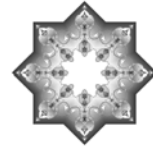


بررسی تحلیلی نقش نسبت‌های مالی در توضیح بازده سهام



از صفحه: ۷۵ تا ۸۸

تاریخ ارائه: ۸۷/۱۱/۲۸

تاریخ پذیرش: ۸۸/۱/۱۶

دکتر غلامرضا کرمی^۱
محمد مرادی^۲
امید محمودیان^۳

چکیده

تحقیق حاضر جهت فراهم آوردن شواهدی پیرامون نقش نسبت‌های مالی در توضیح بازده سهام بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ صورت پذیرفته است. در این تحقیق نسبت‌های مالی دوازده‌گانه در ۴ گروه نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت و سودآوری مورد بررسی قرار گرفته‌اند. در آزمون فرضیه‌های این تحقیق از یک مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده که به طور همزمان به بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و بازده سهام می‌پردازد. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد بین نسبت‌های جاری، بدهی به داری، بازده حقوق صاحبان سهام و سود به فروش با بازده سهام رابطه معنادار مثبت وجود دارد. بر اساس یافته‌های تحقیق، این نسبت‌های مالی درصد ناچیزی از تغییرات بازده سهام را رقم می‌زنند.

واژگان کلیدی: شاخصهای مالی، نسبت‌های مالی، بازده سهام.

مقدمه

ثروت سهامداران به دو عامل ریسک و بازده بستگی دارد. تعیین بازده آتی به طور دقیق امکان پذیر نبوده و بنابراین سهام داران هنگام سرمایه گذاری ریسک پذیرند. سرمایه گذاران برای حداکثر کردن منافع خویش به دنبال پیش بینی بازده سهام هستند. پیش بینی بازده سهام توجه بسیاری از محققان را از لحاظ جنبه های نظری و عملی به خود جلب کرده است. آن ها به دنبال پاسخ این سوال بوده اند که «آیا می توان با غربال سهام مورد معامله به وسیله اطلاعات جاری، بازده غیرعادی به دست آورد؟» در بازارهای کارا با وجود سرمایه گذاران عقلایی، کسب بازده بالاتر مستلزم تحمل ریسک بیشتر است. به عنوان نمونه در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) تنها با تحمل ریسک سیستماتیک بیشتر می توان بازده بالاتر کسب کرد و بازده تابع خطی از ریسک به شرح زیر است:

$$E(R_i) = R_f + B_i [E(R_m) - R_f]$$

که در این رابطه:

$E(R_i)$: نرخ بازده مورد انتظار سهم

R_f : نرخ بازده بدون ریسک

B_i : شاخص ریسک سیستماتیک سهم

$E(R_m)$: نرخ بازده مورد انتظار بازار

علی رغم شواهد تجربی که مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در عمل کاربرد فراوانی در حوزه های مختلف مدیریت مالی و سرمایه گذاری دارد (Graham & Harvey, 2001: 187- 243) ولی نتایج حاصله از تحقیقات صورت گرفته نشان می دهد به غیر از ریسک سیستماتیک (که به عنوان یگانه عامل پیش بینی بازده در مدل CAPM تلقی می شود)، عوامل دیگری نظیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و... می تواند در پیش بینی بازده سهام موثر باشد. برای نمونه بانز (Banz, 1981: 3- 18) در تحقیق خود به شواهدی دست یافت مبنی بر اینکه بازدهی شرکت های کوچک با توجه به ریسک آن ها نسبت به شرکت های بزرگ بیشتر است. همچنین نتایج تحقیق باقرزاده (باقرزاده، ۱۳۸۵: ۶۴- ۲۵) در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهد ریسک سیستماتیک در توضیح بازده سهام نقش کمی را ایفا می کند و بازده تحت تاثیر عوامل دیگری چون اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت نیز قرار دارد.

این تحقیق در پی توضیح بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نسبت های مالی در بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۷۹ است. نسبت های مالی در ۴ گروه (۱)

نسبت‌های نقدینگی (شامل نسبت جاری و نسبت آتی)، (۲) نسبت‌های اهرمی (نسبت بدهی به دارایی)، (۳) نسبت‌های فعالیت (شامل گردش موجودی کالا، گردش دارایی‌های ثابت و گردش مجموع دارایی‌ها)، (۴) نسبت‌های سودآوری (شامل بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، سود به فروش، سود به سود ناویژه، سود عملیاتی به فروش و سود ناویژه به فروش) طبقه‌بندی شده‌اند. از آنجا که تحقیقات پیشین [نظیر ۱، ۳، ۵، ۶، ۷ و ۸] در دوره زمانی قبل از ۱۳۸۲ صورت پذیرفته‌اند، این تحقیق به علت نو بودن دوره تحقیق به ادبیات موضوع در ایران کمک شایانی می‌کند. ضمن آنکه دامنه گسترده‌ای از نسبت‌های مالی را در برمی‌گیرد.

پیشینه تحقیق

اهمیت اطلاعات در پیش‌بینی بازده سهام، محققان را بر آن داشته تا به دنبال متغیرها و شاخص‌هایی باشند که توان توضیح بازده سهام را دارا هستند. بیش از پنجاه سال قبل کندال دریافت که قیمت‌های سهام در طول زمان به صورت تصادفی حرکت می‌کنند. وی و بسیاری از محققین دیگر به دنبال پیش‌بینی تغییرات با استفاده از بازده گذشته بودند. در آزمون‌های بعدی محققین متغیرهای دیگری نظیر نسبت سود تقسیمی به قیمت بازار، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار، نسبت سود به قیمت بازار و... را وارد مدل خود نمودند. در ادامه این قسمت مروری بر برخی تحقیقاتی خواهیم داشت که بین شاخص‌های مالی و بازده سهام ارتباط برقرار کرده‌اند.

شاید بعد از تحقیق بال و براون (Ball & Brown, 1968: 159-178) که نشان داد اطلاعات حسابداری بر بازده سهام موثر است، او و پنمن باعث تغییر در پارادایم حسابداری شدند. (Ou & Penman, 1993: 190-215) سوال اساسی آن‌ها این بود که آیا می‌توان از طریق ترکیب نسبت‌های مالی، رشد سود آتی را پیش‌بینی نمود؟ آن‌ها از طریق آزمون‌های آماری، شمار فراوانی از نسبت‌های مالی را کاهش داده و در نهایت استدلال کردند می‌توان از طریق علایم بنیادین (نسبت‌های مالی) بازده غیرعادی به دست آورد. لو و تیاگاراگان (Lev & Thiagaragan, 1993: 190-215) مطالعات او و پنمن را به طریق دیگر دنبال نمودند. این دو محقق به جای استفاده از مدل‌های آماری در انتخاب نسبت‌های مالی از نسبت‌هایی استفاده کردند که در عمل توسط تحلیل‌گران مالی مورد استفاده قرار می‌گرفت. آن‌ها ۱۲ علامت مالی را انتخاب و از طریق مدل رگرسیون آن را آزمون، و به این نتیجه رسیدند که علایم بنیادین با بازده سهام در ارتباط هستند.

بعدها آباربانل و بوشی (Abarbanell & Bushee, 1997: 1-24) کارلو و تیاراجان را با استفاده از ۹ علامت بنیادین ادامه دادند. ایشان نشان دادند که تغییرات در علایم بنیادین دارای محتوای اطلاعاتی است.

بارتولدی [Bartholdy, 2002: 238- 254] در مطالعه‌ای نشان داد که نسبت‌های مالی نظیر سود به قیمت، ارزش دفتری به ارزش بازار و... در پیش‌بینی بازده سهام موثرند. لام (Lam, 2002: 163- 179) برای توضیح بازده سهام در بورس هنگ‌کنگ از یک مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده نمود. وی به این نتیجه رسید که برخلاف انتظار رابطه بین بازده سهام و ارزش بازار شرکت مثبت است. همچنین دریافت که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار توان بالایی برای توضیح میانگین بازده دارد. البته رابطه بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده سهام منفی بود.

گروت و ورسچور (Groot & Verschoor, 2002: 179- 193) در تحقیقی که در بورس‌های کره، مالزی و تایلند صورت پذیرفت، نشان دادند که رابطه معناداری بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده سهام وجود دارد. همچنین بر اساس یافته‌های آن‌ها هنگامی که این نسبت وارد مدل توضیح بازده سهام می‌شود، رابطه منفی بین اندازه شرکت و بازده سهام کاهش می‌یابد. با این اوصاف به نظر می‌رسد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نقش اندازه شرکت را در توضیح بازده سهام تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در ایران نیز در سال‌های اخیر تحقیقات متعددی درباره روابط بین متغیرهای مالی و بازده سهام صورت پذیرفته که نتایج متضادی را در اختیار قرار می‌دهد. در ادامه اهم این تحقیقات و نتایج آن‌ها ارایه می‌شود.

عبدلی در سال ۱۳۷۹ به بررسی رابطه بین نسبت‌های اهرمی و بازده سهام در چهار گروه صنایع داروسازی، نساجی، سیمان و لوازم خانگی پرداخت. نتایج آن نشان‌دهنده آن است که تنها در صنعت داروسازی بین نسبت‌های اهرمی و بازده سهام رابطه بااهمیتی وجود دارد. در مورد سایر صنایع این ارتباط ضعیف بوده یا اصلاً وجود ندارد. (عبدلی، ۱۳۷۹)

در سال ۱۳۸۲ مهرانی و مهرانی به بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و بازده سهام پرداختند. براساس یافته‌های ایشان متغیرهای نظیر بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود و حاشیه سود قبل از مالیات با بازده سهام رابطه معناداری دارند. همچنین نتایج آن‌ها بیانگر آن است که بازده دارایی‌ها، بیش از سایر متغیرها در پیش‌بینی بازده سهام موثر است. (مهرانی و مهرانی، ۱۳۸۲: ۱۰۵-۹۳)

احمدی در سال ۱۳۸۲ در تحقیقی که به بررسی رابطه بین سود تقسیمی با بازده سهام پرداخت و دریافت بین تغییرات سود نقدی هر سهم و سود هر سهم با تغییرات بازده سهام هیچ رابطه معناداری وجود ندارد. (احمدی، ۱۳۸۲)

در سال ۱۳۸۳ مهرانی و سایرین برای توضیح بازده سهام از شاخص‌های مالی و غیرمالی استفاده نمودند. نتایج به دست آمده از تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که بین متغیرهای مالی (فروش،

سود و بازده حقوق صاحبان سهام) و متغیرهای غیرمالی (حجم معاملات، تعداد خریداران و تعداد دفعات معاملات) با بازده سهام همبستگی وجود دارد. (مهرانی، مهرانی و کرمی، ۱۳۸۲: ۹۲-۷۷)

نمازی و رستمی در سال ۱۳۸۵ به بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و نرخ بازده سهام پرداختند. نسبت‌های مالی مورد استفاده در این تحقیق در ۵ گروه (۱) نسبت‌های نقدینگی، (۲) نسبت‌های بازدهی، (۳) نسبت‌های عملکرد، (۴) نسبت‌های سودآوری و (۵) نسبت‌های بازار قرار می‌گیرند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این تحقیق نشان‌دهنده ارتباط معناداری بین نسبت‌های مالی سال جاری با نرخ بازده سهام سال آتی در کلیه شرکت‌های مورد مطالعه بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، می‌باشد. همچنین این ارتباط در کلیه گروه صنایع جداگانه مورد مطالعه معنادار است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در سطح کل شرکت‌ها بیانگر آن است که نسبت‌های نقدینگی، بازدهی و بازار از ضریب همبستگی بالایی برخوردار هستند. البته در این تحقیق مشخص شد رابطه برخی از نسبت‌ها با روابط تئوری‌های ارایه شده متفاوت است. (نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵)

در سال ۱۳۸۵ کرمی و سایرین در تحقیقی دریافتند بین نسبت‌های مالی (نسبت‌های اهرمی، سودآوری و بازار) و بازده سهام روابط خطی و غیرخطی وجود دارد. در این تحقیق برای توضیح بازده سهام از ۶ مدل خطی و غیرخطی استفاده شده است. در نهایت بهترین مدل‌های برداش شده ۶ گانه برای توضیح بازده سهام با هم ترکیب و یک مدل چند متغیره برای بازده سهام ارایه شده است. (کرمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۳۶-۱۹)

فرضیه‌های تحقیق

- با عنایت به موارد مطرحه در پیشینه تحقیق، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر ارایه می‌گردد:
۱. فرضیه ۱. بین نسبت جاری و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۲. فرضیه ۲. بین نسبت آنی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۳. فرضیه ۳. بین نسبت بدهی به دارایی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۴. فرضیه ۴. بین گردش موجودی کالا و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۵. فرضیه ۵. بین گردش دارایی‌های ثابت و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۶. فرضیه ۶. بین گردش مجموع دارایی‌ها و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۷. فرضیه ۷. بین بازده دارایی‌ها و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۸. فرضیه ۸. بین بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
 ۹. فرضیه ۹. بین سود به فروش و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

- فرضیه ۱۰. بین سود به سود ناویژه و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۱۱. بین سود عملیاتی به فروش و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۱۲. بین سود ناویژه به فروش و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرهای تحقیق

در جدول شماره (۱) متغیرهای تحقیق و نقش آن‌ها به تصویر کشیده شده است. متغیر وابسته این تحقیق بازده سهام می‌باشد. بازده سهام در طی یک دوره، در برگیرنده تمامی مزایایی است که به دارنده سهم تعلق می‌گیرد. این مزایا شامل تغییر قیمت پایان دوره نسبت به قیمت اول دوره سهام، سود نقدی و سایر مزایا نظیر افزایش سرمایه و سود سهمی است. متغیرهای مستقل تحقیق نسبت‌های مالی می‌باشند که در ۴ گروه نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های فعالیت و نسبت‌های سودآوری به شرح جدول شماره (۱) طبقه‌بندی شده‌اند.

جدول شماره (۱): متغیرهای تحقیق

نقش متغیر	عنوان	نام متغیر	اختصار	
وابسته	بازده سهام	بازده سهام برای ۱۲ ماهه سال مالی t	R	
مستقل	نقدینگی	نسبت جاری	CR	
		نسبت آنی	QR	
		نسبت بدهی به دارایی	D/A	
	فعالیت	گردش موجودی کالا	IT	
		گردش دارایی‌های ثابت	FAT	
		گردش مجموع دارایی‌ها	TAT	
	سودآوری	سودآوری	بازده دارایی‌ها	ROA
			بازده حقوق صاحبان سهام	ROE
			سود به فروش	NP/S
			سود به سود ناویژه	NP/GP
سود عملیاتی به فروش			OP/S	
سود ناویژه به فروش			GP/S	

دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری

دوره مورد تحقیق یک بازه زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ می‌باشد. جامعه مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور انتخاب نمونه از روش نمونه‌گیری قضاوتی استفاده شده است. معیارهای اعمال شده برای به دست آوردن نمونه به شرح زیر است:

شرکت‌های واسطه‌گری مالی نظیر سرمایه‌گذاری‌ها و بانک‌ها به دلیل ماهیت خاصشان حذف شده‌اند.

پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.

تعداد دفعات معاملات شرکت نباید از ۱۰۰ مرتبه در سال کمتر باشد.

اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

با توجه به شرایط بالا در بازه زمانی ۷ ساله تحقیق ۵۵۸ داده (سال-شرکت) به دست آمد.

لازم به ذکر است که کلیه اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از طریق نرم‌افزارهای دنا سهم و ره‌آورد نوین به دست آمده است.

روش تحقیق

تحقیقات علمی با توجه به شیوه جمع‌آوری داده‌ها به دو دسته تحقیق آزمایشی و تحقیق توصیفی تقسیم می‌شوند. تحقیق حاضر، تحقیقی توصیفی بوده که از حیث هدف کاربردی می‌باشد. در این تحقیق برای آزمون وجود رابطه بین متغیرها و معنادار بودن مدل ارائه شده برای توضیح متغیر وابسته از تحلیل رگرسیون استفاده شده است.

در این تحقیق سعی ما در آن است تا با استفاده از نسبت‌های مالی، بازده سهام را توضیح دهیم. با توجه به این موضوع که در کلیه فرضیه‌های تحقیق بازده سهام متغیر وابسته بوده، می‌توان هر ۱۲ فرضیه تحقیق را به طور همزمان با استفاده از معادله رگرسیونی چند متغیره زیر آزمون کرد:

$$\text{Rit} = a + B1\text{CRit} + B2\text{QRit} + B3 \text{D/Ait} + B4 \text{ITit} + B5\text{FATit} + B6 \text{TATit} + B7 \text{ROAit} + B8 \text{ROEit} + B9 \text{NP/Sit} + B10 \text{NP/GPit} + B11 \text{OP/Sit} + B12 \text{GP/Sit} + \text{Eit}$$

در این مدل معنادار بودن ضرایب $B1$ تا $B12$ به ترتیب به معنای تایید فرضیه‌های ۱ تا ۱۲

می‌باشد. برای آزمون فرضیه درباره هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون t و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره F در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است. همچنین برای

بررسی خود همبستگی اجزای خطا، از آزمون دوربین واتسون بهره جستیم. لازم به ذکر است که از نرم‌افزار آماره SPSS نسخه ۱۵ برای این منظور استفاده شده است.

یافته‌های تحقیق

جدول شماره (۲) حاوی آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون است.

جدول شماره (۲): آمارهای توصیفی

متغیر	شاخص	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
R	درصد	-۶۳/۲۹	۸۰۰/۸۸	۴۹/۸۸۸۳	۹۰/۲۶۳۹۵
CR	مرتب	۰/۲۰	۳/۳۳	۱/۱۶۴۶	۰/۴۳۶۴۶
QR	مرتب	۰/۰۴	۲/۸۳	۰/۷۰۳۷	۰/۳۴۸۷۷
D/A	مرتب	۱۶/۸۹	۱۲۸/۵۸	۶۶/۰۰۵۷	۱۵/۶۶۲۱۸
IT	مرتب	۰/۰۰	۴۷۲۳/۰۱	۱۳/۵۶۲۱	۱۹۹/۸۵۷۰۸
FAT	مرتب	۰/۰۰	۲۰۲۸/۷۷	۹/۴۵۸۸	۸۴/۳۹۳۴۹
TAT	مرتب	۰/۰۱	۷۱۴/۱۴	۲/۰۷۲۹	۲۹/۶۷۱۷۰
ROA	درصد	-۲۸/۱۴	۴۲۰۵۹/۱۶	۹۲/۱۰۰۷	۱۷۴۸/۶۷۷۹۰
ROE	درصد	-۹۴/۱۴	۹۵۴/۹۱	۱۳۰/۲۸۱۱	۱۲۳/۵۱۳۱۰
NP/S	درصد	-۵۸/۳۳	۳۲۹۲/۲۷	۳۲/۹۹۱۴	۱۳۷/۹۷۳۳۰
NP/GP	درصد	-۲۹۵۲/۵۹	۱۴۲۸۰/۸۸	۹۹/۲۰۷۷	۶۲۰/۷۵۸۸۱
OP/S	درصد	-۳۵/۲۷	۱۳۴/۸۳	۲۵/۱۹۱۷	۱۹/۱۴۱۳۱
GP/S	درصد	-۱۴/۴۲	۲۱۶/۱۴	۳۰/۶۷۱۴	۱۸/۷۴۱۵۹

نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیونی چند متغیره تحقیق در جداول شماره (۳) و (۴) به تصویر کشیده شده است. روش ورود متغیرها در این مدل رگرسیونی روش وارد کردن^۱ است. در این رویکرد کلیه متغیرها در یک مرحله، با هم، وارد مدل می‌شوند.

جدول شماره ۳): نتایج آزمون ضرایب جزئی رگرسیون

نتیجه	سطح معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
_____	۰/۰۸۹	-۱/۷۰۴	-۶۵/۸۷۹	مقدار ثابت
معنادار	۰/۰۵۰	۱/۹۴۶	۳۳/۹۳۷	CR
_____	۰/۳۷۶	-/۸۸۶	-۱۷/۹۱۱	QR
_____	۰/۰۹۸	۱/۶۵۶	۰/۶۳۱	D/A
_____	۰/۱۹۸	۱/۲۹۰	۰/۴۶۱	IT
_____	۰/۲۸۵	۱/۰۷۷	۰/۹۰۷	FAT
_____	۰/۸۸۳	۰/۱۴۷	۰/۷۳۹	TAT
_____	۰/۰۸۲	-۱/۷۴۲	-۰/۰۹۶	ROA
معنادار	۰/۰۰۰	۵/۳۷۳	۰/۱۸۸	ROE
معنادار	۰/۰۴۸	۱/۹۸۰	۰/۷۶۱	NP/S
_____	۰/۹۱۰	-۰/۱۱۳	-۰/۰۰۲	NP/GP
_____	۰/۳۶۳	-۰/۹۱۱	-۰/۵۰۹	OP/S
_____	۰/۴۳۸	۰/۷۷۷	۰/۳۳۴	GP/S

همان‌طور که در جدول شماره (۳) ملاحظه می‌کنید تنها بین نسبت جاری (CR)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و سود به فروش (NP/S) با بازده سهام رابطه معناداری در سطح ۹۵ درصد اطمینان وجود دارد. در سایر موارد رابطه معناداری یافت نشد. با این اوصاف فرضیه ۱، ۸ و ۹ در سطح ۹۵ درصد اطمینان تایید شده و فرضیه‌ها ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۱۰، ۱۱ و ۱۲ رد می‌شوند.

بر اساس یافته‌های تحقیق بین نسبت جاری و بازده سهام رابطه مثبت معنادار وجود دارد که این موضوع مطابق یافته‌های نمازی و رستمی (نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵) است. همچنین نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود یک رابطه مثبت معنادار بین بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سهام است. وجود این رابطه مثبت مطابق با یافته‌های تحقیقات مهرانی و مهرانی (مهرانی و مهرانی، ۱۳۸۲: ۱۰۵-۹۳)، مهرانی و سایرین (مهرانی، مهرانی، کرمی، ۱۳۸۲: ۹۲-۷۷)، نمازی و رستمی

(نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵) و کرمی و سایرین (کرمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۳۶-۱۹) است. وجود یک رابطه مثبت بین نسبت سود به فروش و بازده سهام مطابق با یافته‌های نمازی و رستمی (نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵) و کرمی و سایرین (کرمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۳۶-۱۹) است. عدم وجود رابطه معنادار بین نسبت آئی، گردش موجودی کالا و گردش دارایی ثابت برخلاف یافته‌های نمازی و رستمی (نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵) است. همچنین رد فرضیه مبتنی بر وجود رابطه بین نسبت سود ناویژه به فروش و بازده دارایی‌ها برخلاف یافته‌های مهرانی و مهرانی (مهرانی و مهرانی، ۱۳۸۲: ۱۰۵-۹۳)، نمازی و رستمی (نمازی، رستمی، ۱۳۸۵: ۱۲۷-۱۰۵) و کرمی و سایرین (کرمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۳۶-۱۹) است.

جدول شماره ۴): نتایج آزمون معادله رگرسیون

نتیجه	سطح معناداری	آماره F	دوربین واتسون	R ² تعدیل شده	R ²	R
معنادار	۰/۰۰۰	۷/۰۲۹	۱/۷۰۲	۰/۱۰۶	۰/۱۲۴	۰/۳۵۲

آماره F در جدول شماره (۴) بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح ۹۵ درصد اطمینان است. با توجه به R² مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد، تنها ۱۰/۶ درصد از تغییرات در بازده سهام توسط نسبت‌های مالی ۱۲ گانه مدل رگرسیونی توضیح داده می‌شوند. چنانچه بخواهیم مدلی جهت توضیح بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مذکور طراحی کنیم، باید متغیرهایی که در مدل نقش خاصی را ایفا نمی‌کنند، حذف کنیم. برای این منظور روش‌های مختلفی وجود دارد که ما در این تحقیق از روش حذف رو به عقب متغیرهای مستقل^۱ استفاده می‌کنیم. براساس این روش ابتدا تمامی متغیرهای مستقل به معادله رگرسیون وارد و سپس در صورتی که معیارهای لازم جهت باقی ماندن در مدل (متغیرهایی که ضریب همبستگی پایین‌تر با متغیر وابسته دارند اولین گزینه حذف از معادله هستند) را نداشته باشند، تک تک حذف می‌شوند. نتایج نهایی حاصل از روش حذف رو به عقب متغیرهای مستقل در جدول شماره (۵) ارائه شده است.

جدول شماره ۵): نتایج نهایی روش حذف رو به عقب

نتیجه	سطح معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
_____	۰/۰۶۳	-۱/۸۶۵	-۶۶/۹۶۸	جزء ثابت
معنادار	۰/۰۲۶	۲/۲۳۷	۲۶/۵۳۷	CR
معنادار	۰/۰۳۹	۲/۰۶۷	۰/۷۲۲	D/A
معنادار	۰/۰۰۰	۵/۴۰۰	۰/۱۸۷	ROE
معنادار	۰/۰۱۵	۲/۴۵۲	۰/۵۳۸	NP/S
معنادار	۰/۰۰۰	آماره F: ۱۸/۴۰۷		
دوربین واتسون: ۱/۷۷۱	R2 تعدیل شده: ۰/۱۱۱	R2: ۰/۱۱۷	R: ۰/۳۴۳	

با استفاده از جدول شماره ۵) می‌توان مدل زیر که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است را برای توضیح بازده ارایه نمود:

$$R_{it} = -66.968 + 27.537 CR_{it} + 0.722 D/A_{it} + 0.187 ROE_{it} + 0.538 NP/S_{it} + E_{it}$$

براساس نتایج حاصله، این مدل تنها توانایی توضیح ۱۱/۱ درصد تغییرات بازده سهام را دارا می‌باشد. بنابراین عمده تغییرات بازده سهام را شاخص‌هایی به غیر از اطلاعات مالی رقم می‌زنند.

نتیجه گیری

براساس نتایج حاصل از این تحقیق نسبت جاری، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود به فروش با بازده سهام رابطه معنادار مثبت دارند. البته با خارج کردن متغیرهایی که سهم پایینی در ضریب همبستگی مدل رگرسیونی دارند (با استفاده از روش حذف رو به عقب)، نسبت بدهی به دارایی نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می شود که این رابطه برخلاف پیش بینی مثبت است. به هر حال کلیه متغیرهای مذکور تنها قادر به توضیح ۱۱/۱ درصد تغییرات بازده سهام هستند. با توجه به وضعیت بورس اوراق بهادار که بر اساس یافته های محققین، کارایی آن حتی در شکل ضعیف هنوز تایید نشده، انتظار می رفت نسبت های مالی بتوانند سهم بیشتری در توضیح بازده سهام داشته باشند. یکی از دلایل احتمالی این رابطه ضعیف را می توان در ضعف گزارشگری مالی در ایران یافت که می تواند از عواملی چون استانداردهای حسابداری نامناسب، ضعف اجرای این استانداردها در عمل و... نشأت گیرد.

پیشنهادات

۱. با توجه به وجود رابطه نه چندان قوی بین نسبت های مالی (که برگرفته از اطلاعات حسابداری هستند) و بازده سهام، به سرمایه گذاران توصیه می شود هنگام سرمایه گذاری عوامل دیگری به غیر از اطلاعات حسابداری را نیز در تصمیم خود لحاظ کنند.
۲. همچنین با توجه به وجود تورم بالا در ایران به کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران پیشنهاد می گردد برای ارتقای محتوای اطلاعاتی خروجی های حسابداری، استاندارد بین المللی حسابداری شماره ۲۹، گزارشگری مالی در شرایط تورمی، تدوین و لازم الاجرا گردد. اجرای این استاندارد می تواند به گزارش های مالی در انعکاس واقعیت های موجود کمک شایانی نماید.
۳. پیشنهاد می گردد، تحقیقی در ارتباط با یافتن نقش عوامل غیر مالی که بر بازده سهام موثرند، نظیر عوامل اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی صورت پذیرد.

فهرست منابع

- ۱- احمدی، بهزاد (۱۳۸۲) بررسی رابطه بین سود تقسیمی با بازده سهام در شرکت‌های بورس تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۲- باقرزاده، سعید (۱۳۸۵) عوامل موثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی شماره ۱۹.
- ۳- عبدلی، محمدرضا (۱۳۷۹) ارتباط سود تقسیمی با بازده سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۴- سینایی، حسنعلی (۱۳۷۳) سنجش کارایی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی شماره ۱.
- ۵- کرمی، غلامرضا و سایرین (۱۳۸۵) بررسی روابط خطی و غیرخطی بین نسبت‌های مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۴۶.
- ۶- مهرانی، ساسان و مهرانی، کاوه (۱۳۸۲) بررسی رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۳.
- ۷- مهرانی، ساسان، مهرانی، کاوه و کرمی، غلامرضا (۱۳۸۳) استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیرمالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق از ناموفق، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۸.
- ۸- نمازی، محمد و رستمی، نورالدین (۱۳۸۵) بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۴۴.
- ۹- نمازی، محمد و شوشتریان، زکيه (۱۳۷۴) بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی شماره ۷ و ۸.

- 10- Abarbanell, J. and Bushee, B (1997), "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stocks Price". Journal of Accounting Research 35.
- 11- Banz, R (1981), "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks". Journal of Financial Economics 9.
- 12- Ball, R. and Brown, P (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". Journal of Accounting Research, autumn.
- 13- Bartholdy, J (2002), "Changes in Earnings - Price Ratios and Excess Returns: A Case of Investor Over-Reaction". International Review of Financial Analysis 7(3).
- 14- Graham, J.R. and Harvey, G.R (2001), "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field". Journal of Financial Economics 60.
- 15- Groot, C. G.M & Verschoor, W.F.C (2002), "Further Evidence on Asian Stock Return Behavior". Emerging Market Review 3.
- 16- Lam, K.S.K (2002), "The Relationship between Size, Book-to Market Equity Ratio, Earnings - Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market". Global Finance Journal 13.
- 17- Lev, B. and Thiagaragan, R (1993), "Fundamental Information Analysis". Journal of Accounting Research 31.
- 18- Ou, J. and Penman, S (1989), "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns". Journal of Accounting & Finance 11.