

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی
مجله دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
سال دهم - شماره ۳۳ - پاییز ۱۳۸۲
صص ۹۳-۱۰۵

رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران

دکتر ساسان مهرانی* - کاوه مهرانی**

برخی بر این باورند که ثروت جز مقدار معینی پول چیز دیگری نیست، زیرا پول وسیله بازرگانی و سوداگری است. جمعی دیگر در مخالفت با این نظر، برآنند که پول چیزی برساخته و اعتباری است. زیرا اگر کسانی که آن را به کار می‌برند از رواجش بیندازند دیگر ارزشی نخواهد داشت.

(ارسطو - کتاب سیاست قرن چهارم پیش از میلاد)

چکیده مقاله

بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته است. در این بازار روزانه هزاران سرمایه‌گذار پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌نمایند. در این میان برخی به هدف خود دست می‌یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می‌دهند. شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران از جنبه‌ها و زوایای مختلف می‌تواند ضمن پیش‌بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن، ریسک سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش و یا بازده بیشتری را بدست آورد. بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است.

یکی از ابعاد شناخت این بازار، شناخت نوع فعالیت واحدهای اقتصادی است.

* - عضو هیأت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

** - دانشجوی دوره دکتری حسابداری دانشگاه تهران

شرکت‌هایی که در بورس تهران مشغول فعالیت می‌باشند، با دو نوع بازار در ارتباط هستند. این بازارها عبارتند از: بازار کالا و بازار مالی. هر چند بازار کالا به دو بازار محصول و بازار عوامل تولید و بازار مالی نیز به دو بازار سرمایه و بازار پولی تقسیم می‌گردد. ارزیابی عملکرد مدیر رابطه مستقیمی با عملکرد شرکت در بازار محصول دارد. در بازار محصول، سودآوری شرکت تابعی از چرخه عمر محصول، چرخه عمر صنعت، نوع فعالیت و غیره دارد.

هر گروه از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از دیدگاه خودشان موفقیت یک فعالیت را در بورس بررسی می‌کنند. یکی از معیارهای ارزیابی موفقیت یک صنعت و یا فعالیت نسبت‌های مالی می‌باشد. در بازار بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۸۱ بیش از ۳۲۰ شرکت وجود داشته که در ۷۰ نوع فعالیت مختلف طبقه‌بندی گردیده‌اند. این تحقیق به بررسی رابطه بین بازده سهام و نسبت‌های سودآوری در فعالیت‌های مختلف می‌پردازد. تحقیق در یک دوره زمانی دو ساله ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ و با استفاده از روش رگرسیون و تکنیک OLS انجام شده است. میانگین متغیرهای مستقل و تابع شامل نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در دوره مزبور محاسبه و رابطه بین آنان مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که برخی نسبت‌ها نظیر بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط معنی‌داری با بازده سهام دارند. در نقطه مقابل معیارهایی نظیر رشد سود، رشد فروش معیار مناسبی برای پیش‌بینی بازده سهام نمی‌باشند. همچنین تغییرات برخی از متغیرها نظیر بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها به تنهایی تغییرات بازده سهام را به خوبی پیش‌بینی نمی‌نمایند.

واژه‌های کلیدی: نسبت‌های مالی، نسبت‌های سودآوری، بازده سهام.

مقدمه

یکی از پیامدهای سیر تکامل حسابداری استفاده از نسبت‌های مالی جهت تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری است. پیدایش نسبت‌های مالی به اواخر قرن نوزدهم باز می‌گردد. از آن زمان بود که تحلیل‌گران نسبت‌های مالی را توسعه و ترویج دادند. پایه و اساس نسبت‌های مالی بر صورت‌های مالی استوار است و صورت‌های مالی نیز بر اساس داده‌های تاریخی تهیه می‌گردد. امروزه تجزیه و تحلیل نسبت‌ها یک تکنیک قوی و ابزاری مناسب برای استفاده‌کنندگان در جهت شناخت و ارزیابی عملکرد گذشته، حال و پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت

است.

استفاده کنندگان از صورت‌های مالی گروه‌های مختلفی نظیر مالکان، مدیران، کارکنان، سرمایه‌گذاران، تأمین کنندگان کالا، رقبای، تحلیل‌گران، محققین و غیره می‌باشند. استفاده کنندگان فوق اهدافی متفاوت و گاه متضادی دارند و هر کدام از دیدگاه خودشان نسبت‌های مالی را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. به عنوان مثال تحلیل‌گران به دنبال پیش‌بینی موفقیت‌های آینده می‌باشند در حالی که محققین به دنبال توسعه مدل‌ها و بکارگیری نسبت‌ها هستند.

مطالعات مربوط به نسبت‌های مالی را می‌توان به چند دسته تقسیم نمود. هر چند گهگاهی این تقسیم‌بندی‌ها بر یکدیگر همپوش می‌شوند. برخی از این تقسیم‌بندی‌ها عبارتند از:

- ۱- طبقه‌بندی نسبت‌های مالی؛

- ۲- قابلیت مقایسه نسبت‌های مالی در صنایع مختلف و اثرات صنعت بر نسبت‌ها؛

- ۳- مدل‌های پیش‌بینی ورشکستگی؛

- ۴- بیان ویژگی‌های شرکت با نسبت‌های مالی؛

- ۵- توانایی پیش‌بینی تحلیل‌های مالی در مقابل مدل‌های مالی؛

- ۶- ارزش بازار سهام و نسبت‌های مالی.

در هر یک از تقسیم‌بندی‌های فوق، یک نسبت مالی شکلی از x/y است. جایی که x و y ارقامی از صورت‌های مالی و یا سایر منابع اطلاعات مالی می‌باشند. سلمی و اولی معتقدند اگر هر دو ارقام از ترازنامه به دست آید نسبت را ایستا و اگر یکی یا هر دو از صورت سود و زیان ناشی شود نسبت را پویا گویند (Salmi & Olli, 1990). مفهوم نسبت‌های مالی را می‌توان با استفاده از سایر منابع اطلاعاتی بجای صورت‌های مالی گسترش داد. به عنوان مثال اقلام صورت‌های مالی و ارقام بازار را می‌توان با یکدیگر ترکیب و نسبت یا رابطه‌ای را بنا ساخت. هدف این تحقیق بررسی رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام می‌باشد.

بررسی پیشینه تحقیق

تحقیقات بی‌شماری پیرامون نسبت‌های مالی صورت گرفته است. هر کدام از این تحقیقات از زوایای مختلف به بررسی نسبت‌های مالی و ارتباط آن با سایر اقلام پرداخته‌اند.

علی نیکخواه‌آزاد و ابراهیمی کردلر به بررسی میزان استفاده از تکنیک‌های پیشرفته مدیریت مالی در شرکت‌های تابعه سازمان گسترش پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر آن بود که از تجزیه و تحلیل نسبت‌ها در تصمیم‌گیری‌ها استفاده نمی‌شود.

پاهور و مرامور در تحقیقات خود دریافتند که یک رابطه غیرخطی بین نسبت‌های مالی و نرخ بازده داخلی در برخی از صنایع خاص وجود دارد (Pahor & Mramor, 1990). بارلف در یک پژوهش محتوای اطلاعاتی نسبت‌های صورت گردش وجه نقد را بررسی کردند. هدف وی مقایسه بررسی محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت‌های صورت وجه نقد با محتوای اطلاعاتی نسبت‌های حاصل از صورت سود و زیان و ترازنامه بود.

نتایج تحقیق وی نیز حاکی از آن است که نسبت‌های مالی استخراج شده از صورت گردش وجه نقد در مقایسه با نسبت‌های مالی از صورت سود و زیان و ترازنامه ارتباط بیشتری با بازده سهام دارد (Barlev, 1990).

جمادردی گرگانگی نیز در سال ۸۲ به تحقیق همین موضوع در ایران پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که هیچگونه تفاوت معنی‌داری بین نسبت‌های مالی تعهدی و نسبت‌های مالی مبتنی بر جریان نقدی در پیش‌بینی بازده سهام وجود ندارد.

هال نیز معتقد است نمی‌توان نظر قطعی داد که کدامیک از نسبت‌های مبتنی بر حسابداری تعهدی و نسبت‌هایی که از صورت گردش وجه نقد بدست می‌آید، در مورد پیش‌بینی بازده سهام شرکت بهتر است (Hall, 1990).

گریفین نیز با استفاده از تعریف «وجه نقد حاصل از عملیات» به بررسی رابطه بین این عامل، سود حسابداری و بازده سهام پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که رابطه‌ای بین هیچکدام از دو عامل وجه نقد حاصل از عملیات و سود حسابداری با بازده سهام وجود ندارد (Griffin, 1982).

فینگر در سال ۱۹۹۴ توانایی سودهای گذشته برای پیش‌بینی جریان نقدی و سودهای آتی را مورد بررسی قرار داد. وی داده‌های مربوط به سود سالانه حسابداری و جریان نقدی حاصل از عملیات تعداد ۲۴ شرکت برای سال‌های ۸۷-۱۹۳۵ را از طریق مدل‌های رگرسیون سری‌های زمانی مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. نتایج بدست آمده دلالت بر آن دارد که با

استفاده از مشاهدات گذشته سود می‌توان سود آتی برای ۸۸ درصد از شرکت‌های نمونه را به طور معنی‌داری پیش‌بینی کرد. همچنین وقتی از مشاهدات گذشته سود برای پیش‌بینی جریان نقدی آتی استفاده می‌شود، آزمون‌های آماری برای ۹۰ درصد از شرکت‌های نمونه معنی‌دار هستند. فینگر همچنین به بررسی توان برتر سود برای پیش‌بینی جریان نقدی پرداخت. نتایج بدست آمده نشان می‌دهند برای افق کوتاه مدت توان جریان نقدی از توان سود برای پیش‌بینی نقدی آتی بیشتر است و برای افق بلند مدت (وقفه هشت) توان پیش‌بینی جریان نقدی و سود تقریباً یکسان است (Finger, 1994).

به هر حال بقای یک شرکت در بلند مدت به سودآوری آن بستگی دارد اما علاوه بر سود باید توانایی عمل به تعهدات نقدی را که با آن مواجه می‌شود را داشته باشد. هر دو عامل سودآوری و وجه نقد جهت بقاء تداوم فعالیت یک واحد اقتصادی لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

فرضیات تحقیق

با توجه به اهداف تحقیق هفت فرضیه به شرح زیر تبیین می‌گردد:

- ۱- بین بازده سهام و حاشیه سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۲- بین بازده سهام و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۳- بین بازده سهام و سود قبل از مالیات رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۴- بین بازده سهام و بازده دارایی‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۵- بین بازده سهام و رشد سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۶- بین بازده سهام و رشد فروش رابطه معنی‌داری وجود دارد.
 - ۷- بین بازده سهام و گردش دارایی‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- در این تحقیق بازده سهام عبارت است از کلیه عایداتی که نصیب سرمایه‌گذاران می‌گردد.

روش تحقیق

بر طبق اطلاعات به دست آمده تا پایان سال ۱۳۸۱ بیش از ۳۲۰ شرکت در ۲۶ صنعت

در بازار بورس تهران پذیرفته شده‌اند. فعالیت این شرکت‌ها در ۷۰ نوع مختلف طبقه‌بندی شده‌اند. در این تحقیق ۱۹ فعالیت که نسبت به سایر فعالیت‌ها از حجم معاملات گسترده‌تری برخوردار بوده‌اند، انتخاب گردیدند.

قلمرو زمانی تحقیق یک دوره دو ساله ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ می‌باشد. اطلاعات مورد نیاز دوره مزبور شامل بازده سهام، نسبت حاشیه سود خالص، رشد سود عملیاتی، رشد فروش، سود قبل از مالیات، گردش دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد. اطلاعات فوق برای دوره مزبور و برای فعالیت‌های نمونه‌گیری شده از طریق منابع مختلف جمع‌آوری گردید. سپس میانگین کلیه نسبت‌ها اعم از متغیرهای تابع و مستقل دوره مورد تحقیق محاسبه گردید. در جهت کسب اطلاعات بیشتر مقایسه‌ای نیز بین میانگین نسبت‌های محاسبه شده برای فعالیت‌های نمونه از یک سو و میانگین بازار همان نسبت‌ها برای دوره مزبور نیز بعمل آمد. تحقیق با استفاده از روش رگرسیون و تکنیک OLS و در سطح اطمینان ۹۵٪ صورت گرفته است. در این تحقیق از نرم‌افزارهایی نظیر دنا سهم و صحرا استفاده شده است. در جهت تأیید یا رد فرضیه‌ها معیارهایی نظیر R^2 تعدیل شده و اندازه P ملاک می‌باشد. در صورتی که $P\text{value} < 0.05$ باشد فرضیه تأیید و در غیر این صورت رد می‌شود.

تجزیه و تحلیل اطلاعات

این اطلاعات می‌تواند دورنمایی از وضعیت فعالیت‌های مختلف که در بازار بورس تهران وجود دارند، ارائه نماید. همچنین از این اطلاعات می‌توان نسبت‌های مختلف را در فعالیت‌های گوناگون مورد مقایسه قرار داد. هر کدام از این نسبت‌ها می‌تواند گوشه‌ای از وضعیت هر فعالیت را ارائه نماید. خلاصه اطلاعات مربوط به میانگین نسبت‌های مورد نیاز فعالیت‌های انتخاب شده در این تحقیق در نگاره شماره یک ارائه شده است.

این در حالی است که میانگین محاسبه شده متغیرهای مورد تحقیق در بازار بورس تهران و برای کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در دوره مزبور عبارتند از:

بازده سهام = ۵۱/۷۷ درصد	بازده دارایی‌ها = ۱۴ درصد
حاشیه سود خالص = ۲۱ درصد	بازده حقوق صاحبان سهام = ۵۴ درصد
رشد سود عملیاتی = ۱۷/۴۸ درصد	سود قبل از مالیات = ۱۳/۵ درصد
رشد فروش خالص = ۲۲/۸۸ درصد	گردش دارایی‌ها = ۷۰ درصد

نگاره ۱. میانگین متغیرهای تابع و مستقل در دوره مورد تحقیق - بر حسب درصد

نام فعالیت	درصد بازده	نسبت حاشیه سود	ROE	رشد سود عملیاتی	گردش دارایی‌ها	رشد فروش خالص	ROA	سود قبل از مالیات
قند	۴۸/۹۶	۲۰	۷۴/۵	۱۷/۱۵	۱۰۸/۵	۱۶/۵۵	۲۱	۱۲/۳۶
پتروشیمی	۱۵۷/۹	۲۰	۱۲۶	۱۷/۴۶	۱۴۲	۱۲/۲۷	۲۸	-۰/۱۹۵
سرامیکی	۱۲۱	۳۳/۵	۸۷	۳۲/۳۳	۹۵	۲۳/۰۱	۳۲	۳۱/۳۷
روغن	۲۰/۶۵	۱۸	۸۷/۵	-۶/۴۵	۱۰۰/۵	۱۳/۶۶	۱۸	-۱۰/۰۷
تایر	۴۶/۹۲	۱۷	۸۰	۷/۷۷	۸۶/۵	۱۸/۴۹	۱۴/۵	۱۰/۶۱
شیشه	۱۷/۶۳	۲۶/۵	۵۳/۵	-۱۱/۴۹	۷۰/۵	۶/۱۷۵	۱۹	-۱۷/۱۸
خودرو	۵۰/۸۲	۹/۵	۷۳	۴۴/۴۵	۷۳	۳۹/۵۳	۷	۹/۱
دارو	۸۴/۵۵	۲۹/۵	۸۹/۵	۲۶/۲۵	۸۹/۵	۲۰/۲۹	۲۶	۲۵/۴۶
سیمان	۱۲۹/۸	۴۰	۹۳	۴۲/۳۴	۸۱	۱۹/۳۸	۳۲/۵	۴۷/۵۷
قطعات خودرو	۴۷/۱۹	۲۱/۵	۴۳/۵	۱۰/۳۸	۶۹	۲۴/۳۸	۱۳/۵	۱۰/۷
پرایمر	۶۱/۹۳	۴۲/۵	۹۷/۵	۲۸/۳	۶۳	۲۴	۲۶/۵	۳۰/۵۴
شیمی	۱۳۲/۲	۱۷	۳۳/۵	-۳۳/۴۷	۸۵/۵	۱۸	۱۴/۵	۴۵/۴۲
کنسروها	۱۲/۴۲	۱۵/۵	۳۶/۵	۱۷/۱۶	۸۴	۱۴/۶۶	۱۳	۱۶/۸۷
نوشابه	۲۱/۱۷	۲۱	۶۲	۲۴/۶۱	۹۸	۱۸/۸۸	۲۰/۵	۱۵/۱۷
لبنیات	۲۱/۰۳	۱۱	۵۲	۹/۱۳۵	۱۸۸	۲۵	۱۳/۵	۶/۷۵
شکلات	۲۹/۰۷	۱۳	۶۷	-۴۹/۳۱	۱۰۳/۵	-۱/۹۴۵	۱۳/۵	-۲۵/۱۶
دوچرخه و موتور	۱۶/۴۴	۱۲	۴۹	-۱۳/۰۹	۱۴۵/۵	۷	۱۷	-۱۹/۱۴
رنگ	۲۰/۰۶	۹	۳۷	۲۲/۴۹	۱۰۰	۱۵/۶	۹	-۰/۷۶
لوازم برقی خانگی	-۱/۳۲	۶/۵	۳۵	-۷/۵۶۵	۱۰۲/۵	۱۲/۴	۱۳/۵	-۹/۷

مقایسه بین این نسبت‌ها میانگین نسبت‌های بازار بورس تهران در نگاره ۲ ارائه شده

است.

نگاره ۲. مقایسه بین نسبت‌های فعالیت‌های انتخاب شده با نسبت‌های بازار بورس تهران

بازار محصول									
بازار سرمایه	درصد بازده	درصد رشد سود قبل از مالیات	درصد رشد فروش خالص	درصد رشد سود عملیاتی	ROA	ROE	درصد حاشیه سود	گردش داراییها	نام صنعت
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	قند
بیشتر	کمتر	کمتر	کمتر	مساوی	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	پتروشیمی
بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	سرامیکی
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	روغن
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	نایر
کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	شیشه
بیشتر	بیشتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	خودرو
بیشتر	بیشتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	دارو
بیشتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	سیمان
بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	کمتر	قطعات خودرو
بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	انواع پرایمر
کمتر	بیشتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	شیمی
کمتر	بیشتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	کنسروها
کمتر	کمتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	بیشتر	مساوی	بیشتر	نوشابه
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	لبنیات
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	بیشتر	کمتر	بیشتر	شکلات
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	دوچرخه و موتور
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	رنگ
کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	کمتر	بیشتر	لوازم برقی خانگی

با توجه به اینکه در این تحقیق از روش رگرسیون استفاده گردیده ممکن است برخی از متغیرها با یکدیگر خودهمبستگی داشته باشند. این امر می‌تواند تا حدودی نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد. میزان همبستگی متغیرها در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۳. ماتریس همبستگی متغیرها

متغیر	حاشیه سود	بازده	Roe	سود قبل از مالیات	گردش دارایی‌ها	رشد سود	رشد فروش
بازده	۰/۵۲۳						
Roe	۰/۵۷۰	۰/۵۸۶					
سود قبل از مالیات	۰/۵۷۳	۰/۵۰۵	۰/۰۷۱				
گردش دارایی‌ها	-۰/۴۲۵	-۰/۰۶۸	۰/۰۱۱	-۰/۳۸۳			
رشد سود	۰/۴۱۶	۰/۲۵۲	۰/۴۰۵	۰/۴۷۵	-۰/۱۷۴		
رشد فروش	۰/۱۹۷	۰/۰۷۷	۰/۲۶۱	۰/۴۰۴	-۰/۱۸۳	۰/۸۳۱	
Roa	۰/۸۴۳	۰/۶۵	۰/۷۱۲	۰/۳۷۷	-۰/۰۴۳	۰/۳۶۳	۰/۰۲۸

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

با توجه به نتایج بدست آمده از حل معادلات مشخص گردید برخی از متغیرها نظیر رشد فروش و رشد سود و یا حاشیه سود و بازده دارایی‌ها با یکدیگر همبستگی دارند. نتایج حاصل از رگرسیون و تبیین مدل خطی بین متغیرهای تابع و مستقل در نگاره ۴ ارائه شده است.

نگاره ۴. مدل خطی بین متغیرهای تابع و مستقل

رد یا تأیید	P	R ² adj	مدل	شرح
تأیید	۰/۰۲۲	۲۳/۱۰	حاشیه سود = $۵/۴ + ۲/۴۴$ بازده $T = ۰/۲۵, ۲/۵۳$	رابطه بین بازده و حاشیه سود
تأیید	۰/۰۰۸	۳۰/۵	ROE = $۱۸/۲ + ۱/۰۸$ بازده $T = -۰/۷, ۲/۹۸$	رابطه بین بازده و ROE
تأیید	۰/۰۲۸	۲۱/۱	سود قبل از مالیات ROA = $۴۵۳/۱ + ۱/۱۱$ بازده $T = ۴/۳۴, ۲/۴۱$	رابطه بین بازده و سود قبل از مالیات
تأیید	۰/۰۰۳	۳۸/۸	ROA = $-۲۲/۹ + ۴/۱۸$ بازده $T = -۰/۹۷, ۳/۵۳$	رابطه بین بازده و ROA
رد	۰/۲۹۷	۰/۹	رشد سود = $۵۰ + ۰/۴۹۰$ بازده $T = ۴/۲۸, ۱/۰۸$	رابطه بین بازده و رشد سود
رد	۰/۷۵	۰	رشد فروش = $۴۸/۸ + ۰/۳۷$ بازده $T = ۲/۲۵, ۰/۳۲$	رابطه بین بازده و رشد فروش
رد	۰/۷۸	۰	گردش دارایی‌ها = $۶۵/۲ - ۰/۱۰۶$ بازده $T = ۱/۶۶, -۰/۲۸$	رابطه بین بازده و گردش دارایی‌ها

با توجه به معیارهای در نظر گرفته شده می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های ۱ تا ۴ مورد تأیید و فرضیه‌های ۵ الی ۷ رد می‌گردند. به عبارت دیگر متغیرهایی نظیر بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود و سود قبل از مالیات معیارهای مناسبی جهت پیش‌بینی بازده سهام می‌باشند. هر چند در این میان بازده دارایی‌ها بیش از سایر متغیرها در پیش‌بینی بازده سهام مؤثر است.

سایر یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج بدست آمده، در گام دوم از رگرسیون چند متغیره برای یافتن روابط بین متغیر تابع و متغیرهای مستقلی که در گام اول مورد تأیید قرار گرفتند استفاده می‌شود. همچنین

با توجه به میزان اندک خودهمبستگی برخی متغیرها، رابطه بین تغییرات متغیر تابع و تغییرات متغیرهای مستقل نیز مورد بررسی قرار گرفت. زیرا تغییرات متغیرها مستقل از یکدیگر می‌باشند. خلاصه نتایج حاصل از حل معادلات در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره ۵. رابطه بین تغییرات متغیر تابع و متغیرهای مستقل

شرح	مدل	R ² adj	P
رابطه بین بازده و حاشیه سود ROE, ROA	$\text{ROE} = 0.45 \text{ROA} + 0.28 \text{ بازده} - 0.33$ $T = -1/24, -0/17, 0/91, 1/26$	۳۴/۵	۰/۰۲۵
رابطه بین بازده و ROE, ROA	$\text{ROA} = 0.464 \text{ROE} + 0.2 \text{ بازده} - 0.32/8$ $T = -1/27, 0/95, 1/79$	۳۸/۵	۰/۰۰۸
رابطه بین تغییرات بازده و تغییرات ROE, ROA	$\text{تغییرات ROE} = 0.66 \text{ تغییرات ROA} + 0.14/8 \text{ بازده}$ $T = -1/52, 2/6, 3/67$	۶۲/۸	۰/۰۰۲
رابطه بین تغییرات بازده و تغییرات ROe، تغییرات حاشیه سود	$\text{تغییرات حاشیه سود} = 0.27 \text{ تغییرات ROE} + 0.829 \text{ بازده} - 0.3/79$ $T = -0/46, 3/12, 3/54$	۵۸/۶	۰/۰۰۱

با توجه به نتایج تحقیق مشخص می‌گردد ارتباط معنی‌داری بین تغییرات بازده سهام و تغییرات بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به طوری که تغییرات بازده دارایی‌ها و حقوق صاحبان سهام به تنهایی تقریباً ۶۳ درصد از تغییرات بازده سهام را نشان می‌دهد.

پیشنهادات

این تحقیق به دنبال یافتن رابطه‌ای بین بازده سهام و نسبت‌های مالی مختلف بود. با توجه به نتایج به دست آمده:

- ۱- به سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران جزء پیشنهاد می‌گردد در هنگام تصمیم‌گیری به برخی نسبت‌های مالی و به خصوص بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام و همچنین تغییرات آنها توجه نمایند.
- ۲- سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و یا صنایعی صورت گیرد که بازده‌ای پیش از میانگین بازار بورس دارند.
- ۳- به بازار بورس تهران پیشنهاد می‌شود لیست صنایع و یا فعالیت‌های موفق را با توجه به معیارهای موجود همانند شرکت‌های موفق معرفی می‌نمایند.
جهت انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:
- ۴- تحقیق بر روی نسبت‌های صنایع مختلف صورت پذیرد.
- ۵- متغیرهای دیگری نظیر سود بعد از مالیات، میزان تقسیم سود و غیره مد نظر قرار داده شود.
- ۶- نسبت‌های مالی دیگر و ارتباط آن با بازده در فعالیت‌های مختلف بررسی شود.

محدودیت‌های تحقیق

- این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات دارای محدودیت‌هایی بود که تعمیم‌پذیری نتایج را مشکل می‌سازد. برخی از این محدودیت‌ها عبارتند از:
- ۱- محدودیت‌های نمونه‌گیری در کل فعالیت‌ها؛
 - ۲- محدود بودن دوره زمانی تحقیق؛
 - ۳- عدم بررسی سایر نسبت‌های مالی؛
 - ۴- خود همبستگی.

منابع و مآخذ

- Barlev, B. & Clivnat, J. 1990. The Information Content of Funds Statement Ratios. *Journal of Accounting Auditing and Finance*.
- Berry, R. H., and Nix, S. 1991. *Regression Analysis V. Ratios in the*

- Cross-Section Analysis of Financial Statements. *Accounting and Business Research*. pp. 107-117.
- Brief, R. P. & Lawson, r. A. 1992. The Role of The Accounting Rate of Return in Financial Statement Analysis. *Accounting Review*. pp. 411-426.
- Cowen, S. S. & Hoffer, J. A. 1982. Usefulness of Financial Ratios in A Single Industry. *Journal of Business Research*. pp. 103-118.
- Johnosn, W. B. 1979. The Cross-Sectional Stability of Financial Ratio Patterns. *Journgal of Financial and Quantitative Analysis*. pp. 1035-1048.
- Salmi, T.; Virtanen. I. & Yli-Olli. 1990. On The Classification of Financial Ratio. A Factor and Transformation Analysis of Accrual, Cash Flow, and Market-based Ratios. *Acta Wasaensia*, No. 25. Also Published on The World Wide Web as <http://www.uwasa.fi/~ts/sera/sera/sera.html>.
- Pahor, M. & C. Mramor, D. 2001. Testing Nonlinear Relationships Between Excess Rate of Return on Equity and Financial Ratios. University of Ljubljana. papers.ssrn.com.
- Ruuhela, R. Salmi, & T. Luoma, M. and Laakkonen, A. 1982. Direct Estimation of The Internal Rate of Return From Published Financial Statements. *Finnish Journal of Business Economics*, pp. 329-345.
- Salmi, T. and Luoma, M. 1981. Deriving The Internal Rate of Return from Accountant's Rate of Profit: Analysis and Empirical Estimation. *Finnish Journal of Business Economics*. pp. 20-45.
- Yli-Olli, P. & Virtanen, I. 1986. Classification Pattern of Financial Ratios. A Comparative Analysis Between US and Finnish Firms on The Aggregate Level. *Finnish Journal of Business Economics*. pp. 112-132.

