



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه قم

دانشکده ادبیات و علوم انسانی

پایان نامه دوره کارشناسی ارشد رشته حسابداری

عنوان:

## نسبت های مالی و هزینه سهام عادی

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر قاسم بولو

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر امیر افسر

نگارنده:

میثم طهماسب زاده بائی

دی ماه / ۱۳۸۹



« صورت جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد »

با تأییدات خداوند متعال و با استعانت از حضرت ولی عصر (عجل الله تعالی فرجه الشریف)

جلسه دفاعیه پایان نامه کارشناسی ارشد آقای/ خانم: میثم طهماسب زاده رشته: حسابداری

تحت عنوان: رابطه نسبت های مالی بر هزینه سهام عادی

با حضور هیأت داوران در محل دانشگاه قم در تاریخ: ۱۶ / ۱۰ / ۱۳۹۹ تشکیل گردید.

در این جلسه، پایان نامه با موفقیت مورد دفاع قرار نگرفت. قرار گرفت که نامبرده نمره یا عدد ۱۸٫۱۷۵ با حروف پانزده و هفتاد و پنج درجه: عالی. بسیار خوب. خوب. قابل قبول. دریافت نمود.

نام و نام خانوادگی	سمت	مرتبه علمی	امضاء
آقای دکتر قاسم پیلو	استاد راهنما		
آقای دکتر امیر امیر	استاد مشاور		
آقای دکتر حجت سرهنگی	استاد ناظر	پنجاه و پنج	
آقای حسین فرقاتی	استاد ناظر		
آقای امیر حسین صادقی	نماینده کمیته تصویبات تکمیل		

مدیر - تصویبات تکمیل

نام و امضاء:

۸۷۱۱۲۱

معاون آموزش و تکمیلات تکمیل دانشکده

نام و امضاء:

نشانی:

بld جاده قدیم اصفهان:

دانشگاه قم

کد پستی: ۳۷۱۶۱۴۶۶۱۱

تلفن: ۲۸۵۳۳۱۱

پورت نویسی:

معاونت آموزش: ۲۸۵۵۶۸۲

معاونت اداری: ۲۸۵۵۶۸۶

معاونت دانشجویی: ۲۸۵۵۶۸۸

## تشکر و قدردانی

حمد و سپاس خدای را که توفیق کسب دانش و معرفت را به ما اعطا فرمود. در اینجا بر خود لازم می‌دانم از تمامی اساتید بزرگوار، که در طول سالیان گذشته مرا در تحصیل علم و معرفت و فضائل اخلاقی یاری نموده‌اند به ویژه استاد ارجمند جناب آقای دکتر احمد مدرس و جناب آقای دکتر محمد رضا نیکبخت تقدیر و تشکر نمایم.

از جناب آقای دکتر علیرضا خالق که زحمات فراوانی جهت پیشبرد اهداف تحصیلات تکمیلی رشته حسابداری دانشگاه قم کشیده‌اند کمال قدردانی و تشکر را دارم.

از استاد گرامی و بزرگوار جناب آقای دکتر قاسم بولو که راهنمایی اینجانب را در انجام تحقیق و نگارش این پایان‌نامه تقبل نموده‌اند نهایت تشکر و سپاسگزاری را دارم.

از جناب آقای دکتر امیر افسر به عنوان مشاور که با راهنمایی خود مرا مورد لطف قرار داده‌اند کمال تشکر را دارم.

## چکیده:

هزینه سرمایه یک بنگاه، حداقل نرخ بازده مورد انتظاری است که پروژه باید داشته باشد تا سرمایه‌گذاران را ترغیب به ارائه وجوه خود به واحد اقتصادی نماید. از طرف دیگر شرکت‌ها درصدد هستند تا هزینه سرمایه را حداقل کنند، بنابراین هزینه سرمایه هم از دید سرمایه‌گذاران و هم از دید شرکت‌ها با اهمیت تلقی می‌شود.

سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات مالی منتشر شده شرکت‌ها و تجزیه و تحلیل آنها از طریق نسبت‌های مالی، ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را برآورد، و با توجه به آن بازده مورد انتظاری برای انجام سرمایه‌گذاری‌های خود مطالبه می‌کنند، که این نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. بنابراین در این تحقیق به بررسی رابطه نسبت‌های مالی و هزینه سهام عادی طی دوره ۱۳۸۲-۱۳۸۷ پرداخته شده است. در این تحقیق ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش تصادفی ساده انتخاب شده و جهت تجزیه و تحلیل و آزمون از مدل رگرسیون یک متغیره و چند متغیره استفاده شده است. هزینه سرمایه بر اساس مدل گوردون انتخاب شده است.

نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد نسبت حقوق صاحبان سهام و نسبت‌های بازار رابطه معنی‌داری با هزینه سهام عادی دارند. و سایر نسبت‌های شامل نسبت‌های نقدینگی، نسبت خالص جریان نقدی فعالیت عملیاتی به سود عملیاتی، نسبت سودآوری و نسبت‌های اهرمی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی‌داری با هزینه سهام عادی ندارند.

**کلمات کلیدی:** هزینه سرمایه- نسبت‌های نقدینگی- نسبت خالص جریان نقدی فعالیت عملیاتی به سود عملیاتی- نسبت سودآوری- نسبت‌های اهرمی- نسبت‌های بازدهی- نسبت‌های بازار

## فهرست مطالب

عنوان	صفحه
فصل اول : کلیات.....	۱
۱-۱-مقدمه .....	۲
۲-۱-بیان مسأله و سؤال اصلی تحقیق.....	۳
۳-۱-اهمیت و ضرورت تحقیق:.....	۶
۴-۱- سؤال ها و فرضیه‌های تحقیق.....	۷
۵-۱- اهداف تحقیق .....	۸
۶-۱-روش‌شناسی تحقیق:.....	۸
۱-۶-۱-نوع روش تحقیق .....	۸
۲-۶-۱-متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها.....	۹
۳-۶-۱-روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها.....	۱۰
۴-۶-۱-جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه.....	۱۰
۵-۶-۱-روش تجزیه و تحلیل داده‌ها.....	۱۱
۷-۱-تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی.....	۱۱
۸-۱-محدودیت‌های تحقیق.....	۱۲
۹-۱-ساختار کلی تحقیق.....	۱۳
فصل دوم: مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق.....	۱۶
۱-۲-مقدمه .....	۱۶
۲-۲-هزینه سرمایه .....	۱۷
۱-۲-۲-تعریف‌های هزینه سرمایه .....	۱۸
۱-۲-۲-۱-از منظر بودجه‌بندی سرمایه‌ای.....	۱۸
۲-۲-۱-۲-از منظر تأمین مالی .....	۱۸
۲-۲-۱-۳-از منظر دارایی‌ها.....	۱۸
۲-۲-۱-۴-از دیدگاه اقتصادی .....	۱۸
۲-۲-۲-نقش هزینه سرمایه در تصمیمات سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای).....	۱۹

- ۱۹-۲-۳-نقش هزینه سرمایه در تعیین ساختار بهینه سرمایه (تصمیمات تأمین مالی).....
- ۲۰-۲-۴-محاسبه هزینه اقلام خاص سرمایه.....
- ۲۰-۲-۴-۱-هزینه سرمایه سهام عادی.....
- ۲۲-۲-۵-مدل‌های محاسبه هزینه سهام عادی.....
- ۲۳-۲-۵-۱-مدل نرخ بازده متوسط تحقق یافته.....
- ۲۴-۲-۵-۲-مدل نرخ بازده متوسط تحقق یافته تعدیل شده.....
- ۲۵-۲-۵-۳-مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای.....
- ۲۷-۲-۵-۳-۱-انتقادهای وارد شده بر مدل CAPM.....
- ۲۸-۲-۵-۴-مدل ارزیابی بر مبنای ارقام حسابداری.....
- ۳۰-۲-۵-۵-مدل رشد سود تقسیمی (مدل گوردون).....
- ۳۰-۲-۵-۵-۱-متداول‌ترین روش‌های ارائه شده برای محاسبه نرخ رشد.....
- ۳۱-۲-۵-۶-مدل سه عاملی فاما و فرنچ.....
- ۳۳-۲-۵-۷-بازده اوراق قرضه به اضافه صرف ریسک.....
- ۳۴-۲-۵-۸-مدل سود باقیمانده.....
- ۳۵-۲-۵-۹-مدل اوهلسن (۱۹۹۵).....
- ۳۷-۲-۵-۱۰-مدل اوهانلون و استیل (۲۰۰۰).....
- ۴۰-۲-۶-عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه.....
- ۴۰-۲-۶-۱-عوامل خارجی مؤثر بر هزینه سرمایه.....
- ۴۰-۲-۶-۲-عوامل داخلی مؤثر بر هزینه سرمایه.....
- ۴۰-۲-۶-۱-کیفیت اطلاعات.....
- ۴۱-۲-۶-۲-سیاست تقسیم سود.....
- ۴۱-۲-۶-۳-نسبت بدهی.....
- ۴۳-۲-۶-۴-نوع فعالیت شرکت.....
- ۴۴-۲-۶-۵-نقدینگی.....
- ۴۴-۲-۶-۶-اندازه شرکت.....
- ۴۵-۲-۶-۷-رشد سود.....
- ۴۵-۲-۶-۸-نوع صنعت.....
- ۴۸-۲-۶-۹-افشای اطلاعات.....
- ۴۹-۲-۳-تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی.....



- ۴۹.....۱-۳-۲- تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی:
- ۵۰.....۲-۳-۲- محدودیت‌های استفاده از نسبت‌های مالی
- ۵۱.....۳-۳-۲- کاربرد نسبت‌های مالی
- ۵۲.....۴-۳-۲- طبقه‌بندی نسبت‌های مالی
- ۵۳.....۱-۴-۳-۲- نسبت‌های نقدینگی:
- ۵۴.....۲-۴-۳-۲- نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به سود عملیاتی
- ۵۶.....۳-۴-۳-۲- نسبت سود ناخالص به فروش
- ۵۶.....۴-۴-۳-۲- نسبت‌های اهرمی
- ۵۸.....۵-۴-۳-۲- نسبت‌های بازدهی
- ۵۹.....۶-۴-۳-۲- نسبت‌های ارزش بازار
- ۶۲.....۴-۲- مروری بر تحقیقات قبلی
- ۶۲.....۱-۴-۲- تحقیقات خارجی
- ۷۰.....۲-۴-۲- تحقیقات مرتبط در ایران
- ۸۲.....۵-۲- خلاصه
- ۸۴.....فصل سوم : روش تحقیق
- ۸۴.....۱-۳- مقدمه
- ۸۵.....۲-۳- سؤال‌ها و فرضیه‌های تحقیق
- ۸۶.....۳-۳- جامعه و نمونه آماری
- ۸۷.....۴-۳- دوره زمانی تحقیق
- ۸۷.....۵-۳- منابع اطلاعاتی و نحوه جمع‌آوری اطلاعات
- ۸۸.....۶-۳- آماده‌سازی داده‌ها برای پردازش
- ۸۸.....۷-۳- اندازه‌گیری متغیرها
- ۸۸.....۱-۷-۳- متغیر وابسته
- ۹۱.....۲-۷-۳- متغیرهای مستقل اصلی
- ۹۳.....۸-۳- روش تحقیق
- ۹۴.....۹-۳- مدل‌های آماری
- ۹۴.....۱-۹-۳- مدل رگرسیون
- ۹۴.....۱-۱-۹-۳- خصوصیات آماری مدل رگرسیون خطی
- ۹۵.....۲-۱-۹-۳- فرض‌های کلاسیک مدل رگرسیون خطی

۹۷	۲-۹-۳-مدل رگرسیون چند متغیره و آزمون فرضیه‌های تحقیق.....
۹۹	۱۰-۳-روش Topsis.....
۱۰۱	۱۱-۳-خلاصه فصل.....
۱۰۳	فصل چهارم : تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش.....
۱۰۳	۱-۴-مقدمه.....
۱۰۴	۲-۴-آمار توصیفی.....
۱۰۵	۳-۴-بررسی فرض‌های کلاسیک مدل رگرسیون خطی.....
۱۰۵	۱-۳-۴-نرمال بودن.....
۱۰۷	۲-۳-۴-همسانی واریانس‌ها.....
۱۰۷	۳-۳-۴-استقلال مشاهدات.....
۱۰۸	۴-۴-آزمون معنی‌دار بودن کل رگرسیون.....
۱۰۸	۵-۴-آزمون فرضیه‌های تحقیق.....
۱۰۸	۱-۵-۴-آزمون فرضیه اول و نتایج آن.....
۱۰۹	۲-۵-۴-آزمون فرضیه دوم و نتایج آن.....
۱۱۰	۳-۵-۴-آزمون فرضیه سوم و نتایج آن.....
۱۱۱	۴-۵-۴-آزمون فرضیه چهارم و نتایج آن.....
۱۱۲	۵-۵-۴-آزمون فرضیه پنجم و نتایج آن.....
۱۱۳	۶-۵-۴-آزمون فرضیه ششم و نتایج آن.....
۱۱۴	۷-۵-۴-آزمون فرضیه هفتم و نتایج آن.....
۱۱۵	۶-۴-رتبه بندی شرکت‌ها.....
۱۱۷	۷-۴-خلاصه فصل.....
۱۱۸	فصل پنجم : نتیجه‌گیری و پیشنهادات.....
۱۱۹	۱-۵-مقدمه.....
۱۱۹	۲-۵-خلاصه موضوع و روش تحقیق.....
۱۲۰	۳-۵-خلاصه یافته‌های تحقیق.....
۱۲۱	۴-۵-نتیجه‌گیری و بررسی تطبیقی یافته‌ها.....
۱۲۴	۵-۵-محدودیت‌های تحقیق.....
۱۲۵	۶-۵-پیشنهادات.....

۱۲۶.....	۷-۵-توصیه برای تحقیقات آتی.....
۱۲۷.....	۸-۵-خلاصه فصل.....

#### فهرست جداول

صفحه	عنوان
۸۶.....	جدول ۱-۳-اسامی شرکت‌های مورد مطالعه.....
۱۰۴.....	جدول ۱-۴-آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق.....
۱۱۵.....	جدول ۳-۴-نتیجه رتبه‌بندی با استفاده از روش تاپسیس.....

#### فهرست نمودارها

۱۰۵.....	نمودار ۱-۴-هیستوگرام توزیع نرمال داده‌ها.....
۱۰۶.....	نمودار ۲-۴-نتایج آزمون نرمالیتی متغیر هزینه سهام عادی تبدیل شده.....
۱۰۶.....	نمودار ۳-۴-هیستوگرام توزیع نرمال باقیمانده‌ها.....

فصل اول

کلیات

## فصل اول : کلیات

### ۱-۱- مقدمه:

توسعه و پیچیدگی روزافزون فعالیت‌های اقتصادی و پیدایش واحدهای تجاری گوناگون و تشکیل شرکت‌های سهامی و ضرورت ارائه اطلاعات دقیق و مهمتر از آن چگونگی نگرش به اطلاعات ارائه شده توسط این شرکت‌ها در جهت تصمیم‌گیری‌های داخلی و خارجی شرکت، منجر به ابداع روش‌ها و تکنیک‌هایی در ارزیابی شرکت‌ها از جنبه‌های مختلف شده است.

همزمان با پیشرفت حسابداری، این روش‌ها، فنون و تکنیک‌ها توسعه و تکامل یافته و در اختیار تحلیلگران مالی و تصمیم‌گیرندگان قرار گرفته است. در راستای این پیشرفت نقش اصلی محققان بر همگان واضح و مبرهن است. تلاش‌های محققان در کنار ضرورت نیاز استفاده‌کنندگان به اطلاعات بهتر و علمی‌تر سبب شده تا حسابداری از نقش سنتی خود که ثبت و گزارش رویدادها و فعالیت‌های مالی بوده پا را فراتر گذارد و به عنوان مبنایی در تصمیم‌گیریها و تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه، نقش مهمی را در رشد و شکوفایی کشور ایفا کند.

وجوه یا سرمایه مورد نیاز برای تأمین مالی یک فعالیت تجاری یا طرح سرمایه‌گذاری توسط گروه‌های متفاوتی تهیه می‌شود، که هرگروه نرخ بازده معینی از سرمایه عرضه شده به بنگاه را انتظار دارند. چون سرمایه‌گذاران قادر به سرمایه‌گذاری وجوه خود در طرح‌های سرمایه‌گذاری با ریسک مشابه هستند، نرخ بازده مورد انتظار آنها در واقع هزینه فرصت وجوه عرضه شده توسط آنها است، بنابراین درآمد یک فعالیت تجاری یا یک طرح سرمایه‌گذاری باید به میزانی باشد که توانایی پرداخت بازده مورد انتظار تأمین‌کنندگان سرمایه مورد نیاز بنگاه را داشته باشد. بدین ترتیب می‌توان گفت هزینه سرمایه یک بنگاه، حداقل نرخ بازده مورد انتظاری است که طرح باید داشته باشد تا سرمایه‌گذاران را ترغیب به ارائه وجوه خود به واحد اقتصادی نماید. از طرف دیگر

شرکت‌ها درصد هستند تا هزینه کلیه نهاده‌ها از جمله هزینه سرمایه را حداقل کنند. بنابراین هزینه سرمایه هم از دید سرمایه‌گذاران و هم از دید شرکت‌ها یک مفهوم اساسی و با اهمیت تلقی می‌شود.

سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات مالی منتشر شده شرکت‌ها و تجزیه و تحلیل آنها از طریق نسبت‌های مالی، ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را برآورد، و با توجه به آن بازده مورد انتظاری برای انجام سرمایه‌گذاری‌های خود مطالبه می‌کنند، که این نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. با توجه به اهمیت مطالب بیان شده، تحقیق حاضر به مطالعه رابطه نسبت‌های مالی و هزینه سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

## ۱-۲- بیان مسأله و سؤال اصلی تحقیق:

گسترش رو به رشد بازار سرمایه در کشور و اهمیت آن در جذب سرمایه‌ها و پس‌اندازهای کوچک و سرگردان، و هدایت آن به بخش‌های اقتصادی به منظور تجهیز منابع و همچنین توسعه شرکت‌های موجود و ایجاد شرکت‌های جدید که عمدتاً تأمین مالی آنها از طریق منابع خارج از شرکت صورت می‌گیرد، امری انکارناپذیر است.

تأمین مالی برای اجرای طرح‌های سودآور نقش مهمی در رشد شرکت‌ها ایفا می‌کند. توانایی شرکت‌ها در تأمین منابع مالی بالقوه (اعم از داخلی و خارجی) برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به حساب می‌آید. شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را از راه‌های گوناگون تأمین نمایند، که شامل انتشار سهام عادی، سهام ممتاز و ایجاد بدهی می‌باشد. این اقلام را اجزای تشکیل دهنده سرمایه می‌نامند. هر یک از اجزای سرمایه به دلیل وجود ریسک‌های متفاوت، دارای بازده مورد انتظار متفاوتی هستند. نرخ بازده مورد انتظار هر یک از اجزای تشکیل دهنده سرمایه، بخشی از هزینه سرمایه را تشکیل می‌دهد. هزینه سرمایه کل شرکت بر اساس میانگین موزون هزینه هر یک از این اقلام بر اساس نسبتی که در ساختار سرمایه دارند محاسبه می‌گردد. بنابراین هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت

تأمین شود (نو،<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶). مدیران شرکت‌ها در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه منابع متعدد تأمین مالی را مشخص و آثاری را که این منابع تأمین مالی بر بازده و ریسک شرکت دارند، را تعیین نمایند. هدف شرکت‌ها باید به حداقل رساندن هزینه تأمین مالی (پس از کسر مالیات) باشد.

برای تعیین هزینه سهام عادی تحقیقات زیادی انجام شده است و الگوهای مختلفی ارائه گردیده است. از آن جمله می‌توان به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۲</sup> اشاره نمود. بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، بازده مورد انتظار تابعی از بازده بدون ریسک و صرف ریسک بازار است. بر اساس این مدل، به دلیل آن‌که ریسک غیرسیستماتیک از طریق تنوع بخشی قابل کاهش است، بنابراین، هیچگونه صرف بابت ریسک غیرسیستماتیک تخصیص نمی‌یابد و عامل بتا ( $\beta$ ) یا ریسک بازار تنها نماد ریسک سیستماتیک است.

پس از ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای که بر پایه فرضیه بازار کارآ شکل گرفته بود، تحقیقات وسیعی در خصوص اعتبار آن انجام شد. آزمون‌های تجربی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نشان داد که ریسک بازار تنها عامل ریسک مؤثر بر نرخ بازده مورد انتظار نیست و طی دهه ۱۹۸۰ توجه اقتصاددانان به عواملی جلب شد که کارآیی بازار یا مشخصات مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها را زیر سؤال می‌برد. عوامل غیرمتعارف مذکور هم بر اطلاعات حسابداری و هم اطلاعات بازار مبتنی بود (عزیزی<sup>۳</sup>، ۱۳۷۸).

مدل‌های پیشین قیمت‌گذاری دارایی‌ها نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بر پایه فرض اطلاعات کامل و دسترسی یکسان معامله‌گران به اطلاعات (تقارن اطلاعاتی) تدوین شده است. در حالی که سه اقتصاددان برجسته به نام‌های جوزف استیگلیتز<sup>۴</sup>، جورج اکرلوف<sup>۵</sup> و مایکل اسپنسر<sup>۶</sup> بر مفروضات پشتوانه این مدل‌ها ایراد وارد کردند و در مقاله خود به تحلیل پدیده اطلاعات نامتقارن در بازار پرداختند و به خاطر ارائه این مقاله در سال ۲۰۰۱ به جایزه نوبل

---

<sup>۱</sup>-ریموند پی، نو، (۱۹۸۶)، مدیریت مالی، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد دوم، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت، زمستان (۱۳۷۴).

<sup>۲</sup>-Capital Assets Pricing Model (CAPM)

<sup>۳</sup>-احمد عزیزی، "شناسایی متغیرهای کلان اقتصادی مؤثر بر شاخص قیمت سهام". رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده حسابداری و مدیریت، (۱۳۷۸).

<sup>۴</sup>-Stiglitz

<sup>۵</sup>-Akrlof

<sup>۶</sup>-Spencer

دست یافتند. علاوه بر این، برخی از اندیشمندان علوم مالی معتقدند که عوامل دیگری در کنار عامل ریسک بازار به عنوان عوامل تعیین کننده بازده مورد انتظار سرمایه گذاران نقش دارد. برای مثال تحقیقات مختلف با استفاده از مدل های مختلفی نظیر مدل اطلاعات ناقص و مدل اطلاعات نامتقارن از این دیدگاه که "ویژگی های اطلاعات مختص شرکت" بر بازده مورد انتظار تأثیر می گذارد، پشتیبانی کرده اند<sup>۱</sup> (بولو<sup>۲</sup>، ۱۳۸۶).

اطلاعات مختص شرکت شامل اطلاعات گوناگون می باشد که مهمترین آنها اطلاعات مالی است که از طریق صورت های مالی منتشر می شود. هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۳</sup> (۱۹۷۸) بیان کرده است که گزارش های مالی باید اطلاعاتی ارائه نماید که به سرمایه گذاران و بستانکاران کنونی و بالقوه و سایر استفاده کنندگان کمک کند تا آنها مبلغ، زمان و عدم اطمینان (ریسک) وجوه نقد را که در آینده از محل سود یا بهره دریافت خواهند کرد، و نیز وجوه حاصل از فروش، بازخرید یا سررسید اوراق بهادار یا وام ها را برآورد نمایند. یعنی ارائه اطلاعاتی که افراد بتوانند به آن وسیله ارزش مورد انتظار سرمایه گذاری خود را تعیین کنند (هندریکسون و ون بردا<sup>۴</sup>، ۱۹۹۲). صورت های مالی وضعیت مالی شرکت در یک مقطع مشخص زمانی (ترازنامه) و عملکرد مالی شرکت طی دوره گذشته (صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد) را گزارش می نماید. ولی ارزش واقعی صورت های مالی در این واقعیت نهفته است که می توان با استفاده از آنها سود خالص و سود تقسیمی آینده را پیش بینی کرد. از دیدگاه یک سرمایه گذار، پیش بینی آینده همان موضوعی است که بدان سبب صورت های مالی تجزیه و تحلیل می شود، و از دیدگاه مدیریت تجزیه و تحلیل صورت های مالی از این جهت سودمند است که می توان با استفاده از آنها شرایط آینده را پیش بینی کرد و مهمتر اینکه می توان بدان وسیله برای عملیاتی که بر رویدادهای آینده اثر خواهند گذاشت، برنامه ریزی نمود. عامل با اهمیتی که در تجزیه و تحلیل صورت های مالی مورد استفاده قرار می گیرد نسبت های مالی می باشد (پارسائیان<sup>۵</sup>، ۱۳۸۲). بنابراین سرمایه گذاران با استفاده از نسبت های مالی به ارزیابی شرکت ها و اینکه آیا این شرکت ها

<sup>۱</sup> - Easley and O'Hara (2004), O'Hara (2003), and Ieuz and Verrecchia (2004). - برای نمونه مراجعه شود به -

<sup>۲</sup> - قاسم بولو. "هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی های سود". پایان نامه دوره دکتری دانشگاه علامه طباطبائی، (۱۳۸۶).

<sup>۳</sup> - Financial Accounting Standards Board (FASB)

<sup>۴</sup> - هندریکسون، الدون اس؛ مایکل اف، ون بردا. **تئوری های حسابداری**. ترجمه دکتر علی پارسائیان. انتشارات ترمه، (۱۳۸۵).

<sup>۵</sup> - اوجین اف. بری گام؛ لوئیس سی گانپنسی، **مدیریت مالی میانه**، ترجمه دکتر علی پارسائیان. انتشارات ترمه، (۱۳۸۲).



می‌توانند بازده مورد انتظارشان را تأمین نمایند، می‌پردازند. سرمایه‌گذاران با توجه به این شاخص‌های عملکرد اقدام به خرید سهام شرکت‌ها می‌کنند و هرچه عملکرد شرکت‌ها مطلوب‌تر باشد، شرکت‌ها هزینه کمتری برای تأمین وجوه مورد نیاز خود متحمل می‌گردند.

هزینه سرمایه، میانگین موزون هزینه منابع تأمین شده از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است. با توجه به این‌که در ایران نرخ هزینه تأمین مالی از طریق بدهی معمولاً ثابت است و به صورت دستوری تعیین می‌شود، لذا در این تحقیق از میان اجزای هزینه سرمایه، فقط هزینه سهام عادی مدنظر قرار گرفته است. بنابراین در این تحقیق سعی بر آن است که ارتباط هزینه سهام عادی با نسبت‌های مالی مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

با توجه به موارد یاد شده، سؤال اصلی که این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ آن است، به شرح زیر می‌باشد:

۱- آیا نسبت‌های مالی (نسبت‌های نقدینگی<sup>۱</sup>، نسبت خالص جریان نقدی فعالیت عملیاتی به سود عملیاتی<sup>۲</sup>، نسبت‌های سودآوری<sup>۳</sup>، نسبت‌های اهرمی<sup>۴</sup>، نسبت‌های بازدهی<sup>۵</sup>، نسبت‌های بازار<sup>۶</sup> بازار) با هزینه سهام عادی ارتباط معناداری دارند؟

### ۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق:

براساس دیدگاه بار اطلاعاتی، وظیفه منطقی حسابداری در بازارهای ناقص و غیر کارآ، انتقال اطلاعات است. مفاهیم حسابداری نظیر دارایی، بدهی و سود به عنوان علائم آگاهی بخش در نظر گرفته می‌شود که اخباری را در مورد شرکت به استفاده‌کنندگان از اطلاعات منتقل می‌کند (لیانگ<sup>۷</sup>، ۲۰۰۱).

به دلیل تأکید استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بر نسبت‌های مالی، به عنوان شاخص‌های عملکرد شرکت‌ها، ارزیابی ویژگی‌های مختلف نسبت‌های مالی یکی از ضرورت‌های انجام این تحقیق است که از دیدگاه گروه‌های مختلف، نظیر مدیریت، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی حائز اهمیت می‌باشد.

<sup>۱</sup>-Liquidity Ratio

<sup>۲</sup>- Net Cash Flows From Operating Activities to operation profit Ratio

<sup>۳</sup>-profitability ratio

<sup>۴</sup>- Leverage ratio

<sup>۵</sup>-return ratio

<sup>۶</sup>-market ratio

<sup>۷</sup>- Liang, P.J. Recognition: An information content perspective. Accounting Horizons (2001), 15, 223-242

از سوی دیگر هزینه سرمایه به طور اعم و هزینه سهام عادی به طور اخص، یکی از مباحث اساسی است که به دلیل کاربردهای وسیع آن، در ادبیات مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد و همواره مورد توجه اندیشمندان و صاحب‌نظران این حوزه قرار گرفته است.

در تمامی مدل‌های ارزیابی اوراق بهادار، تعیین هزینه سرمایه و اجزای آن شامل هزینه سهام عادی ضرورت انکارناپذیر است و به همین دلیل عوامل تعیین کننده هزینه سرمایه همواره یکی از چالش‌های مهم در ادبیات مالی می‌باشد.

لذا با توجه به اهمیت هزینه سرمایه، تعیین عوامل تأثیرگذار بر آن از اهمیت بسزایی برخوردار خواهد بود. بنابراین در این تحقیق تلاش می‌شود رابطه برخی از این عوامل از قبیل نسبت‌های نقدینگی، نسبت خالص جریان نقدی فعالیت عملیاتی به سود عملیاتی، نسبت سودآوری، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های بازده، نسبت‌های بازار بر هزینه سهام عادی مورد بررسی قرار گیرد.

#### ۱-۴- سؤال‌ها و فرضیه‌های تحقیق:

با توجه به اهمیت تعیین عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه، همان‌طور که قبلاً بیان شد سؤال مورد نظر این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

۱- آیا نسبت‌های مالی (نسبت‌های نقدینگی، نسبت خالص جریان نقدی فعالیت عملیاتی به

سود عملیاتی، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های بازدهی، نسبت‌های

بازار) با هزینه سهام عادی ارتباط معناداری دارند؟

۲- در صورت وجود ارتباط، رتبه شرکت‌ها از نظر تأثیر نسبت‌های مالی بر هزینه سهام عادی

کدام است؟

سؤال‌های فوق در قالب هفت فرضیه به شرح زیر بیان می‌شود:

۱- بین نسبت‌های نقدینگی و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲- بین نسبت‌های سودآوری و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۳- بین نسبت خالص جریان نقدی عملیاتی به سود عملیاتی و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۴- بین نسبت‌های اهرمی و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۵- بین نسبت‌های بازار و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۶- بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۷- بین نسبت بازده دارایی و هزینه سهام عادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

### ۱-۵- اهداف تحقیق:

اهداف این تحقیق به طور خلاصه به شرح زیر می‌باشد:

۱- معرفی نسبت‌های مالی به عنوان عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری

۲- تجزیه و تحلیل رابطه بین هزینه سهام عادی و نسبت‌های مالی

۳- رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر تأثیر نسبت‌های مالی بر هزینه سهام عادی‌شان

### ۱-۶- روش‌شناسی تحقیق:

#### ۱-۶-۱- نوع روش تحقیق

این تحقیق در حوزه تئوری‌های اثباتی مالی و حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. روش مورد استفاده در تحقیق حاضر از نوع همبستگی با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی و چندگانه برای آزمون فرضیه‌ها است. تحلیل رگرسیون برای مطالعه سهم یک، یا چند متغیر مستقل ( $X_i$ ) در پیش‌بینی متغیر وابسته ( $Y$ ) است. روش مذکور در مورد پژوهش‌هایی نظیر این تحقیق که هدف آنها کشف رابطه بین متغیرهای مختلف می‌باشد، سودمند است. تحقیق حاضر از آن دیدگاه که به مطالعه داده‌های مرتبط با مقاطع زمانی خاص می‌پردازد، مقطعی و از آن لحاظ که نتایج کسب شده در این پژوهش می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات مالی استفاده شود، از نوع تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. نظریه‌پردازی نیز به روش استقرائی و بر مبنای یافته‌های تحقیقات تجربی صورت می‌گیرد. در پایان، شرکت‌های عضو نمونه، بر اساس متغیرهای که بر هزینه سهام عادی اثر گذارند، با استفاده از روش Topsis رتبه‌بندی می‌شوند. تا مشخص شود این تأثیر در کدام شرکت‌ها بیشتر است. در این روش  $N$  گزینه (شرکت‌ها) و  $M$  شاخص (نسبت‌های مالی) وجود دارد. براساس امتیازی که هر گزینه از هر شاخص دارد، ماتریس  $D$  تشکیل می‌شود و با توجه به اهمیتی که هر شاخص در رابطه با هزینه سهام عادی دارد، وزنی برای هر شاخص مشخص می‌گردد. و در نهایت گزینه‌ها به ترتیب اولویت انتخاب می‌گردند. در

این تحقیق ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل با هزینه سهام عادی به عنوان وزن هر شاخص در نظر گرفته شده است.

## ۱-۶-۲- متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها

### متغیر وابسته و نحوه تعیین آن

هزینه سهام عادی به عنوان متغیر وابسته این تحقیق است. در فصل دوم چند روش اصلی و متداول جهت محاسبه نرخ بازده مورد انتظار سهامداران ارائه می‌شود. در ادامه، نتیجه بررسی‌های مقدماتی انواع روش‌های مورد نظر و گزینه نهائی که این تحقیق بر اساس آن صورت پذیرفته، ارائه می‌شود. با توجه به نتایج تحقیقات قبلی در خصوص اشکالات مدل CAPM که در فصل دوم بیان شده و با در نظر گرفتن رشد سریع شاخص‌های بورس در چند سال گذشته، در این تحقیق از مدل CAPM استفاده نشده است.

مدل دیگری نیز که بررسی گردید مدل مبتنی بر ارقام حسابداری یا مدل ادوارد، بل و السون (EBO) نامیده می‌شود. در این مدل به برخی پیش‌بینی‌ها برای سال‌های مالی آتی نظیر قیمت مورد انتظار در چند دوره بعد نیاز بود که اغلب این پیش‌بینی‌ها در کشورهای خارجی توسط مؤسسات تحلیل‌گری مالی نظیر موسسه ویولاین ارائه می‌شود، اما در ایران به دلیل عدم وجود چنین پیش‌بینی‌هایی، امکان استفاده از این مدل وجود نداشت (بولو، ۱۳۸۶).

در نهایت مدل گوردون آخرین مدلی بود که مورد استفاده قرار گرفت. مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه سهام عادی در این روش از مدل ارزشگذاری زیر مشتق می‌شود (داموداران، ۲۰۰۲):

$$v_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (1-1)$$

بطوری که:

$v_0$ : ارزش فعلی سهام

$D_1$ : سود سهام مورد انتظار سال آتی

$k_e$ : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

$g$ : نرخ رشد مورد انتظار