

## بررسی تأثیر نسبت‌های مالی بر پیش بینی سود شرکت و بازده سهام

محمد لگزبان

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی

دانشگاه فردوسی مشهد

جواد بقایی

استادیار موسسه غیرانتفاعی کاویان

محمد حسین همایونی راد\*

کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشکده علوم

اداری و اقتصادی دانشگاه فردوسی مشهد

### چکیده

تصمیم‌گیری بهینه در بازارهای اوراق بهادار و سهام نیازمند برخورداری از ابزارها و فنون مناسب برای تحلیل و انتخاب بهترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری است. در این بین صورت‌های مالی شرکت‌ها از جمله مهم‌ترین اطلاعات مالی برای تحلیل بنیادی سهام شرکت‌ها است. پژوهش حاضر با مبنا قرار دادن اطلاعات بنیادی در صورت‌های مالی شرکت‌ها، تلاش نموده است تا اثر بخشی ۱۰ مورد از مهم‌ترین نسبت‌های مالی را در پیش‌بینی بازده آتی و سود آتی ۲۵۲ شرکت از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات مالی آنها در یک دوره ۶ ساله (۱۳۸۵-۱۳۸۰) در دسترس بوده است را آزمون نماید. یافته‌های پژوهش نشان داده است که نسبت‌های سودآوری و نسبت‌های فعالیت می‌توانند پیش‌بینی‌کننده مناسبی برای بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران باشند. با این حال ارتباط معنی‌داری میان نسبت‌های مالی و سود آتی نشان داده نشده است که احتمالاً ناشی از هموارسازی سود در شرکت‌های ایرانی است.

واژه‌های کلیدی: شاخص‌های بنیادی، بازده آتی سود آتی، سرمایه‌گذاری

طبقه بندی JEL: G11, G17

homayoni25@yahoo.com

\* - (نویسنده مسئول):

تاریخ پذیرش: ۸۹/۸/۲۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۳/۳۰

## The Effect on Financial Ratios to Predict Company Profits and Stock Returns

**Mohammad Lagzian**

*Assistant professor, Management, Ferdowsi University of Mashhad*

**Javad Baghaei**

*Assistant professor, Kaniyan University*

**Mohammad Hossein Homayoni Rad**

*Master of Financial Management, Ferdowsi University of Mashhad*

### Abstract

Optimized decision making in the market of stocks and bonds needs utilizing suitable tools and skills in order to choose the best choices for investment. The most important financial information of corporations is their financial reports that help analyzing basics of stocks.

Current research by basing basic information of corporation's financial reports, has tried to examine traces of ۱۰ instances of the most important financial ratios in the prediction of oncoming efficiency and profit of ۲۵۲ companies out of those companies in the stock market of Tehran that their financial reports in a ۶ year period (۲۰۰۱-۲۰۰۶) have been available.

Research results show that profitability ratios and activity ratios can be proper predictive of oncoming efficiency in the stock market of Tehran. Nonetheless there is not a meaningful relationship between financial ratios and oncoming profits; that this may be due to smoothing of profits in Iranian companies.

**Key words:** fundamental indicator, oncoming efficiency and profit, investment

**JEL:** G۱۱, G۱۷

### ۱. مقدمه

از مهم‌ترین منابع و سرمایه‌های پولی موجود در جامعه، نقدینگی خرد و کلان در اقتصاد هر جامعه و کشور است. بدون شک جذب و هدایت صحیح این نقدینگی مستلزم تحلیل مناسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مختلف پولی و مالی جامعه می‌باشد. شناخت فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و در هر بازار اوراق بهادار نیازمند تحلیل دقیق صورت‌های مالی شرکت‌ها و پیش‌بینی مناسب سود آتی و بازده آتی در هر سهم می‌باشد. بنابراین، تحلیل و پیش‌بینی عوامل موثر بر قیمت و بازده سهام شرکت‌ها همواره مورد نظر سرمایه‌گذاران، کارگزاران و سایر افراد

ذی‌نفع در بازار اوراق بهادار می‌باشد (Ashri et al., ۱۹۹۴). در ارزیابی اوراق بهادار، صورت‌های مالی منابع اصلی تامین کننده اطلاعات هستند (Basu, ۱۹۸۳). با توجه به اهمیت مدیریت صحیح سرمایه‌های مالی، این پژوهش درصدد است تا عوامل و شاخص‌های بنیادی تأثیرگذار بر بازده و سودآوری آتی سهام را مورد بررسی قرار داده و شناسایی نماید. شناخت این عوامل می‌تواند سرمایه‌گذاران را در سرمایه‌گذاری مناسب در بازار سهام راهنمایی نماید.

## ۲. ادبیات پژوهش

سرمایه‌گذاری مناسب مستلزم مدیریت ثروت سرمایه‌گذاران است. این ثروت شامل مجموع درآمد فعلی و ارزش فعلی درآمدهای آتی است. سرمایه‌گذاری دارای دو جنبه "تجزیه و تحلیل" و "مدیریت" (سرمایه‌گذاری) است (Jones, ۲۰۰۲). فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری اوراق بهادار دو مرحله‌ای "تجزیه و تحلیل اوراق بهادار" و "مدیریت پرتفو" صورت می‌گیرد (Jones, ۲۰۰۲). تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، ارزشیابی اوراق بهادار است. این مرحله اولین قسمت فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است. در فرایند ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار در مرحله اول ابتدا ویژگی‌های اوراق بهادار مختلف و عوامل تأثیرگذار بر آنها شناسایی می‌شوند. در مرحله بعد به منظور برآورد و تخمین قیمت یا ارزش و بازده از اوراق بهادار باید مدل ارزیابی مناسب به کار گرفته شود. از جمله شاخص‌ها و اطلاعاتی که می‌تواند سرمایه‌گذاران را در جهت صحیح سرمایه‌گذاری هدایت نماید، اطلاعات و نسبت‌های بنیادی در صورت‌های مالی است. با توجه به اهمیت تحلیل بنیادی در تصمیم‌گیری‌های به ویژه بلندمدت سرمایه‌گذاران، شناخت شاخص‌ها و نسبت‌های مالی که بتواند پیش‌بینی‌کننده صحیحی از سود و بازده آتی سهام باشد از اهمیت فراوان برخوردار است (Daniel and Thitman, ۱۹۹۷). در راستای این امر پژوهش‌های بسیاری برای ارائه مدل‌های ارزیابی قیمت سهام، پیش‌بینی سود و بازده آتی، پیش‌بینی بازده سهام و عوامل موثر بر آنها انجام شده است. پژوهش‌های اوو و پن من (Ababanell & Bushee, ۱۹۹۷) (۱۳۷۶)، او، و پنمن (Ou, & Penamn, ۱۹۸۹). اباربانل و بوشی (۱۳۷۶) (۱۳۷۶)، پیتروسکی (Pitroskhi, ۲۰۰۰) (۱۳۷۹)، چان و همکاران (Chan & et al ۱۹۹۳) (۱۳۷۲)، بنیش و همکاران (Beneish & et al) (۱۳۸۰) (۱۳۸۰)، سلیمی (Salimi, ۲۰۰۴) (۱۳۸۳)، فولادی (۱۳۸۲)، و ثقفی و شعری (Saghafi, Sheri, ۲۰۰۴) (۱۳۸۳). از آن جمله است.

آباربانل و بوشی<sup>۱</sup> (۱۳۷۶). (Ababanell, Bushee ۱۹۹۷) در پژوهش تحلیل بنیادی، سود آتی و قیمت سهام، مفید بودن استفاده از متغیرهای بنیادی را در پیش بینی سود بررسی نمودند. نتایج نشان داده است که متغیر موجودی کالا، سود ناخالص، نرخ موثر مالیات، روش ارزش یابی موجودی‌ها و بهره‌وری نیروی کار، با سود پیش بینی شده یک سال پیوند معنا داری دارد. لیکن هزینه‌های اداری و فروش و نظر حسابرس تأثیر چندانی نداشته‌اند.

پیتروشی<sup>۲</sup> (۱۳۷۹). (Pitroshi, ۲۰۰۰) در پژوهش خود استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی تاریخی برای جدا سازی برندگان از بازندگان، یک راهکار تحلیل بنیادین و سرمایه گذاری بر مبنای نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار را مورد آزمون قرار می‌دهد. این پژوهشگر نشان می‌دهد که با انتخاب بدراهی از شرکت‌های با نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار می‌توان، ۷/۵ درصد بازده سالانه مازاد کسب نمود.

بنیش، و همکاران<sup>۳</sup> (۱۳۸۰). (Beneish & Tarpley. ۲۰۰۱) در پژوهش خود، توانایی پیش بینی تغییرات فوق العاده قیمت با استفاده از تحلیل بنیادی وابسته به قرائن را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج پژوهش ایشان نشان داده است که ترتیب متغیرهای وابسته به بازار و بر مبنای حسابداری توان پیش بینی عمده‌ای در تشخیص تغییرات قیمت را ۴ تا ۶ ماه قبل از رخداد تغییرات دارند.

سلیمی (۱۳۸۳). (Salimi, ۲۰۰۴) در پژوهش خود با بهره گیری از پژوهش آباربانل و بوشی (۱۳۷۶)، (Ababanell & Bushee. ۱۹۹۷)، اثر برخی از متغیرها حسابداری خاص بر بازده سهام را در ایران مورد بررسی قرار داده است. یافته‌ها و نتایج این پژوهش که در دوره ۵ ساله ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ صورت گرفته است نشان می‌دهد که متغیرهای تغییرات سودآوری، تغییرات دارایی‌ها و نوع گزارش حسابرسی اثر معنی اداری بر بازده سهام داشته است و حدود ۴۸ درصد از تغییرات بازده غیر عادی را توضیح می‌دهد. در این میان بیشترین ضریب را متغیر تغییرات سودآوری داشته است.

ثقفی و شعری (۱۳۸۳). (Saghafi & Sheri. ۲۰۰۴) در پژوهش خود با عنوان نقش اطلاعات

- 
- Ababanell & Bushee
  - Pitroshi
  - Beneish et al

بنیادی در پیش بینی بازده سهام با انتخاب بازده سهام جهت پیش بینی، درصدد آزمون تجربی سودمندی اطلاعات حسابداری بوده است. نتایج پژوهش آنها، تایید کننده‌ی توان پیش بینی کنندگی اطلاعات حسابداری بوده است. تعیین کنندگی متغیرهای بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه گذاری‌ها، رشد فروش به جمع دارایی‌ها، رشد سود خالص به فروش و هزینه‌های مالی به فروش در ۹ متغیر معنی دار بوده است. به عبارت دیگر این متغیرها سهم بیشتری نسبت به سایر متغیرها در پیش بینی بازده را داشته‌اند. سایر متغیرهای پیش بینی کننده بازده در طول زمان همسان نبوده‌اند. بنابر آنچه گفته شد، در روش تحلیل بنیادی اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها، که نشان‌دهنده عملکردهای گذشته، حال و آتی شرکت‌ها خواهد بود از اهمیت فراوان برخوردار است (Nguyen, ۲۰۰۳). اما اینکه در صورت‌های مالی، کدام اطلاعات می‌تواند پیش بینی کننده مناسبی برای عملکرد آتی شرکت‌ها و متغیرهای مهمی مانند بازده آتی و سود آتی می‌باشد، مورد سوال است. بر همین اساس، پژوهش حاضر با بهره‌گیری از تلاش‌ها و پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه در خارج و داخل کشور و با توجه به محدود بودن پژوهش‌ها در زمینه شناخت اطلاعات و شاخص‌ها و نسبت‌های بنیادی در صورت‌های مالی و در تحلیل‌های سرمایه‌گذاری، درصدد است تا شاخص و نسبت‌های بنیادی مناسب که می‌تواند سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار ایران را در تصمیم‌گیری‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری یاری دهد شناسایی و معرفی نماید.

### ۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات توصیفی و از نوع همبستگی است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۰ بوده‌اند که تا پایان سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. براساس اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی فوق، حدود ۳۱۵ شرکت در ۲۶ صنعت مختلف در بازار بورس مشغول به فعالیت بوده‌اند. نمونه آماری از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۸۰ که طی مدت ۶ سال گزارشات مالی لازم را به بورس اوراق بهادار ارائه کرده‌اند، به استثنای شرکت‌هایی که شرایط مورد نیاز برای محاسبه متغیرها را نداشته‌اند، امکان دسترسی به اطلاعات و صورت‌های مالی آنها میسر نبوده و یا معاملات سهام آنها حداقل یک دوره ۱۲ ماهه توقف داشته، انتخاب شده است. پژوهش‌های صورت گرفته نشان داده‌اند که دوره ۴ الی ۶ سال برای حداقل کردن اشتباهات طبقه

بندی کافی و مناسب می‌باشد (Copeland & Licastro, ۱۹۶۸) و با توجه به اینکه استانداردهای حسابداری از سال ۱۳۸۰ لازم‌الاجراء شده لذا در این تحقیق دوره ۶ ساله (۱۳۸۵-۱۳۸۰) برای انجام بررسی و تجزیه و تحلیل‌های لازم انتخاب شده است (نسبت‌های مالی برای دوره ۱۳۸۴-۱۳۸۰) محاسبه شده است، بازده و سود آتی نیز برای دوره (۱۳۸۵-۱۳۸۱) محاسبه شده است). طبق اطلاعات گردآوری شده، از بین ۳۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۸۰، ۱۱ شرکت به دلیل شفاف نبودن اطلاعات ارائه شده در طی دوره مذکور از بورس خارج شده‌اند، حدود ۵۰ شرکت نیز حداقل در یکی از سال‌های دوره اخیر فاقد اطلاعات مالی مورد نیاز این تحقیق بوده‌اند. لذا کل شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق برای انتخاب نمونه ۲۵۲ شرکت می‌باشد.

اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای این تحقیق از طریق گزارش‌های مالی شرکت‌ها (با استفاده از نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد و دنا سهم)، به دست آمده است. سایر اطلاعات آماری و تکمیلی ارائه شده توسط بورس اوراق بهادار تهران و همچنین اطلاعات موجود در تحقیقات گذشته و با استفاده از بررسی و مراجعه به مدارک و اسناد، مطالعات کتابخانه‌ای گردآوری شده و با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده اکسل، در محاسبه نسبت‌ها و شاخص‌های مالی مورد استفاده قرار گرفته‌اند. هم‌چنین جهت تشکیل مدل سازگار با متغیرها از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده می‌شود.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف پژوهش که بررسی تأثیر شاخص‌های بنیادی صورت‌های مالی برای پیش بینی سود آتی و بازده آتی سهام می‌باشد. فرضیه‌های پژوهش به صورت ذیل ارائه می‌گردد:

**فرضیه یک:** بین شاخص‌های بنیادی، و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر شاخص‌های بنیادی توان پیش بینی بازده آتی سهام را در بورس اوراق بهادار ایران خواهند داشت.

#### فرضیه‌های فرعی فرضیه یک:

بین بازده دارایی‌ها و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

بین بازده فروش و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

بین تغییرات بازده مجموع دارایی‌ها و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات بازده ناخالص فروش و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات گردش مجموع دارایی‌ها و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات گردش موجودی کالا و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات نسبت بدهی و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات نسبت جاری و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
 بین تغییرات نسبت آنی و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.  
**فرضیه دو:** بین شاخص‌های بنیادی و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر شاخص‌های بنیادی توان پیش‌بینی سود آتی سهام را در بورس اوراق بهادار ایران خواهند داشت.

#### فرضیه‌های فرعی فرضیه دو:

- ۲-۱. بین بازده مجموع دارایی‌ها و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۲. بین بازده فروش و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۳. بین تغییرات بازده مجموع دارایی‌ها و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۴. بین تغییرات بازده ناخالص فروش و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۵. بین تغییرات گردش مجموع دارایی‌ها و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۶. بین تغییرات گردش موجودی کالا و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۷. بین تغییرات بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۸. بین تغییرات نسبت بدهی و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۹. بین تغییرات نسبت جاری و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
- ۲-۱۰. بین تغییرات نسبت آنی و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

#### ۵. یافته‌های پژوهش

برای انتخاب از بین روش‌های تلفیقی معمولی، فرضیه برابری اثرات ثابت برای تمامی بنگاه‌ها با استفاده از آماره  $F$ ، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج در جدول ۱ نشان داده شده است.

$$H_0 : C_1 = C_2 = \dots = C_n$$

$H_1 : C_i \neq C_j$  حداقل برای یکی از اثرات ثابت

جدول ۱: نتایج آزمون‌های F تزیادی

رگرسیون فرضیه ۲ (سود آتی)	رگرسیون فرضیه ۱ (بازده آتی)	P-Value
۰/۳۸۸۰۴۲۰	۰/۰۰۰۶۳۵	

مأخذ: محاسبات تحقیق

نتایج به دست آمده از آزمون‌های F تزیادی برای رگرسیون فرضیه دوم (معنی‌داری ارتباط میان نسبت‌های مالی و سود آتی سهام)، فرض صفر را که نشان دهنده برابری اثرات ثابت برای تمامی بنگاه‌ها است رد نمی‌نماید ( $p - value = 0.0006 < 0.05$ ). بنابراین، برای برآورد رگرسیون در فرضیه اول لازم است که از تکنیک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تلفیقی استفاده شود. اما نتایج به دست آمده از آزمون‌های F تزیادی برای رگرسیون فرضیه اول (معنی‌داری ارتباط میان نسبت‌های مالی و بازده سهام)، فرض صفر را که نشان دهنده برابری اثرات ثابت برای تمامی بنگاه‌ها است رد می‌کند و فرض جایگزین برای هر دو رگرسیون را تأیید می‌نماید ( $p - value = 0.388 > 0.05$ ). بنابر این برای برآورد رگرسیون در فرضیه اول لازم است که از رگرسیون با اثرات ثابت و یا از رگرسیون با اثرات تصادفی استفاده گردد. برای انتخاب از میان رگرسیون با اثرات تصادفی و رگرسیون با اثرات ثابت برای آزمون فرضیه اول، از آزمون هاسمن استفاده می‌گردد. این آزمون فرضیه عدم همبستگی میان متغیرهای توضیحی مشاهده شده و اثرات تصادفی منحصر به فرد مشخص را بررسی می‌نماید. نتایج این آزمون در جدول ۲ نشان داده شده است.

$$H_0 : \alpha = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq 0$$

جدول ۲: نتایج آزمون‌های هاسمن

رگرسیون فرضیه اول	P-Value
۰/۰۰۰۲۲۷	

مأخذ: محاسبات تحقیق

یافته‌های به دست آمده از آزمون‌های هاسمن رگرسیون فرضیه اول، فرض صفر را رد می‌کند



و فرض جایگزین را تأیید می‌نماید. بنابراین برای برآورد رگرسیون‌ها لازم است که از رگرسیون با اثرات تصادفی استفاده شود.

### ۵-۱. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول

بین شاخص‌های بنیادی و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

$$R_{t+1} = \alpha + \beta_1 F_{1t} + \beta_2 F_{2t} + \beta_3 F_{3t} + \beta_4 F_{4t} + \beta_5 F_{5t} + \beta_6 F_{6t} + \beta_7 F_{7t} + \beta_8 F_{8t} + \beta_9 F_{9t} + \beta_{10} F_{10t} + e$$

#### فرضیه آماری فرضیه اصلی:

فرض صفر: تمام ضرایب شما صفر است (متغیر مستقل متأثر از هیچ کدام از شاخص‌ها نیست).

فرض یک: حداقل یک ضریب بتا غیر صفر است.

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{10} = 0$$

$H_1$ : حداقل یکی از ضرایب غیر صفر است

#### فرضیه آماری فرضیه‌های فرعی:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_i = 0 & \text{فرض صفر: رگرسیون معنی‌دار نیست.} \\ H_1 : \beta_i \neq 0 & \text{فرض یک: رگرسیون معنی‌دار است.} \end{cases}$$

برای آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیه‌های فرعی آن، ابتدا بازده آتی سهام به عنوان متغیر مستقل و سپس شاخص‌های بنیادی به عنوان متغیر وابسته وارد معادله می‌شوند تا اثر این متغیرها بر بازده آتی سهام آزمون شود. همان‌طور که در قسمت قبل بدان اشاره شد، براساس نتایج آزمون‌های F تزیادی و آزمون هاسمن، برای آزمون فرضیه اول و فرضیه فرعی آن تکنیک رگرسیون با اثرات تصادفی مناسب است. جدول (۳) نتایج به دست آمده از این فرآیند را نشان داده است.

همان‌طور که جدول (۳) نشان می‌دهد، یافته‌های آزمون حاکی از معنی‌دار بودن رگرسیون است. در نتایج ارائه شده در جدول بالا، آزمون F نشان دهنده معنی‌داری ضرایب و رگرسیون نهایی است که در این مدل می‌توان در سطح خطای ۵ درصد فرضیه صفر یعنی عدم تأثیر کلیه شاخص‌ها بر بازده آتی سهام را رد نمود. میزان ضریب تعیین (۰/۲۰۶) و ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۱۹۷)، میزان مناسبی برای داده‌های مالی است.

جدول ۳: تأثیر نسبت‌های بنیادی بر بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۸۰)

معنی‌داری	آماره t	ضرایب	فرضیات فرعی
۰/۰۰۰	۹/۴۱	۴۰/۲۸	(C) ضریب ثابت
۰/۰۰۴	۲/۸۳	۰/۴۲	(F1) بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۳	۲/۱۷	۰/۰۶	(F2) حاشیه فروش
۰/۰۵۸	۱/۸۹	۱/۲۱	(F3) تغییرات بازده دارا
۰/۱۱۵	-۱/۴۳	-۰/۳۳	(F4) تغییرات حاشیه ناخالص فروش
۰/۰۰۲	۳/۰۱	۲/۹۴	(F5) تغییرات گردش دارایی‌ها
۰/۰۰۷	۲/۱۷	۲/۸۲	(F6) تغییرات گردش موجودی کالا
۰/۲۴	۱/۱۶	۱۷/۷۰	(F7) تغییرات بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۶۴	-۰/۴۶	-۳/۹۳	(F8) تغییرات نسبت بدهی
۰/۲۷	۱/۰۸	۱۶/۶۷	(F9) تغییرات نسبت جاری
۰/۸۰	۰/۲۵	۰/۰۱	(F10) تغییرات نسبت آتی
۰/۲۰۶ (۰/۱۹۷)		ضریب تعیین $R^2$ (و تعدیل شده) رگرسیون	
۳/۲۵ (۰/۰۰۱)		آزمون F (معنی‌داری) رگرسیون	
۱/۸۷		دوربین واتسون	

مأخذ: محاسبات تحقیق

آزمون دوربین واتسون نیز از مشهورترین آزمون‌ها برای تشخیص خود همبستگی بین سری داده‌ها است (همبستگی پیاپی). به عبارت دیگر میزان دوربین واتسون نشان می‌دهد تا چه میزان متغیر در هر دوره متأثر از میزان همین متغیر در دوره قبل است. در مدل‌هایی که دچار خود همبستگی بوده و میزان دوربین واتسون آنها متفاوت با میزان بحرانی اش باشد کارایی تخمین‌زننده زیر سؤال می‌رود. بدین منظور جهت بررسی عدم وجود خود همبستگی داده‌ها آزمون زیر انجام می‌شود. مقدار مناسب این آماره برای عدم همبستگی سریالی متغیرها، بین ۱/۸ تا ۲/۲ است. یافته‌های پژوهش نشان دهنده میزان مناسب این آماره (۱/۸۷) برای داده‌های فرضیه اول است. اما در مورد فرضیه‌های فرعی فرضیه اول، همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به آزمون و آماره t، از میان ۱۰ متغیر و شاخص بنیادی بررسی شده، شاخص‌های بازده دارایی‌ها ( $t = 2.83, \rho = 0.004$ )، حاشیه فروش ( $t = 2.17, \rho = 0.03$ )، تا حدودی تغییرات بازده دارایی‌ها ( $t = 1.89, \rho = 0.058$ ) تغییرات گردش دارایی‌ها ( $t = 3.01, \rho = 0.002$ ) و تغییرات گردش موجودی کالا ( $t = 2.17, \rho = 0.007$ ) تأثیر معنی‌داری بر بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند.

به منظور دست‌یابی به مدل نهایی رگرسیون، با استفاده از روش گام به پس (که در این روش

ابتدا تمامی متغیرها وارد مدل و تحلیل می‌شوند، سپس متغیرها با رابطه غیر معنی‌دار حذف می‌شوند، و مجدداً با ورود متغیرهای معنی‌دار اولیه، آزمون صورت می‌گیرد و مدل نهایی به دست می‌آید، این متغیرهای ۴ گانه به همراه بازده آتی سهام در آزمون رگرسیون تحلیل شدند.

جدول ۴: آزمون دوم برای به دست آوردن مدل نهایی در مورد تأثیر شاخص‌های بنیادی بر بازده آتی

## سهام

معنی‌داری	آماره t	ضرایب	شاخص‌های بنیادی
۰/۰۰۰	۹/۶۴	۴۰/۱۸	(C) ضریب ثابت
۰/۰۰۳	۳/۰۲	۰/۴۴	(F1) بازده دارایی‌ها
۰/۰۴	۱/۸۸	۰/۳۴	(F2) حاشیه فروش
۰/۱۵	۱/۴۳	۰/۱۳	(F3) تغییرات بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۲	۳/۰۱	۲/۳۲	(F5) تغییرات گردش دارایی‌ها
۰/۰۰۶	۲/۸۳	۰/۴۲	(F6) تغییرات گردش موجودی کالا
۰/۲۰۴ (۰/۱۹۹)			ضریب تعیین $R^2$ (و تعدیل شده) رگرسیون
۱/۸۷			دوربین واتسون

مأخذ: محاسبات تحقیق

همان‌طور که جدول (۴) نشان می‌دهد در آزمون دوم، شاخص تغییرات بازده دارایی‌ها، که آزمون اول در سطح ۹۰ درصد معنی‌دار بوده است، در این آزمون کاملاً معنی‌داری خود را از دست داده است. در عین حال معنی‌داری سایر شاخص‌ها، شامل بازده دارایی‌ها، حاشیه فروش و تغییرات گردش دارایی‌ها افزایش یافته است.

بنابراین مدل نهایی رگرسیون برای فرضیه اول به صورت ذیل خواهد بود:

$$R_{t+1} = 40/18 + 0/44F_{1t} + 0/04F_{2t} + 2/32F_{5t} + 0/42F_{6t}$$

$F_{1t}$ : بازده دارایی‌ها در دوره فعلی

$F_{2t}$ : حاشیه فروش (بازده فروش) در دوره فعلی

$F_{5t}$ : تغییرات گردش دارایی‌ها در دوره فعلی نسبت به دوره قبل

$F_{6t}$ : تغییرات گردش موجودی کالا در دوره فعلی نسبت به دوره قبل

$R_{t+1}$ : بازده آتی یا بازده در دوره مالی بعد

می‌باشد.

## ۲-۵. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم

بین شاخص‌های بنیادی و سود آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر شاخص‌های بنیادی توان پیش بینی بازده آتی سهام را در بورس اوراق بهادار ایران خواهند داشت.

$$\hat{P}_{t+1} = \alpha + \beta_1 F_{1t} + \beta_2 F_{2t} + \beta_3 F_{3t} + \beta_4 F_{4t} + \beta_5 F_{5t} + \beta_6 F_{6t} + \beta_7 F_{7t} + \beta_8 F_{8t} + \beta_9 F_{9t} + \beta_{10} F_{10t} + e$$

رضیه آماری فرضیه اصلی دوم

فرض صفر: تمام ضرائب بتا صفر است (متغیر مستقل متأثر از هیچ کدام از شاخ‌ها نیست).

فرض ۱: حداقل یک ضریب بتا غیر صفر است.

$H_1$ : حداقل یکی از ضرایب غیر صفر است

## فرضیه آماری فرضیه‌های فرعی:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_i = 0 & \text{فرض صفر: رگرسیون معنی‌دار نیست.} \\ H_1 : \beta_i \neq 0 & \text{فرض یک: رگرسیون معنی‌دار است.} \end{cases}$$

مجدداً برای آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیه‌های فرعی آن، ابتدا سود آتی سهام را به عنوان متغیر مستقل و سپس شاخص‌های بنیادی به عنوان متغیر وابسته وارد معادله نمود تا اثر این متغیرها بر سود آتی سهام آزمون شود. همان‌طور که در قسمت قبل بدان اشاره شد، براساس نتایج آزمون F تزیادی، برای آزمون فرضیه دوم پژوهش و فرضیه‌های فرعی آن تکنیک رگرسیون با حداقل مربعات معمولی مناسب است. جدول ۵ نتایج به دست آمده از این فرآیند را به تصویر می‌کشد.

همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، یافته‌های آزمون حاکی از معنی‌دار نبودن رگرسیون و عدم تایید فرضیه اول است. در نتایج ارائه شده در جدول بالا، آزمون F نشان دهنده عدم معنی‌داری ضرایب و عدم معنی‌داری رگرسیون نهایی است ( $F = ۱/۲۵, p = ۰/۲۶$ ). میزان ضریب تعیین ( $R^2 = ۰/۰۱$ ) و ضریب تعیین تعدیل شده ( $۰/۰۰۲$ )، نیز نشان دهنده میزان اندک پیش بینی شونگی سود آتی توسط شاخص‌های بنیادی است. اما دقت در نتایج آزمون دوربین واتسون، نشان دهنده همبستگی پیاپی میان داده‌های مربوط به متغیر سود آتی است (آماره آزمون دوربین واتسون ۰/۳۵ است). به عبارت دیگر یافته‌های آزمون دوربین واتسون نشان می‌دهد، سود آتی هر دوره متأثر از سود آتی دوره‌های قبل بوده است. بنابراین می‌بایست برای از بین بردن اثر همبستگی‌های درونی، روندهای متغیر سود آتی نیز وارد مدل گردد و مجدداً آزمون صورت

گیرد. در جدول (۶) یافته‌های این آزمون ارائه است. اما در مورد فرضیه‌های فرعی فرضیه دوم، همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به آزمون و آماره  $t$ ، از میان ۱۰ متغیر و شاخص بنیادی بررسی شده، تنها شاخص بازده دارایی‌ها ( $t - value = 2/9, p = 0/003$ )، ارتباط معنی‌داری با سود آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره (۱۳۸۵ تا ۱۳۸۰) داشته است.

جدول ۵: تأثیر نسبت‌های بنیادی بر سود آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۸۰)

فرضیات فرعی	ضرایب	آماره $t$	معنی‌داری
(C) ضریب ثابت	۱۹۱۹۴	۱/۵۷	۰/۱۱
فرضیه ۱ (F1) بازده دارایی‌ها	۴۱۰	۲/۹	۰/۰۰۳
فرضیه ۲ (F2) حاشیه فروش	۲۰۰	۰/۲۷	۰/۷۸
فرضیه ۳ (F3) تغییرات بازده دارایی‌ها	۴۹۶۰	۱/۵۵	۰/۱۱
فرضیه ۴ (F4) تغییرات حاشیه ناخالص فروش	-۱۷۲۰	-۱/۴۶	۰/۱۴
فرضیه ۵ (F5) تغییرات گردش دارایی‌ها	-۱۴۹۷۳	-۰/۴۲	۶۷۱۴
فرضیه ۶ (F6) تغییرات گردش موجودی کالا	۵۱	۰/۲۲	۰/۸۲
فرضیه ۷ (F7) تغییرات بدهی به حقوق صاحبان سهام	۲۱۷۴۱	۰/۲۸	۰/۷۷
فرضیه ۸ (F8) تغییرات نسبت بدهی	-۴۳۲۳	-۰/۰۱	۰/۹۱
فرضیه ۹ (F9) تغییرات نسبت جاری	۴۳۵	۰/۲۳	۰/۸۰
فرضیه ۱۰ (F10) تغییرات نسبت آتی	۵۰۴	۰/۵۹	۰/۷۱
ضریب تعیین $R^2$ (و تعدیل شده) رگرسیون			۰/۰۱ (۰/۰۰۲)
آزمون F (معنی‌داری) رگرسیون			۱/۲۵ (۰/۲۶)
دوربین واتسون			۰/۳۵

مأخذ: محاسبات تحقیق

اما به منظور حذف اثرات پیاپی متغیر سود آتی، و شناخت اثرات دقیق‌تر متغیرهای مستقل، مجدداً آزمون رگرسیون تلفیق با وارد نمودن متغیر سود دوره قبل ((-1) profit) به عنوان یک متغیر مستقل دیگر انجام گردید. جدول (۶) یافته‌های این آزمون را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، یافته‌های آزمون حاکی از معنی‌دار بودن این رگرسیون است.

آزمون F نشان دهنده معنی‌داری بسیار مناسب ضرایب و رگرسیون نهایی است ( $F = 346, p = 0/000$ ). میزان ضریب تعیین (۰/۸۶) و ضریب تعیین تعدیل شده، میزان بسیار مناسب (۰/۸۶) برای داده‌های مالی است. به عبارت دیگر مقایسه این آزمون و آزمون قبل نشان می‌دهد با ورود متغیر جدید سود سال قبل و در نظر گرفتن اثرات پیاپی، رگرسیون بسیار معنی‌دار

شده است. آزمون دوربین واتسون نیز، نشان‌دهنده میزان بسیار مناسب آن (۲/۱۱) برای داده‌های رگرسیون دوم است. یافته‌های ارائه شده در جدول (۶) از طریق جدا کردن تأثیرات درونی، نشان می‌دهد سودهای سال‌های آتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تا چه میزان هماهنگ با سودهای گذشته، گزارش شده است.

جدول ۶: تأثیر نسبت‌های بنیادی بر سود آتی سهام به همراه متغیر سود سال قبل

معنی‌داری	آماره t	ضرایب	فرضیات فرعی
۰/۱۱	۱/۵۷	۱۹۱۹۴	(C) ضریب ثابت
۰/۰۴۴	۲/۰۱	۱۲۳۷	(F۱) بازده دارایی‌ها
۰/۳۴	۰/۹۴	۶۳/۲	(F۲) حاشیه فروش
۰/۳۵	۰/۹۲	۱۷۰۳	(F۳) تغییرات بازده دارایی‌ها
۰/۴۱	-۰/۸۱	-۴۹۷	(F۴) تغییرات حاشیه ناخالص فروش
۰/۹۶	۰/۰۴	۱۱۱۸	(F۵) تغییرات گردش دارایی‌ها
۰/۸۱	-۰/۲۳	-۴۷۵	(F۶) تغییرات گردش موجودی کالا
۰/۹۴	۰/۰۶	۳۵۵۸	(F۷) تغییرات بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۶۱	-۰/۵۰	-۱۶۳۹	(F۸) تغییرات نسبت بدهی
۰/۶۴	۰/۴۶	۲۹۴۵	(F۹) تغییرات نسبت جاری
۰/۶۲	۰/۰۷	۵۴۳	(F۱۰) تغییرات نسبت آتی
۰/۰۰۰	۵۳/۶۶	۱/۵	متغیر جدید: سود دوره قبل
۰/۱۸۶۳ (۰/۱۸۶۱)		ضریب تعیین $R^2$ (و تعدیل شده) رگرسیون	
۳۴۶ (۰/۰۰۰)		آزمون F (معنی‌داری) رگرسیون	
۲/۱۱		دوربین واتسون	

مأخذ: محاسبات تحقیق

اما در مورد فرضیه‌های فرعی در رگرسیون دوم، همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به آزمون و آماره t، مانند آزمون رگرسیون اول، از میان ۱۰ متغیر و شاخص بنیادی بررسی شده، تنها همان شاخص بازده دارایی‌ها ( $p = ۰/۰۴۴, t\text{-value} = ۲/۰۱$ )، ارتباط معنی‌داری را با سود آتی سهام نشان می‌دهد. به منظور دست‌یابی به مدل نهایی رگرسیون، با استفاده از روش گام به پس و نیز با حذف ۹ متغیر که فاقد رابطه معنی‌دار با متغیر وابسته بوده‌اند، مجدداً آزمون رگرسیون صورت گرفت. جدول ۷ نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول (۷) نشان می‌دهد مدل نهایی رگرسیون برای پیش‌بینی سود آتی سهام با توجه به نسبت‌های بنیادی و سود فعلی سهام، به صورت ذیل خواهد بود:

جدول ۷: آزمون دوم برای به دست آوردن مدل نهایی در مورد تأثیر شاخص‌های بنیادی بر سود آتی سهام

معنی داری	آماره t	ضرایب	شاخص‌های بنیادی
۰/۱۲	۱/۵۲	۱۷۶۵	(C) ضریب ثابت
۰/۰۴۲	۲/۰۴	۱۱۲۲	(F1) بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۵۴/۷	۱/۵۱	(p-1) سود دوره قبل
۰/۸۶ (۰/۸۶)			ضریب تعیین $R^2$ (و تعدیل شده) رگرسیون
۱۵۸۰ (۰/۰۰۰)			آزمون F (معنی داری) رگرسیون
۲/۱۰			دوربین واتسون

مأخذ: محاسبات تحقیق

$$P_{t+1} = 1765 + 1122F_{1t} + 1/5P_t$$

$F_{1t}$ : بازده دارایی‌ها در دوره فعلی

$P_t$ : سود سهام در دوره مالی فعلی

$P_{t+1}$ : سود آتی سهام در دوره مالی بعد

می‌باشد.

به عبارت دیگر سود آتی سهام، که در گزارش‌های مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران گزارش می‌شود، بیش از آنکه تحت تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام تعیین شود، متأثر و هماهنگ با سودهای گزارش شده در دوره‌های مالی گذشته است. این یافته‌ها نشان دهنده هموار سازی سود در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است.

## ۶. بحث و نتیجه گیری

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول (ارتباط شاخص‌های بنیادی و بازده آتی) و فرضیه دوم (ارتباط شاخص‌های بنیادی و سود آتی) اندکی با یکدیگر متفاوت است. بر اساس یافته‌های حاصل از فرضیه اول و فرضیه دوم، در میان شاخص‌های بنیادی در سطح شرکت‌ها و نسبت‌های متفاوت مالی، شاخص‌های بازده دارایی‌ها ( $t = 3.02, p = 0.003$ )، حاشیه فروش ( $t = 1.88, p = 0.04$ )، تغییرات گردش دارایی‌ها ( $t = 3.01, p = 0.002$ )، و تغییرات گردش موجودی کالا ( $t = 2.83, p = 0.007$ ) توان پیش بینی بازده آتی سهام را داشته‌اند. با این حال از میان متغیرهای ده گانه، صرفاً بازده دارایی‌ها ( $t = 2.04, p = 0.042$ ) توانسته است سود سال‌های بعد را پیش بینی نماید. همان‌طور که مشاهده می‌شود از میان نسبت‌های مختلف، دو نسبت از مهم

ترین نسبت‌های سودآوری (بازده دارایی‌ها و بازده فروش) و نیز نسبت‌های مهم فعالیت (تغییرات گردش دارایی‌ها و تغییرات موجودی کالا) دارای ارتباط معنی‌دار با بازده آتی سهام بوده‌اند و می‌توانند معیار مناسبی برای پیش‌بینی بازده آتی سهام برای سرمایه‌گذاران باشند. بازده دارایی‌ها به عنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌های مالی ارتباط معنی‌داری با سود آتی سهام داشته‌اند و از میان متغیرهای ده‌گانه، صرفاً این متغیر می‌تواند معیار مناسبی برای پیش‌بینی بازده آتی سهام برای سرمایه‌گذاران باشد.

اما در توجیه ارتباط شاخص‌های مالی با بازده آتی سهام، می‌توان نتیجه گرفت، شاخص‌هایی می‌توانند مبنایی برای پیش‌بینی بازده آتی سهام باشند که به عنوان شاخص‌های واقعی عملکرد در فعالیت و سودآوری هستند. هم‌چنین شرکت‌هایی که بازده بالاتری دارند، دارایی‌های خود را در فعالیت‌های سودآورتر به کار گرفته‌اند. لذا می‌تواند مبنایی برای پیش‌بینی بازده آتی و سود آتی سهام باشد.

متغیر دیگری که ارتباط معنی‌داری با بازده آتی سهام نشان داده نسبت سودآوری بازده فروش می‌باشد. بازده فروش یا حاشیه سود خالص نشان می‌دهد چند درصد از فروش را سود خالص تشکیل می‌دهد. همانند بازده دارایی‌ها، مناسب بودن این نسبت نشان‌دهنده فعالیت در ارائه محصولات و خدماتی است که تقاضای مناسب برای آن در بازار کالا و خدمات وجود داشته است و یا شرکت‌ها می‌توانند از طریق اتخاذ سیاست‌های قیمت‌گذاری مناسب، بازده بیشتری را از فروش کالا و خدمات به سهامداران خود ارائه دهند.

تغییرات گردش دارایی‌ها و تغییرات گردش موجودی کالا بیانگر میزان کارایی مدیریت شرکت بر دارایی‌ها است. افزایش گردش دارایی‌ها، نشان‌دهنده فعالیت بیشتر واحد تجاری است و فعالیت بیشتر واحد تجاری نشان‌دهنده تقاضا و رشد مناسب شرکت است و این رشد تقاضا و رشد شرکت اثرات خویش را در بازده آتی سهام نشان داده است. گردش موجودی کالا نیز نشان می‌دهد در طی سال چند بار کالا تولید شده و فروخته شده است. بیشتر بودن این نسبت نیز نشان‌دهنده فعالیت بیشتر واحد تجاری است.

در این میان سایر نسبت‌های سودآوری مطرح شده شامل تغییرات بازده دارایی‌ها ( $t = 1.89, p = 0.058$ ) و تغییرات حاشیه فروش ( $t = -1.42, p = 0.15$ )، ارتباط معنی‌داری را با بازده آتی سهام نشان نداده‌اند. اگر چه تغییرات بازده دارایی‌ها در آزمون اول رگرسیون ارتباط معنی‌داری را در سطح ۹۰ درصد نشان داده است.



در واقع می‌توان این‌گونه استدلال نمود که در ایران شرکت‌ها در افزایش حاشیه ناخالص سود خود به دنبال کاهش بهای تمام شده کالاها یا خدمات خود نیستند، بلکه تلاش می‌نمایند از طریق افزایش قیمت محصولات حاشیه ناخالص سود خود را افزایش دهند که این افزایش پایدار نخواهد بود.

بازده دارایی‌ها از ضرب حاشیه فروش در گردش دارایی‌ها محاسبه خواهد شد. تغییرات بازده دارایی‌ها جز در سطح معنی‌دار خیلی کم، نتوانسته است ارتباط معنی‌داری با بازده آتی داشته باشد. در واقع این امر ناشی از عدم ارتباط معنی‌دار تغییرات حاشیه فروش بوده است. این یافته‌ها نشان می‌دهد بخشی از بازده دارایی‌ها که مربوط به تغییرات گردش دارایی‌ها بوده است، بر بازده آتی تأثیر خواهد داشته است و بخشی که مربوط به حاشیه فروش است نتوانسته است بازده آتی را پیش‌بینی نماید.

نسبت‌های اهرمی شامل نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام ( $t = 1.16, \rho = 0.24$ ) و نسبت بدهی ( $t = -0.46, \rho = 0.64$ ) هیچ کدام ارتباط معنی‌داری با بازده آتی و سهام نشان نمی‌دهند. در مورد نسبت‌های نقدینگی مشاهده می‌شود که نسبت جاری ( $t = -1.18, \rho = 0.27$ ) و نسبت آتی ( $t = 0.25, \rho = 0.8$ ) نتوانسته اند پیش‌بینی کننده مناسبی برای بازده آتی سهام باشند. در واقع دلیل آن عدم استفاده مناسب از دارایی‌های نقد و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های تولید و فعالیت در بازار است.

در مورد ارتباط میان نسبت‌های بنیادی و سود آتی سهام، یافته‌ها متفاوت از قبل است. به جز متغیر بازده دارایی‌ها ( $t = 2.04, \rho = 0.042$ ) سایر نسبت‌های بنیادی ارتباط معنی‌داری با سود آتی سهام نشان نداده‌اند. بازده دارایی‌ها نشان دهنده بهره‌گیری بهتر از دارایی‌ها در جهت سودآوری است که احتمالاً میزان مناسبی از این سود در دوره‌های آتی خود را نشان خواهد داد. اما سایر نسبت‌های سودآوری و نسبت‌های فعالیت نیز که ارتباط معنی‌دار با بازده آتی داشته‌اند، در این مورد نتوانسته‌اند ارتباط معنی‌داری با سود آتی نشان دهند. در مورد عدم ارتباط سایر متغیرها علاوه بر استدلال‌هایی که در مورد ارتباط این متغیرها با بازده آتی سهام اشاره گردید، می‌توان تفاوت را در ماهیت متغیر بازده و متغیر سود و شیوه محاسبه آن دانست. بازده سهام متغیری است که در بازار اوراق بهادار محاسبه خواهد شد و ارتباط زیادی با تصمیم‌گیری‌های سهامداران موجود در ارزیابی شرکت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری خواهد داشت. اما سود متغیری است که در درون سیستم‌های مالی و حسابداری متفاوت محاسبه می‌شود و توسط شرکت‌ها به

سهامداران ارائه می‌شود.

### پیشنهادها

- با توجه به ارتباط بسیار معنی‌دار نرخ بازده دارایی‌ها، حاشیه سود از بین نسبت‌های سودآوری و نیز تغییرات گردش دارایی‌ها و تغییرات گردش موجودی کالا از نسبت‌های فعالیت ارتباط با بازده آتی سهام پیشنهاد می‌شود در تحلیل بنیادی در سطح شرکت‌ها به این متغیرها و نسبت‌های مالی توجه ویژه شود.
- با توجه به این که شرکت‌هایی که هر چه شرکت‌ها دارایی‌های خود را در جهت توسعه فعالیت‌های شرکت و یا فعالیت در حوزه‌های سودآور بیشتر به کار گیرند، بازده آتی بیشتری را برای سهامداران خود ارائه می‌دهند، پیشنهاد می‌شود در تحلیل‌های بنیادی به گستردگی فعالیت‌های شرکت‌ها و کیفیت استفاده از دارایی‌ها بیشتر توجه شود.
- با وجود اهمیت متغیر بازده آتی سهام در تحلیل بنیادی سطح شرکت‌ها بایستی به متغیر سود آتی نیز توجه کرد.
- از بین متغیرهای مختلف، بازده دارایی‌ها توانسته است پیش بینی کننده مناسبی برای سود آتی سهام باشد. و سایر نسبت‌ها ارتباط معنی‌داری با سود آتی سهام نشان نداده‌اند. این مسأله شاید به دلیل هموارسازی و مدیریت سود توسط شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران باشد. بنابراین پیشنهاد می‌شود با توجه به یافته‌های سایر پژوهش‌ها و یا در نظر گرفتن سایر عوامل نسبت به ارزیابی ارتباط میان نسبت‌های مالی و سود آتی اقدام شود و پس از اطمینان از این ارتباط از آنها در تحلیل‌های بنیادی استفاده شود.

### References:

- ۱- Ababanell, S., and Brain J. Bushee., (۱۹۹۷), Fundamental Analysis, Future Earning and Stock Prices, Journal of Accounting Research, Vol. ۲۴, pp: ۱-۲۴.
- ۲- Ameri Tabaei, Simin dokht, (۲۰۰۷), Study of Fundamental Analysis on Growing Stock, Accounting Knowledge, No. ۳۰ (in Persian).
- ۳- Ashari, N., H. Chye Koh, S. L. Tan and W. H. Wong (۱۹۹۴) "Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore", Accounting and Business Research.

- ۴- Basu, S., (۱۹۸۳), The Relationship Between Earning Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: *Journal of Financial Economics*, No. ۱۲, pp: ۱۲۹-۱۵۶.
- ۵- Beneish, Lee and Tarpley, (۲۰۰۱), Contextual Fundamental Analysis through the Prediction of Extreme Return, *Review of Accounting Studies*, Vol. ۶, pp: ۱۶۵-۱۸۹.
- ۶- Chan, Louis K.C., J., Lakonishok and T. Sougiannis, (۲۰۰۱), The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditure, *Journal of finance*, No ۳۴.
- ۷- Copeland, M. and Ralph D. Licastro (۱۹۶۸), "A note on income smoothing", *The Accounting Review*, No. ۱۲.
- ۸- Daniel, P., and G. Thitman (۱۹۹۷), returns to Contrarian Investment strategies, *Journal of Financial economics*, No. ۴۳, pp: ۳-۲۷.
- ۹- Fama, E., and K. French (۱۹۹۸), Value Verses Growth: The international Evidence, *Journal of Finance*, No. ۵۳, pp: ۱۹۷۵-۱۹۹۹.
- ۱۰- Jones (۲۰۰۲), *Investment Management*, Translated by Reza Tehrani, Negah Publications.
- ۱۱- Lev, B., and S. Thiagarajan, *Fundamental Information Analysis*, *Journal of Accounting Research*, Vol. ۳۱, No. ۲, pp: ۱۹۰-۲۱۵.
- ۱۲- Litner, J. (۱۹۶۵), "Security prices, Risk and Maximal Gains From Diversification," *Journal of Finance*, Vol. ۲۰, No. ۴: ۵۸۷-۶۱۵
- ۱۳- Nguyen, P., (۲۰۰۳), *Fundamental Analysis and Stock Returns*, *Journal of Finance*, No. ۶۸, pp: ۶۵-۸۷.
- ۱۴- Nicholson, S. F., (۱۹۶۰), *Price/Earnings Ratios*, *Financial Analysis Journals*, Vol. ۱۶, No. ۳., pp: ۴۳-۴۵.
- ۱۵- Ou, M., and k., Penamn (۱۹۸۹), *Financial Statement Analysis and Prediction of Stock Returns*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. ۱۱, pp: ۲۹۵-۳۲۹.
- ۱۶- Pitroshi, J., (۲۰۰۰), *Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers*, *Journal of Accounting Research*, Vol. ۳۸, pp: ۱-۱۴.
- ۱۷- Raei, Reza and Ahmad Talangi (۲۰۰۴), *Advanced Investment*

- Management, Tehran, Samt Publications,(in persian).
- ۱۸- Saghafi, Ali and Saber Sheri (۲۰۰۴), The Role of Fundamental Accounting Information in Return Forecasting, Accounting Studies, No. ۸.(in Persian).
- ۱۹- Salimi, M. J., (۲۰۰۴), Identifying Accounting Variables Affect to Stock Return, MA Thesis, Allame Tabatabaei University.(in Persian).

**Received: ۲۰ Jun ۲۰۱۰**

**Accepted: ۱۶ Nov ۲۰۱۰**

