

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ
الرَّحِيمِ



واحد تهران مرکز

دانشکده اقتصاد و حسابداری ، گروه حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد "M.A"

گرایش : حسابداری

عنوان:

رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر یدالله تاروی وردی

استاد مشاور:

دکتر زهرا دیانتي

پژوهشگر:

یاسر نوعی دهشال

پاییز ۱۳۹۰

بنام خالق زیباییها

تقدیم به پدر و مادر عزیزم دو بستاکار همیشگی
زندگی که هر چه هستم از آنها است و همسر خوبم
که با صبر و حوصله مرا در به پایان رسانیدن این
تحقیق بسیار یاری نمود.

برخود وظيفه مي دانم كه از زحمات بي شائبه اساتيد
ارجمند ، جناب آقاي دكتور تاري وردي كه مسوليت
راهنمايي اين پايان نامه را بر عهده داشتند و سركار خانم
دكتور ديانتي كه به عنوان استاد مشاور قبول زحمت
فرمودند تقدير و تشكر نمايم.

صميمانه سپاسگذاري
مي نمايم

فهرست مطالب

| صفحه | |
|------|--|
| | فصل اول: کلیات پژوهش |
| ۲ |-مقدمه |
| ۳ | ۱-۱ بیان مساله |
| ۳ | ۲-۱ هدف ودلائل انتخاب موضوع |
| ۴ | ۳-۱ اهمیت پژوهش |
| ۴ | ۴-۱ فرضیات پژوهش |
| ۵ | ۵-۱ قلمرو پژوهش |
| ۵ | ۷-۱ تعریف متغیرهای عملیاتی |
| ۶ | ۸-۱ جمع آوری اطلاعات |
| ۷ |-ساختار کلی پژوهش |
| | فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش |
| ۹ | بخش اول مبای نظری پژوهش |
| ۹ |-مقدمه |
| ۱۰ | ۱-۲ کارایی بازار سرمایه |
| ۱۰ | ۱-۱-۲ سطوح کارایی بازار سرمایه |
| ۱۱ | ۲-۱-۲ مدل های تعیین بازدهی مورد انتظار اوراق بهادار |
| ۱۱ | ۱-۲-۱-۲ برخی از مدل های پر کاربرد در تعیین بازدهی سهام |
| ۱۲ | ۲-۲-۱-۲ مدل های مرتبط با موضوع تحقیق |
| ۱۳ | بخش دوم پیشینه تحقیق |
| ۱۳ | مقدمه |
| ۱۳ | ۲-۲ مطالعات تجربی انجام شده |
| ۱۳ | ۱-۲-۲ پژوهش باسو |
| ۱۴ | ۲-۲-۲ پژوهش مازولیس |
| ۱۴ | ۳-۲-۲ پژوهش باندري |
| ۱۴ | ۴-۲-۲ پژوهش فاما و فرنچ |
| ۱۵ | ۵-۲-۲ پژوهش علي رفيعي |
| ۱۵ | ۶-۲-۲ پژوهش اولسون و پن من |
| ۱۶ | ۷-۲-۲ پژوهش فاما و فرنچ |
| ۱۷ | ۸-۲-۲ پژوهش موخرجي ، دات و کیم |
| ۱۸ | ۹-۲-۲ پژوهش آلن و کليري |
| ۱۹ | ۱۰-۲-۲ پژوهش بای و کیم |
| ۲۰ | ۱۱-۲-۲ پژوهش شو ، وو ، کو |
| ۲۱ | ۱۲-۲-۲ پژوهش باگلا ، بك چتي و کارپن تيري |
| ۲۲ | ۱۳-۲-۲ پژوهش لم |
| ۲۳ | ۱۴-۲-۲ پژوهش لولن |

| | |
|----|--|
| ۲۴ | ۱۵-۲-۲ پژوهش کرمي ، مرادي و مصطفي نژاد |
| ۲۴ | ۱۶-۲-۲ پژوهشغلامرضادرخشنده دشتي |
| ۲۴ | ۱۷-۲-۲ پژوهش مهدي مرادزاده فرد |
| ۲۵ | ۱۸-۲-۲ ساير تحقيقات داخلي |
| ۲۵ | ۳-۲ خلاصه مطالب فصل دوم |

فصل سوم: روش پژوهش

| | |
|----|--|
| ۲۷ | -مقدمه |
| ۲۸ | ۱-۳ موضوع و طرح مساله پژوهش |
| ۲۸ | ۲-۳ روش اجرايي پژوهش |
| ۳۰ | ۳-۳ فرضيات پژوهش |
| ۳۰ | ۴-۳ جامعه و نمونه آماري |
| ۳۰ | ۵-۳ روش جمع آوري اطلاعات |
| ۳۰ | ۶-۳ مدل آماري پژوهش |
| ۳۲ | ۷-۳ روزمون فرضيه |
| ۳۲ | ۱-۷-۳ مراحل عمومي آزمون فرض آماري |
| ۳۲ | ۲-۷-۳ تحليل همبستگي |
| ۳۲ | ۱-۲-۷-۳ ضريب همبستگي |
| ۳۳ | ۲-۲-۷-۳ آزمون اعتبار مدل و تحليل واريانس |
| ۳۳ | ۳-۲-۷-۳ ضريب تشخيص |
| ۳۴ | ۴-۲-۷-۳ آزمون معني دار بودن ضريب همبستگي |
| ۳۵ | ۵-۲-۷-۳ آزمون خود همبستگي |
| ۳۵ | ۹-۳ خلاصه فصل سوم |

فصل چهارم: تجزيه و تحليل داده هاي پژوهش

| | |
|----|--|
| ۳۷ | -مقدمه |
| ۳۷ | ۱-۴ آمار توصيفي |
| ۳۷ | ۲-۴ بررسي نرمال بودن داده ها |
| ۳۸ | ۳-۴ تحليل رگرسيون و واريانس |
| ۳۸ | ۴-۴ آزمون معني دار بودن ضريب رگرسيون |
| ۳۸ | ۵-۴ آزمون خود همبستگي ضريب رگرسيون |
| ۳۹ | ۶-۴ نتايج تحليل آماري فرضيه |
| ۳۹ | -فرضيه اول |
| ۴۰ | فرضيه سوم |
| ۴۱ | فرضيه سوم |
| ۴۲ | فرضيه چهارم |
| ۴۳ | فرضيه پنجم |
| ۴۴ | ۷-۴ نتايج آزمون برش مقطعي |
| ۴۴ | ۱-۷-۴ دوره دو ساله ۸۲-۸۳ |

| | | |
|----|-------|---|
| ۴۴ | ..... | ۲-۷-۴ دوره چهار ساله ۸۲-۸۵ |
| ۴۵ | ..... | ۳-۷-۴ دوره شش ساله ۸۲-۸۷ |
| ۴۵ | ..... | ۴-۷-۴ دوره هشت ساله ۸۲-۸۹ |
| ۴۶ | ..... | ۴-۸ خلاصه فصل چهارم |
| | | فصل پنجم: خلاصه ، نتیجه گیری و پیشنهادات |
| ۴۸ | ..... | -مقدمه |
| ۴۸ | ..... | ۵-۱ خلاصه پژوهش |
| ۴۸ | ..... | فرضیه اول |
| ۴۹ | ..... | فرضیه دوم |
| ۴۹ | ..... | فرضیه سوم |
| ۴۹ | ..... | فرضیه چهارم |
| ۵۰ | ..... | فرضیه پنجم |
| ۵۰ | ..... | ۲-۵ ارزیابی نتایج آزمون برش مقطعی |
| ۵۱ | ..... | ۳-۵ پیشنهادات پژوهش |
| ۵۱ | ..... | ۱-۳-۵ پیشنهادات مبتنی بر فرضیات |
| ۵۱ | ..... | ۲-۳-۵ پیشنهادات فرعی |
| ۵۲ | ..... | ۳-۴-۵ پیشنهاد برای پژوهش های آتی |
| | | فهرست پیوستها وجداول |
| ۵۴ | ..... | پیوست شماره ۱ |
| ۵۷ | ..... | پیوست شماره ۲ |
| ۵۸ | ..... | پیوست شماره ۳ |
| ۷۶ | ..... | منابع و ماخذ |
| ۸۱ | ..... | چکیده انگلیسی |

فصل اول

کلیات پژوهش

مقدمه :

سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری در سهام شرکت ها ، مجموعه ای متغیر ها و عوامل مالی و غیر مالی را هم زمان در نظر می گیرند . بنابراین باید محیطی مناسب برای سرمایه گذاریهای سالم در بازار فراهم شود که بخش زیادی از آن را حسابداران می توانند تأمین کنند . تصمیم گیرندگان با آگاهی از عوامل موثر بر بازده سهام می توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات صحیح تری اتخاذ نمایند . بازده سهام یکی از مفاهیم پیچیده است که مورد علاقه سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان می باشد . بازده سهام متأثر از بازده انواع دارایی ها، تغییرات شرایط اقتصادی و سیاسی ، واکنش رفتار طیف گسترده ای از تصمیم گیرندگان ، ریسک و بسیاری عوامل شناخته شده و ناشناخته است . مطالعات تجربی که در کشورهای مختلف در عوامل موثر بر بازده سهام صورت گرفته است ، نشان می دهد متغیرهای بسیاری وجود دارند که می توانند بازدهی سهام را با دقت زیادی پیش بینی کنند. در عین حال نتایج حاصل از این پژوهش ها در کشورهای مختلف، در برخی موارد با یکدیگر سازگاری نداشته اند.

در این پژوهش سعی بر این است که رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام بررسی و با نتایج بدست آمده در سایر کشورها مقایسه شود .

۱-۱) بیان مسئله

سرمایه گذاران هنگام سرمایه گذاری در سهام عادی باید بررسی های وسیعی را انجام دهند . به عبارت دیگر باید عوامل زیادی را هنگام سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند ، زیرا نقدترین دارایی خود را به سهام عادی تبدیل می کنند . این امر خصوصاً در بازارهای سرمایه گذاری که ناکارا هستند و یا کارایی آنها در سطح ضعیف است ، اهمیت بیشتری پیدا می کند .

یکی از روش های مدل قیمت گذاری اوراق بهادار، مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای است. طبق این مدل قیمت دارایی های سرمایه ای با توجه به ریسک سیستماتیک (بتا) اندازه گیری می شود . در این مدل بین بتا و بازدهی سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد . مطالعات تجربی که در کشورهای مختلف از جمله آمریکا، ژاپن ، کره و مالزی صورت گرفته است نشان می دهد که متغیرهای بسیاری وجود دارند که بهتر از بتا می توانند بازدهی سهام را پیش بینی کنند این متغیرها شامل نسبت قیمت به سود (P/E) اندازه شرکت (Size) ، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (D/E) ، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (BV/MV) ، نسبت فروش به قیمت هر سهم (S/P) است . در این پژوهش سعی بر این است که ارتباط بین این متغیرها با بازده سهام بررسی شود . به عبارت دیگر ارتباط و همبستگی بین متغیرهای حسابداری به عنوان متغیر مستقل و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته بررسی می شود .

هدف پژوهش حاضر پاسخ به این پرسش است که آیا متغیر وابسته می تواند توسط متغیر مستقل توضیح داده شود یا خیر .

۲-۱) هدف و دلایل انتخاب موضوع

در اولین برنامه توسعه اقتصادی کشور که پس از پایان جنگ تحمیلی به تصویب رسید به منظور کاستن بار مالی دولت و افزایش کارایی بنگاه های بخش عمومی، تمهیداتی اندیشیده شد و مقرر گردید که سهام شرکت ها از طریق بورس اوراق بهادار تهران به عموم واگذار گردد. بنابراین در جمع آوری پس اندازهای سرگردان برای استفاده در تولید و اجرای برنامه های تعدیل اقتصادی دولت، بورس تهران در سال ۱۳۶۸ مجدداً مورد توجه قرار گرفت . در طی سال های گذشته بورس با رونق نسبی همراه بوده است و هر سال بر تعداد شرکت های پذیرفته شده یا متقاضی پذیرش افزوده می شود .

یکی از اصلی ترین عوامل موثر بر توسعه فعالیت شرکت ها، تامین وجوه لازم جهت توسعه است تامین مالی از طریق سهامداران شرکت (موجود و بالقوه) یکی از مهم ترین منابع تامین مالی است که با ارائه اطلاعات همه جانبه در مورد شرکت ها تحقق می یابد . به همین دلیل تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت ها و استخراج معیارهایی برای انجام سرمایه گذاری های بهتر و دقیق تر مهم است . ناشناخته بودن عوامل سرمایه گذاری بر قیمت سهام و اثرات متقابل هر یک از این عوامل بر یکدیگر، دلیل برای آوردن به پیش بینی تغییرات قیمت سهام است.

هدف این پژوهش نیز شناسایی و بررسی این عوامل و متغیرهای بورس تهران است . در این زمینه هر اندازه پژوهش های بیشتری انجام گیرد ، دقت معیارهای تعیین شده بیشتر خواهد بود و در نتیجه دقت تصمیم گیری برای سرمایه گذاری نیز افزایش می یابد. در صورت بررسی متغیرهای مختلف، نتایج می تواند رهنمودی برای سرمایه گذاران و تحلیل گران باشد که به شواهد مزبور برای مطالعات نظری آتی درباره تاثیر عوامل مورد بررسی بر بازده سهام، حائز اهمیت است.

۳-۱) اهمیت پژوهش

سرمایه گذاران در بازار سرمایه نقش محوری و حیاتی دارند . به همین علت لازم است شرایطی فراهم شود که آنان به سرمایه گذاری در سهام تشویق شوند و سرمایه گذاران جزء نیز بتوانند ثروت خود را حفظ کنند . هدف سرمایه گذاران کسب بازدهی مناسب از سرمایه گذاری است . عموماً بازدهی از طریق افزایش قیمت سهام، سهام جایزه، سود نقدی و حق تقدم در خرید سهام جدید کامل می شود

در بورس اوراق بهادار تهران، خصوصاً سرمایه گذاران جزء بیشتر بر اساس اطلاعات غیر رسمی تصمیم به خرید یا فروش سهام می نمایند که در برخی موارد موجب ضرر و زیان و در نهایت دلسردی و خروج آنها از بازارها می گردد. بنابراین اطلاع رسانی در بورس باید صحیح و به موقع باشد . از سوی دیگر با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار تهران نسبتاً نوپاست و به صورت بالقوه امکان بهبود و رشد بسیار زیاد دارد ، لازم است که با انجام پژوهش و تحلیل و مواردی که می تواند منجر به

تصمیمات بهتر سرمایه گذاری گردد، هم سهامداران آگاهی بیشتری پیدا کنند و هم مشخص شود که اطلاعات مالی که به بورس عرضه می شود، واقعاً می تواند بازدهی سهام را پیش بینی کند یا خیر. در مورد عوامل موثر بر بازده سهام، پژوهش های اندکی انجام شده است. مطمئناً پژوهش های بسیار در این زمینه و تکمیل پژوهش های پیشین به افزایش اطلاعات مفید برای سرمایه گذاری و منطقی تر شدن تصمیمات سرمایه گذاران در بازار سرمایه کمک خواهد کرد بنابراین انجام پژوهش در این زمینه اهمیت زیادی دارد.

۱-۴- فرضیات پژوهش

به منظور بررسی رابطه متغیرهای حسابداری بر بازده سهام از یک فرضیه اصلی و جهت آزمون از پنج فرضیه فرعی استفاده می شود.

فرضیه اصلی :

بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام رابطه وجود دارد.

فرضیه های فرعی :

۱) بین متغیر حسابداری P/E (نسبت قیمت به سود) و بازده سهام رابطه وجود دارد.

۲) بین متغیر حسابداری D/E (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) و بازده سهام رابطه وجود دارد.

۳) بین متغیر حسابداری S/P (نسبت فروش به قیمت هر سهم) و بازده سهام رابطه وجود دارد.

۴) بین متغیر حسابداری E/P (نسبت سود به قیمت) و بازده سهام رابطه وجود دارد.

۵) بین متغیر حسابداری اندازه شرکت و بازده سهام رابطه وجود دارد.

۵-۱- قلمرو پژوهش

هر پژوهش باید دامنه مشخص و تعریف شده ای داشته باشد تا محقق در تمامی مراحل پژوهش احاطه کافی بر پژوهش را داشته باشد و بتواند نتایج حاصل از نمونه را به جامعه تعمیم دهد.

قلمرو موضوعی : این پژوهش در حوزه تئوری اثباتی قرار می گیرد. که با استفاده از روش همبستگی مقطعی به توصیف رابطه بین متغیرهای حسابداری و بازده سهام می پردازد.

قلمرو مکانی : این پژوهش در حوزه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران انجام می گیرد.

قلمرو زمانی : پژوهش حاضر برای سالهای ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۹ انجام خواهد شد.

۱-۶- متغیر پژوهش

در پژوهش حاضر متغیرهای مستقل شامل نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت فروش به قیمت هر سهم، نسبت سود به قیمت، نسبت قیمت به سود و اندازه شرکت می باشد و متغیر وابسته عبارت است از بازده سهام.

۷-۱) تعریف عملیاتی متغیرها

الف) متغیرهای مستقل

۱ - نسبت قیمت به سود P/E : برخی نسبت ها نظر سهامداران را نسبت به شرکت ارزیابی می کنند. نسبت قیمت به سود یکی از این نسبت هاست ، که از تقسیم قیمت روز هر سهم بر سود هر سهم به دست می آید.

۲ - نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام D/E : این نسبت نشان می دهد که در مقایسه با وجوهی که از طریق صاحبان سهام تامین شده ، چقدر از منابع مالی توسط بدهی بدست آمده است در مورد بدهی از کل بدهی های شرکت که در صورت های مالی گزارش شده است استفاده خواهد شد، در مورد حقوق صاحبان سهام نیز از ارزش دفتری آن در پایان دوره استفاده خواهد شد.

۳ - نسبت فروش به قیمت هر سهم S/P : فروش هر سهم عبارت است از فروش شرکت که از صورت سود و زیان تقسیم بر تعداد سهام منتشر شده در پایان سال بدست می آید. برای قیمت نیز آخرین قیمت هر سهم در پایان سال استفاده خواهد شد.

۴ - نسبت سود به قیمت E/P : در مورد سود ، از سود هر سهم که شرکت های پذیرفته شده در بورس و شرکت های در جریان پذیرش باید عایدی هر سهم را در صورت سود و زیان یا در یادداشتهای توضیحی افشاء کنند و در مورد قیمت نیز از قیمت هر سهم در پایان دوره مالی استفاده خواهد شد.

۵ - اندازه شرکت : در این تحقیق از لگاریتم جمع دارایی هابه عنوان جایگزین اندازه شرکت استفاده خواهد شد.

ب) متغیر وابسته :

بازده سهام : عبارت است از نسبت کل سود حاصل از سهام در یک دوره معین به سرمایه اولیه ای که برای به دست آوردن این سود مصرف شده است . سودی که در طی یک سال برای صاحب سهم ایجاد می گردد متاثر از دو عامل است.

۱) افزایش قیمت هر سهم ۲) سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم

با توجه به اثرات افزایش سرمایه بازدهی سهم از فرمول زیر محاسبه می شود .

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + (1 + xit)Dt + xit(P_{it} - M_{it})}{P_{t-1}}$$

R_{it} : بازده سهم در دوره t

P_t : قیمت سهم در پایان دوره t

D_t : سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم در دوره t

M : مبلغی که بابت هر سهم جدید پرداخت شده است .

xit : درصد افزایش سرمایه

واضح است که اگر در شرکتی افزایش سرمایه رخ نداده باشد فرمول بازدهی به صورت زیر می باشد. و البته لازم به ذکر است که در این تحقیق از این فرمول استفاده می گردد.

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

در مجموع می توان چنین عنوان کرد که ، نرخ بازده سهام ، سهام عادی عبارت است از حاصل سود نقدی ، بازده تغییرات قیمت سهام ، مزایای حق تقدم خرید سهام و مزایای سود سهمی . فرمول کلی محاسبه بازده سهام به شرح زیر بیان می شود .

$$R = RD + RP + PR + SD$$

R : نرخ بازده سهام

RD : نرخ بازده سود نقدی هر سهم که از تقسیم سود نقدی هر سهم به قیمت سهام در ابتدای دوره بدست می آید.

RP : نرخ بازده تغییرات قیمت سهام که این رقم از تقسیم کردن تفاوت قیمت سهام در پایان دوره و ابتدای دوره آن بر قیمت سهم در ابتدای دوره بدست می آید .

PR : مزایای حق تقدم خرید سهام که این رقم نیز از تفاوت آخرین قیمت بازار قبل از افزایش سرمایه و قیمت اسمی سهام در درصد افزایش سرمایه از طریق حق تقدم خرید سهام بدست می آید.

SD : مزایای سود سهمی که از این نیز از آخرین قیمت بازار سهام قبل از توزیع سود سهمی در درصد افزایش سرمایه از طریق سود سهمی بدست می آید.

۸-۱) جمع آوری اطلاعات

برای جمع آوری اطلاعات در خصوص مبانی نظری و ادبیات پژوهش از روش کتابخانه ای استفاده شده است . به منظور تکمیل دو بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش از مقالات و کتب تخصصی فارسی و انگلیسی و آمریکایی در این زمینه نیز استفاده شده است . بدلیل اینکه این نوع پژوهش در خارج از ایران توجه بسیار زیادی را به خود جلب کرده است ، در بخش پیشینه پژوهش ، بیشترین پژوهش های مورد بررسی مربوط به کشورهای خارجی است ، برای جمع آوری داده و شواهد مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها ، از اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شده است . در ارتباط با بازدهی از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران داده های لازم استخراج و وارد نرم افزار صفحه گسترده اکسل شد. سایر داده های مرتبط با متغیر ها مستقل نیز تفکیک سال های مورد بررسی ، از نرم افزار تضمین بازار استخراج و وارد نرم افزار اکسل گردید.

ساختار کلی پژوهش

در فصل اول کلیات پژوهش شامل تعریف موضوع و بیان مساله، هدف و دلایل انتخاب موضوع، اهمیت پژوهش ، فرضیات پژوهش و قلمرو پژوهش ، تعاریف عملیاتی متغیرها ، جمع آوری اطلاعات و محدودیت های پژوهشی بیان شده است.

در فصل دوم پیشینه پژوهش ارائه شده است. پیشینه پژوهش شامل دو بخش می باشد. بخش نخست در ارتباط با مبانی نظری پژوهش، شامل روش های تعیین بازدهی مورد انتظار می باشد در بخش دوم که شامل پیشینه پژوهش است پژوهش های داخلی و خارجی انجام شده در این زمینه به ترتیب سال انجام بیان شده است. در مورد لزوم پژوهش هایی که از نظر متغیرهای مورد بررسی و روش انجام پژوهش شباهت بیشتری با پژوهش حاضر دارند، همراه با جداول آماری و مفصل تر بیان شده است. سایر پژوهش ها به دلیل محدودیت در بیان جامع نتایج آنها خلاصه شده اند و تنها به بیان متغیرهای مورد بررسی مختصری از روش انجام کار و در نهایت به نتایج آن بسنده شده است.

در فصل سوم روش انجام پژوهش بیان شده است ابتدا فرضیات پژوهش به همراه بیان آماری آنها بیان شده است سپس جامعه آماری منابع تهیه داده و اطلاعات مورد نیاز برای تحلیل آماری و روش آماری مورد استفاده برای تحلیل بیان شده است.

در فصل چهارم یافته های حاصل از تحلیل آماری بیان شده است. پس از بیان آماری فرضیات نتایج تحلیل آماری هر فرضیه در جداول به صورت خلاصه و بر مبنای سال به سال بیان شده است در فصل پنجم ابتدا خلاصه ای از پژوهش بیان شده است در بخش دوم نتایج آزمون و فرضیات بیان شده است و پس نتیجه گیری کلی از پژوهش، محدودیت های احتمالی در تعمیم نتایج و پیشنهادات برای پژوهش های آتی بیان شده است.

فصل دوم :

مباني نظري و پيشينه پژوهش

بخش اول: مبانی نظری

مقدمه :

دولت ها برای تشکیل سرمایه ثابت داخلی می توانند به منابع داخلی و خارجی مراجعه کنند . از آنجا که استفاده از سرمایه های خارجی با موانع متعددی روبرو است ، اهمیت استفاده از منابع داخلی بیشتر است . سرمایه داخلی نیز تنها در صورتی تشکیل می شود که مقداری از منابع در دست جامعه ، از جریان مصرف خارج ، پس انداز و صرف تولید کالاهای سرمایه ای گردد. پس اندازه های جامعه از طریق مکانیزم های مختلفی مانند بانک و بازارهای سرمایه به جریان تولید کالاها و ارائه خدمات هدایت می گردد.

برای کارکرد صحیح بازارها ، نیاز به اطلاعات است . بازارهای سرمایه نزد پژوهشگران حسابداری از اهمیت ویژه ای برخوردار است . زیرا واکنش بازار نسبت به اطلاعات حسابداری ، وسیله ای برای آزمون تئوری های حسابداری است . از آنجا که آزمون فرضیه مفید بودن اطلاعات برای تک تک افراد در تصمیم گیری های خود، به صورت تجربی مشکل است ، عموماً پژوهشگران بر تاثیر واکنش سرمایه گذاران روی بازار به عنوان یک کل تمرکز می کنند.

در تئوری بازار سرمایه ، حسابداری دو هدف عمده دارد:

الف - فراهم کردن اطلاعاتی که به تخصیص بهینه منابع کمک کند . یعنی تولید کنندگان بتوانند با میزان مشخص از منابع ، وجوه سرمایه ای خود را برای به حداکثر رساندن بازدهی و در نهایت تولید ناخالص^۱ ملی مصرف نمایند . با این تعریف مشخص اطلاعات برای ورود به بازار اوراق بهادار و تخصیص منابع مهم است .

ب - فراهم کردن اطلاعاتی که به سرمایه گذاران برای انتخاب بهترین مجموعه سهام با ریسک و بازده مناسب در بین سهم های مختلف موجود در بازار کمک کند و از اطلاعات حسابداری برای تعیین قیمت سهام با توجه به ریسک و بازده آنها استفاده کنند .

بازارهای مالی از نظر تقسیم بندی به دو دسته کلی بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می شوند . بازار پول تامین کننده اعتبارات کوتاه مدت و بازار سرمایه تامین کننده اعتبارات بلند مدت است . در این پژوهش تاکید اصلی بر بازار سرمایه است . تاثیر بازار سرمایه در توسعه اقتصادی کشورها غیر قابل انکار است .

وظیفه اصلی این بازار به جریان انداختن موثر سرمایه و تخصیص بهینه منابع است . لذا در سال های اخیر تحقیقات تجربی بسیاری در رابطه با تشخیص وضعیت بازار سرمایه جهت پاسخگویی به فعالیت های متنوع هر سرمایه گذاری و نیز عوامل موثر بر قیمت سهام شرکت ها انجام شده است . بررسی تحقیقات انجام شده نشان می دهد که از دهه ششم قرن بیستم و با ظهور نمودارگرها^۲ و تحلیل گران ارزش ذاتی^۳ مساله کارایی بازار سرمایه مورد توجه زیادی قرار گرفته است . همچنین در ارتباط با

عوامل موثر بر قیمت سهام شرکت ها و مدل های مختلف تعیین بازدهی اوراق بهادار نیز پژوهش های بسیاری انجام شده است. پیشینه پژوهش از دو بخش تشکیل شده است. ابتدا مبانی نظری پژوهش شامل سطوح مختلف کارایی بازار، مدل های مطرح شمول تعیین بازدهی مورد انتظار تشریح می گردد و سپس مطالعات و پژوهش های انجام شده در این زمینه معرفی خواهد شد.

۱-۲) کارایی بازار سرمایه

فاما^۴ در دهه هفتم قرن بیستم با ارائه سه مدل به بررسی نظریه های کارایی بازار سرمایه پرداخت و به دنبال آن روش های مختلفی برای آزمون کارایی بازار ارائه شد. این بررسی ها ابتدا در بورس نیویورک و سایر بورس های آمریکا و بورس لندن متمرکز بود سپس به دلیل اهمیت کارا بودن این بازارها در سیاست های کلان اقتصادی و رشد و توسعه اقتصادی، دامنه این اطلاعات به سایر بورس های جهان نیز کشیده شد. به علت نقش با اهمیت بورس در توسعه اقتصادی، پژوهش در این زمینه بسیار انجام شده است. اتخاذ سیاست های صحیح در رابطه با بازار سرمایه با در نظر گرفتن نتایج حاصل از پژوهش های انجام شده ای می تواند گامی مثبت در بهبود عملکرد بازار سرمایه و تخصیص بهینه منابع باشد.

انجام این پژوهش در این زمینه، تاثیر قابل ملاحظه ای بر پژوهش های حسابداری داشت. فرضیه بازار کارا در پژوهش های مربوط به سود حسابداری و قیمت سهام و تغییرات در روش های حسابداری و همچنین تغییرات مربوط به افشاء شرکت ها، عامل مهمی به شمار می آید. بنابراین لازم است ابتدا درباره سطوح کارایی بازار سرمایه توضیحاتی ارائه شود. زیرا تا زمانی که محیط مورد پژوهش شناخته نشود پژوهش در آن محیط نمی تواند نتایج صحیحی را حاصل کند.

۱-۱-۲) سطوح کارایی بازار سرمایه

در فرضیه بازار کارا سه سطح از کارایی مطرح می شود: شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی کارایی بازار.

الف - شکل ضعیف کارایی بازار: در شکل ضعیف، قیمت اوراق بهادار منعکس کننده اطلاعات تاریخی است که در گذشته اتفاق افتاده است. به بیان دیگر قیمت اوراق بهادار تنها منعکس کننده اطلاعات تاریخی مربوط به قیمت سهام است. اعتقاد بر این است که در این شکل از بازار با مطالعه و بررسی اطلاعات تاریخی قیمت های سهام می توان بازده اضافی کسب کرد زیرا قیمت ها روند خاصی ندارند.

ب - شکل نیمه قوی کارایی بازار: در این شکل از کارایی بازار قیمت اوراق بهادار منعکس کننده اطلاعات تاریخی و جاری است که در دسترس عموم قرار گرفته است. اگر بازار در این شکل کارا باشد، اطلاعات جدید هنگامی که در دسترس عموم قرار می گیرد بلافاصله در قیمت سهام اثر می گذارد. کارایی بازار در شکل نیمه قوی ناظر بر این اصل نیست که اطلاعات جدید را همه سرمایه گذاران درک می کنند و بلافاصله در محاسباتشان به کار می گیرند. تحقیقات انجام شده در مورد این شکل از کارایی بازار ثابت کرده است که قیمت ها با اطلاعات موجود در دسترس به سرعت تحت تاثیر

قرار می‌گیرند و رفتار قیمت‌ها نیز روند خاصی را نشان نمی‌دهد و تغییرات قیمت‌ها کاملاً تصادفی است. این شکل از بازار برای حسابداران مهم است زیرا اطلاعات جاری و در دسترس عموم شامل اطلاعات حسابداری نیز می‌شود.

ج - شکل قوی کارایی بازار: در صورتی که افراد یا سرمایه‌گذاران در مورد سهام خاصی به اطلاعات محرمانه‌ای دسترسی داشته باشند و می‌توانند بیش از حد معمول دیگران، بازده بدست آورند. بسیاری از سرمایه‌گذاران تمایل دارند نسبت به دیگران بازدهی بیشتری به دست آورند و بنابراین سعی در به دست آوردن اطلاعات محرمانه خواهند کرد و چون این مسیر از طریق همه افراد به صورت پنهان دنبال می‌شود به این مساله منجر می‌شود که اطلاعات در اختیار جمع کثیری از سرمایه‌گذاران قرار گیرد. بنابراین هر شکل قوی قیمت‌ها منعکس‌کننده اطلاعات محرمانه و خصوصی است. بدون در نظر گرفتن اینکه بازار سرمایه از نظر کارایی در چه سطحی قرار دارد مدل‌های مختلفی برای تعیین بازدهی سهام در این بازارها ارائه شده است که در بخش‌های بعدی به آن اشاره می‌شود.

۲-۱-۲) مدل‌های تعیین بازدهی مورد انتظار اوراق بهادار

۱-۲-۱-۲) برخی از مدل‌های پرکاربرد در تعیین بازدهی سهام

از اوایل دهه ۱۹۵۰ مدل‌ها و نظریه‌های متعددی در مورد رفتار قیمت سهام توسط تئوری پردازان علم حسابداری ارائه گردیده است که اولین تئوری در مورد رفتار قیمت سهام توسط مارکو و تیز^۵ ارائه گردید و

مدل وی مبتنی بر بازده مورد انتظار و ریسک اوراق بهادار بود بدین معنی که هدف سرمایه‌گذار بیشینه کردن بازده مورد انتظار پرتقوی با در نظر گرفتن سطح معقولی از ریسک و یا کاهش ریسک با در نظر گرفتن سطح معقولی از بازده مورد انتظار می‌باشد. مدل بعدی که در پیش‌بینی بازده سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد و شاید بیشترین کاربرد را در بین تصمیم‌گیرندگان مالی و سرمایه‌گذاران دارد مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) می‌باشد و بر این پایه استوار است که اگر اوراق بهادار به نحو صحیح قیمت‌گذاری شوند باید برای سرمایه‌گذار نرخ بازدهی مساوی با نرخ بازده اوراق بهادار بدون ریسک به علاوه مبلغی صرف برای تقبل ریسک تأمین نماید. روش بعدی در پیش‌بینی بازده سهام، مدل بازار می‌باشد که در مدل کلیه عوامل به دو گروه تقسیم می‌شوند: گروه اول شامل عوامل خاص شرکت و گروه دوم در برگیرنده عوامل بازار است. به عوامل بازار، ریسک سیستماتیک و به عوامل خاص شرکتی ریسک غیر سیستماتیک یا خاص گفته می‌شود معمولاً برای نرخ بازده هر اوراق بهادار می‌توان معادله زیر را نوشت

$$R_{jt} = \alpha_j + b_j r_{mt} + e_{jt}$$

که در این فرمول:

$$R_{jt} = \text{نرخ بازده دارایی } j \text{ در دوره } t$$

$$r_{mt} = \text{نرخ بازده کلیه اوراق بهادار موجود در بازار در دوره } t$$

$$e_{jt} = \text{اختلال تصادف در فرایند در دوره } t$$

این معادله به عنوان مدل بازار شناخته شده است. در این مدل فرض بر این است که تغییرات حاصله در بازده اوراق بهادار به طور عمده ناشی از عوامل بازار است. یکی دیگر از روش های پیش بینی بازده سهام تئوری قیمت گذاری آربیتراژ (APT)^۶ است و بر این مبنا استوار است که چه رابطه ایی باید بین عوامل ریسک و بازده مورد انتظار وجود داشته باشد تا فرصت سود اضافی (آربیتراژ) ایجاد نشود.

تعداد دیگری از مدل ها جهت پیش بینی بازده سهام استفاده می شود که بعلاوه استفاده اندک از آنها و غیر واقع بینانه بودن و عدم ارتباط مستقیم با موضوع تحقیق به آنها پرداخته نشده است.

۲-۱-۲-۲- مدل های مرتبط با موضوع تحقیق

موضوع اصلی در همه این مدل ها این است که آیا می توان از طریق متغیرهای حسابداری بازده سهام را پیش بینی نمود.

باندري^۸ در مدلی اثبات می نماید، شرکت هایی که نسبت بدهی به حقوق سهام بالایی دارند در مقایسه با شرکتهایی که این نسبت پایین است توانایی بیشتری در پیش بینی در بازدهی سهام دارند و لذا نسبت D/E در این مدل یک معیار جهت پیش بینی بازده سهام می باشد و سرمایه گذاران می توانند با مقایسه این نسبت در تصمیمات خود به نتایج بهتری دست یابند.

کیم^۹ در مدل خود وجود رابطه بین متغیرهای حسابداری نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم و نسبت فروش به قیمت هر سهم با بازده سهام را مورد آزمون قرار داده و در این مدل عملکرد پرتفوی برای یک دوره ۱۲ ماهه در هر سال ارزیابی می شود و برای هر شرکت بازدهی دوره آزمون با ترکیب و جمع بندی بازدهی ماهانه با فرض سرمایه گذاری مجدد به دست می آید و نشان داده می شود که ارتباط مثبت بین بازدهی سهام و متغیرهای ذکر شده وجود خواهد داشت و نهایتاً "سرمایه گذاران می توانند از این متغیرها به عنوان ابزاری جهت پیش بینی بازده سهام استفاده نمایند.

در مدل لم^{۱۰} که همان مدل توسعه یافته مدل کیم می باشد در آن علاوه بر متغیرهای مورد استفاده در مدل کیم از متغیر اندازه شرکت که حاصل ضرب تعداد سهام در ارزش بازار سهام بوده نیز استفاده شده است و در این مدل از رابطه متغیرهای دوره قبل (T-1) با بازده سهام دوره جاری (T) جهت پیش بینی استفاده می گردد و در نهایت اثبات می گردد که بین متغیرهای حسابداری نسبت ارزش دفتری به ارزش سهام، نسبت قیمت به سود و نسبت فروش به قیمت هر سهم و بازدهی سهام ارتباط مستقیم وجود دارد ولی بین نسبت اندازه شرکت و بازده سهام ارتباطی وجود ندارد.

بخش دوم : پیشینه تحقیق

مقدمه :

امروزه فرضیه قابلیت پیش بینی بازده سهام به عنوان يك واقعیت در مدیریت مالی مورد پذیرش قرار گرفته است . یکی از اهداف اطلاعات حسابداری کمک به استفاده کنندگان در پیش بینی جریان های نقدی ورود آتی به واحد تجاری و به تبع آن پیش بینی بازده سهام است. بخشی از متغیرهای تاثیر گذار متاثر بر بازده سهام شرکت ها در بازار سهام، ناشی از اطلاعات مالی است که طریق سیستم حسابداری تهیه می شود. میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدی ناشناخته است .

نخستین پژوهش های مقطعی که درباره بازدهی سهام صورت گرفت توجه زیادی را به خود جلب نکرد و علت آن کوچک بودن نمونه ها برای انجام آزمون های تجربی بود . وقتی که بانک های اطلاعاتی مثل کامپیوستات ایجاد شد پژوهشگران توانستند نمونه هایی بزرگی و با کیفیت در دسترس داشته باشند و نتایج قابل اتکایی به دست آورند . به همین دلیل تا چند سال پس از ایجاد مدل CAPM هیچ راه حل قابل اتکایی برای آزمون پیش بینی مدل ها در مقابل متغیرهایی مثل اندازه شرکت و نسبت سود به قیمت نبود از زمان تحقیق بال و براون تا کنون تحقیقات بسیاری در رابطه با اهمیت اطلاعات حسابداری و تاثیر آن بر بازده سهام صورت گرفته است . برای اولین بار در آسیا او و پنمن ، در بورس ژاپن به این موضوع پرداختند . بعد از اطلاعات بال و براون مطالعات این دو از جمله مطالعاتی بود که باعث تغییر در پارادایم حسابداری گردید. سوال اساسی آن ها این بود که آیا می توان از طریق ترکیب نسبت های مالی، بازده سهام را پیش بینی نمود . آنها از طریق آزمون های آماری شمار فراوانی از نسبت های مالی را کاهش داده ولی در نهایت استدلال کردند می توان از طریق استفاده از نسبت های مالی بازده غیر عادی بدست آورد .

۲-۲) مطالعات تجربی انجام شده

۲-۲-۱) پژوهش باسو: یکی از پژوهشگران اولیه ای که با پیش بینی های مدل CAPM در تضاد بود توسط باسو صورت گرفت . وی با استفاده از داده های ۱۶۸ ماه در يك دوره ۱۴ ساله (۱۹۷۱ - ۱۹۵۷) پنج پرتفوی به حسب نسبت P/E تشکیل داد . (A دارای بالاترین نسبت قیمت به سود و E دارای پائین ترین نسبت P/E بود) . وی با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای CAPM بازدهی مازاد بر متوسط این پرتفوی ها را تخمین زد و به این نتیجه رسید که بین بازدهی مازاد بر متوسط و نسبت های P/E رابطه ای مشخص وجود دارد. پرتفوی هایی با نسبت P/E پائین تر یعنی E , D دارای بازدهی بالاتر ، ۱۶.۳ و ۱۳.۵ درصد هستند . ضمناً وی دریافت که پرتفوی های B , A , با بالاترین و کمترین بازدهی ، دارای ریسک سیستماتیک بیشتری هستند و پرتفوی های D , E پائین ترین P/E بیشترین بازدهی دارای ریسک سیستماتیک کمتری هستند. نتایج وی نشان داد که تفاوت در بتا نمی تواند تفاوت در بازدهی را توجیه نماید. در تحقیق دیگری که به دنبال این تحقیق صورت گرفت، باسو نشان داد که اکثر نسبت سود به قیمت تنها در شرکت هایی که کوچک هستند مشاهده نمی شود.