده خریداران سهام در کشور ما تنها نسبت (P/E) را ملاک تصمیم گیری خود قرار می دهند، حال اینکه برای هر تصمیم گیری درست باید درک معقولی از روشها و قواعد حسابداری، مبانی تهیه و تنظیم صورتهای مالی و ساختارهای بازار داشت.

(۳) بعضی از شرکتها که در مقیاسی کوچک موفقیت داشته اند وقتی به طور قابل توجهی بر سرمایه گذارهای خود در بخش داراییهای غیر جاری می افزایند با مشکلاتی روبه رو می شوند. غالباً مسائل از اینجا ناشی می شود که برای توسعه کارخانه و افزایش تولید، بررسی وضع بازار و تقاضا برای محصول به درستی انجام نمی گیرد و در نتیجه به ناگاه شرکت، خود را با افزایش هزینه های سربار و احتمالاً تراکم مستمر در انبارها برابر می یابد. گاه ناکامی از نبودن برنامه برای توسعه ناشی می شود. چه بسا مدیرانی که از عهده

شرکتی کوچک برمی آید ولی در تنظیم امور مؤسسه‌ای بزرگتر ناتوان می‌گردند. به این دلیل در بسیاری از موارد تجزیه و تحلیل باید روش مدیریت مؤسسه را هم در نظر گرفت. (۴) هم‌چنین ممکن است عدم ارتباط متغیرهای تحقیق به دلیل طرح توجیه اقتصادی نامناسب مربوط به سرمایه‌گذاریها باشد و نهایتاً بازده مورد انتظار لازم به دست نیاید. با توجه به مورد گفته شده در بند ۳، ممکن است چنین سرمایه‌گذاریهایی انتظار لازم را به منظور کسب سود مورد انتظار فراهم نکند؛ لذا عدم معناداری ارتباط بین متغیرهای تحقیق قابل تصور است.

بنابراین بر اساس نتایج می‌توان گفت رابطه معنی‌داری بین خالص داراییهای عملیاتی و بازده غیر عادی سهام وجود ندارد. در گسترش نتایج تحقیق به جامعه آماری باید احتیاط لازم صورت گیرد.

محدودیت‌های تحقیق

این تحقیق با محدودیت‌های زیر روبه‌رو بوده است:

- ۱- با توجه به اینکه در این تحقیق تنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری انتخاب شده است نمی‌توان نتایج تحقیق را به سایر جوامع آماری تعمیم داد.
- ۲- با توجه به اینکه برخی از شرکت‌ها به دلیل موجود نبودن اطلاعات یا دلایلی دیگر از نمونه آماری حذف شده‌اند، این مسئله می‌تواند باعث مغشوش شدن نتایج تحقیق شود.
- ۳- محدود بودن دوره زمانی تحقیق به سالهای ۱۳۸۳-۱۳۷۹ (محدودیت زمانی)

پیشنهادها برای پژوهش‌های آینده

با توجه به نتایج این تحقیق و تجزیه و تحلیل‌های انجام شده، پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه می‌شود:

- ۱- اجرای دوباره این مجدد تحقیق در سطح صنایع و مقایسه نتایج آن با نتایج این

پژوهش

- ۲- بررسی ارتباط بین خالص داراییهای عملیاتی با سود نقدی و سود پیش بینی شده هر سهم و قیمت سهام
- ۳- اجرای دوباره این پژوهش با استفاده از الگوی CAPM تعدیل شده برای محاسبه بازده مورد انتظار و مقایسه نتایج آن با نتایج این تحقیق
- ۴- بررسی تغییرات خالص داراییهای عملیاتی و رابطه آن با بازده غیر عادی سهام
- ۵- بررسی میزان توجه سرمایه گذاران به اطلاعات مندرج در یادداشتهای پیوست صورتهای مالی و استفاده از آنها در تصمیمات سرمایه گذاری

منابع و مأخذ

- بابائیان، علی. (۱۳۸۱). بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات اقلام ترازنامه با تغییرات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- عبدی، نادر. (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین تغییرات اقلام ترازنامه و تغییرات اقلام سود و زیان با تغییرات بازده سهام. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی
- Bradshaw, M. and Richardson, S. and Sloan, R. (2000). Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?. *Journal of Accounting Research*, 39. 45-74.
- Choy, L. (2003). Impact of Earnings Management Flexibility. *University of Rochester*, working paper.
- Daniel, K. and Hirshleifer, D. and Teoh, S. (2002). Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications. *Journal of Monetary Economics-Carnegie/Rochester Conference on Public Policy*, 49. 39-209.
- Fiske, S. and Taylor, S. (1991). *Social cognition (2nd ed.)*. (McGraw-Hill, New York).
- Hirshleifer, D. and Hou, K. and Teoh, S. and Zhang, Y. (2004). Do Investors Overvalue Firms with Bloated Balance Sheets?. *Journal of Accounting and Economics*, 38. 297-331.
- Hirshleifer, D. and Lim, S. and Teoh, S. (2003). Disclosure to a Credulous Audience: the Role of Limited Attention. *The Ohio State University*, working paper.
- Libby, R. and Bloomfield, R. and Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27. 775-810.
- Ou, J. and Penman, S. (1989). Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11. 295-329.

- Papanastasopoulos,G.and Thomakos,D.and Wang,T.(2007). Information in Balance Sheets for Future Stock Returns: Evidence from Net Operating Assets. *working paper*
- Sloan, R.G.(1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. *The Accounting Review*. 289-315
- Teoh, S.and Wong, T.(2002). Why New Issue and High-Accrual Firms Underperform: The Role of Analysts' Credulity. *Review of Financial Studies*, 15. 869-900.
- Zhang , y. (2006). Net Operating Assets as a Predictor of Industry Stock Returns. *working paper*

