

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## **عنوان :**

تأثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس  
اوراق بهادار تهران

## فهرست مطالب

عنوان

صفحه

چکیده ..... ۱

### فصل اول: طرح تحقیق

۱-۱- مقدمه ..... ۳

۲-۱. تشریح و بیان موضوع تحقیق ..... ۳

۳-۱. اهمیت، ضرورت و اهداف اساسی تحقیق ..... ۷

۴-۱. فرضیات تحقیق ..... ۸

۵-۱. روش تحقیق ..... ۸

۱-۵-۱. جامعه ی آماری تحقیق ..... ۸

۲-۵-۱. نمونه آماری تحقیق ..... ۸

۳-۵-۱. قلمرو تحقیق ..... ۹

۴-۵-۱. روش گردآوری داده ها ..... ۹

۵-۵-۱. متغیرهای تحقیق ..... ۹

۱-۵-۵-۱. متغیرهای وابسته تحقیق ..... ۹

۲-۵-۵-۱. متغیرهای مستقل تحقیق ..... ۹

۶-۱. روش تجزیه و تحلیل داده ها ..... ۱۲

۷-۱. واژه های کلیدی ..... ۱۲

۸-۱. خلاصه فصل ..... ۱۴

۹-۱. خلاصه ی فصول بعد ..... ۱۴

### فصل دوم: مبانی نظری و ادبیات تحقیق

۱-۲. مقدمه ..... ۱۶

۲-۲. ارزش مربوط : مفاهیم و دیدگاه ها ..... ۱۶

۱-۲-۲. مفهوم ارزش مربوط ..... ۱۷

۱-۱-۲-۲. مربوط بودن ..... ۱۸

۲-۱-۲-۲. قابلیت اتکا ..... ۱۹

- ۲۱-۲-۱-۳ قابل مقایسه بودن..... ۲۱
- ۲۲-۲-۱-۴ قابل فهم بودن..... ۲۲
- ۲۴-۲-۲-۲ انواع مطالعات ارزش مربوط..... ۲۴
- ۲۴-۲-۲-۱ مطالعات رویدادی..... ۲۴
- ۲۴-۲-۲-۲ مطالعات وابستگی..... ۲۴
- ۲۵-۲-۲-۳ تقسیم بندیهای دیگر مطالعات ارزش مربوط..... ۲۵
- ۲۶-۲-۲-۳ ایرادات کلی وارد بر مطالعات ارزش مربوط..... ۲۶
- ۲۷-۲-۲-۴ مروری بر مطالعات گذشته ارزش مربوط..... ۲۷
- ۲۷-۲-۲-۱ مفهوم سود..... ۲۷
- ۳۰-۲-۲-۲ مطالعات ارزش مربوط در رابطه با ارقام نقدی و تعهدی..... ۳۰
- ۳۱-۲-۳-۲ نظریه بازار کارا ، مفاهیم و آزمون ها..... ۳۱
- ۳۲-۲-۳-۱ کارایی تخصیصی..... ۳۲
- ۳۲-۲-۳-۲ کارآیی عملیاتی..... ۳۲
- ۳۲-۲-۳-۳ کارآیی اطلاعاتی..... ۳۲
- ۳۵-۲-۳-۳-۱ شکل ضعیف کارایی اطلاعاتی بازار..... ۳۵
- ۳۶-۲-۳-۳-۲ شکل نیمه قوی کارایی اطلاعاتی بازار..... ۳۶
- ۳۷-۲-۳-۳-۳ شکل قوی کارایی اطلاعاتی بازار..... ۳۷
- ۳۷-۲-۴-۲ آزمون های شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه..... ۳۷
- ۳۸-۲-۴-۱ آزمون های آماری استقلال..... ۳۸
- ۳۸-۲-۴-۱-۱ آزمون گردش..... ۳۸
- ۳۸-۲-۴-۱-۲ آزمون های همبستگی پیاپی..... ۳۸
- ۳۹-۲-۴-۲ آزمون های قواعد فیلتر..... ۳۹
- ۴۱-۲-۵-۲ مروری بر تحقیقات گذشته..... ۴۱
- ۴۱-۲-۵-۱-۱ تحقیق خارجی..... ۴۱
- ۴۱-۲-۵-۱-۲ تحقیق سان یونگ کیم (۲۰۰۸)..... ۴۱
- ۴۲-۲-۵-۱-۲ تحقیق لاکونیشاک، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۴)..... ۴۲
- ۴۲-۲-۵-۲ تحقیق داخلی..... ۴۲
- ۴۲-۲-۵-۱-۲ تحقیق ظریف فرد و ناظمی (۱۳۸۴)..... ۴۲

۶-۲- خلاصه ی فصل ..... ۴۴

### فصل سوم: روش تحقیق

۱-۳. مقدمه ..... ۴۶

۲-۳. روش انجام تحقیق ..... ۴۶

۳-۳. فرضیه های تحقیق ..... ۴۷

۴-۳. متغیرهای پژوهش ..... ۴۸

۵-۳. قلمرو تحقیق ..... ۵۱

۶-۳. جامعه آماری و نمونه گیری ..... ۵۱

۷-۳. مدل تحقیق ..... ۵۲

۸-۳. روش و ابزار گردآوری داده ها ..... ۵۲

۹-۳. روش های تجزیه و تحلیل آماری ..... ۵۲

۱-۹-۳. آزمون K-S کولموگروف اسمیرنوف ..... ۵۳

۲-۹-۳. آزمون D-W دوربین واتسون ..... ۵۴

۳-۹-۳. آزمون استقلال خطاها از متغیر مستقل ..... ۵۴

۴-۹-۳. آزمون برازش مدل ..... ۵۴

۵-۹-۳. آزمون VIF ..... ۵۴

۶-۹-۳. آزمون تحلیل رگرسیون ..... ۵۵

۱۰-۳. خلاصه فصل ..... ۵۵

### فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱-۴. مقدمه ..... ۵۷

۲-۴. الگوی فعالیت و روش های تجزیه و تحلیل آماری ..... ۵۷

۳-۴. برآورد تجربی ..... ۵۸

۱-۳-۴. آمار توصیفی توصیف داده ها ..... ۵۸

۱-۱-۳-۴. متغیر های مورد بررسی ..... ۵۹

۲-۱-۳-۴. نمودار متغیر های مورد بررسی ..... ۶۰

۲-۳-۴. آمار استنباطی ..... ۶۳

۱-۲-۳-۴. پیش فرضهای کلاسیک رگرسیون ..... ۶۴

۶۴	۴-۳-۲. بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها (کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) تک نمونهای)
۶۶	۴-۳-۲. آزمون استقلال خطاها (دوربین واتسون)
۶۷	۴-۳-۲. آزمون ناهمسانی واریانسها
۶۷	۴-۳-۵. برآورد مدل رگرسیون چندگانه و بررسی فرضیات
۶۸	۴-۳-۲-۶. بررسی مدل
۷۳	۴-۴. خلاصه فصل

### فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۷۵	۵-۱. مقدمه
۷۶	۵-۲. مروری بر کلیات تحقیق
۷۶	۵-۲-۱. کارایی بازار
۷۷	۵-۲-۲. بازده سهام
۷۸	۵-۲-۳. گزارشات مالی شرکتها
۷۸	۵-۳. ارزیابی یافته های تحقیق
۷۸	۵-۳-۱. تحلیل توصیفی داده های تحقیق
۸۰	۵-۳-۲. بررسی رگرسیون چندگانه حاصل از تحقیق
۸۳	۵-۴. مقایسه نتایج تحقیق با تحقیقات پیشین
۸۵	۵-۵. پیشنهادات تحقیق
۸۵	۵-۵-۱. پیشنهادات کاربردی
۸۶	۵-۵-۲. پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۸۶	۵-۶. محدودیت های تحقیق
۸۷	۵-۷. خلاصه فصل
۸۸	منابع
۸۹	منابع فارسی
۹۳	پیوست ها
۹۸	عنوان انگلیسی

فهرست جداول

صفحه	عنوان
۵۹.....	جدول ۴-۱. داده های تحقیق .....
۶۳.....	جدول ۴-۲. آزمونهای آماری مورد استفاده و کاربرد هر یک .....
۶۵.....	جدول ۴-۳. نتایج آزمون K-S برای آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق .....
۶۶.....	جدول ۴-۴. آزمون استقلال خطاها .....
۶۷.....	جدول ۴-۵. آزمون ناهمسانی واریانس .....
۶۸.....	جدول ۴-۶. نتایج آزمون فرضیه اول .....
۶۹.....	جدول ۴-۷. نتایج آزمون فرضیه دوم .....
۷۰.....	جدول ۴-۸. نتایج آزمون فرضیه سوم .....
۷۲.....	جدول ۴-۹. نتایج آزمون فرضیه چهارم .....
۸۰.....	جدول ۵-۱. بررسی فرضیه های مربوط به تحقیق .....

فهرست جداول

صفحه	عنوان
۲۸	نگاره ۱-۲. اتصالات میان سود و ارزش شرکت.....
۳۵	نگاره ۲-۲. اشکال مختلف کارآیی بازار سرمایه از نظر فاما.....
۶۰	نمودار ۱-۴. کارایی بازار.....
۶۱	نمودار ۲-۴. بازدهی سهام.....
۶۲	نمودار ۳-۴. EPS.....
۶۲	نمودار ۴-۴. جریان وجه نقد عملیاتی دوره ی آتی.....
۶۳	نمودار ۵-۴. ارقام تعهدی حسابداری دوره ی آتی.....
۷۹	نمودار ۱-۵. بازدهی شرکتهای مورد بررسی.....
۷۹	نمودار ۲-۵. صنایع شرکتهای مورد بررسی.....

## چکیده

اطلاعات حسابداری برای سرمایه گذاران جهت برآورد ارزش مورد انتظار و ریسک بازده اوراق مفید و سودمند است. اطلاعات در حد خودشان مفیدند اگر باعث تغییر عقاید و رفتارهای سرمایه گذاران شوند، بعلاوه میزان و درجه مفید بودن می تواند به وسیله وسعت و اندازه تغییرات حجم و قیمت به دنبال انتشار اطلاعات اندازه گیری شوند. یکی از اطلاعاتی که سرمایه گذاران، تحلیلگران و اعتبار دهندگان به آن اهمیت زیادی می دهند اطلاعاتی است که نشان دهنده توان مالی واحد تجاری و اطمینان نسبی جهت تداوم فعالیت شرکت می باشد. نتایج به دست آمده در این پژوهش حاکی از عدم کارایی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سود می باشد.

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که از سال ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ در بورس فعال بوده اند.

### نمونه آماری تحقیق

صرف نظر از اینکه استفاده از چه روش آمار استنباطی مورد نظر است، قدرت آن روش بستگی به روشی دارد که برای انتخاب نمونه بکار می رود. در صورتی که نمونه، نماینده واقعی جامعه نباشد یا به عبارتی دارای اریب باشد، پیش بینی صحیح و دقیق درباره پارامترهای جامعه امکان پذیر نخواهد بود. برای انتخاب نمونه آماری مناسب که یک نماینده مناسب برای جامعه آماری مورد نظر باشد، در ابتدا شرکت های موجود در جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند و سپس با توجه به یک سری محدودیت ها و قیدهای معین که لازمه انجام تحقیق بود، تعدادی از شرکت ها حذف و مطالعه بر روی شرکت های باقیمانده صورت گرفت فرضیه های تحقیق شامل موارد زیر است

فرضیه (1) بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه (2) بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه (3) بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد..

فرضیه (4) بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ها رابطه معنی داری دارند نتایج به شرح زیر می باشد

فرضیه اول : بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم : بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه سوم : بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم : بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام

# فصل اول

## طرح تحقيق

در حال حاضر بنگاه های اقتصادی در محیطی بسیار متغیر و رقابتی فعالیت می کنند. واکنش به موقع و درست سرمایه گذاران و سایر ذینفعان در مقابل چنین شرایطی که شرکت ها و بنگاه ها در آن حضور دارند و به شدت تحت تأثیر آن قرار می گیرند، از موضوعات بسیار چالش برانگیز و در عین حال با اهمیت عصر حاضر است. سرمایه گذاران برای انجام چنین واکنشی که حداکثر بازده و کمترین ریسک را به دنبال داشته باشد، نیاز به آگاهی و دانش دارند؛ در واقع همواره به دنبال شناسایی و کشف شاخص ها و متغیرهایی هستند که با حداکثر اطمینان، صحت و دقت آنها را جهت اخذ تصمیمات بهینه به سمت حداکثر بازده رهنمون سازد.

محققان مالی تاکنون مطالعات زیادی در قالب معرفی متغیرهایی که بیشترین قدرت توضیح دهنده و محتوای اطلاعاتی را در خصوص عملکرد واقعی شرکت ها دارد، انجام داده اند. این نوع مطالعات معمولاً در قالب مطالعات « ارزش مربوط<sup>۱</sup> » صورت می پذیرد و فرضیه پذیرفته شده در همه آنها کارایی بازار سرمایه در شکل نیمه قوی آن می باشد، بدین معنا که همه اطلاعات تاریخی و عمومی افشاء شده اند و قیمت جاری سهام به سرعت همه اطلاعات موجود و در دسترس را منعکس می کند. حال ممکن است بازار سرمایه از کارایی مطلوب در توزیع اطلاعات برخوردار نباشد، در چنین شرایطی بایستی در تفسیر نتایج مطالعات رابطه ارزشی دقت زیادی شود زیرا عدم کارایی احتمالی بازار بر روی معنا دار بودن ضرایب رگرسیونی متغیرهای توضیح دهنده تأثیر می گذارد، از طرف دیگر مناسب بودن مدل های آماری مورد استفاده نیز باید مورد تردید قرار بگیرد زیرا مبانی تئوریک اکثر مدل های ارائه شده در زمینه حسابداری و مدیریت مالی بر پایه فرضیه بازار کارآ و کارایی بازار سرمایه می باشد.

تحقیق پیش روی به آزمون تأثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی رابطه ارزشی سود و جریان های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی به عنوان متغیرهای تأثیرگذار حسابداری می پردازد. نتایج نشان می دهد که عدم کارایی احتمالی بازار بر روی رابطه ارزشی سودهای آتی و جریان های نقدی عملیاتی آتی تأثیر منفی دارد.

## ۱-۲. تشریح و بیان موضوع تحقیق

در دنیای اقتصاد امروزی و در شرایطی که هر روز محیط اقتصادی پیچیده تر و مبهم تر می شود، سرمایه گذاران و سایر ذینفعان همواره به دنبال متغیرها و عواملی هستند که بتوانند آنها را در تصمیمات خود لحاظ کرده و گام به سوی تصمیمات بهینه تر، با سود حداکثر و ریسک حداقل بردارند.

<sup>۱</sup> . Value Relevant

محققان در این راستا در تحقیقات مالی که در قالب مطالعات رابطه ارزشی صورت می گیرد، به شناسایی، بررسی و آزمون محتوای اطلاعاتی<sup>۱</sup> و قدرت توضیح دهندگی چنین متغیرهایی پرداخته اند. این نوع مطالعات اولین بار توسط بال و براون<sup>۲</sup> (۱۹۶۸) انجام پذیرفت که در آن محتوای اطلاعاتی متغیر سود و ارتباط آن با تغییرات قیمت سهام مورد آزمون قرار گرفت.

به عبارت دیگر نتایج آزمون آنها نشان دهنده ی این بود که سود حسابداری در تبیین قیمت سهام دارای محتوای اطلاعاتی است. نتیجه تحقیق آنها بیانگر این است که قیمت اوراق بهادار در مسیری همانند تغییر سود هر سهم تغییر می کند و این نتیجه به وسیله تحقیقات دیگر هم مورد تأیید قرار گرفته است، که به عنوان نمونه می توان به تحقیقات هلسن و وایتز اشاره نمود. شاید این بدان سبب باشد که اوراق بهادار در برابر همان رویدادهایی واکنش نشان می دهند که سود هر سهم واکنش نشان می دهد و شاید این بدان علت باشد که سود هر سهم می تواند اطلاعاتی به بازار اوراق بهادار ارائه کند.

پس از مطالعه بال و براون که مبنای مطالعه بسیاری از محققین قرار گرفته است، مطالعات دیگری نیز در قالب بررسی ارتباط بین سود، سایر معیارها بر مبنای سود، جریان وجه نقد عملیاتی و سایر متغیرها با بازده و قیمت سهام صورت گرفت. در این رابطه تئوری های زیادی نیز مطرح گردید که حتی منجر به ایجاد بیانیه های مهم اقتصادی گردیده است.

اکثر مطالعات رابطه ارزشی با این فرض صورت می گیرد، که بازار کارا است. کارایی بازار در متون مختلف معانی متفاوتی را در بر دارد. فاستر<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) بازار را در صورتی کارا تعریف می کند که یک جزء اطلاعاتی (مثل  $\phi^a$ ) به طور کامل در قیمت سهام شرکت یاد شده نشان داده شود، به عبارت دیگر می توان نوشت:

$$f(R_{i,t}, R_{j,t}, \dots | \phi_{t-1}^M) = f(R_{i,t}, R_{j,t}, \dots | \phi_{t-1}^M, \phi_{t-1}^a)$$

که در آن:

$f$  = یک تابع توزیع احتمال

$R_{i,t}$  = بازده سهام شرکت  $i$  در هفته  $t$

$\phi_{t-1}^M$  = جزء به کار گرفته شده اطلاعاتی در زمان  $t-1$

$\phi_{t-1}^a$  = جزء خاص اطلاعاتی که در زمان  $t-1$  در اختیار عموم گذاشته شده است.

<sup>1</sup> . The information content

<sup>2</sup> . Ball and Brown

<sup>3</sup> . Foster

به عبارت دیگر یک سرمایه گذار با استفاده از  $\Phi_{t-1}^a$  نمی تواند به بازده غیر عادی<sup>۱</sup> دست یابد. از طرف دیگر، کارایی بازارهای سرمایه از بعد اطلاعاتی را می توان در سه دسته طبقه بندی نمود که شامل کارایی در شکل ضعیف، کارایی در شکل نیمه قوی و کارایی در شکل قوی می باشد.

در صورتی که اطلاعات تاریخی در قیمت سهام شرکتها منعکس گردیده باشد، گفته می شود بازار در سطح ضعیف<sup>۲</sup> کاراست. در صورتی که اطلاعات جاری منتشر شده مانند اعلام سود، تجزیه سهام و پرداخت سود نقدی و سهمی روی قیمت سهام دیده شده باشد، گفته می شود بازار در شکل نیمه قوی<sup>۳</sup> کاراست. در صورتی که همه داده ها اعم از داده های تاریخی، جاری و محرمانه شرکتها روی قیمت سهام انعکاس پیدا کرده باشد، گفته می شود بازار در شکل قوی<sup>۴</sup> کاراست.

بنابراین، می توان گفت لازمه کارایی بازار از لحاظ اطلاعاتی، سطح انعکاس اطلاعات روی قیمت سهام و در نهایت بازده سهام شرکتها است. به طور معمول مطالعاتی که به بررسی محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری می پردازند، فرض را بر انعکاس کامل اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام می گذارند و آن گاه پیوند میان متغیرهای حسابداری (مثل، سود، ارزش دفتری، جریان های نقدی و غیره) را با قیمت سهام یا بازده بررسی می کند. اما، آنچه باید در اینجا مطرح کرد این است که ممکن است بنا به دلایل مختلفی، تاثیر اطلاعات حسابداری روی قیمت سهام بی درنگ و بدون تاخیر زمانی انجام نپذیرد. در این صورت، سنجش ارتباط میان متغیرهای ذکر شده، مناسب نیست، زیرا از یک طرف، قیمت سهام هنوز به واسطه ارائه اطلاعات مالی تعدیل نشده و از طرف دیگر، همراهی میان اطلاعات و متغیرهای بازار، نامربوط تلقی می شود. برای مثال، تصور کنید قیمت سهام شرکتی در تاریخ ۱۳۸۷/۳/۳۱، ۸۰۰۰ ریال باشد. اگر بازار کارا باشد، بدین معنا است که اطلاعات مالی شرکت اعم از سود و غیره در قیمت انعکاس یافته است. به عبارت دیگر، کسی نمی تواند از این موضوع به بازده غیر عادی دست یابد؛ اما اگر بازار کارا نباشد و یا به عبارتی اطلاعات مالی شرکت به طور کامل در هنگام خرید و فروش سهام این شرکت اعمال نشود، این موضوع به مفهوم آن است که مبلغ ۸۰۰۰ ریال منعکس کننده قیمت واقعی سهام نیست، یعنی اگر اطلاعات سود شرکت به طور کامل در نظر گرفته می شد، آن گاه قیمت سهام به ۸۵۰۰ ریال یا ۷۵۰۰ ریال می رسید. این تفاوت ۵۰۰ ریال کمتر یا بیشتر از قیمت ظاهری نشان دهنده خطای اندازه گیری است.

با توجه به مطالب گفته شده می توان نتیجه گرفت که سودها و بازده های مورد انتظار از میزان کارایی بازار تاثیر می پذیرد به این تعبیر که اگر بازار ناکارا باشد تاثیرگذاری اطلاعات منتشر شده در بازار بسیار اندک و تدریجی می باشد و نمی توان سود مورد انتظار و بازده مورد انتظار را به طور دقیق مشخص کرد و بالطبع

1 . Abnormal Return

2 .Weak Form

3 . Semi Strong Form

4 . Strong Form

بازده محاسبه شده دوره جاری نیز از اعتبار و روایی چندانی برخوردار نیست و باید در تفسیر مطالعات رابطه ارزشی دقت شایانی داشته باشیم. در تحقیق پیش روی کارایی بازار به عنوان یک متغیر مستقل وارد رگرسیون بازده جاری می شود تا قدرت توضیح دهندگی و قابلیت اطمینان آن را افزایش دهد. با توجه به موارد ذکر شده، این تحقیق در پی پاسخ به سوالات زیر می باشد:

۱) آیا میان میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه ای وجود دارد؟

۲) آیا میان میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با کارایی بازار رابطه ای وجود دارد؟

آزمون محتوای اطلاعاتی در دو قالب محتوای اطلاعاتی نسبی و محتوای اطلاعاتی افزایشی مطرح می شود. بحث محتوای اطلاعاتی نسبی زمانی است که محقق می خواهد دریابد از بین دو یا چند معیار حسابداری، کدام یک محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر متغیرها دارد تا بتواند به یک رتبه بندی از معیارها دست یابد. از سوی دیگر در تحقیقاتی که به محتوای اطلاعاتی افزایشی اطلاعات ارقام حسابداری می پردازند هدف اصلی پاسخ به این سوال است که آیا یک یا چند معیار حسابداری چیزی فراتر از سایر متغیرها به آنها می افزایند یا خیر؟

سود به عنوان مهم ترین منبع اطلاعاتی به دو بخش نقدی و تعهدی تقسیم می شود که هر یک از این دو بخش دارای محتوای اطلاعاتی جداگانه ای می باشند. یک شرکت برای ادامه فعالیت های خود به وجه نقد نیاز دارد و مدیریت شرکت برای تصمیم گیری در خصوص تامین مالی یا سرمایه گذاری وجوه خود نیاز دارد تا از جریان های وجوه (ورود و خروج) اطلاع یابد، این آگاهی با استفاده از صورت جریان وجوه نقد در اختیار مدیریت و سایر استفاده کنندگان قرار می گیرد. ارقام صورت جریان وجوه نقد ارقام واقعی و عینی می باشند، در حالی که ارقام تعهدی سود، ارقام قراردادی و گزینشی می باشند که توسط مدیریت شرکت قابل دست کاری و انحراف می باشند، لذا ضروری است تاثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی هر یک از این ارقام به صورت جداگانه مورد آزمون قرار گیرد. در ارتباط با دو سوال بالا ما محتوای اطلاعاتی افزایشی دو بخش نقدی و تعهدی سود را در یک قالب می سنجیم، حال در ادامه با طرح دو سوال زیر تاثیر ناکارایی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی نسبی بخش نقدی و تعهدی سود مورد بحث قرار می گیرد:

۳) آیا بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار منعکس شده در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه وجود دارد؟

۴) آیا بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار منعکس شده در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه وجود دارد؟

منظور از بخش نقدی وجه ناشی از فعالیت های عملیاتی واحد تجاری است و بخش تعهدی تفاوت بین سود عملیاتی با وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی است که در برگیرنده موجودی کالا، حساب ها و اسناد دریافتی و حساب ها و اسناد پرداختی می باشد.

### ۳-۱. اهمیت، ضرورت و اهداف اساسی تحقیق

در حال حاضر بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها بازار سرمایه در ایران نقش اساسی و مهمی در تأمین وجوه مورد نیاز شرکت ها و جذب سرمایه برای شرکت ها ایفا می کند. از این رو جهت افزایش آگاهی و دانش سرمایه گذاران و سایر ذینفعان در بازار سرمایه، بررسی و تحقیقاتی پیرامون فعالیت های مالی و عملکردی شرکت ها و تاثیر پذیری آن ها از بازار ضرورتی انکار ناپذیر است.

موضوع تحقیق حاضر از این جهت قابل تأمل و چالش است که ارتباط بین سه مفهوم، سود کارآیی بازار سرمایه و بازده را که یکی مربوط به مسائل مالی و دوتای دیگر مربوط به بازار سرمایه است را مورد بررسی قرار می دهد. از طرف دیگر، امروزه عملکرد بورس اوراق بهادار در کشورهای پیشرفته به عنوان شاخصی در جهت ارزیابی سیاست ها و تصمیمات مالی، اقتصادی و بازرگانی این گونه کشورها مورد استفاده قرار می گیرد. تداوم فعالیت بورس اوراق بهادار در هر کشوری به منزله تداوم مراحل رشد و توسعه اقتصادی به شمار می رود و تنها در این شرایط است که نظر سرمایه گذارانی که دارای سلیق و ترجیحات متفاوتی هستند، جلب می شود. از این رو، سهامداران و سرمایه گذاران نیازمند شناسایی متغیرهای عمده ای می باشند که بازده سهام را تبیین کند و شناخت چنین متغیرهایی می تواند منجر به تصمیمات سرمایه گذاری بهتر و تخصیص بهینه منابع گردد و با استفاده از چنین متغیرهایی است که می توانند سهام مورد نظر خود را قیمت گذاری و بازده مورد انتظار را کسب کنند (بیات؛ ۱۳۸۷).

با توجه به مطالعات صورت گرفته در ادبیات موضوع، این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که شواهدی همچون اطلاعات ناقص، تقارن اطلاعاتی، هزینه های انتقال، مالیات، نقدینگی، محدودیت های فروش استقراضی و... که از عوامل تاثیر گذار بر روی کارآیی اطلاعاتی یک شرکت در بازار می باشند چه تاثیری بر روی رابطه ارزشی سود به عنوان یک متغیر با ارزش اطلاعاتی بالا می تواند داشته باشد. این تحقیق می تواند کمک بسزایی به سهامداران و سایر استفاده کنندگان در ارزیابی سهام نماید و نتیجتاً در تحقق اهداف ذکر شده مؤثر باشد.

به طور کلی مهم ترین اهداف این تحقیق به شرح زیر می باشد:

۱. تعیین تاثیر عدم کارآیی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سودهای جاری و سودهای آتی
۲. تعیین تاثیر عدم کارآیی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی عملیاتی آتی و ارقام تعهدی آتی

#### ۱-۴. فرضیات تحقیق

فرضیات در نظر گرفته شده برای این تحقیق، با توجه به سؤالات ذکر شده در بخش قبلی تحقیق به قرار زیر است:

فرضیه (۱): میان میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه (۲): میان میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه (۳): بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه (۴): بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد

#### ۱-۵. روش تحقیق

روش مورد نظر برای انجام این تحقیق، روش شبه تجربی می‌باشد. مراحل کلی تحقیق به این صورت می‌باشد که در ابتدا جامعه آماری تحقیق که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۳ در بورس فعال بوده‌اند، مورد بررسی قرار گرفتند. سپس شرکت‌هایی که ویژگی‌های مورد نظر را برای انجام این تحقیق نداشتند، حذف گردیدند و در نهایت شرکت‌های باقیمانده به عنوان نمونه‌ی تحقیق انتخاب شد. پس از آن متغیرهای مورد نظر تحقیق از نرم افزار تدبیرپرداز، سایت بورس اوراق بهادار تهران و صورت‌های مالی شرکت‌های باقیمانده استخراج و در نهایت فرضیات تحقیق که چهار مورد می‌باشند مورد آزمون قرار گرفت.

#### ۱-۵-۱. جامعه‌ی آماری تحقیق

جامعه‌ی آماری این تحقیق کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۳ در بورس فعال بوده‌اند.

#### ۱-۵-۲. نمونه آماری تحقیق

صرف نظر از اینکه استفاده از چه روش آمار استنباطی مورد نظر است، قدرت آن روش بستگی به روشی دارد که برای انتخاب نمونه بکار می‌رود. در صورتی که نمونه، نماینده واقعی جامعه نباشد یا به عبارتی دارای اریب باشد، پیش بینی صحیح و دقیق درباره پارامترهای جامعه امکان پذیر نخواهد بود. برای انتخاب

نمونه‌ی آماری مناسب که یک نماینده‌ی مناسب برای جامعه آماری مورد نظر باشد، در ابتدا شرکت‌های موجود در جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند و سپس با توجه به یک سری محدودیت‌ها و قیدهای معین که لازمه انجام تحقیق بود، تعدادی از شرکت‌ها حذف و مطالعه بر روی شرکت‌های باقیمانده صورت گرفت. بنابراین، می‌توان گفت روش نمونه‌گیری مورد استفاده در تحقیق حاضر، روش حذفی می‌باشد.

#### ۱-۵-۳. قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی تحقیق، بحث در مورد تاثیر کارایی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سود می‌باشد. قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۳ می‌باشد. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران می‌باشد.

#### ۱-۵-۴. روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق با استفاده از نرم افزارهای تدبیرپرداز و صحرا و پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران داده‌های آماری و مقداری مورد نیاز شرکت‌ها استخراج و جهت نتیجه‌گیری، مورد مطالعه، بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

#### ۱-۵-۵. متغیرهای تحقیق

##### ۱-۵-۵-۱. متغیرهای وابسته تحقیق

متغیر وابسته این تحقیق بازده واقعی سهام می‌باشد.

ما برای محاسبه دقیق بازده از شاخص بازده نقدی و قیمت که از پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار به دست آمده است استفاده کردیم:

$$R_{it} = \frac{TDP_{it} - TDP_{it-1}}{TDP_{it-1}}$$

و سپس از رابطه

$$TDP_{it} = \text{شاخص بازده نقدی و قیمت در پایان سال } t \text{ برای شرکت } i \text{ می‌باشد.}$$

##### ۱-۵-۵-۲. متغیرهای مستقل تحقیق

در مدل‌های مختلف تحقیق از مجموعه‌ی متفاوتی از متغیرهای مستقل استفاده شده است، که در ذیل نامبرده شده‌اند:

### ۱. سود هر سهم (EPS)<sup>۱</sup>

سود هر سهم، سود تعلق یافته به هر سهم عادی را نشان داده و یکی از با اهمیت ترین مقیاس های ارزیابی سودآوری مؤسسات تجاری محسوب می شود .

در مورد شرکت های نمونه سود هر سهم از رابطه زیر به دست می آید:

$$EPS_{i,t} = \frac{E_{i,t}}{N_{i,t}} \quad (1-1)$$

در اینجا برای همگن شدن داده ها سود هر سهم بر قیمت ابتدای دوره تقسیم می شود.

### ۲. جریان وجه نقد عملیاتی دوره ی آتی<sup>۲</sup> (Future OCF)

جریان های نقدی عملیاتی آتی مجموع جریان های نقدی عملیاتی سه سال آتی برای سال  $t$  می باشد. لازم به ذکر است که جریان های نقدی عملیاتی طبق استانداردهای بین المللی تعدیل شده است.

در اینجا برای همگن شدن داده ها جریان های نقدی عملیاتی تعدیل شده بر ارزش بازار شرکت در ابتدای دوره تقسیم می شود .

### ۳. اقلام تعهدی حسابداری دوره ی آتی<sup>۳</sup> (Future ACCR)

اقلام تعهدی آتی مجموع اقلام تعهدی سه سال آتی برای سال  $t$  می باشد.

فرمول محاسبه اقلام تعهدی به شرح زیر می باشد

$$(2-1)$$

$$ACC_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

در اینجا برای همگن شدن داده ها، سود تعهدی بر ارزش بازار ابتدای دوره شرکت تقسیم می شود.

### ۴. درجه عدم کارایی بازار<sup>۴</sup>

برای محاسبه اندازه ناکارایی بازار از روش و متدلوژی هو و ماسکوویتز<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) استفاده شده است . برای این منظور از دو رگرسیون استفاده شده است، در رگرسیون اول بازده هفتگی هر شرکت بر روی بازده بازار در همان هفته و ۴ بازده تاخیری بازار رگرس می شود و در رگرسیون دوم بازده هفتگی هر شرکت تنها بر روی بازده بازار همان هفته رگرس می شود . دو رگرسیون مذکور به شرح زیر می باشند.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \sum_1^4 \lambda_i^{(-n)} R_{m,t-n} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-1)$$

<sup>1</sup> . Earning Per Share

<sup>2</sup> . Future Operating Cash Flow

<sup>3</sup> . Future Accruals

<sup>4</sup> . Market Inefficiency Degree

<sup>5</sup> . Hou & Moskowitz

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-1)$$

$r_{i,t}$ : بازده شرکت  $i$  در هفته  $t$

$R_{m,t}$ : بازده بازار در هفته  $t$

$R_{m,t-n}$ : بازده بازار در هفته  $t-n$

برای هر سال میزان تاخیر قیمتی هر شرکت با استفاده از مدل های (۱) و (۲) محاسبه می شود که رابطه آن به صورت زیر است:

$$D = 1 - \frac{R^2_{\text{مدل دوم}}}{R^2_{\text{مدل اول}}} \quad 0 < D < 1 \quad (5-1)$$

۵. فرصت های رشد (نسبت مبلغ دفتری به ارزش بازار) (BM)

ارزش دفتری سرمایه در پایان سال مالی  $t$  نسبت به ارزش بازار سرمایه در پایان همان سال است. ارزش دفتری سرمایه، برابر جمع دارایی ها منهای جمع بدهی ها و ارزش بازار آن برابر حاصل ضرب قیمت پایان سال  $t$  سهام شرکت  $i$  در تعداد سهام آن در پایان سال  $t$  بدست می آید.

(6-1)

$$BM_{it} = \left( \frac{B_{it}}{MV_{it}} \right)$$

که در آن:

$B_{it}$  - ارزش دفتری<sup>۲</sup> سرمایه شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ,

$MV_{it}$  - ارزش بازار<sup>۳</sup> حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ,

۶. اندازه شرکت (Size)

برای محاسبه متغیر اندازه شرکت، شاخص های فراوانی وجود دارد که از جمله آنها می توان به لگاریتم ارزش بازار، لگاریتم خالص دارایی ها، لگاریتم ارزش دفتری و ... اشاره کرد. در این تحقیق از لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال به عنوان شاخص اندازه شرکت، استفاده شده است، زیرا یک معیار کلی است که در بازار به دست آمده است و بر مبنای ارزش های جاری است و نه ارزش های تاریخی.

<sup>1</sup>. Book to Market Value

<sup>2</sup>. Book Value

<sup>3</sup>. Market Value

۷. ریسک سیستماتیک<sup>۱</sup> ( $\beta$ )

بتا نماینده ریسک سیستماتیک<sup>۲</sup> می باشد. این عدد برای هر شرکت با استفاده از مدل بازار برای ابتدای سال برآورد بازده، محاسبه گردید. برای تخمین بتا از بازده های مربوط به ۳۶ ماه گذشته شرکت و بازده بازار با توجه به شاخص کل استفاده شده است.

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_{it} R_{Mt} + \varepsilon_T \quad (7-1)$$

که در آن:

$R_{Mt}$  = میانگنر بازده کل بازار برای دوره ی  $t$  می باشد.

۸. ثبات سود<sup>۳</sup>

برای سنجش سودهای باثبات مطابق روش لندهلم و میرز (۲۰۰۲) از فرول زیر استفاده شده است :

$$\text{Persist} = \frac{\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}}{\frac{EPS_{i,t-1}}{P_{i,t-2}}} \quad (8-1)$$

#### ۶-۱. روش تجزیه و تحلیل داده ها

تحقیق حاضر از نظر آماری نوعی تحقیق همبستگی است که برای آزمون فرضیات از روش تحلیل رگرسیون استفاده می کند. در این تحقیق از برازش ۴ مدل رگرسیونی چندگانه جهت بررسی فرضیات استفاده می شود که در این مرحله مدل های رگرسیونی برازش شده، ضرایب تعیین محاسبه و آزمون های معنی داری تک تک متغیرهای مستقل مدل ها انجام می شوند. ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ )، درصد یا نسبتی از تغییرات متغیر وابسته است که بوسیله ی رگرسیون توضیح داده می شود. در مرحله ی دیگری از برازش مدل ها نیز با استفاده از آزمون های آماری به بررسی صحت فرضیات زیربنایی که عبارتند از همگنی واریانس، نرمال بودن و استقلال باقیمانده ها پرداخته ایم.

#### ۷-۱. واژه های کلیدی

۱. ارزش مربوط: به اقلامی گفته می شود که ارتباط با اهمیتی با ارزش بازار سهام شرکت داشته باشند (بارث، بیور و لاندسمن<sup>۴</sup>؛ ۲۰۰۰).

<sup>1</sup> . Systematic Risk

<sup>2</sup> .Systematic Risk

<sup>3</sup> . Persistence

<sup>4</sup> . Barth.M E; W.H.Beaver& W.R.Landsman

۲. کارآیی بازار: در اینجا کارآیی بازار به صورت سرعت عکس العمل قیمت سهام به اطلاعات جدید تعریف می‌شود. در یک بازار کارآ ارزش‌های ذاتی سهام به قیمت‌های واقعی آن بسیار نزدیک است زیرا اطلاعات به طور کامل بر روی قیمت‌ها اثر می‌گذارند. (فاما<sup>۱</sup> ۱۹۶۵)
۳. عملکرد عملیاتی: نتیجه‌ی عملکرد تحویل دادن، تولید کالا، ارائه‌ی خدمت یا فعالیت‌های دیگری که تشکیل دهنده‌ی عملیات اصلی و عمده‌ی مستمر یا جاری شرکت است (پارسائیان؛ ۱۳۸۵؛ ۴۳۳).
۴. نرخ بازده سهام (نرخ عایدی): این نرخ برای توصیف نرخ افزایش یا کاهش سرمایه گذاری در طول دوره‌ی نگهداری دارایی به کار می‌رود. بازده سرمایه گذاری در سهام عادی، در یک دوره‌ی معین، با توجه به قیمت اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت، بدست می‌آید (راعی و تلنگی؛ ۱۳۸۲؛ ۱۱۳).

---

<sup>1</sup> . Fama

## ۸-۱. خلاصه فصل

در این فصل به ارائه کلیاتی از تحقیق انجام شده پرداختیم. این کلیات شامل مقدمه، بیان موضوع، اهمیت و ضرورت انجام تحقیق، اهداف اساسی از انجام این مطالعه، ارائه فرضیات و مدل های تحقیق، بیان روش تحقیق و روش تجزیه و تحلیل داده ها بود.

## ۹-۱. خلاصه ی فصول بعد

در فصول بعد به ارائه ی ادبیات موضوع، انواع مطالعات ارزش مربوط مبانی بازار کارآ و سطوح مختلف کارآیی بازار و آزمون های کارایی بازار در سطح ضعیف مورد مطالعه خواهد گرفت. همچنین در رابطه با نحوه انجام تحقیق، جامعه آماری، نمونه گیری، نمونه آماری، فرضیه های تحقیق، روش گردآوری اطلاعات و روش های آماری مورد استفاده مطالبی به صورت مبسوط ارائه خواهد شد. سپس نتایج آزمون آماری فرضیات را مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهیم داد و در انتها نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل های انجام شده بیان می گردد.

**فصل دوم:**  
**مبانی نظری و ادبیات تحقیق**

## ۲-۱. مقدمه

روش مرسوم پژوهشگران برای بررسی نقش اطلاعات حسابداری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، این است که با تعیین متغیر مستقل و وابسته، از رابطه رگرسیونی یک یا چند متغیر استفاده شده و روابط آن‌ها، به طور همزمان مورد آزمون قرار می‌گیرد. در اکثر قریب به اتفاق تحقیقاتی که تاکنون انجام گرفته، در پیوند با فرض کارایی بازار سکوت اختیار شده است و گویی که همه محققان فرض کارایی بازار را در سطح نیمه قوی پذیرفته‌اند.

لازمه کارایی بازار از لحاظ اطلاعاتی، سطح انعکاس آن بر روی قیمت سهام و در نهایت بازده سهام شرکت‌ها است. به طور معمول مطالعاتی که به بررسی محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری می‌پردازند، فرض را بر انعکاس کامل اطلاعات حسابداری وابسته بر روی قیمت سهام می‌گذارند و آن‌گاه پیوند میان متغیرهای حسابداری (مثل، سود، ارزش دفتری، جریان‌های نقدی و غیره) را با متغیرهای بازار (مثل قیمت سهام و بازده) بررسی می‌کند، اما آنچه باید در اینجا مطرح کرد این است که ممکن است بنا به دلایل مختلفی، تاثیر اطلاعات حسابداری روی قیمت سهام بی‌درنگ و بدون تاخیر زمانی انجام نپذیرد. در این صورت، سنجش میان این دو متغیر مناسب نیست؛ زیرا از یک طرف، قیمت سهام هنوز به واسطه ارائه اطلاعات مالی تعدیل نشده و از طرف دیگر، همراهی میان اطلاعات و متغیرهای بازار، نامربوط تلقی می‌شود. برای مثال، تصور کنید قیمت سهام شرکتی در تاریخ ۸۱/۳/۳۱، ۸۰۰۰ ریال باشد. اگر بازار کارا باشد، بدین معنا است که اطلاعات مالی شرکت اعم از سود و غیره در قیمت انعکاس یافته است. به عبارت دیگر، کسی نمی‌تواند از این موضوع به بازده غیر عادی دست یابد؛ اما اگر بازار کارا نباشد و یا به عبارتی اطلاعات مالی شرکت به طور کامل در هنگام خرید و فروش سهام این شرکت اعمال نشود، این موضوع به مفهوم آن است که مبلغ ۸۰۰۰ ریال منعکس‌کننده قیمت واقعی سهام نیست، یعنی اگر اطلاعات سود شرکت به طور کامل در نظر گرفته می‌شد، آن‌گاه قیمت سهام به ۸۵۰۰ ریال یا ۷۵۰۰ ریال می‌رسید. این تفاوت ۵۰۰ ریال کمتر یا بیشتر از قیمت ظاهری نشان‌دهنده خطای اندازه‌گیری است.

این مطالعه به بررسی تاثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی رابطه ارزشی سود می‌پردازد. اساس مباحث مربوطه بر مبنای یکی از کاربردهای مدل کولینز<sup>۲۲</sup> می‌باشد.

## ۲-۲. ارزش مربوط : مفاهیم و دیدگاه‌ها

سود حسابداری و معیارهای دیگری نظیر جریان‌های وجه نقد عملیاتی و تعهدات حسابداری به طور عمومی مبنایی هستند که تاکنون توسط بسیاری از محققان به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد عملیاتی

<sup>22</sup> . Collins

مورد استفاده قرار گرفته اند. در واقع از نظر این محققان، سود به عنوان یک ارزش مربوط در نظر گرفته می شود.

در راستای بررسی میزان اطلاعاتی که هر یک از متغیرها در اختیار استفاده کنندگان قرار می دهد، مطالعاتی تحت عنوان مطالعات ارزش مربوط یا مطالعات محتوای اطلاعاتی صورت گرفته است. قسمت اول این بخش به معرفی این نوع مطالعات و انواع آن می پردازد.

## ۲-۲-۱. مفهوم ارزش مربوط

در یک جامعه، تمامی افراد در پی افزایش رفاه خویش و کسب منفعت و بازده هستند. سرمایه گذاران دارایی های خود را در یک بازار سرمایه به سهام تبدیل می کنند و در زمان تصمیم گیری در مورد انتخاب سهام شرکت ها بررسی های دقیقی را انجام می دهند تا به بازده مورد نظرشان دست یابند (مریم صفر پور و جواد صفر پور، ۱۳۸۷). بازده یک سرمایه گذار بیانگر منافع حاصل از سرمایه گذاری می باشد. سرمایه گذاران در پی فرصت های سرمایه گذاری هستند تا بازده سرمایه آنها حداکثر شود. لذا سرمایه گذاران نیاز به اطلاعاتی دارند که بتوانند بازده یک سرمایه گذاری را پیش بینی کنند. برای این گونه تصمیم گیری ها، تصمیم گیرندگان باید اطلاعات قابل اتکا و مربوط در اختیار داشته باشند. برای آگاهی از تغییرات بازده سهام اطلاعاتی مورد نیاز است که بخشی از این اطلاعات از طریق سیستم حسابداری شرکت ها تأمین می گردد. سیستم حسابداری اطلاعاتی را فراهم می آورد که برای سرمایه گذاران و اعتباردهندگان فعلی و بالقوه در تصمیم گیری های سرمایه گذاری و اعطای اعتبار و سایر تصمیمات مشابه مفید واقع شود.

محصول نهایی سیستم حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده کنندگان مختلف برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی در قالب گزارش های حسابداری است. آن گروه از گزارش های حسابداری که با هدف تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان خارج از شرکت تهیه و ارائه می شود، در حیطه حسابداری مالی قرار گرفته و تحت عنوان اطلاعات حسابداری از آنها نام برده می شود. محصول نهایی حسابداری مالی، گزارش هایی است که اصطلاحاً "به آنها گزارش های مالی اطلاق می شود و در برگیرنده صورت های مالی می باشد (کریمی، ۱۳۸۷).

صورت های مالی هسته اصلی فرآیند گزارشگری مالی را تشکیل می دهد و مهمترین فرآورده سیستم حسابداری است که از اهداف عمده آن فراهم آوردن اطلاعات لازم و سودمند برای تصمیم گیری، ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری بنگاه اقتصادی است (مریم صفر پور و جواد صفر پور، ۱۳۸۷). این صورت ها که در واقع حاوی اطلاعات حسابداری مورد نیاز برای تصمیم گیری فعالان بازار سرمایه می باشد اثرات مختلفی را بر روی تصمیمات اقتصادی سرمایه گذاران و دیگر استفاده کنندگان از صورت های مالی می گذارد. ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، توانایی ایجاد قدرت پیش بینی در سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از

اطلاعات حسابداری در اتخاذ تصمیمات اقتصادی آتی و تعدیل تصمیمات قبلی می باشد. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر فعالان بازار سرمایه خواستار اطلاعاتی هستند که آنها را در رسیدن به بازده مورد نظر یاری کند. هرچه اطلاعات حسابداری تهیه شده، مربوط تر بوده و قابلیت اتکای بیشتری داشته باشد و توانایی تأثیرگذاری بیشتری بر تصمیمات افراد ذکر شده در راستای تأمین اهدافشان داشته باشد ارتباط ارزشی بیشتری خواهد داشت.

به طور کلی می توان گفت که ارزشمند بودن صورت های مالی (اطلاعات مالی) مستلزم داشتن ویژگی هایی مانند قابل اتکا بودن، مربوط بودن، قابل مقایسه بودن، قابل فهم بودن می باشد (کمیته‌ی تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶)؛ ویژگی هایی که بر تصمیم‌گیری های استفاده کنندگان از صورت‌های مالی در تحلیل متغیرهایی مانند قیمت و بازده سهام تأثیر می گذارد. در این تحقیق، هبستگی زیاد بین سود و بازده، نشان دهنده ارتباط ارزشی بالاتر سود حسابداری (به عنوان نمادی از اطلاعات حسابداری) می باشد. برای اینکه اطلاعات رابطه ارزشی داشته باشند، باید حایز ویژگی‌هایی باشند که از جمله آنها مربوط بودن، قابل اتکا بودن، قابل فهم بودن و قابل مقایسه بودن می‌باشد. که در زیر برخی از این ویژگی‌ها تشریح می-شود:

#### ۲-۱-۱-۲-۱. مربوط بودن

اطلاعاتی مربوط تلقی می شود که بر تصمیمات اقتصادی استفاده‌کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال یا تأیید یا تصحیح ارزیابی‌های گذشته‌ی آنها مؤثر واقع شود. ویژگی مربوط بودن اطلاعات مبتنی بر مفاهیم سودمندی در پیش بینی و انتخاب خاصه‌ی اندازه‌گیری می باشد که هر یک از این مفاهیم در زیر تشریح می گردد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶).

سودمندی در پیش‌بینی به مفهوم تهیه اطلاعات مالی به گونه‌ای است که استفاده‌کننده را در پیش‌بینی نتایج حاصل از فعالیت‌های جاری و آتی یک واحد انتفاعی کمک کند. اطلاعات در مورد وضعیت و عملکرد مالی گذشته، اغلب برای پیش‌بینی وضعیت و عملکرد آتی و دیگر موضوعاتی که مورد علاقه استفاده‌کنندگان می باشد مثل پرداخت سود سهام، تغییرات در ارزش اوراق بهادار، توانایی واحد تجاری در پرداخت تعهدات خود در سررسید و یا در موارد مشابه آن مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که آینده همواره با ابهامات و تردیدهایی مواجه است، لذا هر قدر اطلاعات مالی بتواند موجبات کاهش ابهامات مزبور را فراهم نموده و به پیش‌بینی‌های نسبتاً صحیح‌تر و قابل اتکاتری منجر شود، سودمند بوده و ارتباط ارزشی بیشتری خواهد داشت (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶).

روش مبتنی بر پیش بینی در حسابداری کاربرد زیادی دارد. معیار ارزش پیش بینی، ارتباط بین رویدادهای اقتصادی مورد علاقه‌ی تصمیم‌گیرنده و متغیرهای پیش‌بینی کننده است. اگر اطلاعات حسابداری برای

تصمیم گیرنده سودمند باشد، باید امکان پیش بینی برخی از رویدادهایی را که به عنوان داده‌های ورودی نمونه تصمیم گیری استفاده می شود فراهم آورد. نمونه‌های تصمیم گیری را می توان از طریق نظریه‌های توصیفی واکنش سرمایه گذاران و بازار به اطلاعات حسابداری شناسایی کرد (دستگیر و ظفری، ۱۳۸۶). یکی دیگر از ویژگی‌های مربوط بودن انتخاب خاصه اندازه گیری می باشد. طبق فرض واحد اندازه گیری پول در حسابداری، کلیه اقلام منعکس در صورت های مالی باید بر حسب واحد پولی ملی که شاخص اندازه گیری رویدادهای مالی است، گزارش شود. و لیکن خواص یا مختصات متعددی جهت سنجش ارزش اقلام گزارش های مالی می تواند استفاده گردد که برخی از خاصه های مزبور عبارتند از: بهای تمام شده تاریخی، ارزش متعارف، ارزش خالص بازیافتنی، ارزش فعلی، ارزش جایگزینی و ارزش دفتری. انتخاب خاصه‌ای که قرار است در صورت های مالی آورده شود باید مبتنی بر مربوط بودن آن به تصمیمات اقتصادی استفاده کنندگان باشد. در حالی که بهای تمام شده‌ی تاریخی همچنان به عنوان خاصه اصلی عناصر صورت های مالی است و لیکن خواص دیگر نیز ممکن است تحت شرایط معین، مربوط تلقی شده و در گزارش‌های مالی از آن استفاده شود. به عنوان مثال، موجودی‌ها بر حسب قاعده اقل بهای تمام شده یا قیمت بازار، سرمایه گذاری در سهام عمدتاً بر حسب ارزش متعارف، حسابهای دریافتی تجاری بر حسب خالص ارزش بازیافتنی، اموال و ماشین آلات و تجهیزات بر حسب ارزش دفتری و یا بدهی های بلند مدت عمدتاً بر حسب ارزش فعلی در گزارشات مالی انعکاس می یابد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶).

#### ۲-۱-۲-۲- قابلیت اتکا

برای اینکه اطلاعات مفید باشد باید قابل اتکا باشد. اطلاعات مالی هنگامی قابل اتکا تلقی می شود که عاری از اشتباه و تمایلات جانبدارانه‌ی با اهمیت باشد و به طور صادقانه معرف آن چیزی باشد که مدعی بیان آن است یا به گونه‌ای معقول انتظار می رود بیان کند. اطلاعات ممکن است مربوط باشد لیکن ماهیتاً در بیان چنان غیر قابل اتکا باشد که شناخت آن در صورت‌های مالی به طور بالقوه گمراه کننده شود. به طور مثال، اگر اعتبار و مبلغ یک ادعای خسارت در یک اقدام قانونی مورد سؤال واقع شود ممکن است شناخت کل مبلغ ادعا در ترازنامه برای واحد تجاری نامناسب باشد، هرچند افشای مبلغ و شرایط ادعا می تواند مناسب باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). به علت وجود تضاد بین بعضی از ویژگیهای کیفی اطلاعات حسابداری، گاهی اطلاعاتی که از قابلیت اتکای کافی برخوردار است ممکن است مربوط محسوب نشده و یا بالعکس، اطلاعاتی که تا حد زیادی دارای ویژگی‌های لازم در خصوص مربوط بودن اطلاعات است، فاقد خصوصیات مربوط به قابلیت اتکا باشد.

ویژگی قابل اتکا مبتنی بر مفاهیم بی طرفانه بودن، احتیاط، کامل بودن، بیان صادقانه و رجحان محتوا بر شکل می باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶).

بی طرفانه بودن اطلاعات مندرج در صورت های مالی، یعنی عاری از تمایلات جانبدارانه می باشد. چنانچه انتخاب و یا ارائه این اطلاعات به گونه ای باشد که بر تصمیم گیری یا قضاوت در جهت نیل به نتیجه ای از قبل تعیین شده، اثر گذارد صورت های مالی بی طرف نمی باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶). بی طرفانه بودن اطلاعات مالی بدین معنا است که در اندازه گیری فعالیت های مالی لازم است از هرگونه افراط و تفریط و یا خوشبینی و بدبینی اجتناب نموده و وقایع کوچک و کم اهمیت را بزرگ و رویدادهای با اهمیت را حقیر جلوه نداده و در عین حالی از هرگونه پیش داوری پرهیز شود. به عبارت دیگر، چنانچه در اندازه گیری اقلام منعکس در صورت های مالی بی طرفی رعایت نشده و نوعی جانبداری در آن اعمال شود، در آن صورت به بهای زیان عده ای از استفاده کنندگان، عده ای دیگر متنفع می شوند. به عنوان مثال، اهمیت دادن به تمایلات مدیریت مبنی بر نشان دادن بهتری تصویر ممکن از سودآوری واحد تجاری، موجبات گمراهی تصمیم گیرندگانی خواهد شد که درصدد اعطای اعتبار به واحد تجاری و یا خرید سهام آن می باشند (مشکی، مقدم، ۱۳۸۷، ص ۲۵).

اندازه گیری های حسابداری هنگامی بی طرفانه و عینی محسوب می شود که اگر اشخاص ذیصلاح مختلفی، رویدادها و فعالیت های مالی مربوطه را با استفاده از مقیاس و روش اندازه گیری واحدی اندازه گیری نمایند، به نتایج یکسانی دست یابند. اما در عین حال، بسیاری از اندازه گیری های منعکس در صورت های مالی مبتنی بر قضاوت است. برآوردهای اجتناب ناپذیر در زمینه های مختلف نظیر عمر مفید ماشین آلات، ارزش خالص بازیافتنی موجودی ها و قابلیت وصول حسابهای دریافتی باعث گردیده است تا صورت های مالی از حالت کاملاً طبیعی خارج شده و در مواردی از ارزش ها و اندازه گیری های حسابداری مبتنی بر گزارش های ارزیابی شده، برآورد رویدادهای آتی و اظهارنظرهای کارشناسان و مدیریت باشد. اگر چه استفاده از چنین روش هایی اغلب به ارائه اطلاعات مربوط کمک می کند اما به سودمندی اطلاعات مالی از لحاظ قابلیت اتکا لطمه می زند. به طور کلی، اطلاعاتی که کمتر بر قضاوت و برآورد مبتنی است و یا به عبارت دیگر، عینی تر است، قابلیت اتکای بیشتری خواهد داشت (مشکی، مقدم، ۱۳۸۷، ص ۲۶).

یکی دیگر از ویژگی های قابلیت اتکا، احتیاط است. احتیاط، عبارتست از کاربرد درجه ای از مراقبت که در اعمال قضاوت برای انجام برآوردها در شرایط ابهام مورد نیاز است، به گونه ای که دارایی ها و درآمدها بیشتر از واقع و هزینه ها و بدهی ها کمتر از واقع نشان داده نشود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). کامل بودن نیز یکی از ویژگی های قابلیت اتکا است. اطلاعات مندرج در صورت های مالی باید با توجه به کیفیت اهمیت و ملاحظیات مربوط به فزونی منافع بر هزینه و ارائه ای آن، کامل باشد. حذف بخشی از اطلاعات ممکن است باعث شود که اطلاعات نادرست یا گمراه کننده شود و لذا قابل اتکا نباشد و از مربوط بودن آن کاسته شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

بیان صادقانه نیز از دیگر ویژگی‌های بیان صادقانه است. اطلاعات بایر اثر معاملات و سایر رویدادهایی را که ادعا می‌کند بیانگر آن است یا به گونه‌ای معقول انتظار می‌رود بیانگر آن باشد، به طور صادقانه بیان کند. بدین ترتیب، مثلاً ترازنامه باید بیانگر صادقانه اثرات معاملات و سایر رویدادهایی باشد که منجر به عناصری در تاریخ ترازنامه می‌شوند که معیارهای شناخت را احراز کرده باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

بیشتر اطلاعات تا حدی در معرض این مخاطره قرار دارند که آنچه را مدعی نمایش آن هستند کاملاً به طور صادقانه بیان نکنند. این بدان دلیل است که در تشخیص معاملات و سایر رویدادهایی که قرار است اندازه‌گیری شود یا در طراحی و اعمال روش‌های اندازه‌گیری که بتواند پیامهای مرتبط با آن معاملات و سایر رویدادها را انتقال دهد، مشکلات ذاتی وجود دارد. در برخی موارد اندازه‌گیری اثرات مالی اقلام ممکن است آنقدر مبهم باشد که واحدهای تجاری از شناخت آنها در صورت‌های مالی خودداری کنند. با این وجود، در مواردی دیگر ممکن است شناخت اقلام در صورت‌های مالی مربوط تلقی شود و خطر اشتباه مربوط به شناخت و اندازه‌گیری آنها نیز افشا شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

رجحان محتوا بر شکل یکی دیگر از ویژگی‌های قابل اتکا بودن است. اگر قرار باشد اطلاعات بیانگر صادقانه معاملات و سایر رویدادهایی که مدعی آنهاست باشد، لازم است که این اطلاعات بر اساس محتوا و واقعیت اقتصادی و نه صرفاً شکل قانونی آنها به حساب گرفته شود. محتوای معاملات و سایر رویدادها همواره با شکل قانونی آنها سازگار نیست. هر چند اثرات خصوصیات قانونی یک معامله خود بخشی از محتوا و اثر تجاری آن است، این اثرات باید در چارچوب کلیت معامله از جمله هر گونه معاملات مرتبط مورد تفسیر قرار گیرد. لیکن هر گاه به شرایط معامله از یک دیدگاه کلی نگریسته شود، ممکن است این مطلب آشکار شود که ترتیبی وجود داشته است که از ادامه دسترسی واحد تجاری به منافع اقتصادی آتی آن کالا اطمینان حاصل شود. در چنین شرایطی گزارش معامله به عنوان یک معامله فروش از لحاظ مقاصد گزارشگری، بیان صادقانه معامله انجام شده نمی‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

## ۲-۲-۱-۳. قابل مقایسه بودن

استفاده کنندگان گزارشهای مالی باید بتوانند صورت‌های مالی واحد تجاری را در طول زمان جهت تشخیص روند تغییرات در وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی باهم مقایسه کنند. همچنین آنها باید قادر به مقایسه گزارشات مالی واحدهای مختلف تجاری با هم بوده تا وضعیت آنان را نسبت به یکدیگر بسنجند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). لذا قابلیت مقایسه گزارش‌های مالی عمدتاً مبتنی بر دو مفهوم می‌باشد: رعایت یکنواختی (ثبات رویه) و همسانی روشها (متحدالشکلی) (مشکی و مقدم، ۱۳۸۷، ۲۷).

رعایت یکنواختی به قابلیت مقایسه‌ی اطلاعات مالی ارائه شده توسط واحد تجاری در طول زمان، اشاره دارد. با مقایسه‌ی عملکرد و وضعیت مالی سالهای مختلف می‌توان روندها را شناسایی و وضعیت آتی را پیش بینی نمود. بدیهی است چنین مقایسه‌ی ای وقتی دارای اعتبار خواهد بود که واحد تجاری در طول سالهای مختلف، از روش های یکسانی استفاده کرده باشد. به عنوان مثال، اگر در سال اول از روش استهلاک خط مستقیم و روش ارزیابی میانگین استفاده نموده است در سالهای بعد نیز همچنان روش‌های مزبور را به کار گیرد. در غیر این صورت به احتمال خیلی زیاد امکان مقایسه‌ی نتایج حاصل از عملیات دو یا چند سال مختلف وجود نخواهد داشت (مشکی و مقدم ۱۳۸۷، ۲۷).

مطلبی که در اینجا باید متذکر شد اینست که یکنواختی هرگز به این معنا نیست که واحد های تجاری پس از انتخاب یک رویه حسابداری مشخص، به هیچ وجه مجاز به تغییر آن نمی‌باشند. اصولاً با تغییر نیازها و محیط حسابداری و به شرط افزایش سودمندی اطلاعات، لازم است تجدید نظرهایی در بکارگیری روش‌های حسابداری اعمال شود (مشکی، مقدم ۱۳۸۷، ۲۸).

همسانی روش‌ها یکی دیگر از ویژگی‌های زیر مجموعه قابل مقایسه بودن می‌باشد. همسانی روش‌ها اصطلاحاً به قابلیت مقایسه‌ی نتایج حاصل از عملیات دو یا چند واحد اقتصادی شاغل در یک صنعت واحد و در یک مقطع زمانی مشخص اطلاق می‌شود. در عمل، به جهت تنوع در روشهای پذیرفته شده حسابداری، تحقق مفهوم فوق با مشکل بوده و واحدهای تجاری مختلف به دلیل برخورد با شرایط و وضعیتهای گوناگون، ناگزیر از به کارگیری رویه‌های مختلف می‌باشند (مشکی و مقدم ۱۳۸۷، ۲۸).

## ۲-۲-۱-۴. قابل فهم بودن

یکی دیگر از خصوصیات کیفی مهم اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی این است که به آسانی برای استفاده کنندگان قابل درک باشد (کمیته‌ی تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). اطلاعاتی قابل فهم می‌باشد که عملیات و رویدادهای مالی را به زبان ساده و با اصطلاحی متداول توصیف نماید. یک عامل مهم در قابل فهم بودن اطلاعات مالی، نحوه ارائه آنهاست. بدین معنی که اطلاعات ارائه شده به نحو مناسبی طبقه بندی شده باشد. در عین حال نباید از ارائه اطلاعات پیچیده‌ای که می‌تواند برای تصمیم گیرندگان مفید باشد به بهانه مشکل بودن درک آنها توسط برخی از استفاده کنندگان، صرف نظر کرد؛ هرچند که ارائه پیچیده‌ترین اطلاعات نیز باید سعی نمود سادگی تا حد ممکن رعایت شود (مشکی و مقدم، ۱۳۸۷، ص ۲۸) ارزش مربوط در ادبیات موجود به عنوان ارتباط بین اقلام حسابداری و ارزش بازار سهام شرکت تعریف می‌شود. اگر چه پیشینه مطالعه چنین ارتباطاتی به بیش از ۴۰ سال قبل (میلر و مودigliani<sup>۲۳</sup>، ۱۹۶۶) بر می‌گردد، اما اولین مطالعه‌ی ای که از واژه‌ی ارزش مربوط برای چنین ارتباطی استفاده کرده است، مربوط به

<sup>23</sup>. Miller & Modigliani

مطالعه امیر، هاریس و ونوتی<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۳) بوده است. در سال های بعد، بیور (۱۹۹۸)، اولسون<sup>۲۵</sup> (۱۹۹۹) و بارث (۲۰۰۰) نیز تعاریفی مشابه تعریف مذکور ارائه دادند که اساس همه این تعاریف بر این مبنا قرار دارد که اگر ارقام حسابداری ارتباط با اهمیتی، با ارزش بازار سهام شرکت داشته باشند، دارای ارزش مربوط می-باشند.

در دو دهه ی اخیر مشاهده می شود که توجه به ارتباط متغیرهای حسابداری با متغیرهای بازار سهام به منظور تشخیص رابطه بین آنها افزایش یافته است. درک اینکه آیا این متغیرها و ارقام برای سرمایه گذاران دارای ارزش مربوط می باشند یا خیر، به عبارتی دیگر آیا ارتباط مذکور وجود دارد یا خیر و اینکه چه مقدار تغییر در متغیرهای وابسته بازار سهام (قیمت، بازده یا بازده غیر نرمال<sup>۲۶</sup>) می تواند بوسیله این متغیرهای مستقل توضیح داده شود، مهم به نظر می رسد. (گیجرد و دیگران<sup>۲۷</sup>؛ ۲۰۰۴).

چگونگی مطالعات ارزش مربوط، استفاده از داده های قیمت یا بازده برای شناسایی اقلامی است که آنها را در یک دوره زمانی خاص تحت تاثیر قرار داده اند. رویکردهای ارزیابی شرکتها با استفاده از متغیرهای حسابداری در طی زمان تغییراتی نیز کرده است. نمونه هایی از این رویکردها، رویکرد استفاده از سود دائمی<sup>۲۸</sup> که توسط میلر و مودیگلیانی (۱۹۹۶) اتخاذ گردید؛ رویکرد استفاده از سود غیرعادی<sup>۲۹</sup> که توسط اولسون (۱۹۹۵) و اولسون و فلتهم<sup>۳۰</sup> (۱۹۹۵) اختیار شد؛ بعدها نیز از توابع خطی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ارزش جاری سود باقیمانده<sup>۳۱</sup> مورد انتظار استفاده شده است، به طور مثال پنمن<sup>۳۲</sup> (۱۹۹۸) از این رویکرد استفاده کرد؛ دیگر رویکردهای مورد استفاده مدل رشد سود غیر عادی اولسون و جوتنر-ناوروس<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۵) است که توسط پنمن در سال ۲۰۰۳ نیز استفاده شده است. این مدل ها می توانند چارچوب نظری مطالعات تجربی را شکل دهند که ارزش بازار سهام شرکت ها را توسط ارقام حسابداری توضیح می دهند (گیجرد و دیگران؛ ۲۰۰۴).

---

<sup>24</sup>. Amir, Harris & Venuti

<sup>25</sup>. Ohlson

<sup>26</sup>. price. return or abnormal return

<sup>27</sup>. Gjerde, Q ; K.H, Knivsfla & F.Steam

<sup>28</sup>. permanent earnings

<sup>29</sup>. abnormal earnings

<sup>30</sup>. Feltham

<sup>31</sup>. Residual Income

<sup>32</sup>. Penman

<sup>33</sup>. The abnormal earning growth model Ohlson and Juetter – Nauroth

## ۲-۲-۲. انواع مطالعات ارزش مربوط

به طور کلی دو نوع اصلی از مطالعات به شرح زیر وجود دارند که توانایی (ارزش مربوط و محتوای اطلاعاتی) اطلاعات حسابداری را مورد آزمون قرار می دهند. مطالعات رویدادی<sup>۳۴</sup> و مطالعات وابستگی<sup>۳۵</sup>. (رافیک و عزالدین<sup>۳۶</sup>؛ ۲۰۰۶)

### ۲-۲-۲-۱. مطالعات رویدادی

این نوع مطالعات شامل آزمون قیمت ها بعد از اعلان اطلاعات حسابداری (به طور عمومی سود حسابداری) است، که در واقع بازده غیرعادی که عکس العمل سرمایه گذاران در پی این رویداد و نهایتاً تعدیل قیمت سهام است را اندازه گیری می کند و محتوای اطلاعاتی این اقلام را نشان می دهد. این دسته از مطالعات اساساً بر مبنای فرضیه بازار کارا<sup>۳۷</sup> که قید می نماید: « قیمت های سهام بی درنگ با اطلاعات در دسترس تغییر می کند» قرار گرفته است. مشکلات مربوط به این روش شامل: (۱) انتخاب فاصله زمانی مناسب برای اندازه گیری است که رویدادها باید به طور نرمال چند ساعت، روز یا هفته قبل و بعد از اعلان ها را شامل شود؟ (۲) نتیجه نهایی که از نتایج این مطالعات بدست می آید، می تواند درستی (صداقت) فرضیات بازار کارا را مورد تردید قرار دهد.

### ۲-۲-۲-۲. مطالعات وابستگی

این مطالعات شامل برآورد مدل های رگرسیونی از عملکرد بازار شرکتها در نتیجه ی عملکرد مالی آنهاست، که اجازه می دهد، درجه وابستگی بین تغییرات (حرکات) قیمت ها و اطلاعات حسابداری در یک مقطع معین زمانی اندازه گیری شود. در این نوع مطالعات به طور کلی از ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj.R^2$ ) استفاده می شود تا قدرت توضیح دهندگی اطلاعات حسابداری راجع به ارتباط آنها با تغییرات قیمت سهام آشکار گردد. بنابراین، ضریب حساسیت متغیرهای توضیح دهنده به عنوان نشانه ای از محتوای اطلاعاتی و ارزش مربوط آنها مورد استفاده قرار می گیرد.

<sup>34</sup>. Event studies

<sup>35</sup>. Association studies

<sup>36</sup>. Rafik.M&AB. Ezzeddine

<sup>37</sup>. Hypothesis of market efficiency

## ۲-۲-۳. تقسیم بندی‌های دیگر مطالعات ارزش مربوط

در یک تقسیم بندی جزئی تر به شرح زیر، هالتوسن و واتز<sup>۳۸</sup> در سال ۲۰۰۱ مطالعات ارزش مربوط را به سه مقوله تقسیم کردند؛ اولین دسته، شبیه همان مطالعات رویدادی و دومین و سومین دسته مطالعات، زیر مجموعه ای از مطالعات وابستگی است که قبلاً توضیح داده شده است: (هالتوسن و واتز؛ ۲۰۰۱)

۱. مطالعات وابستگی نسبی<sup>۳۹</sup> که بر ارتباط بین ارزش بازار سهام یا بازده سهام و ارقام مختلف حسابداری متمرکز دارد. در این نوع مطالعات مقدار  $R^2$  استخراج شده از تکنیک های استاندارد رگرسیونی در مورد ارقام مختلف مورد آزمون، مقایسه می شود و از بین این ارقام، متغیر مستقلی که  $R^2$  تعدیل شده ی بزرگتری داشته باشد، در واقع بالاترین ارزش مربوط را نیز داراست. مطالعه ی حاضر نوعی از این مطالعات است که وابستگی تغییرات اهرم مالی با بازده را با متغیرهایی نظیر سود عملیاتی، جریان وجه نقد عملیاتی و ارقام تعهدی حسابداری مقایسه می کند.

۲. مطالعات وابستگی افزایشی<sup>۴۰</sup> که در آنها مدل های رگرسیونی برای آزمون این امر مورد استفاده قرار می گیرند که اگر یک متغیر حسابداری به جای سود برای توضیح ارزش یا بازده قرار گیرد، طی یک مدت زمان طولانی مدت، مثر ثمر واقع خواهد شد یا خیر؟ در واقع میزان افزایش  $R^2$  با توجه به متغیر ورودی جدید سنجیده می شود.

۳. مطالعات محتوای اطلاعات حاشیه ای<sup>۴۱</sup> که همان مطالعات رویدادی است. این نوع مطالعات ارتباط بین بازده یا بازده غیر عادی و مجموعه اطلاعات در دسترس سرمایه گذاران را در بر می گیرد. مطالعات رویدادی بر مبنای بازده های غیر نرمال برای تصمیم گیری در این مورد به کار می روند که آیا یک رقم حسابداری به طور ناگهانی و غافلگیر کننده ارزش را تحت تاثیر قرار می دهد یا خیر؟ اگر یک واکنش حجم یا قیمت غیرعادی مشاهده شود، آن رقم حسابداری یک ارزش مربوط خواهد بود.

هدف اصلی وعمده ی هالتوسن و واتز (۲۰۰۱)، مفید بودن مطالعات ارزش مربوط در جهت اهداف استانداردگذاران می باشد؛ اگر چه تعداد زیادی از مطالعات در این زمینه انجام شده است، اما این دو ادعا می کنند از زمانی که تمرکز مطالعات ارزش مربوط بر ارزیابی سهام متمرکز شده است، اهمیت این نوع مطالعات برای استانداردگذاران محدود شده است. به عبارت دیگر، از زمانی که تحقیقات ارزش مربوط از این فرض بر انگیزته شد که اطلاعات صورت های مالی یک ورودی مهم برای درک سرمایه گذاران از ارزش شرکت (سهام شرکت) است، آزمون های تجربی به طور طبیعی به سمت ارزش های آنها سوق پیدا

<sup>38</sup>. Halthausen and Watts

<sup>39</sup>. Relative association studies

<sup>40</sup>. Incremental association studies

<sup>41</sup>. Marginal information studies

کرده است. هالتوسن و واتز (۲۰۰۱)، همچنین تاکید می‌کنند که تعدادی از بیانیه‌های مهم اقتصادی باید مورد رسیدگی و تجدید نظر قرار بگیرند. دیدگاه این دو محقق بحث بر انگیز و قابل تأمل است، چنان که در مقابل، بارث، بیور و لاندسمن (۲۰۰۱) ادعا می‌کنند: «تحقیقات ارزش مربوط برای هر دو دسته سرمایه‌گذاران و استانداردهاگذاران مهم است». آنها به این نتیجه رسیدند که اگر چه تمرکز اولیه بر روی مطلوبیت‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد، اما استفاده دیگر گروه‌ها از این مطالعات، اهمیت آنها را برای استانداردهاگذاران کاهش نمی‌دهد. همچنین به نظر آنها تعدادی از مطالعات ارزش مربوط با بهره‌گیری از روش‌های خاص می‌تواند پیامدهای اقتصادی مفیدی را مطرح کنند. بیور نیز در سال (۲۰۰۲) اظهار می‌دارد که مطالعات ارزش مربوط یکی از پنج حوزه مهم تحقیقات بازار سرمایه بر مبنای اطلاعات حسابداری است.

### ۲-۲-۳. ایرادات کلی وارد بر مطالعات ارزش مربوط

مطالعات قبلی از متغیرهای متفاوت حسابداری به عنوان نماینده عملکرد عملیاتی شرکت استفاده کرده است. اما در نهایت به نتایج ضد و نقیضی دست یافته‌اند. در حقیقت قدرت توضیح‌دهندگی این متغیرها ضعیف و از ۵٪ تجاوز نکرده است. لیو<sup>۴۲</sup> (۱۹۸۹) این نتایج را به کیفیت پایین اطلاعات حسابداری نسبت داد و پیشنهاد بررسی فاکتورهای دیگری را برای رفع این نتایج ضعیف داد. یک مرور کلی بر مطالعات انجام شده توسط محققانی همچون بارث (۲۰۰۰)، کوتاری<sup>۴۳</sup> (۲۰۰۱)، بیور (۲۰۰۲) و اوبیناتا<sup>۴۴</sup> (۲۰۰۲) نشان می‌دهد که ضعف قدرت توضیح‌دهندگی به طور کلی مربوط به ۴ عامل است که عبارتند از:

۱. مشکل انتخاب متغیر حسابداری، که ایجاب می‌کند برای رفع این مشکل پرکاربردترین و مستعدترین متغیری که بوسیله سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد، برای تصدیق و اثبات عملکرد واقعی شرکت انتخاب شود. این امر مستلزم آزمون ارزش مربوط متغیرهای مختلف حسابداری از جمله سود خالص، سود عملیاتی، سود حاصل از فعالیت‌های عادی و جریان‌های نقدی عملیاتی و... است.
۲. مدل‌های رگرسیونی خاص با کیفیت پایین (بد): این مشکل از یک سو دلالت بر عدم به حساب آوردن ویژگی‌های خاص شرکت همچون اندازه، رشد و بدهی‌های شرکت و از سوی دیگر درجه تأثیر، ماهیت و اهمیت اجزای سود و به خصوص ثبات یا عدم ثبات این اجزا دارد.
۳. کیفیت پایین (بد) خود اطلاعات حسابداری که شامل: عدم توانایی و ظرفیت آن برای انعکاس رویدادهای مالی به وسیله شرکت به یک روش پویا در طول زمان و پافشاری و اصرار در استفاده از یک روش خاص در طول زمان، توانایی مقایسه با صورت‌های سال قبل و بین شرکت‌ها، کیفیت استانداردهای حسابداری استفاده شده و مکانیسم گزارش‌گری است.

<sup>42</sup>. Lev

<sup>43</sup>. Kothari

<sup>44</sup>. Obinata

۴. دستکاری‌های حسابداران و فراوانی رسوایی‌های مالی شبیه رسوایی انرون، ورلدکام و ویوندی<sup>۴۵</sup> که منجر به اشتباه سرمایه‌گذاران و تجزیه و تحلیل‌گران مالی و باعث سوق آنها به استفاده از دیگر اطلاعات حسابداری که کمتر می‌تواند مورد دستکاری قرار گیرد، شد. (رافیک، عزالدین؛ ۲۰۰۶)

۲-۲-۴. مروری بر مطالعات گذشته ارزش مربوط

در ابتدای فصل خاطر نشان ساختیم که اغلب محققان تاکنون سود حسابداری را به عنوان نماینده‌ی عملکرد اقتصادی شرکت‌ها به کار برده‌اند. در این قسمت مفهوم سود و مطالعات گذشته‌ای که سود را به عنوان ارزش مربوط مورد بررسی و آزمون قرار داده‌اند، مرور خواهند شد.

۲-۲-۴-۱. مفهوم سود

یکی از مهم‌ترین اطلاعات مالی گزارش شده توسط هر شرکت سود است. در واقع سرمایه‌گذاران و بسیاری دیگر از استفاده‌کنندگان مالی سود حسابداری را منبع مهم اطلاعاتی در نظر می‌گیرند که به آنها اجازه می‌دهد عملکرد واقعی شرکت را برآورد کنند و براساس آن تصمیم‌گیری نمایند. در حقیقت با در نظر گرفتن فرض حسابداری تعهدی، ارزش شرکت نتیجه‌ی عملکرد واقعی شرکت است که بستگی به فهم و درک سود حسابداری دارد. در این زمینه پنمن (۲۰۰۱) بیان می‌دارد که: «سود حسابداری فقط در صورتی که قادر باشد ارزش آتی شرکت را پیش‌بینی کند، دارای کیفیتی مرغوب است». بسیاری از محققان دیگر نیز توانایی اطلاعاتی این متغیر حسابداری در محیط اقتصادی مبهم که تمایز بین اطلاعات خوب و اطلاعات بد مشکل و مشکل‌تر می‌شود، را خاطر نشان می‌کنند.

از نظر تاریخی هنگامی که واژه‌ی «سود» استفاده می‌شود، منظور سود محاسبه شده بر مبنای استانداردهای حسابداری است - به طور سنتی رقم سطر آخر صورت سود و زیان که مطابق اصول پذیرفته شده حسابداری تهیه شده است - با این وجود افشای سودهای محاسبه شده بدون لحاظ استانداردهای حسابداری (هر سودی که در تهیه آن از اصول پذیرفته شده حسابداری انحراف رخ داده باشد) نظیر سود واقعی تحلیلگران<sup>۴۶</sup> یا سود پیش‌بینی شده‌ی مدیران<sup>۴۷</sup> در حال رواج است. [تمرکز اصلی این مطالعه بر سود محاسبه شده بر مبنای استانداردهای حسابداری می‌باشد]. افشای سود از این نظر مهم است که نشانه‌ای از عملکرد جاری و آتی شرکت را در اختیار سرمایه‌گذاران و همچنین گروه وسیعی از استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد. این عملکرد بالقوه در قیمت سهام منعکس است. اولین بار ارتباط بین سود و قیمت سهام در مطالعات بال و براون در سال ۱۹۶۸ مستند شده است (چیمای<sup>۴۸</sup>؛ ۲۰۰۷).

<sup>45</sup>. Enron; Worldcom & Vivendi

<sup>46</sup>. Analysts actual earning

<sup>47</sup>. Pro forma earning

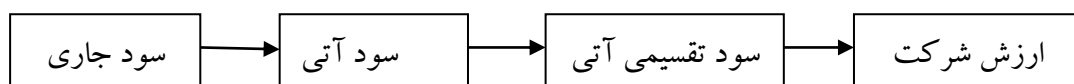
<sup>48</sup>. Chima.I

بال و براون (۱۹۶۸)، که ارتباط بین سود خالص و تغییرات در قیمت سهام را برای اولین بار مورد مطالعه قرار دادند، راه را برای مطالعاتی هموار کردند که ثابت می کند سود دارای محتوای اطلاعاتی است و بنابراین بر قیمت سهام تاثیر دارد (چیمای؛ ۲۰۰۷).

خلاصه ای از کاری که این دو انجام داده اند به شرح زیر است:

آنها، اثر اعلام سود سالانه بر بازده غیرعادی سهام را مورد بررسی قرار دادند. آنها از اصطلاح «محتوای اطلاعاتی سود» به منظور نشان دادن ارتباط بین سود سالانه و نرخ بازده غیرعادی سالانه استفاده کردند و پیش بینی کردند که افزایش سود غیر منتظره معمولاً با یک نرخ مثبت در بازده غیر عادی و کاهش در سود غیر منتظره با یک نرخ منفی در بازده غیر عادی همراه است، با این فرض که اعلام سود سالانه اطلاعاتی را به بازار منتقل می کند. آنها این فرضیه را با بررسی میانگین نرخ بازده غیر عادی در ماه های اعلام سود آزمون کردند. هدف اولیه تحقیق بال و براون ارزیابی سودمندی رقم سود حسابداری بود که این سودمندی از طریق به موقع بودن و داشتن محتوای اطلاعاتی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که از تمام اطلاعاتی که درباره یک شرکت در طی سال در اختیار عموم قرار می گیرد، بیش از نیمی از آن در رقم سود منعکس است. بنابراین، طبق مطالعه آنها می توان نتیجه گرفت که رقم سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی است. (نیکولز و واهلن<sup>۴۹</sup>؛ ۲۰۰۴)

پس از این مطالعه ابتدایی، مقالات دانشگاهی زیادی ارتباط بین قیمت سهام و سود را مورد آزمون قرار دادند که در نتیجه آنها تئوری ای در مورد تأثیر اطلاعاتی سود بر ارزش شرکت به وجود آمد. در قسمتی از این تئوری، بیور (۱۹۶۸)، سه اتصال ضروری را برای ایجاد ارتباط بین داده های صورت های مالی یا سود و ارزش شرکت، تصریح کرد. این اتصال ها به این ترتیب می باشد: (۱) سود جاری با سود آتی (سود دوره جاری اطلاعاتی را برای پیش بینی سود دوره های آتی فراهم می کند). (۲) سود آتی به سود تقسیمی مورد انتظار آتی (سود آتی دارای محتوای اطلاعاتی در مورد سود تقسیمی دوره های آتی است). (۳) سود تقسیمی آتی با ارزش شرکت ( قیمت هر سهم شرکت نشان دهنده ارزش سود قابل تقسیم آتی مورد انتظار می باشد).



نگاره ۲-۱. اتصالات میان سود و ارزش شرکت

<sup>49</sup>. Nichols .C, Wahlen. James M

این سه اتصال - از سود دوره جاری به سود آتی، از سود آتی به سود تقسیمی آتی و از سود تقسیمی آتی به ارزش سهم - یک چارچوب ادراکی برای فهم ارتباط بین سود و قیمت هر سهم ارائه می کند و از نظر تئوریک و تجربی درجات مختلفی در تحقیقات حسابداری نیز ایجاد کرده است. به طور مثال مدل تنزیل سود تقسیمی<sup>۵۰</sup> که به طور گسترده در حسابداری و تأمین مالی مورد پذیرش قرار گرفته است، یکی از انواع تحقیقات در قالب اتصال سوم است. در حالی که تئوری صحت صورتحساب ها<sup>۵۱</sup> از اولسون (۱۹۹۵) و اولسون-فلتھم (۱۹۹۵) برای ایجاد اتصال دوم تلاش می کند، اما در عین حال مدل های قابل قبول گسترده ای از لینک اول وجود ندارد. این لینک فرض می کند که سود دوره جاری، اطلاعات مفیدی را برای پیش بینی سود آتی ارائه می کند، علاوه بر آن اطلاعاتی را در مورد قدرت ایجاد ثروت در دوره جاری نیز فراهم می آورد. فرانکل و لی<sup>۵۲</sup> (۱۹۸۹) بحث می کنند که پیش بینی سود آتی مهم ترین و در عین حال مشکل ترین وظیفه در ارزیابی ارزش شرکت است. برای تست این تئوری ها با داده های تجربی محققان معمولاً ارتباط بین ارقام سود حسابداری و قیمت سهام را که شامل هر سه لینک یک تا سه است را مورد آزمون قرار می دهند (چیما آی؛ ۲۰۰۷).

معیار سود از این نقطه نظر مهم است که اطلاعاتی را در مورد قدرت ایجاد ثروت در دوره جاری و مبنایی برای پیش بینی سود آتی فراهم می آورد. در حمایت از اهمیت معیار سود، چارچوب مفهومی FASB در بیانیه مفاهیم حسابداری مالی (SFAC) بند اول اینگونه بیان می کند: «گزارشات مالی باید اطلاعاتی را برای سرمایه گذاران فعلی و بالقوه، اعتبار دهندگان و دیگر استفاده کنندگان برای ارزیابی مبالغ، زمان بندی و عدم اطمینان در دریافت وجوه حاصل از سود تقسیمی، بهره و فرایند فروش، بازخرید یا باز پرداخت اوراق تجاری یا بدهی فراهم آورد» (چیما آی؛ ۲۰۰۷).

مطالعات زیاد دیگری مانند آنچه ذکر شد در قالب بررسی ارزش مربوط سود در تشریح و تبیین بازده سهام شرکت ها در کشور های مختلف و در دوره های مختلف زمانی انجام گرفته است و همچنان نیز انجام می - گیرد، که از جمله آنها می توان به تحقیق (نیکولز و واهلین؛ ۲۰۰۴)

چاریتو و کلوب<sup>۵۳</sup> (۱۹۹۹)، بارث (۲۰۰۰)، هالتوسن و واتز (۲۰۰۱)، کوتاری (۲۰۰۱)، بیور (۲۰۰۲)

اییناتا (۲۰۰۲)، اسکات<sup>۵۴</sup> (۲۰۰۳)، اسپن هولتز<sup>۵۵</sup> (۲۰۰۴)، چیما آی (۲۰۰۷)

<sup>50</sup>. The dividend discount Model

<sup>51</sup>. The Clean Surplus Relationship (CSR)

<sup>52</sup>. Frankel and Lee

<sup>53</sup>. Charitou and Clubb

<sup>54</sup>. Scott

<sup>55</sup>. Spenholtz

## ۲-۴-۲-۲. مطالعات ارزش مربوط در رابطه با اقلام نقدی و تعهدی

یکی از معیارها و متغیرهای جایگزین که کاربرد فراوانی هم داشته و مطالعات بسیاری به بررسی محتوای اطلاعاتی آن در مقایسه با همبستگی سود و بازده پرداخته اند، جریانهای وجوه نقد و همچنین اقلام تعهدی حسابداری است. خلاصه ای از نتایج این دو نوع مطالعات نیز ارائه شده است:

۱. جریان های نقدی، محتوای اطلاعاتی افزایشی نسبت به سود دارند؛ از جمله محققانی که به این نتیجه دست یافتند: رایبورن<sup>۵۶</sup> (۱۹۸۶)، ویلسون<sup>۵۷</sup> (۱۹۸۶)، بوینت<sup>۵۸</sup> (۱۹۸۷) و لیونات و زاروین<sup>۵۹</sup> (۱۹۹۰) بودند.

۲. جریان های نقدی، محتوای اطلاعاتی افزایشی نسبت به سود ندارد؛ بوآرد و دی<sup>۶۰</sup> (۱۹۸۹)، برنارد و استوبر<sup>۶۱</sup> (۱۹۸۹) و جنینگز<sup>۶۲</sup> (۱۹۹۰) به این نتیجه رسیدند.

۳. اقلام تعهدی حسابداری ارزش مربوط بالاتری نسبت به جریان های نقدی دارد. (اینگریم و لی<sup>۶۳</sup>؛ ۱۹۹۷).

۴. اقلام تعهدی حسابداری ارزش اطلاعاتی کمتر از جریان های نقدی ارائه می کند. (دکو<sup>۶۴</sup>؛ ۱۹۹۴)، اسلون<sup>۶۵</sup> (۱۹۹۶) و دکو و دیگران (۱۹۹۸)

۵. سطح سود بر ارزش اطلاعاتی جریان وجه نقد تاثیرگذار است. (چنج<sup>۶۶</sup> و دیگران (۱۹۹۶)، چاریتو<sup>۶۷</sup> و کلوب (۱۹۹۸))

۶. سطح جریان های نقدی بر ارزش اطلاعاتی سود تاثیرگذار است. (ویلسون (۱۹۸۷، ۱۹۸۹)، علی و پاپ<sup>۶۸</sup> (۱۹۹۵) و علی (۱۹۹۴)). (رافیک و عزالدین؛ ۲۰۰۶)

همان گونه که مشاهده می کنید این مطالعات نیز نتایج ضد و نقیضی را ارائه می کنند، اما می توان به عنوان یک نتیجه گیری کلی گفت که باز هم، سود بهتر از جریانهای وجوه نقد بازده را تشریح می کند. این نتیجه، نظر هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۶۹</sup> (FASB) را نیز در این مورد تصدیق می کند. (یعقوب نژاد؛ ۱۳۸۴)

<sup>56</sup>. Rayburn

<sup>57</sup>. Wilson

<sup>58</sup>. Bowenet

<sup>59</sup>. Livnat & Zarowin

<sup>60</sup>. Board & Day

<sup>61</sup>. Bernard and Stober

<sup>62</sup>. Jennings

<sup>63</sup>. Ingrem and Lee

<sup>64</sup>. Dechow

<sup>65</sup>. Sloan

<sup>66</sup>. Cheng and et.al

<sup>67</sup>. Charitou

<sup>68</sup>. Ali and Pop

<sup>69</sup>. Financial Accounting Standard Board (FASB)

«هیئت استانداردهای حسابداری مالی اظهار داشته است که در سیستم حسابداری تعهدی، سود برای پیش بینی جریان وجوه نقد آتی مفیدتر از اطلاعات مبتنی بر دریافت ها و پرداخت های نقدی می باشد».

بسیاری از صاحب نظران حسابداری با نظریه مذکور موافقت دارند؛ ضمن اینکه بررسی های نظری انجام شده نیز نشان داده است که وجوه نقد آتی را بهتر می توان براساس اطلاعات حسابداری پیش بینی کرد. ضمن اینکه تحقیقات انجام شده در بازار سرمایه نیز حاکی از این است که قیمت اوراق بهادار در مقایسه با جریان وجوه نقد، همبستگی بیش تری با سود تعهدی دارد (هادورن؛ ۲۰۰۰).

منافع سرمایه گذار در یک موسسه شامل سود های آتی، جریانهای نقدی آتی و پرداخت سود نقدی آتی می باشد. اطلاع از این منافع مورد تقاضای سرمایه گذاران است و آگاهی از دو منفعت سود و جریانهای نقدی آتی بیشتر جلب توجه می کند. سرمایه گذاران بدنبال برآورد سود و جریانهای نقدی موسسه ای که در آن سرمایه گذاری کرده اند هستند، تا بتوانند درباره دریافت سود نقدی آتی و ارزش سهام خود به قضاوت بپردازند، لذا تفکیک سود به جریانهای نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی و آزمون رابطه ارزشی آنها در قالب یک مدل از اهمیت زیادی برخوردار است.

## ۲-۳. نظریه بازار کارا، مفاهیم و آزمون ها<sup>۷۰</sup>

پارادایم اساسی سود و بازده، فرضیه ای است که بر اساس آن بازار سرمایه در مقابل انتشار اطلاعات مربوطی که در دسترس عموم قرار می گیرد کارا باشد. فرضیه بازار کارا به سرعت واکنش اوراق بهادار بازار سرمایه نسبت به اعلان اطلاعات جدید اشاره دارد. کارایی بازار سرمایه یک مفهوم با اهمیتی است و بیانگر عملکرد بازار سرمایه می باشد. کارا بودن بازار سرمایه به رشد و رونق اقتصاد کشور کمک شایانی می کند.

در صورت کارا بودن بازار سرمایه قیمت سهام به ارزش ذاتی سهام نزدیک بوده و پس اندازها به صورت بهینه به سرمایه گذاری های سودآور اختصاص پیدا می کند. به طوری که این امر هم به نفع سرمایه گذاران و هم به اقتصاد کشور کمک شایانی می کند. (جهان خانی و عبده تبریزی ۱۳۷۲). در دنیای مالی، سه نوع کارایی در بازار سرمایه وجود دارد که شامل کارایی تخصیصی<sup>۷۱</sup>، کارایی عملیاتی<sup>۷۲</sup> و کارایی اطلاعاتی<sup>۷۳</sup> می باشد. (فرانک فورتر و مک گون ۱۹۹۶)

<sup>70</sup>. Efficient market theory, concepts and tests

<sup>71</sup>. Allocational Efficiency

<sup>72</sup>. Operational Efficiency

<sup>53</sup>. Informational Efficiency

## ۲-۳-۱. کارایی تخصیصی

یکی از عمده ترین پیامدهای کارایی بازار این است که از منابع موجود به بهترین حالت، و به شکل بهینه و مطلوب، بهره برداری شود. یکی از وظایف مهم بازار سرمایه، باید تامین مالی شرکت ها و نهادها باشد. بازار سرمایه باید این ویژگی ها را داشته باشد که شرکت های نیازمند بتوانند سرمایه مورد نیاز خود را تامین کنند و شرکت هایی که پروژه های آنها توازی معقولی از بازده و ریسک ندارد، از دستیابی به منابع جدید در بازار محروم شوند (جهان خانی و عبده تبریزی ۱۳۷۲). در این مفهوم، بازارهایی دارای کارایی تخصیصی می باشند، که در آن پروژه های سرمایه گذاری با بهره وری نهایی سرمایه، تامین مالی می شوند (فرانک فورتر و مک گون ۱۹۹۶).

تخصیص هنگامی بهینه است که بیشترین بخش سرمایه متوجه سودآورترین فعالیت شود. پس تخصیص سرمایه هنگامی درست انجام می شود که شرکت هایی که فرصت سرمایه گذاری بهتر دارند، سرمایه مورد نیاز خود را تامین کنند، و آن بخش های از اقتصاد که بازدهی کمتری دارند (با محدودیت بیشتر روبه رو هستند) از استفاده سرمایه محروم شوند.

## ۲-۳-۲. کارایی عملیاتی

کارایی عملیاتی، اشاره به تسهیل و سرعت مبادلات در بازار دارد، که از طریق آن بازارهای سرمایه امکان ملاقات خریداران و فروشندگان را ممکن می سازند. این نوع کارایی، منجر به افزایش سرعت نقد شوندگی دارایی ها می شود (فرانک فورتر و مک گون ۱۹۹۶). بازاری از نظر عملیاتی کارا محسوب می شود که هزینه انجام مبادلات در حداقل سطح ممکن باشد. سه مشخصه کارایی عملیاتی بازار را می توان به صورت زیر بیان نمود:

۱. چنانچه کارگزاران و معامله گران، سودهای عادی و معقولی را (با توجه به سطح ریسک فعالیتشان) به دست آورند، بازار از لحاظ عملیاتی کاراست.
۲. کارایی عملیاتی بستگی به درجه رقابت بین کارگزاران و معامله گران (سهولت در ورود و خروج) دارد.
۳. کارایی تخصیصی، مستقیماً به سطح کارایی عملیاتی در هر بازاری مرتبط است.

## ۲-۳-۳. کارایی اطلاعاتی

فرضیه بازار کارا نقش مهمی در ادبیات مالی و اقتصاد داشته و بر استفاده کارا از اطلاعات توسط عاملان بازار تاکید دارد. واژه «کارایی» جهت توصیف بازاری مورد استفاده قرار می گیرد که اطلاعات در قیمت دارایی های مالی منعکس شده باشد.

منظور از کارایی بازار سرمایه، اشاره به این مساله است که تا چه میزان بازار در تعیین قیمت اوراق بهادار موفق عمل کرده است. موفق بودن بازار به این معنی است که قیمت‌ها به طور پیوسته منعکس‌کننده اطلاعات جدید باشند و اطلاعات نیز مجموعه‌ای از داده‌هاست که مربوط به شرکت‌ها و اوراق بهادار آنها می‌باشد و قیمت‌ها در بازار کاراً باید تاثیرپذیر از این اطلاعات باشند.

بنابراین، بازاری را می‌توان کاراً نامید که کارایی لازم را برای پردازش اطلاعات داشته باشند. به عبارت دیگر، قیمت‌ها در هر زمان نشان‌دهنده ارزیابی صحیحی از اطلاعات موجود است، در نتیجه قیمت‌ها منعکس‌کننده کامل اطلاعات موجود خواهند بود. به طوری که کارایی بازار سرمایه از همان آغاز یکی از موضوعات بحث‌برانگیز می‌باشد.

کارایی بازار سرمایه به دو جنبه مهم در تعیین قیمت‌ها توجه ویژه‌ای دارد و این دو جنبه عبارتند از: سرعت و کیفیت تعیین قیمت‌ها. اگر در بازاری عدم کارایی در رابطه با سرعت و کیفیت تعیین قیمت‌ها وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاران مطلع و کسانی که گوش به زنگ چنین موقعیت‌هایی هستند، می‌توانند سود بالایی را برای خود ایجاد نمایند. اگر قیمت‌های جاری منعکس‌کننده اطلاعات با ارزش باشند، بسیار مشکل خواهد بود که اوراق بهادار ارزانی را یافت که بازده بالایی ایجاد نماید یا در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری شود که قیمت آن بالا و بازده آن پایین باشد.

تنها در صورتی می‌توان سرمایه‌گذاری خوبی داشت که بتوان آینده را به خوبی پیش‌بینی نمود. فرضیه بازار کاراً فرض می‌کند که قیمت سهام به سرعت با اطلاعات جدید تعدیل می‌شود و قیمت جاری همه اطلاعات را به طور کامل منعکس می‌نماید.

در ادبیات مالی واژه «بازار کاراً» توسط فاما (۱۹۶۵) ارائه شد. به طوری که کارایی بازار سرمایه به صورت‌های مختلفی مورد بحث قرار گرفته است. ساده‌ترین تعریف را می‌توان به تعریف فاما از بازار کارایی سرمایه اختصاص داد. در صورتی که در یک بازار، قیمت اوراق بهادار در هر لحظه از زمان انعکاس کاملی از همه اطلاعات در دسترس باشد، می‌توان آن بازار را کاراً نامید.

برخی از تعاریف فرضیه بازار کاراً که توسط محققان و صاحب‌نظران ارائه گردیده است عبارتند از:

۱. قیمت اوراق بهادار در هر لحظه از زمان انعکاس کاملی از همه اطلاعات در دسترس باشد. همچنین در بازار کاراً، با توجه به اطلاعاتی که در بازار وجود دارد، بازده مورد انتظار غیرعادی از استراتژی‌های مختلف بر اساس آن اطلاعات برابر صفر باشد.
۲. بازاری است که قیمت همیشه منعکس‌کننده اطلاعات موجود می‌باشد.

۳. در صورت کارآ بودن بازار غیرممکن است که سرمایه‌گذاران بتوانند با انجام معاملاتی بر اساس مجموعه‌ای اطلاعات سود اقتصادی کسب نمایند.

۴. اطلاعات به طور کامل و به درستی قیمت اوراق بهادار را تعیین نماید.

۵. با استفاده از اطلاعات، تکنولوژی و مدل‌های پیش‌بینی نتوان با انجام معاملات به سود اقتصادی رسید.

اشکال سه‌گانه کارآیی اطلاعاتی بازار سرمایه

طبق تعریف، بازاری کارآ است که در آن کلیه اطلاعات سریعاً و به‌طور کامل در قیمت‌های سهام انعکاس می‌یابد. بنابراین، اطلاعات کلید سنجش کارآیی بازار سرمایه است.

در یک بازار کاملاً کارآ، قیمت‌های اوراق بهادار سریعاً همه اطلاعات در دسترس را منعکس کرده و سرمایه‌گذاران قادر به استفاده از اطلاعات در دسترس برای کسب بازده غیرمعمول نیستند. زیرا در چنین بازاری، این اطلاعات قبلاً در قیمت‌ها ضبط گردیده‌اند. در بازار کارآ، قیمت هر یک از اوراق بهادار، برابر ارزش ذاتی آن است که همه اطلاعات مربوط به دورنمای آتی آن را منعکس می‌کند.

چنانچه برخی از گونه‌های اطلاعات به طور کامل در قیمت‌ها منعکس نگردند یا ضبط و انعکاس اطلاعات در قیمت‌ها، با تاخیر همراه باشد، در آن صورت کارآیی بازار کمتر از حالت کامل است.

بنابراین، می‌توان کارآیی بازار سرمایه را با توجه به مجموعه‌های خاص اطلاعات و پاسخ به این سوال که آیا سرمایه‌گذاران، به طور متوسط با استفاده از یک مجموعه اطلاعات قادر به کسب بازده اضافی در خرید و فروش اوراق بهادار هستند، طبقه‌بندی نمود.

در ادبیات سرمایه‌گذاری، کارآیی بازار سرمایه را می‌توان با توجه به سه مجموعه اطلاعاتی مورد بررسی قرار داد. این سه دسته اطلاعات عبارتند از:

۱. اطلاعات قیمت گذشته سهام

۲. اطلاعات عمومی منتشر شده

۳. اطلاعات محرمانه و خصوصی

فاما، تصوراتی را که از بازار سرمایه کارآ وجود داشت، طبقه‌بندی نمود و اشکال مختلف کارآیی را که هر کدام به تناسب سرعت و جامعیتی که قیمت‌های اوراق بهادار، اطلاعات مذکور را منعکس می‌کنند، تشریح نمود. با توجه به این اطلاعات، کارآیی بازار سرمایه در سه شکل مورد بررسی قرار می‌گیرد:

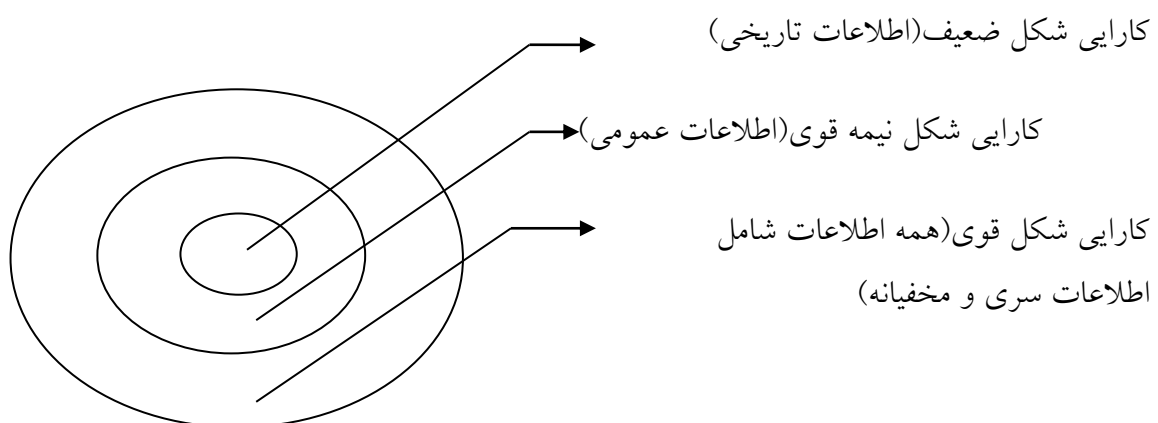
۱. شکل ضعیف<sup>۷۴</sup>

۲. شکل نیمه قوی<sup>۷۵</sup>

۳. شکل قوی<sup>۷۶</sup>

در مساله کارایی بازار سرمایه باید به وجود اطلاعات کافی در بازار و اثر به موقع و سریع آن بر روی قیمت توجه نمود. در یک بازار کارآ، اطلاعات به سرعت در سرتاسر بازار پخش می شود و بلافاصله بر روی قیمت ها اثر می گذارد. در هر یک از اشکال مختلف کارایی، فاما مشاهده نمود که اطلاعات خاصی بر قیمت اوراق بهادار اثر می گذارد.

نموداری که فاما از حالت سه گانه کارایی در سال ۱۹۷۰ ارائه کرد، این سه بخش اطلاعات را به خوبی نشان می دهد. به نمودار (۱) در این مورد توجه نمایید. البته نمی توان گفت که یک بازار کاملاً کارآ و بازار دیگر غیرکارآ می باشد. کارایی دارایی درجات مختلفی است و هر بازار درجه خاصی از کارایی را به دست می آورد.



نگاره ۲-۲. اشکال مختلف کارایی بازار سرمایه از نظر فاما

## ۲-۳-۳-۱. شکل ضعیف کارایی اطلاعاتی بازار

بازارهایی شامل شکل ضعیف کارایی می باشند که بر اساس قیمت های گذشته سهام نتوان سود کسب نمود. شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه بیان می کند که قیمت جاری سهام ارزش عادلانه سهام مربوطه را منعکس کرده و بازتابی از قیمت گذشته سهام می باشد. به عبارت دیگر، نمی توان قیمت آتی سهام را به وسیله

<sup>74</sup>. Weak Form

<sup>75</sup>. Semi-strong Form

<sup>76</sup>. Strong Form

قیمت‌های جاری و گذشته سهام تعیین نمود. به طوری که قیمت سهام با استفاده از قیمت‌های گذشته قابلیت پیش‌بینی ندارد. یعنی، قیمت سهام، حافظه ای ندارد و لذا تغییرات پی در پی قیمت‌ها، مستقل از هم می‌باشند. به بیان دیگر، هر استنباطی از وقایع گذشته پیرامون قیمت‌های آتی سهام، در قیمت جاری منعکس شده است. و تنها اطلاعات جدید منجر به تغییر قیمت‌ها خواهند شد، در عین حال بروز اطلاعات جدید قابل پیش‌بینی نیستند. لذا سرمایه‌گذار نمی‌تواند بر بازار فائق آید. منظور از «فائق آمدن بر بازار»<sup>۷۷</sup> این است که عملکرد بهتر از شاخص بازار سهام داشته باشد. این مبحث در ادبیات موضوع، فرضیه «گشت تصادفی» نامیده می‌شود که توسط مطالعات بسیاری تأیید شده است (دوبینز، ویت و فیلدینگ ۱۹۹۴)<sup>۷۸</sup>.

لازم به ذکر است در شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه فرض بر این است که قیمت جاری سهام منعکس‌کننده همه اطلاعات تاریخی بازار مانند قیمت، حجم معاملات و سایر اطلاعات مربوط به بازار می‌باشد.

## ۲-۳-۳-۲. شکل نیمه قوی کارایی اطلاعاتی بازار

در شکل نیمه قوی کارایی بازار سرمایه فرض بر این است که قیمت جاری سهام به سرعت همه اطلاعات موجود و در دسترس را منعکس می‌کند. این اطلاعات تنها اطلاعات گذشته را در بر نمی‌گیرد و مجموعه‌ای از گزارش‌های سالانه، گزارش‌های درآمد، اعلانات و آگهی‌ها، اخبار اقتصادی و سیاسی و همچنین سایر اطلاعات متداول که می‌تواند در دسترس باشد، را شامل می‌شود.

در این شکل از کارایی، بازاری را کارآ می‌نامیم که قیمت سهام وابستگی سریع به اطلاعات جدید منتشر شده، داشته باشد. در چنین بازاری، استفاده‌کنندگان از اطلاعات ممکن است نظرات متفاوتی درباره اهمیت داده‌ها داشته باشند، اما قیمت‌ها همیشه نشان‌دهنده بهترین تفسیرها از اطلاعات موجود خواهند بود. به طور کلی می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از تجزیه و تحلیل اطلاعات منتشر شده به موفقیتی فوق‌العاده دست یابند و در نتیجه سودهای غیرعادی نصیب آنها نخواهد شد.

این شکل از فرضیه همان‌طور که در دایره میانی فاما می‌بینید (نمودار ۱)، می‌گوید که قیمت سهام، منعکس‌کننده همه اطلاعات عام و منتشر شده است. این اطلاعات، تنها اطلاعات عام محدود به قیمت‌های گذشته نیست و در برگیرنده هر گونه اطلاعاتی درباره عملکرد شرکت و مشخصاتی صنعتی است که آن شرکت در آن فعالیت می‌کند.

<sup>77</sup> .Beat The Market

<sup>78</sup> . Dobbins, Witt & Fielding

## ۲-۳-۳. شکل قوی کارایی اطلاعاتی بازار

شکل قوی از کارایی بازار سرمایه بیان می‌کند که قیمت سهام همه اطلاعات تاریخی، عمومی و همچنین اطلاعاتی خصوصی و نهانی را منعکس می‌کند. به طوری که هیچ سرمایه‌گذاری قادر نیست بازده غیرعادی کسب نماید. به عبارتی در این حالت فرض بر این است که تمام اطلاعات مربوط و موجود، اعم از اطلاعات محرمانه و اطلاعات در دسترس عموم (جاری) در قیمت اوراق بهادار انعکاس دارد. قیمت اوراق بهادار حتی منعکس‌کننده تمام اطلاعات محرمانه جاری و تاریخی است.

این گسترده‌ترین مفهوم از کارایی است که در نمودار فاما به دایره بیرونی بر می‌گردد. در این شکل از کارایی بازار سرمایه، اگر اتفاقی در شرکت بیفتد، نمی‌توان گفت که فقط مدیرعامل آن را می‌داند و دیگران از آن بی‌اطلاعند. در این زمینه، قیمت سهام شرکت مورد نظر، بلافاصله نسبت به این اتفاق عکس‌العمل نشان می‌دهد، چرا که دیگر اطلاعات محرمانه نباید موجود داشته باشد.

اگر بازار سرمایه به شکل قوی کارا نباشد، کسی که سرمایه دارد و اطلاعاتش از بقیه مردم بیشتر است و افراد خبره‌ای برای تحلیل این اطلاعات خاص در دسترس دارد، قاعدتا بازده بیشتری به دست می‌آورد. البته دامنه این نوع سوء استفاده‌ها در بورس‌های بزرگ چندان گسترده نیست. در این سطح از کارایی بازار سرمایه، حتی مدیریت یا درونی‌های شرکت نمی‌توانند به واسطه داشتن اطلاعات نهانی بازده بیشتری به دست آورند.

## ۲-۴. آزمون‌های شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه

به منظور تعیین سازگاری بازار سهام با فرضیه کارایی بازار در سطح ضعیف، دو دسته آزمون اصلی انجام شده است؛ دسته اول، «آزمون‌های استقلال»<sup>۷۹</sup> می‌باشند. چنانچه رابطه همبستگی تغییرات پی در پی قیمت سهام، کوچک باشد می‌توان نتیجه‌گیری نمود که بررسی تاریخی تغییرات قیمت سهام ارزش چندانانی نخواهد داشت. دسته دوم آزمون‌ها، به «قواعد مبادله»<sup>۸۰</sup> می‌پردازند. این قواعد با استفاده از قیمت سهام، راهبردهایی را برای انجام معامله تعیین می‌کنند، به نحوی که بتوان عملکردی بهتر از شاخص بازار، یا نتیج حاصل از یک سیاست خرید و نگهداری ساده، داشت (فرانسیس و تیلور ۲۰۰۱)<sup>۸۱</sup>. در ادامه به توضیح دو دسته آزمون‌های فوق می‌پردازیم.

<sup>79</sup>.Serial Independent

<sup>80</sup>.Filter Rules

<sup>81</sup>.Francis & Teilor

## ۲-۴-۱. آزمون های آماری استقلال

دو دسته آزمون عمده به نام «آزمون گردش»<sup>۸۲</sup> و «آزمون خود همبستگی» یا «همبستگی پیاپی»<sup>۸۳</sup> برای بررسی استقلال تغییرات قیمت سهام به کار گرفته شده اند (ریلی و براون ۲۰۰۶)<sup>۸۴</sup>

### ۲-۴-۱-۱. آزمون گردش

در این روش با در اختیار داشتن یک مجموعه از تغییرات قیمتی (تعدیل شده با توجه به افزایش سرمایه و پرداخت سود نقدی)، هر تغییر افزایشی در قیمت با علامت مثبت (+) و هر تغییر کاهششی در قیمت با علامت منفی (-) نشان داده می شود. که در نتیجه تغییرات مورد نظر به شیوه زیر بیان می گردند:

.....+ - - + + - - + - + + +

برای بررسی استقلال مشاهدات بایستی از جداول آماری خاص که بدین منظور ایجاد شده اند، استفاده شود. نصراللهی (۱۳۷۱) کارایی بازار بورس تهران را در سطح ضعیف و با استفاده از آزمون گردش بررسی کرده است.

اختلاف گردش های واقعی و گردش های مورد انتظار با استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است.

$$Z = \frac{(R + \frac{1}{2}) - m}{m} \quad (1-2)$$

در رابطه فوق، Z متغیر استاندارد شده، R مقدار واقعی گردش ها و m تعداد گردش های مورد انتظار است. بر اساس نتایج این تحقیق و آزمون گردش ها،  $Z < 1.6$  بوده است؛ یعنی اینکه بازار بورس اوراق بهادار در سطح ضعیف کارا نبوده است.

### ۲-۴-۱-۲. آزمون های همبستگی پیاپی

در آزمون های خود همبستگی، معنی دار بودن همبستگی مثبت و منفی بازده، در طول زمان اندازه گیری می شود. یعنی به بررسی رابطه همبستگی نرخ بازده در روز t با نرخ بازده در روز t-1، t-2 و t-3 و ... پرداخته می شود. افرادی که اعتقاد دارند بازارهای سرمایه کارا هستند، انتظار دارند که همبستگی معنی داری برای چنین ترکیباتی وجود نداشته باشد.

محققان بسیاری همبستگی میان بازده سهام را برای دوره های زمانی کوتاه مدت ۱، ۴، ۹ و ۱۶ روزه انجام داده اند. نتایج به دست آمده در کل، همبستگی معنی داری را در طول زمان نشان نداده است. ضرایب همبستگی به دست آمده معمولاً بین ۰.۱۰+ تا ۰.۱۰- بوده است که از نظر آماری نیز معنی دار نبوده اند.

<sup>82</sup>.Run Tests

<sup>83</sup>. Auto correlation Test

<sup>84</sup>. Reily & Brown

برخی از مطالعات اخیر، پرتفوی سهام را با ارزش های بازاری (اندازه) مخالف در نظر گرفته و نشان داده اند که خود همبستگی، برای پرتفوی متشکل از سهام کوچک نسبت به پرتفوی سهام بزرگ، بیشتر است. هر چند نتایج مطالعات قبلی، عمدتاً فرضیه استقلال بازده ها را تایید نموده اند، مطالعات جدیدتر آن را با شبهه مواجه ساخته است. چنانچه بازارهای سهام کارا باشند، قیمت های جاری بایستی تمامی اطلاعات را منعکس نمایند و تنها در پاسخ به اطلاعات جدیدی که از قبل نمی توان آنها را پیش بینی نمود، تغییر نمایند. این نوع اطلاعات، به طور تصادفی و پیش بینی نشده وارد بازار می شوند. چنانچه قیمت سهام به سرعت و به درستی به اطلاعات جدید پاسخ دهند، باید طبق فرض، به طور تصادفی در طول زمان تغییر نمایند.

فدایی نژاد (۱۳۷۴) برای مطالعه کارایی بازار بورس، روش های آزمون همبستگی و آزمون گردش ها را به کار برده است. در این تحقیق، قیمت پایان روز چهارشنبه به عنوان قیمت هفته در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیق وجود همبستگی بین قیمت ها را نشان داده است. بر اساس نتایج حاصل از به کارگیری روش آزمون گرش ها، میزان واقعی گردش های شرکت های تحت بررسی کمتر از میزان مورد انتظار بوده است؛ به عبارتی دیگر Zهای محاسبه شده منفی بوده است. این آزمون نیز فرضیه استقلال قیمت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد را رد نموده است.

## ۲-۴-۲. آزمون های قواعد فیلتر

دومین گروه از آزمون های شکل ضعیف فرضیه بازار کارا، در پاسخ به این خواسته ارائه شده اند که آزمون های آماری قبلی پیرامون استقلال قیمت ها، تا حدودی انعطاف پذیر و ناتوان هستند، و لذا نمی توان با به کارگیری آنها، الگوهای قیمتی پیچیده بررسی شده توسط تحلیل گران فنی را تشخیص داد (ریلی و براون ۲۰۰۰). به بیان دیگر، تحلیل گران فنی یک مجموعه از تغییرات قیمتی مثبت و منفی را به مثابه علامتی برای حرکت به سمت تعادلی جدید، در بازار قبول ندارند. آن ها نوعاً در پی یک سازگاری کلی در روند قیمت و حجم مبادلات در طول زمان می باشند.

در پاسخ به این انتقاد، محققان به بررسی انواع قواعد مبادله (فنی) از طریق شبیه سازی پرداختند. در این رویکرد حامیان بازار کارا، عملکرد سرمایه گذاران را با استفاده از قواعد مبادله ای که صرفاً با تکیه بر اطلاعات تاریخی بازار (در مورد عواملی همانند قیمت، حجم مبادلات، فروش استقرایی یا فعالیت خبرگان) اجرا می گردد، نسبت به یک سیاست خرید و نگهداری بررسی نمودند. در رایج ترین فن مبادله (قاعده فیلتر) سرمایه گذار، سهم را وقتی که تغییر قیمتی سهم از یک ارزش فیلتر تعیین شده، بالاتر می رود مبادله می نماید. برای مثال، یک سرمایه گذار با تعیین یک فیلتر ۵ درصدی، چنانچه ارزش سهام ۵ درصد از قیمت پایه بالاتر رود، پیش بینی می کند که قیمت سهام شروع به افزایش خواهد نمود و لذا اقدام به خرید

آن می نماید. از طرف دیگر، یک کاهش ۵ درصدی در قیمت، به مثابه یک حرکت رو به پایین در نظر گرفته می شود و انتظار می رود که قیمت کاهش یابد و لذا بایستی تمامی سهام در اختیار را به فروش رساند. مطالعات انجام شده در این زمینه، از فیلترهایی از دامنه ۵ درصدی تا ۵۰ درصدی استفاده نموده اند. نتایج حاصله نشان می دهند که قواعد (فیلترهای) کوچک، سودهای بالاتر از حد متوسط را بدون در نظر گرفتن هزینه های مبادلاتی، فراهم می سازند؛ لیکن با در نظر گرفتن هزینه های مبادلاتی، تمامی سودهای حاصل از مبادله به زیان تبدیل می شوند.

اکثر مطالعات قبلی نشان داده اند که قواعد مذکور، عملکرد (تعدیل شده بر حسب ریسک) بهتری نسبت به سیاست خرید و نگهداری نداشته اند؛ در حالی که برخی از مطالعات جدیدتر نشان از برتری برخی از قواعد مبادله داشته اند، لذا به طور کلی می توان گفت که این مطالعات، شکل ضعیف فرضیه بازار کارا تایید می نمایند.

نمازی (۱۳۷۵)، به تحقیق الکساندار اشاره نموده است که در آن کارایی بازار سهام با استفاده از قواعد فیلتر مورد بررسی قرار گرفته است. یافته های وی بر اساس متوسط قیمت های پایانی سهام عضو شاخص صنعتی داوجونز و شاخص S&P 500 و با استفاده از فیلتر ۵ تا ۵۰ درصدی بود. نتایج تحقیقات الکساندر نشان داد که منافع به دست آمده، با استفاده از روش فیلتر با اندازه های مختلف، بیش از منفی است که از طریق روش خرید و نگهداری ساده به دست می آید. وی نتیجه گیری نمود که قیمت اوراق بهادار، بلافاصله پس از انتشار اطلاعات، تعدیل نمی گردد و تعدیل قیمت ها به تریج و به مرور زمان انجام می شود.

صادقی باطانی (۱۳۸۴) کارایی ضعیف بازار بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۸۳-۱۳۷ (دوره رونق) با استفاده از قاعده فیلتر بررسی کرده است. نتایج پژوهش بر کوچکتر بودن بازدهی قواعد فیلتر نسبت به روش خرید-نگهداری اشاره دارد. با توجه به نحوه نمونه گیری در این پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران برای آن دسته از شرکت هایی که حداقل در ۷۰ درصد روزهای معاملاتی سال داد و ستد می شوند، در سطح ضعیف کارایی داشته است.

## ۵-۲. مروری بر تحقیقات گذشته

همان طور که در مقدمه فصل ذکر گردید تا کنون تحقیقات زیادی در خصوص محتوای اطلاعاتی سود و سایر متغیرهای حسابداری انجام شده است، اما محققان این مطالعات را بر مبنای این فرض انجام داده اند، که بازار در شکل نیمه قوی کارا است و آن را به صورت یک فرض تلویحی پذیرفته اند بنابراین تحقیقات بسیار اندکی در در پیوند میان کارایی بازار و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری انجام شده است. در ذیل به تنها مطالعات انجام شده در این زمینه به اختصار اشاره می شود.

### ۲-۵-۱- تحقیق خارجی

#### ۲-۵-۱-۱. تحقیق سان یونگ کیم<sup>۸۵</sup> (۲۰۰۸)

در سال ۲۰۰۸ سان یونگ کیم با استفاده از مدل اصلاح شده جریان های نقدی تنزیل شده، کولینز معروف به مدل (CKSS) به بررسی تاثیر کارایی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سودهای جاری و آتی پرداخت وی ۲۲۵۷۹ مشاهده را از سال ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۶ در بازار بورس آمریکا مورد آزمون قرار داد. فرضیه های او به شرح زیر می باشد:

(۱) میان ناکارایی بازار و محتوای اطلاعاتی سودهای آتی رابطه منفی وجود دارد.

(۲) میان ناکارایی بازار و محتوای اطلاعاتی سودهای جاری رابطه منفی وجود دارد.

وی معیار کارایی بازار را سرعت پاسخگویی قیمت سهام به اطلاعات قرار داد و سپس با استفاده از مدل رگرسیونی سود-بازده کولینز تاثیر ناکارایی اطلاعاتی بازار را بر روی ضریب برآوردی سودهای جاری (ERC) و ضریب برآوردی سودهای آتی (FERC) مورد بررسی قرار داد.

نتایج نشان داد که سطوح عدم کارایی بازار با اطلاعات سودهای آتی توضیح دهنده بازده جاری رابطه منفی دارد. مطالب همچنین گویای این بود که سطوح عدم کارایی بازار با اطلاعات سودهای جاری توضیح دهنده بازده جاری رابطه منفی دارد. یافته های تحقیق سان یونگ کیم نشان می دهد که سودهای آتی و جاری شرکت ها در سطوح پایین کارایی اطلاعاتی بازار محتوای اطلاعاتی خود را از دست می دهند. نتایج تحقیق وی با حضور متغیرهای کنترلی دیگر همچون اندازه شرکت، فرصت های رشد، ریسک سیستماتیک، ثبات سود و تقسیم شرکت ها به شرکت های سود ده و زیان ده نیز تکرار شد.

<sup>85</sup> . Sunyoung Kim

## ۲-۱-۵-۲. تحقیق لاکونیشاک، شلیفر و ویشنی<sup>۸۶</sup> (۱۹۹۴)

به طور کلی سهام شرکت‌ها به دو دسته سهام رشدی و سهام ارزشی تقسیم‌بندی می‌شوند. سهام ارزشی سهامی هستند که دارای نسبت‌های بالای ارزش دفتری به ارزش بازار، سود و جریان‌های نقدی به قیمت می‌باشند. این سهام به طور کلی از تغییر پذیری کمی نسبت به ارزش بازار برخوردار می‌باشند برعکس سهام رشدی از نسبت‌های حسابداری پایینی برخوردار می‌باشند و تغییر پذیری آن‌ها از متوسط تغییر پذیری بازار بیشتر است. تحقیقاتی که توسط باسو (۱۹۷۷) و فاما و فرنچ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۳) انجام شده است، نشان می‌دهد که سهام ارزشی از بازده بالاتری نسبت به سهام رشدی برخوردارند. فاما و فرنچ این موضوع را مرتبط با عامل‌های ریسک می‌دانند در حالی که لاکونیشاک و دیگران این بی‌قاعدگی را ناشی از ناکارایی بازار می‌دانند.

## ۲-۵-۲. تحقیق داخلی

### ۲-۵-۲-۱. تحقیق ظریف فرد و ناظمی (۱۳۸۴)

در سال ۱۳۸۴ این محققان تحقیقی را تحت عنوان بررسی نقش عدم کارایی احتمالی بازار در روابط بین متغیرهای حسابداری و قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند.

تاکنون تحقیقات زیادی در خصوص سنجش کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و همه آنها بر روی این موضوع اتفاق نظر دارند که کارایی بازار بورس تهران در سطح ضعیف یا بسیار ضعیف است، لذا این مطالعه بر مبنای این فرض انجام شده است که بازار ناکارا است. در یک بازار غیر کارا ارزش واقعی (ذاتی) سهام شرکت با خطا اندازه‌گیری می‌شود. این میزان خطا باعث ایجاد تفاوت بین قیمت ظاهری و قیمت ذاتی سهام می‌شود. با فرض این که این تاخیر زمانی، با گذشت زمان، برطرف شود، می‌توان انتظار داشت که ضرایب متغیرهای توضیح دهنده قیمت و بازده

سهام همچون سود نقدی، سود حسابداری و ارزش دفتری به کار رفته در مدل السون (۱۹۹۵)<sup>۸۷</sup>، با گذشت زمان و رفع تاخیر زمانی اطلاعات افزایش یابد. پس می‌توان تاثیر ناکارایی بازار را در تغییر ضرایب رگرسیونی متغیرهای مطرح شده فوق با استفاده از مدل تعدیل قیمتی عبودی، هیگز، لوی<sup>۸۸</sup> (۲۰۰۲) مشاهده کرد، که به شرح زیر می‌باشد:

<sup>86</sup> . Lakonishok, Shleifer & Vishney

<sup>87</sup> . Ohlson

<sup>88</sup> . Aboody , Hyghes , Lui

با فرض این که رابطه خطی میان قیمت سهام و متغیرهای حسابداری وجود داشته باشد، خواهیم داشت:

(۲-۲)

$$E(V_{it} | X_{it}) = B'_t X_{it}$$

که در آن  $V_{it}$  و  $X_{it}$  به ترتیب ارزش ذاتی و اطلاعات حسابداری شرکت  $i$  در دوره  $t$  هستند حال در صورتی که ارزش ذاتی و ظاهری سهام شرکتی با یکدیگر مساوی نباشند، خواهیم داشت:

(۳-۲)

$$P_{it} = V_{it} + X_{it}$$

$$E(V_{it} | P_{it}) = E(P_{it} - U_{it} | P_{it}) = P_{it} - E(U_{it} | P_{it}) \neq P_{it}$$

در یک بازار غیر کارآ مقدار  $U_{it}$  با توجه به قیمت‌های سهام مقداری غیر صفر است؛ یعنی  $E(U_{it} | P_{it}) \neq 0$  با جای‌گذاری  $V_{it}$  از معادله ۲ در معادله ۱ خواهیم داشت:

(۴-۲)

$$E(P_{it} | X_{it}) - E(U_{it} | X_{it}) = B'_t X_{it}$$

آنچه هدف این تحقیق است، محاسبه و اندازه‌گیری مقدار  $E(U_{it} | X_{it})$  است. به عبارت دیگر، هدف اندازه‌گیری جمل خطا با توجه به اطلاعات حسابداری است. با توجه به این که امکان اندازه‌گیری این خطا به علت غیرقابل مشاهده بودن آن وجود ندارد؛ بنابراین، بایستی اطلاعات از قیمت‌های سهام در آینده استخراج شوند. فرضیات این مطالعه به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اول: رابطه سود و ارزش دفتری با قیمت سهام تعدیل یافته، نسبت به به رابطه سود و ارزش دفتری با قیمت سهام قبل از تعدیلات افزایش می‌یابد.

فرضیه دوم: رابطه سود و ارزش دفتری با بازده سهام تعدیل یافته، نسبت به به رابطه سود و ارزش دفتری با بازده سهام قبل از تعدیلات افزایش می‌یابد.

فرضیه سوم: رابطه اجزای نقدی و تعهدی سود با بازده سهام تعدیل یافته، نسبت به به رابطه اجزای نقدی و تعهدی سود قبل از تعدیلات افزایش می‌یابد.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در طول دوره ۲۴ ماه پس از پایان دوره مالی شرکت‌ها، ضرایب سود و ارزش دفتری افزایش یافته و از نظر آماری معنادار است. بدین معنا که با افزایش کارایی بازار در طی زمان و رفع تاخیر اطلاعاتی ضرایب سود و ارزش دفتری بهبود می‌یابند. از سوی دیگر در هنگام بررسی اجزای نقدی و تعهدی و تاثیر عدم کارایی بازار به نتایج روشنی نمی‌توان دست یافت.

در تحقیق پیش روی از مدل تعدیل یافته کولینز استفاده شده است، بدین ترتیب که ابتدا عدم کارایی احتمالی بازار هر شرکت را به صورت یک طیف از صفر تا یک محاسبه کرده و آن را به مدل کولینز اضافه می‌کنیم و سپس تاثیر عدم کارایی اطلاعاتی بازار را بر روی ضرایب رگرسیونی مورد بررسی قرار می‌دهیم.

## ۶-۲- خلاصه ی فصل

در بخش اول این فصل ابتدا مفهوم و دیدگاه های مرتبط با ارزش مربوط مطرح گردید. در این بخش همچنین مروری بر مطالعات گذشته ای صورت گرفت که در قالب ارزش مربوط صورت گرفته است و به ایرادات و نواقص آنها اشاره شد. در بخش دوم فرضیه بازار کارا و انواع بازار ها از نظر کارایی ارائه گردید. در بخش سوم به شرح مختصری از آزمون های کارایی بازار در شکل ضعیف پرداخته شد و در بخش آخر فصل، مطالعات خارجی و داخلی مشابه تحقیق حاضر، مرور شد.

# فصل سوم

## روش تحقیق

### ۳-۱. مقدمه

هدف تمام علوم، شناخت و درک دنیای پیرامون ما است. به منظور آگاهی از مسائل و مشکلات دنیای اجتماعی، روش‌های علمی، تغییرات قابل ملاحظه‌ای پیدا کرده‌اند. این روندها و حرکات سبب شده است که برای بررسی رشته‌های مختلف بشری، از روش علمی استفاده شود. از جمله ویژگی‌های مطالعه علمی که هدف آن حقیقت‌یابی است استفاده از یک روش تحقیق مناسب می‌باشد. انتخاب روش تحقیق مناسب به هدف‌ها، ماهیت و موضوع مورد تحقیق و امکانات اجرایی بستگی دارد و هدف از تحقیق دسترسی دقیق و آسان به پاسخ پرسش‌های تحقیق است. بر این اساس و در این تحقیق ما برای دستیابی به پاسخ پرسش اصلی خود و بر مبنای اطلاعات در دسترس و به منظور تجزیه و تحلیل این اطلاعات به سراغ تکنیک آماری رفته و به بررسی موضوع پرداخته و روشی که تحت آن گام در راه تجزیه و تحلیل مطالب قرار خواهیم داد را معرفی می‌کنیم.

در این فصل به بررسی ویژگی‌های روش شناختی تحقیق پرداخته می‌شود و اطلاعاتی را در زمینه روش انجام تحقیق، جامعه آماری، انتخاب نمونه، متغیرهای تحقیق، ابزار گردآوری اطلاعات و همچنین روشهای آماری تجزیه و تحلیل اطلاعات ارائه می‌شود.

### ۳-۲. روش انجام تحقیق

هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید چه شیوه و روشی اتخاذ کند تا او را هر چه سریع‌تر، دقیق‌تر، آسان‌تر و ارزان‌تر در دستیابی به پرسشهای تحقیق یاری نماید. نوع تحقیق نشان دهنده ماهیت، و روش تحقیق مشخص کننده شیوه اجرای آن می‌باشد لذا نوع شناسی تحقیق روش را برای روش شناسی آن مهیا می‌کند (علی احمدی و سعید نهایی، ۱۳۸۶ در انتخاب نوع روش تحقیق حتماً باید در نظر داشت که چه کسانی در ارتباط با تحقیق تصمیم گیرنده به حساب می‌آیند؛ و این که کاربردهای تحقیق برای چه افرادی و با چه دیدگاه‌هایی است، تا تحقیق با مشکل عدم کارآمدی مواجه نشود (احمدی و نهایی، ۱۳۸۶)

ویژگی‌های این تحقیق به طور خلاصه به شرح زیر است:

روش پژوهش از نظر ماهوی و محتوایی توصیفی و از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی-استقرایی می‌باشد. همچنین اطلاعات این پژوهش از نوع پس رویدادی است.

این تحقیق در طی مراحل ذیل اجرا خواهد گردید:

- ۱- ابتدا جامعه آماری از بین شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار با توجه به شرایط مشخص شده انتخاب گردیده و سپس داده‌های مورد نیاز برای اجرای مدل‌های مورد نظر برای آزمون فرضیه‌های تحقیق با مراجعه به منابع اطلاعاتی مربوطه جمع‌آوری می‌شوند.
- ۲- سپس معیارهای مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده بر اساس روش‌ها و فرمول‌های معرفی شده برای هر یک از آنها، محاسبه می‌شوند.
- ۳- در مرحله بعدی پارامترهای مدل با استفاده از روش رگرسیونی برای هر فرضیه برآورد می‌شوند.
- ۴- پس از برازش رگرسیون مورد آزمون، نتایج به دست آمده با نتایج مورد انتظار مقایسه شده و بر اساس آن فرضیه‌های تحقیق رد یا تایید خواهند شد.
- ۵- در پایان علت رد یا تایید فرضیه‌ها مورد واکاوی قرار گرفته و پس از نتیجه‌گیری پیشنهادات مقتضی برای استفاده کنندگان از این تحقیق و همچنین برای تحقیقات آتی ارائه خواهد گردید.

### ۳-۳. فرضیه های تحقیق

فرضیه بیان فرضی رابطه ای بین دو یا چند متغیر است. فرضیه همیشه به صورت جمله های خبری هستند و متغیرها را به صورت کلی یا اختصاصی به متغیرهای دیگر مربوط می سازند (خاکی، ۱۳۸۴). فرضیه های مطرح شده که در این تحقیق به دنبال آزمون آن ها هستیم عبارتند از:

**فرضیه (۱):** بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه (۲):** بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه (۳):** بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد..

**فرضیه (۴):** بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

### ۳-۴. متغیرهای پژوهش

متغیر شامل هر چیزی است که بتواند ارزش‌های گوناگون و متفاوت بپذیرد این ارزش‌ها می‌تواند در زمان‌های مختلف برای یک شخص یا یک چیز متفاوت باشد یا اینکه در زمان برای اشخاص یا چیزهای مختلف تفاوت داشته باشد (سکاران، ۱۳۸۴)

مهمترین و مفیدترین راه برای طبقه بندی متغیرها و نقشی که پژوهش به عهده دارند تقسیم آنها به سه نوع مستقل، وابسته و کنترلی است، متغیر مستقل توسط پژوهشگر اندازه‌گیری، دستکاری یا انتخاب می‌شود تا تاثیر یا رابطه آن با حذف اثر متغیرهای کنترلی با متغیر دیگری وابسته اندازه‌گیری شود.

تعریف عملیاتی متغیرهای وابسته:

بازده واقعی سهام: (R)

ما برای محاسبه دقیق بازده از شاخص بازده نقدی و قیمت که از پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار به دست آمده است استفاده کردیم و سپس از رابطه ذیل بازده هر شرکت برای هر سال محاسبه گردید.

(۲-۵)

$$R_{it} = \frac{TDP_{it} - TDP_{it-1}}{TDP_{it-1}}$$

که در آن:

$TDP_{it}$  = شاخص بازده نقدی و قیمت در پایان سال  $t$  برای شرکت  $i$  می‌باشد.

$TDP_{it-1}$  = شاخص بازده نقدی و قیمت در ابتدای سال  $t$  برای شرکت  $i$  می‌باشد.

تعریف عملیاتی متغیرهای مستقل:

الف (سود هر سهم) (EPS)

سود هر سهم، سود تعلق یافته به هر سهم عادی را نشان داده و یکی از با اهمیت ترین مقیاس های ارزیابی سودآوری مؤسسات تجاری محسوب می شود. در مورد شرکتهای نمونه سود هر سهم از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$EPS_{i,t} =$$

در این رابطه داریم:

$E_{it}$  = سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$

$N_{it}$  = تعداد سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

در اینجا برای همگن شدن داده ها در محاسبه شاخص فوق ، سود هر سهم بر قیمت ابتدای دوره تقسیم می شود.

(ب) جریان وجه نقد عملیاتی دوره ی آتی: (Future OCF)

جریان های نقدی عملیاتی آتی مجموع جریان های نقدی عملیاتی سه سال آتی برای سال  $t$  می باشد. لازم به ذکر است که جریان های نقدی عملیاتی طبق استانداردهای بین المللی تعدیل شده است. در اینجا برای همگن شدن داده ها جریان های نقدی عملیاتی تعدیل شده بر ارزش بازار شرکت در ابتدای دوره تقسیم می شود .

(ج) اقلام تعهدی حسابداری دوره ی آتی (Future ACCR)

اقلام تعهدی آتی مجموع اقلام تعهدی سه سال آتی برای سال  $t$  میباشد. فرمول محاسبه اقلام تعهدی به شرح زیر میباشد:

(۶-۲)

$$ACC_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

در رابطه فوق داریم:

$$NI_{it} = \text{سود عملیاتی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$CFO_{it} = \text{جریان نقد عملیاتی شرکت } i \text{ در سال } t$$

در اینجا برای همگن شدن داده ها، سود تعهدی بر ارزش بازار ابتدای دوره شرکت تقسیم می شود.

د (درجه عدم کارایی بازار (D)

برای محاسبه اندازه ناکارایی بازار از روش و متدلوژی هو و ماسکویتز (2005) استفاده شده است. برای این منظور از دو رگرسیون استفاده شده است، در رگرسیون اول بازده هفتگی هر شرکت بر روی بازده بازار در همان هفته و ۴ بازده تاخیری بازار رگرس می شود و در رگرسیون دوم بازده هفتگی هر شرکت تنها بر روی بازده بازار همان هفته رگرس می شود. دو رگرسیون مذکور به شرح زیر می باشند.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + i(-n) R_{m,t-n} + \epsilon_{i,t} \quad (۷-۲)$$

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (۸-۲)$$

$r_{i,t}$ : بازده شرکت  $i$  در هفته  $t$

$R_{m,t}$ : بازده بازار در هفته  $t$

$R_{m,t-n}$ : بازده بازار در هفته  $t-n$

برای هر سال میزان تأخیر قیمتی هر شرکت با استفاده از مدل های (1) و (2) محاسبه می شود که رابطه آن به صورت زیر است:

(۹-۲)

$$0 < D < 1 \quad D = 1 - \frac{LO_{it} + O_{it}}{TA_{it}}$$

تعریف عملیاتی متغیر های کنترلی :

الف (فرصتهای رشد) نسبت مبلغ دفتری به ارزش بازار (BM)

ارزش دفتری سرمایه در پایان سال مالی  $t$  نسبت به ارزش بازار سرمایه در پایان همان سال است. ارزش دفتری سرمایه، برابر جمع دارایی ها منهای جمع بدهی ها و ارزش بازار آن برابر حاصل ضرب قیمت پایان سال  $t$  سهام شرکت ادر تعداد سهام آن در پایان سال  $t$  بدست می آید

(۱۰-۲)

$$BM_{it} = \frac{B_{it}}{MV_{it}}$$

که در آن:

-  $B_{it}$  ارزش دفتری سرمایه شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،

-  $MV_{it}$  ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،

ب (اندازه شرکت): (Size)

برای محاسبه متغیر اندازه شرکت، شاخص های فراوانی وجود دارد که از جمله آن ها می توان به لگاریتم ارزش بازار، لگاریتم خالص دارایی ها، لگاریتم ارزش دفتری و ... اشاره کرد. در این تحقیق از لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال به عنوان شاخص اندازه شرکت، استفاده شده است، زیرا یک معیار کلی است که در بازار به دست آمده است و بر مبنای ارزش های جاری است و نه ارزش های تاریخی.

ج) ریسک سیستماتیک ( $\beta$ )

بتا نماینده ریسک سیستماتیک می باشد. این عدد برای هر شرکت با استفاده از مدل بازار برای ابتدای سال برآورد بازده، محاسبه گردید. برای تخمین بتا از بازده های مربوط به 36 ماه گذشته شرکت و بازده بازار با توجه به شاخص کل استفاده شده است.

(۱۱-۲)

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_{it} R_{Mt} + \varepsilon_T$$

که در آن:

$R_{Mt}$  = بیانگر بازده کل بازار برای دوره ی  $t$  می باشد .

#### د) ثبات سود

برای سنجش سودهای باثبات مطابق روش لندهلم و میرز (۲۰۰۲) از فرول زیر استفاده شده است:

Persist =

#### ۳-۵. قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی: تحقیق، بحث در مورد تاثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سود می باشد.

قلمرو مکانی: قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

قلمرو زمانی: پژوهش حاضر از نظر قلمرو زمانی این تحقیق شامل سالهای 1387 تا 1392 می باشد .

#### ۳-۶. جامعه آماری و نمونه گیری

یک جامعه آماری عبارت است از مجموعه‌ای از افراد یا واحدها که دارای حداقل یک صفت مشترک باشند . صفت مشترک صفتی است که بین همه عناصر جامعه آماری مشترک و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع باشد (آذر، مومنی، ۱۳۸۳) صرف نظر از اینکه استفاده از چه روش آمار استنباطی مورد نظر است، قدرت آن روش بستگی به روشی دارد که برای انتخاب نمونه بکار می رود . در صورتی که نمونه، نماینده واقعی جامعه نباشد یا به عبارتی دارای اریب باشد، پیش بینی صحیح و دقیق درباره پارامترهای جامعه امکان پذیر نخواهد بود . برای انتخاب نمونه ی آماری مناسب که یک نماینده ی مناسب برای جامعه آماری مورد نظر باشد، در ابتدا شرکت های موجود در جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند و سپس با توجه به یک سری محدودیت ها و قیدهای معین که لازمه انجام تحقیق بود، تعدادی از شرکت ها حذف و مطالعه بر روی شرکت های باقیمانده صورت گرفت . بنابراین، می توان گفت دلایل انتخاب شرکت ها از بورس اوراق بهادار تهران به شرح موارد زیر است :

- دسترسی به اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آسان تر است . به خصوص که برخی از اطلاعات به صورت بانک های اطلاعاتی بر روی لوح های فشرده موجودند .

- با توجه به اینکه اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تحت بررسی و نظارت قرار می گیرد، به نظر می رسد اطلاعات مندرج در صورت های مالی این شرکت ها از کیفیت بیشتری برخوردار است .

• با توجه به لازم الاجراء بودن ضوابط، مقررات و استانداردهای حسابداری مالی در تهیه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، به نظر می‌رسد اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی این شرکت‌ها همگن‌تر بوده و قابلیت مقایسه بیشتری داشته باشند.

روش نمونه‌گیری تصادفی خواهد بود. البته از روش نمونه‌گیری حذفی نیز استفاده خواهد شد. به این صورت که شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های مورد نظر باشند انتخاب میشوند و داده‌های پرت حذف می‌شوند.

### ۳-۷. مدل تحقیق

در این تحقیق از چهار مدل برای سنجش هر یک از 4 فرضیه بشرح ذیل استفاده می‌شود:

مدل اول در ارتباط با فرضیه ۱ بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد بشرح ذیل می‌باشد:

مدل دوم در ارتباط با فرضیه ۲ بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد بشرح ذیل می‌باشد:

مدل سوم در ارتباط با فرضیه ۳ بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد بشرح ذیل می‌باشد:

مدل چهارم در ارتباط با فرضیه ۴ بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد بشرح ذیل می‌باشد:

### ۳-۸. روش و ابزار گردآوری داده‌ها

پیشینه پژوهش و مبانی نظری پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات، بررسی و جستجو در سایت‌ها و تالیفات و گردآوری اطلاعات برای آزمون فرضیه‌ها در چارچوب استقرایی صورت گرفته است. گردآوری اطلاعات این پژوهش از صورتهای مالی اساسی، اسناد و مدارک شرکتها انجام شده است.

### ۳-۹. روش‌های تجزیه و تحلیل آماری

تجزیه و تحلیل به عنوان فرایندی از روش علمی، یکی از پایه‌های اساسی هر تحقیق است. به طور کلی، تجزیه و تحلیل عبارت از روشی است که از طریق آن کل فرآیند تحقیق به سوی یک نتیجه هدایت می‌شود. روش مورد نظر برای انجام این تحقیق، روش شبه تجربی می‌باشد. مراحل کلی تحقیق به این

صورت می باشد که در ابتدا جامعه آماری تحقیق که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۲ در بورس فعال بوده اند، مورد بررسی قرار گرفتند. سپس شرکت هایی که ویژگی های مورد نظر را برای انجام این تحقیق نداشتند، حذف گردیدند و در نهایت شرکت های باقیمانده به عنوان نمونه ی تحقیق انتخاب شد. پس از آن متغیرهای مورد نظر تحقیق از نرم افزار تدبیرپرداز، سایت بورس اوراق بهادار تهران و صورت های مالی شرکت های باقیمانده استخراج و در نهایت فرضیات تحقیق که چهار مورد می باشند مورد آزمون قرار گرفت.

تحقیق حاضر از نظر آماری نوعی تحقیق همبستگی است که برای آزمون فرضیات از روش تحلیل رگرسیون استفاده می کند. در این تحقیق از برازش ۴ مدل رگرسیونی چندگانه جهت بررسی فرضیات استفاده می شود که در این مرحله مدل های رگرسیونی برازش شده، ضرایب تعیین محاسبه و آزمون های معنی داری تک تک متغیرهای مستقل مدل ها انجام می شوند. ضریب تعیین تعدیل شده ( $2R$ )، درصد یا نسبتی از تغییرات متغیر وابسته است که بوسیله ی رگرسیون توضیح داده می شود. در مرحله ی دیگری از برازش مدل ها نیز با استفاده از آزمون های آماری به بررسی صحت فرضیات زیربنایی که عبارتند از همگنی واریانس، نرمال بودن و استقلال باقیمانده ها پرداخته ایم.

(۱) آمار توصیفی.

(۲) آمار استنباطی.

در بخش آمار توصیفی این تحقیق آن چه هست توصیف و تفسیر شده و کانون توجه محقق شرایط یا روابط موجود، عقاید متداول، فرآیندهای جاری، آثار مشهود و یا روندهای در حال گسترش می باشد. لذا به بررسی توصیفی مشاهدات صورت گرفته از متغیرهای تحقیق در این بخش پرداخته می شود. در صورتی که برای اجرای آمار استنباطی فرض های اساسی رگرسیون بشرح ذیل بر قرار باشد امکان اجرای مدل رگرسیون چندگانه وجود داشته و لذا به آزمون فرضیات تحقیق می پردازیم.

### ۳-۹-۱. آزمون K-S کولموگروف اسمیرنوف

قبل از هر گونه آزمونی که با فرض نرمال بودن داده ها صورت می گیرد باید آزمون نرمال بودن صورت گیرد. برای اطمینان از نرمال بودن داده از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده می گردد. در این آزمون دو اصل مورد بررسی قرار می گیرد. اول اینکه آیا میانگین مساوی صفر است؛ به علت تصادفی بودن میتوان این فرض را به صورت نوشت. معنی این فرض آن است که، عوامل تشکیل دهنده ی خطاها، اثرات مثبت و منفی خود را طوری برجا میگذارند که متوسط مقادیر جمله ی خطاها برابر صفر شود. و دوم اینکه واریانس جملات خطاها همگی برابر عدد ثابتی مانند باشند؛ یعنی. مفروضات فوق بدین

معنی است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال باشد. به نحوی که پراکندگی آن در مجاورت میانگین، حداکثر بوده و هرچه از میانگین دورتر شویم در سمت راست و چپ آن به یک نسبت کاهش یابد. در نتیجه شکل توزیع زنگوله‌های شکل است.

### ۳-۹-۲. آزمون D-W دورین واتسون

این آزمون برای بررسی این می باشد که نشان دهیم جملات خطاها در مشاهدات مختلف ناهمبسته‌اند. اگر این فرض نقض شود با مسئله‌های موسوم به خودهمبستگی مواجه خواهیم بود. به طور کلی هر گاه از نظم خاصی پیروی کنند، فرض ناهمبسته بودن آنها نقض شده، خودهمبستگی مثبت، منفی یا تلفیقی از خودهمبستگی مثبت و منفی وجود خواهد داشت.

### ۳-۹-۳. آزمون استقلال خطاها از متغیر مستقل

جملات خطاها مستقل از متغیر مستقل هستند، یعنی است. در صورت نقض این فرض، مطالعه‌ی دقیق اثرات  $X$  بر روی  $Y$  امکان پذیر نخواهد بود زیرا نیز روی اثر می گذارد.

### ۳-۹-۴. آزمون برازش مدل

گاه حتی اگر معیار برازش کلی مدل بیانگر ساختاری قابل قبول باشد، برآورد پارامترهای منفرد در یک مدل می تواند فاقد معنا و مفهوم باشد. بنابراین تفسیر پارامترها در تحلیل هر مدل موضوعی با اهمیت است.

### ۳-۹-۵. آزمون VIF

فرض دیگر که فقط مختص مدل رگرسیون چند متغیره است آن است که باید تعداد مشاهدات بر تعداد پارامترها فزونی داشته باشد و بین متغیرهای مستقل رابطه‌ی خطی کامل وجود نداشته باشد. این فرض شرط لازم برای حصول جواب معادلات نرمال و برآورد ضرایب رگرسیون چند متغیره است. در هر حال این فرض دال بر عدم وجود هم خطی کامل خواهد بود. آزمون VIF شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می کند. در واقع یک شاخص معرفی می گردد که بیان میدارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است.

### ۳-۹-۶. آزمون تحلیل رگرسیون

یک مدل داده‌های رگرسیون چندگانه حاوی اطلاعاتی در زمان و مکان است که شامل  $N$  مؤلفه در  $T$  دوره زمانی است. اجرای رگرسیون چندگانه و نیز پیش فرض های فوق در نرم افزار SPSS انجام می شود. مدل رگرسیون چند گانه با استفاده از داده های تلفیقی به بررسی وجود رابطه بین متغیرهای تحقیق می پردازد.

### ۳-۱۰. خلاصه فصل

در این فصل ابتدا ضمن بیان خلاصه ای در خصوص روش تحقیق و روش شناسی تحقیق به بررسی فرضیه های تحقیق و نیز متغیر های مرتبط با این فرضیات پرداخته شد و شاخص ها و نیز مدل نهایی آزمون مورد بررسی قرار گرفت. در ادامه آماره های آماری مورد استفاده در تحقیق نیز معرفی شده اند.

## فصل چهارم

### تجزیه و تحلیل داده ها

داده‌ها و اطلاعات جمع‌آوری شده، منابعی خام هستند که باید با وسایل مناسب تجزیه و تحلیل و تشریح شده تا بتوانند بار کاربردی اطلاعاتی خود را منتقل نمایند. در واقع یکی از مهمترین مراحل هر تحقیق علمی تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده است. پژوهشگر پس از این که روش تحقیق خود را مشخص کرد و با استفاده از ابزارهای مناسب، داده‌های مورد نیاز را برای فرضیه‌های خود جمع‌آوری کرد، اکنون نوبت آن است که با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسب که به روش تحقیق، نوع متغیرها و ... بستگی دارد، داده‌های جمع‌آوری شده را دستهبندی و تجزیه و تحلیل نماید و در نهایت فرضیه‌هایی را که تا این مرحله او را در تحقیق هدایت کرده‌اند، در بوطه آزمون قرار دهد و سرانجام بتواند راه حل و پاسخی برای پرسش تحقیق بیابد. پیوند دادن موضوع تحقیق به رشته‌های از اطلاعات موجود مستلزم اندیشه‌های خلاق است؛ معمولاً موضوعی به ذهن محقق خطور می‌کند که یافتن منابع داده‌های موجود برای بررسی آن مستلزم خلاقیت ذهنی محقق است؛ در ضمن آرایش و تنظیم داده‌ها نیز مستلزم خلاقیت است. فرایند تجزیه و تحلیل داده‌ها فرایندی چند مرحله‌ای است که از طریق به‌کارگیری ابزارهای جمع‌آوری در جامعه (نمونه آماری فراهم آمده‌اند تا زمینه برقراری انواع تحلیل‌ها و ارتباطها بین این داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق فراهم آید. تجزیه و تحلیل اطلاعات به عنوان مرحله‌ای علمی از پایه‌های اساسی هر پژوهش علمی به شمار می‌رود که به وسیله آن کلیه فعالیت‌های پژوهش تا رسیدن به نتیجه، کنترل و هدایت می‌شود. در این فصل نیز به توصیف داده‌های پژوهشی و تجزیه و تحلیل داده‌هایی گردآوری شده اند، پرداخته خواهد شد و سپس به هر یک از فرضیات پاسخ داده می‌شود.

#### ۴-۲. الگوی فعالیت و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری

تجزیه و تحلیل عبارت از روشی است که از طریق آن کل فرآیند تحقیق به سوی یک نتیجه هدایت می‌شود. برای این منظور از فنون آماری توصیفی و استنباطی استفاده شده است. با استفاده از این آمار توصیفی شاخص‌های آماری اطلاعات گردآوری شده، محاسبه و با استفاده از ابزارهای نمودار جدولی و نمودار گرافیکی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. از فنون استنباطی نیز برای آزمون فرضیه‌ها و رسیدن به پاسخ سؤالات بر اساس احتمال استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌های این تحقیق و آزمون فرضیات آن توسط نرم افزار Excel و SPSS انجام شده است. به این ترتیب که اطلاعات فراهم شده توسط پایگاه‌های اطلاعاتی در نرم افزار Excel دسته‌بندی و مرتب سازی شده و در نرم افزار SPSS تجزیه و تحلیل آماری می‌شوند و آزمون‌های آماری مورد نظر جهت تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه و آزمون‌های مربوط به آن مورد بررسی و اجرا قرار می‌گیرند.

#### ۴-۳. برآورد تجربی

تجزیه و تحلیل داده‌ها برای بررسی صحت و سقم فرضیه‌ها برای هر نوع تحقیق از اهمیت خاصی برخوردار است. امروزه در بیشتر تحقیقاتی که متکی بر اطلاعات جمع‌آوری شده می‌باشد، تجزیه و تحلیل اطلاعات از اصلی‌ترین و مهمترین بخش‌های تحقیق محسوب می‌شود. داده‌های خام با استفاده از فنون آماری، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و پس از پردازش به شکل اطلاعات در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرند. محقق برای تجزیه و تحلیل آماری و پاسخگویی به مسئله تدوین شده و تصمیم‌گیری در رد یا تأیید فرضیه‌ای که صورتبندی کرده است، می‌تواند از روش‌های مختلفی استفاده نماید. استفاده از هر یک از این روش‌ها منوط به شرایطی است که محقق باید آنها را در رابطه با تحقیق خود مورد توجه قرار دهد. این روش‌ها را میتوان به دو دسته تقسیم نمود:

- آمار توصیفی
- آمار استنباطی

بر این اساس، در قسمت آمار توصیفی و با توجه به داده‌های جمع‌آوری شده، ابتدا متغیرهای تحقیق به صورت توصیفی و در قالب جداول و نمودارهای توصیفی تشریح می‌گردند و سپس به تجزیه و تحلیل فرضیات تحقیق و آزمون آماری در قسمت آمار استنباطی پرداخته میشود.

#### ۴-۳-۱. آمار توصیفی توصیف داده‌ها

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌های که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شوند. همچنین توصیف آماری داده‌ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آنها و پایهای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود.

همان‌طور که در فصل قبل تشریح شد، تحقیق حاضر در رابطه با تاثیر عدم کارایی احتمالی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ صورت گرفته است. به عبارتی، کارایی به عنوان عوامل و ابعاد اصلی بازدهی سهام در نظر گرفته شد و نقش عوامل مربوط به سودآوری جاری و آتی در شرایط مختلف کارایی بازار مورد ارزیابی قرار گرفته است. بر این اساس، در این قسمت متغیرهای تحقیق در قالب جداول و نمودارهای توصیفی، تشریح می‌گردد.

۴-۳-۱-۱. متغیر های مورد بررسی

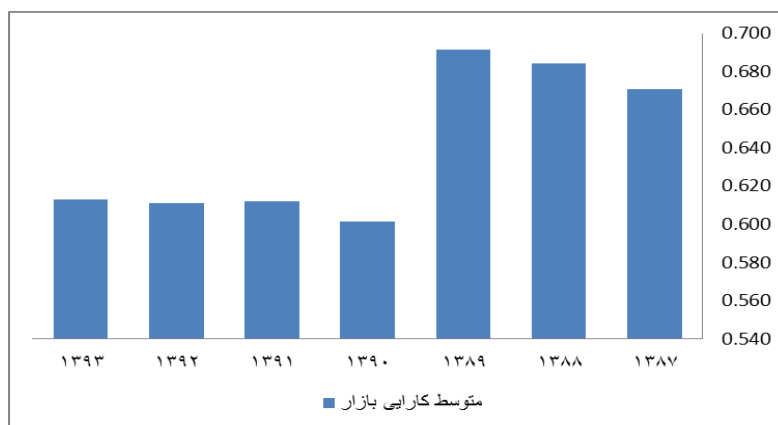
در مجموع در این مطالعه اطلاعات آماری مربوط به متغیر های مستقل و وابسته مربوط به دوره 7 ساله مورد مطالعه منتهی به سال ۹۳ در نظر گرفته شد که داده های جمع آوری شده بشرح جدول ذیل می باشند:

جدول ۴-۱. داده های تحقیق (منبع: محقق)

متغیر	مینیمم	ماکزیمم	میانگین	چولگی	انحراف معیار
Rit	-0.053	3.911	0.231	-0.053	1.202
EPS	-2978.272	7792.800	965.311	2.321	1220.950
Size	3.662	7.414	5.496	0.265	0.681
BM	0.008	13.131	0.444	10.043	0.906
Beta	-0.278	6.117	0.184	6.580	0.558
Persist	0.000	5.063	2.834	-0.718	1.007
D	0.155	0.979	0.640	-0.376	0.160
EPS t+1	-2978.272	7870.347	884.434	2.507	1179.365
Future OCF	0.000	0.717	0.103	1.781	0.149
ACC	-6.436	0.666	0.028	-6.545	0.525
D*EPSt+1	-1301.333	4526.504	529.313	2.353	690.742
D*EPSt	-1272.976	7010.642	576.152	2.755	740.213
D*Future OCF	0.000	0.641	0.065	2.149	0.102
D*ACC	-4.763	0.593	0.017	-7.044	0.364

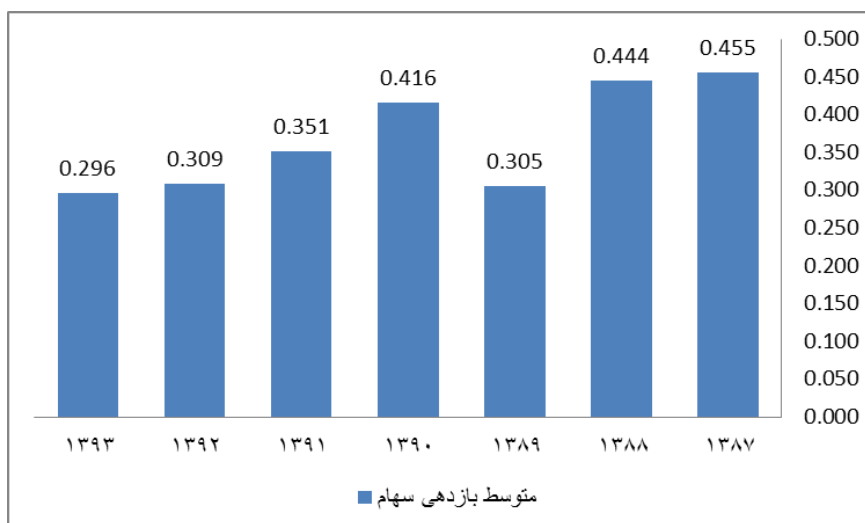
#### ۴-۳-۱-۲. نمودار متغیر های مورد بررسی

آمار مربوط به متغیر های تحقیق که بطور خلاصه در جدول فوق گزارش شده بشرح نمودار ذیل می باشد:



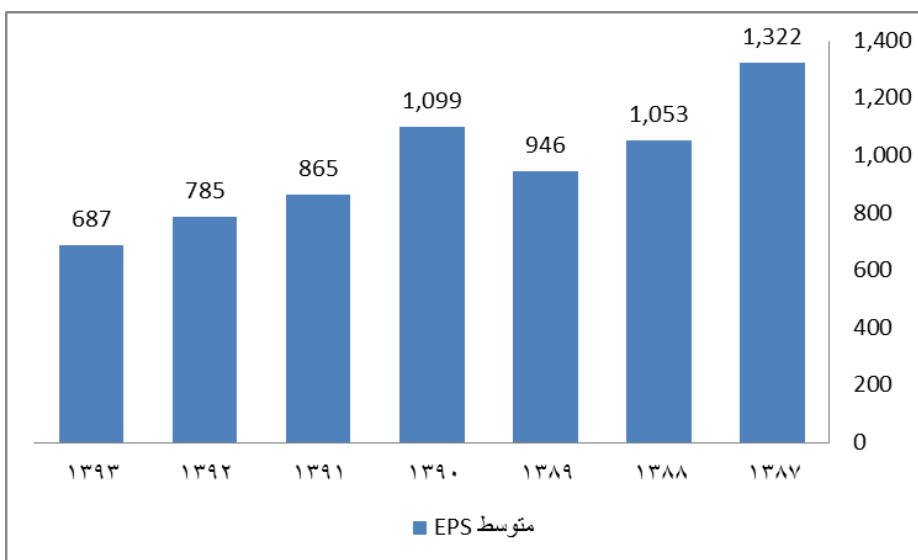
نمودار ۴-۱-۱. کارایی بازار

همانطور که از نمودار فوق پیداست متوسط کارایی سهام از سال ۹۰ به بعد افت شدیدی یافته و تقریباً در رنج با ثباتی ایستاده است. نوسانات شدید در این سال را می توان همزمان با آغاز دور جدیدی در بازار سرمایه کشور و نیز تحولات فضای سیاسی کشور دانست که پس از آن از کارایی بازار کاسته شد. همچنین در طی این سالها با بزرگتر شدن بازار سرمایه کشور و ورود سهام شرکتهای جدید شاهد حضور چشمگیر سهامداران جدید بوده ایم که از ابزارهای متوعی برای کسب اطلاعات پیش از انتشار استفاده نموده اند.



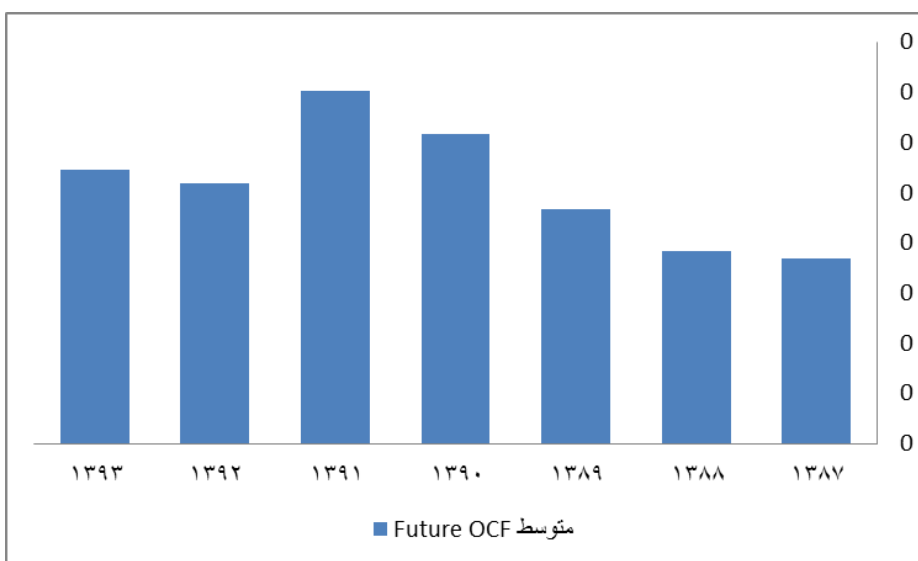
نمودار ۴-۲. بازدهی سهام

همانطور که از نمودار فوق پیداست روند متوسط بازدهی سهام در بین شرکتهای مورد بررسی همراه با نوسانات شدیدی بوده ولی مشخص می باشد که از سال ۹۰ و پس از رشد بی سابقه در بازدهی سهام، روند نزولی در بازدهی سهام آغاز شده و متوسط بازدهی افراد کمی با کاهش روبرو شده است. از دلایل رشد بازدهی در سال ۹۰ نسبت به سال پیش از آن را می توان رشد بازدهی کل بازار سرمایه بر اساس حباب قیمتی سال ۹۰ دانست که در سال پس از آن با آغاز روند نزولی در متوسط بازدهی سهام شرکتهای مورد بررسی می توان آن را بخوبی تشخیص داد. همچنین در سال ۹۰ افزایش عرضه اولیه سهام) که به ذات بازدهی بالایی را برای سهامداران خود رقم می زند (شاهد چنین روند افزایشی در بازار سرمایه بوده ایم.



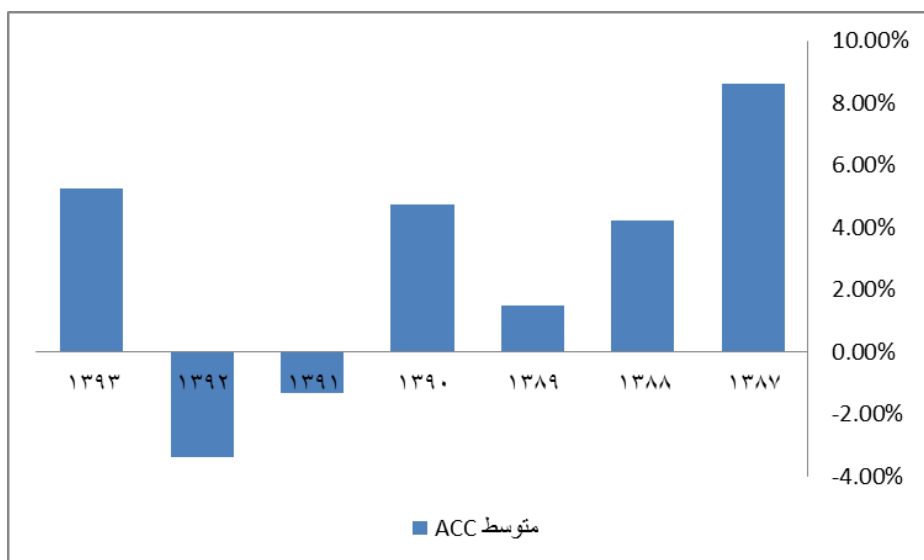
نمودار ۳-۴. EPS

نمودار متوسط عملکرد شرکت‌های مورد بررسی را می‌توان در متوسط سود هر سهم شرکتها مشاهده نمود. در این نمودار بر خلاف نمودارهای پیشین شاهد روند تقریباً نزولی در متوسط سود بوده ایم که از دلایل این رخداد می‌توان به شرایط رکود تورمی آن سالها و بالطبع کاهش در سودآوری شرکتها اشاره نمود.



نمودار ۴-۴. جریان وجه نقد عملیاتی دوره ی آتی

همانطور که از نمودار فوق پیداست متوسط جریان وجه نقد عملیاتی شرکت‌های مورد بررسی در بازار سرمایه کشور در طی سالهای ۸۷ تا ۹۱ روندی صعودی را در پیش گرفته و پس از آن با کاهش، به روند با ثباتی رسیده است. از جمله دلایل رشد نقدینگی شرکتها در طی این سالها را می‌توان شرایط تورمی و بالطبع نیاز به نقدینگی بیشتر توسط شرکت‌های مورد بررسی دانست.



نمودار ۴-۵. اقلام تعهدی حسابداری دوره ی آتی

نمودار فوق نشان می دهد که در خصوص اقلام تعهدی حسابداری نمی توان روند بخصوصی در بین شرکتهای مورد بررسی مشاهده نمود که از دلایل آن اتخاذ استراتژی فروش اعتباری بخصوص در طی سالهای رکودی می باشد.

#### ۴-۳-۲. آمار استنباطی

بعد از بررسی نمونه آماری مورد بررسی در قالب آمار توصیفی، در این قسمت به تجزیه و تحلیل دادههای جمعآوری شده بر آزمونهای آماری مختلف پرداخته میشود. آزمونهای آمار استنباطی مورد استفاده، کاربرد هر یک از این آزمونها و بسته نرمافزاری مورد استفاده برای هر یک از آزمونهای آماری مورد استفاده در جدول زیر خلاصه شده است. در ادامه هر یک از این آزمونها و تحلیل مربوط به هر یک تشریح میگردد.

جدول ۴-۲. آزمونهای آماری مورد استفاده و کاربرد هر یک (منبع: محقق)

نرم افزار	کاربرد	آزمونهای مورد استفاده	ردیف
SPSS	بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها	کلموگروف - اسمیرنوف تک نمونهای (K-S)	1
SPSS	آزمون استقلال خطاها	دوربین واتسون	2
SPSS	آزمون ناهمسانی واریانسها	آزمون وایت	3
SPSS	آزمون فرضیات تحقیق	آزمون رگرسیون چند گانه	4

#### ۴-۳-۲-۱. پیش فرضهای کلاسیک رگرسیون

قبل از برآزش مدل‌های رگرسیون و آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از رگرسیون، ابتدا لازم است مفروضات و پیشفرضهای اصلی رگرسیون خطی مورد آزمون قرار گیرد. در صورت برقراری و معنیداری این پیشفرضها، میتوان از رگرسیون جهت آزمون فرضیات تحقیق استفاده کرد. اصلترین این پیش فرضهای کلاسیک رگرسیون نرمال بودن توزیع متغیرها، استقلال خطاها و ناهمسانی واریانسهای معادلات رگرسیون است که در ادامه به آنها پرداخته میشود.

#### ۴-۳-۲-۲. بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها (کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) تک نمونهای)

یکی از پیش فرضهای اصلی استفاده از آمار پارامتری و رگرسیون، نرمال بودن توزیع است. برای بررسی نرمال بودن توزیع می‌توان از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف تک نمونهای استفاده کرد که نتایج این آزمون برای تمامی متغیرهای تحقیق در ادامه آورده شده است. جهت آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده می‌شود. بر این اساس فرضهای صفر و یک برای هر یک از متغیرها به صورت زیر در نظر گرفته میشود.

$H_0$ : دادهها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.

$H_1$ : دادهها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند.

اگر مقدار سطح معنیداری بزرگ‌تر از مقدار خطا باشد، فرض صفر (یعنی نرمال بودن توزیع) را نتیجه می‌گیریم و در صورتی که مقدار سطح معنیداری کوچک‌تر از خطا باشد، فرض یک (یعنی غیر نرمال بودن توزیع) را نتیجه می‌گیریم. نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای هر یک از متغیرهای تحقیق در جدول 9 نشان داده شده است. چون مقدار سطح معنیداری برای تمامی متغیرها بزرگ‌تر از 0/05 است پس فرض صفر یعنی نرمال بودن توزیع این متغیرها با سطح اطمینان 95 درصد تأیید می‌شود.

جدول ۴-۳. نتایج آزمون K-S برای آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق (منبع: محقق)

نتیجه	تأیید فرضیه	مقدار خطا	سطح معنی داری (sig)	متغیر
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	880/0	Rit
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	120/0	D*EPSt+1
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	124/0	D*EPSt
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	590/0	D*Future OCF
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	205/0	D*ACC
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	154/0	Size
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	238/0	MB
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	135/0	Beta
نرمال است	H <sub>0</sub>	۰/۰۵	542/0	Persist

با توجه به این که آزمون K-S نشان داد که توزیع مربوط به تمامی متغیرها نرمال است، می‌توان از آزمون‌های پارامتری از جمله رگرسیون جهت تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات تحقیق استفاده کرد. در صورتی که توزیع متغیرها نرمال نبود، باید از آزمون‌های ناپارامتری جهت سنجش فرضیات تحقیق استفاده میشد.

#### ۴-۳-۲-۳. آزمون استقلال خطاها (دوربین واتسون)

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر است، استقلال خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیشبینی شده توسط معادله رگرسیون از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین-واتسون استفاده میشود. آماره دوربین واتسون همبستگی سریالی بین باقیمانده خطاهای رگرسیون را آزمون می‌نماید. جدول زیر مقدار این آماره را برای دو مدل رگرسیونی (شامل فرضیات فرعی (مورد بررسی نشان میدهد. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون محاسبه شده مدل‌های رگرسیونی تحقیق حاضر بین مقدار ۵/۱ تا ۵/۲ قرار دارد، استقلال خطاها در هر دو مدل تایید می‌شود و میتوان از رگرسیون جهت آزمون فرضیات تحقیق استفاده کرد.

جدول ۴-۴. آزمون استقلال خطاها (منبع: محقق)

نتیجه	مقدار آماره	مدل
تایید	66/1	فرضیه 1: بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
تایید	94/1	فرضیه 2: بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
تایید	54/1	فرضیه 3: بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
تایید	75/1	فرضیه 4: بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴-۳-۲-۴. آزمون ناهمسانی واریانسها

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصادسنجی به آن برخورد میشود، موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانسهای نابرابر هستند. به منظور برآورد واریانس ناهمسانی در این تحقیق از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون به صورت جدول ذیل بیان شده است. نتایج نشان دهنده این است که آماره وایت مدل‌های اول تا چهارم در سطح خطای ۰.۰۵ معنی دار نیستند در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس در بین داده‌های مدل در سطح خطای ۰.۰۵ رد میشود. به همین دلیل می‌توان از مدل رگرسیونی استفاده کرد.

جدول ۴-۵. آزمون ناهمسانی واریانس (منبع: محقق)

نتیجه آزمون	P-value	آماره وایت	مدل رگرسیونی
عدم وجود ناهمسانی	087/0	892/4	مدل اول
عدم وجود ناهمسانی	095/0	681/4	مدل دوم
عدم وجود ناهمسانی	083/0	922/4	مدل سوم
عدم وجود ناهمسانی	098/0	565/4	مدل چهارم

حال که تمامی پیشفرضهای رگرسیون معیندار بودند میتوان از آزمون رگرسیون برای آزمون فرضیات تحقیق استفاده کرد.

#### ۴-۳-۲-۵- برآورد مدل رگرسیون چندگانه و بررسی فرضیات

رگرسیون خطی یکی از تکنیکهای پیچیده آماری برای دادههایی است که معمولاً در سطح سنجش فاصلهای میباشند. رگرسیون خطی به دو صورت رگرسیون خطی ساده و رگرسیون خطی چند متغیره مطرح میگردد. رگرسیون خطی ساده به پیشبینی مقدار یک متغیر وابسته بر اساس مقدار یک متغیر مستقل میپردازد. اما رگرسیون چند متغیره روشی است که برای تحلیل مشارکت جمعی و فردی دو یا چند متغیر مستقل در تغییرات یک متغیر وابسته. در تحقیقاتی مشابه تحقیق حاضر که بر پیشبینی یا تبیین ناظرند، تحلیل رگرسیون میتواند نقش بارزی ایفا کند. بر این اساس، در این قسمت جهت آزمون فرضیات تحقیق و تبیین نقش هر یک از پیشبینیهای سود آتی و جاری هر سهم و نیز جریان وجه نقد و اقلام تعهدی دوره آتی با ترکیب در میزان کارایی بازار به همراه متغیرهای کنترل، از تحلیل رگرسیون چندگانه استفاده شده است.

در ادامه به تحلیل هر یک از فرضیات به صورت جداگانه پرداخته میشود.

#### ۴-۳-۲-۶- بررسی مدل

فرضیه اول: بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۴-۶. نتایج آزمون فرضیه اول (منبع: محقق)

adj R <sup>2</sup>	(β <sub>5</sub> )	(β <sub>4</sub> )	(β <sub>3</sub> )	(β <sub>2</sub> )	(β <sub>1</sub> )	(α)	خصوصیت
0.22	- 0.01	0.016	0.063	0.295 *	0.374*	-	عملکرد سهام) بازده جاری سهام (متغیر وابسته است

معناداری در خطای 5% است .

فرضیات صفر و یک آماری مربوط به این فرضیه را میتوان زیر بیان کرد:

H0: میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه دارد.

H1: میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه ندارد.

نتایج حاصله از مدل رگرسیون چند گانه برای فرضیه فوق نشان می دهد که در بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق وجود دارد. بنابراین افزایش یا کاهش در محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در دوره مورد بررسی و در سطح اطمینان ۹۵٪، بازده جاری سهام تغییر می یابد و بنابراین فرضیه محقق مبنی بر وجود رابطه بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار تایید می گردد.

علاوه بر آزمون معنیدار بودن پارامترهای تخمینی خاص، میتوان قدرت توضیح کلی تمام رگرسیون را از طریق محاسبه ضریب تعیین بدست آورد که معمولاً با نشان داده می شود. ضریب تعیین درصد تغییرات متغیر وابسته را که به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است، میسنجد. تفاوت بین ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده میتواند ناشی از حجم نمونه و تعداد متغیرها باشد. در صورتی که حجم نمونه یا تعداد جامعه کوچک باشد، ضریب تعیین تعدیل شده برای تفسیر مناسبتر است. با بزرگ شدن حجم نمونه این دو ضریب به هم نزدیکتر میشوند .

با توجه به مقدار ضریب تعیین برابر با ۲۳٪ و ضریب تعیین تعدیل یافته برای این فرضیه برابر با ۲۲٪ است، می‌توان گفت در بازار سرمایه کشور، حدود ۲۲٪ تغییرات در بازده جاری سهام توسط متغیر سودهای آتی به همراه متغیرهای کنترلی مورد استفاده در تحقیق توضیح داده می‌شود.

در رابطه فوق ضریب زاویه سودهای آتی برابر با ۰.۳۷ است که با توجه به مثبت بودن این مقدار و توجه به فرمول محاسباتی آن) که رشد آن نشان از افزایش سودهای آتی بر اساس افزایش کارایی بازار و کاهش آن به کاهش سودهای آتی بر اساس کاهش کارایی بازار اشاره دارد) می‌توان گفت که هر یک واحد افزایش در شاخص سودهای آتی موجب افزایش ۳۷٪ واحدی در بازده جاری سهام می‌شود و همچنین کاهش یک واحدی آن موجب کاهش حدود ۳۷٪ واحدی در بازده جاری سهام می‌گردد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) با ضریب زاویه ۲۹٪ با بازده جاری سهام رابطه دارد و سایر متغیرها در این بررسی رابطه معنادار با بازده جاری سهام نداشته است.

فرضیه دوم: بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۴-۷. نتایج آزمون فرضیه دوم (منبع: محقق)

adj R <sup>2</sup>	(β <sub>5</sub> )	(β <sub>4</sub> )	(β <sub>3</sub> )	(β <sub>2</sub> )	(β <sub>1</sub> )	(α)	خصوصیت
0.26	-0.722	-0.015	0.062	0.229*	0.436*	-	عملکرد سهام) بازده جاری سهام (متغیر وابسته است

معناداری در خطای ۵٪ است.

فرضیات صفر و یک آماری مربوط به این فرضیه را میتوان زیر بیان کرد:

H0: میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه دارد.

H1: میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه ندارد.

نتایج حاصله از مدل رگرسیون چند گانه برای فرضیه فوق نشان می‌دهد که در بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق وجود دارد. بنابراین افزایش یا کاهش در محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در دوره مورد

بررسی و در سطح اطمینان ۹۵٪، بازده جاری سهام تغییر می یابد و بنابراین فرضیه محقق مبنی بر وجود رابطه بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار تایید می گردد.

با توجه به مقدار ضریب تعیین برابر با ۲۷٪ و ضریب تعیین تعدیل یافته برای این فرضیه برابر با ۲۶٪ است، می توان گفت در بازار سرمایه کشور، حدود ۲۶٪ تغییرات در بازده جاری سهام توسط متغیر سودهای جاری به همراه متغیرهای کنترلی مورد استفاده در تحقیق توضیح داده میشود.

در رابطه فوق ضریب زاویه سودهای جاری برابر با ۰.۴۴ است که با توجه به مثبت بودن این مقدار و توجه به فرمول محاسباتی آن) که رشد آن نشان از افزایش سود جاری هر سهم بر اساس افزایش کارایی بازار و کاهش آن به کاهش سود جاری هر سهم بر اساس کاهش کارایی بازار اشاره دارد (می توان گفت که هر یک واحد افزایش در شاخص سود جاری موجب افزایش ۴۴٪ واحدی در بازده جاری سهام می شود و همچنین کاهش یک واحدی آن موجب کاهش حدود ۴۴٪ واحدی در بازده جاری سهام می گردد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی در این فرضیه نیز تنها متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) با ضریب زاویه ۲۴٪ با بازده جاری سهام رابطه دارد و سایر متغیرها در این بررسی رابطه معنادار با بازده جاری سهام نداشته است.

فرضیه سوم: بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۴-۸ نتایج آزمون فرضیه سوم (منبع: محقق)

adj R <sup>2</sup>	β <sub>5</sub>	β <sub>4</sub>	β <sub>3</sub>	β <sub>2</sub>	β <sub>1</sub>	(α)	خصوصیت
0.19	0.076**	0.025	0.052	0.331*	0.099*-	-	عملکرد سهام) بازده جاری سهام (متغیر وابسته است

معناداری در خطای ۵٪ است.

\*\* معناداری در سطح خطای ۱۰٪ است

فرضیات صفر و یک آماری مربوط به این فرضیه را میتوان زیر بیان کرد:

H<sub>0</sub>: محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه دارد.

H1: محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه ندارد.

نتایج حاصله از مدل رگرسیون چند گانه برای فرضیه فوق نشان می دهد که در بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق وجود دارد. بنابراین افزایش یا کاهش در محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار در دوره مورد بررسی و در سطح اطمینان ۹۵٪، بازده جاری سهام تغییر می یابد و بنابراین فرضیه محقق مبنی بر وجود رابطه بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار تایید می گردد.

با توجه به مقدار ضریب تعیین برابر با ۲۵٪ و ضریب تعیین تعدیل یافته برای این فرضیه برابر با ۱۹٪ است، می توان گفت در بازار سرمایه کشور، حدود ۱۹٪ تغییرات در بازده جاری سهام توسط متغیر بخش نقدی سود مورد انتظار به همراه متغیرهای کنترل مورد استفاده در تحقیق توضیح داده میشود.

در رابطه فوق ضریب زاویه بخش نقدی سود مورد انتظار برابر با -0.1 است که با توجه به منفی بودن این مقدار و توجه به فرمول محاسباتی آن) که رشد آن نشان از افزایش بخش نقدی سود مورد انتظار بر اساس افزایش کارایی بازار و کاهش آن به کاهش بخش نقدی سود مورد انتظار بر اساس کاهش کارایی بازار اشاره دارد (می توان گفت که هر یک واحد افزایش در شاخص بخش نقدی سود مورد انتظار موجب کاهش ۱۰٪ واحدی در بازده جاری سهام می شود و همچنین کاهش یک واحدی آن موجب افزایش حدود ۱۰٪ واحدی در بازده جاری سهام می گردد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی در این فرضیه متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) با ضریب زاویه ۳۳٪ در سطح اطمینان ۹۵٪ و نیز شاخص ثبات سود (Persist) با ضریب زاویه ۸٪ در سطح اطمینان ۹۰۵٪ با بازده جاری سهام رابطه دارد و سایر متغیرها در این بررسی رابطه معنادار با بازده جاری سهام نداشته است.

فرضیه چهارم: بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۴-۹. نتایج آزمون فرضیه چهارم (منع: محقق)

adj R <sup>2</sup>	$\beta_5$	$\beta_4$	$\beta_3$	$\beta_2$	$\beta_1$	( $\alpha$ )	خصوصیت
0.18	0.054	0.028	0.083**	0.321*	0.022	-	عملکرد سهام) بازده جاری سهام (متغیر وابسته است

معناداری در خطای ۵٪ است.

\*\* معناداری در سطح خطای ۱۰٪ است

فرضیات صفر و یک آماری مربوط به این فرضیه را میتوان زیر بیان کرد:

**H0:** میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه دارد.

**H1:** میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه ندارد.

نتایج حاصله از مدل رگرسیون چند گانه برای فرضیه فوق نشان می دهد که در بررسی ارتباط بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق وجود ندارد. بنابراین افزایش یا کاهش در میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود در دوره مورد بررسی و در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیری بر بازده جاری سهام ندارد و بنابراین فرضیه محقق مبنی بر وجود رابطه بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رد می گردد.

با توجه به مقدار ضریب تعیین برابر با ۱۸٪ و ضریب تعیین تعدیل یافته برای این فرضیه برابر با ۱۹٪ است، می توان گفت در بازار سرمایه کشور تنها به واسطه متغیرهای نسبت ارزش دفتری به بازار و نیز متغیر اندازه شرکت، حدود ۱۹٪ تغییرات در بازده جاری سهام توضیح داده میشود. در این فرضیه متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) با ضریب زاویه ۳۲٪ در سطح اطمینان ۹۵٪ و متغیر اندازه شرکت با ضریب زاویه ۸۵ در سطح اطمینان ۹۰٪ با بازده جاری سهام رابطه دارند و سایر متغیرها در این بررسی رابطه معنادار با بازده جاری سهام نداشته اند.

#### ۴-۴. خلاصه فصل

در فصل آتی نتایج بدست آمده از تحلیل آماری داده های واقعی مورد بررسی مورد تجزیه و تحلیل مالی قرار می گیرند و تلاش می شود نتایج بدست آمده با نتایج تحقیقات دیگر و نیز نظریات موجود در این ارتباط مورد مقایسه و بررسی قرار گیرد.

**فصل پنجم**  
**نتیجه گیری و پیشنهادات**

از زمان پیدایش بازارهای سرمایه به شکل امروزی و افزایش مداوم تعداد فعالان این بازار و پیچیده تر گشتن مولفه های تاثیر گذار در آن، تلاش محققین مالی در جهت یافتن روشهای مناسب ارزشیابی اوراق بهادار و کشف چگونگی روند حرکتی این اوراق در بازارهای سرمایه متمرکز گشته است. تکنیک هایی که این محققین برای تخمین ارزش آتی شرکتها بکار برده اند نیز برگرفته از مشخصه های ترکیبی مختلف برای پیش بینی بازده آتی سهام شرکتها بوده است. در این رابطه سنجه های متعددی نیز جهت ارائه سیگنال در زمینه مولفه های تاثیر گذار بر ریسک شرکتها ارائه شده است، که از آنجمله می توان به سود پو جزیان نقدی پیش بینی شده توسط شرکت، سیاست تقسیم سود، حاکمیت شرکتی، اعتبار بانکهای سرمایه گذاری و ... اشاره نمود. این بررسی ها باعث شده تا گزارش های مالی و بخصوص پیش بینی های مربوط به بازده آتی شرکتها با توجه به تاثیر گذاری مولفه های مربوط به گزارشات منتشره بر سهام شرکتها، نسبت به گذشته از شفافیت بیشتری برخوردار گردند.

در این بین عامل کارایی بازار نقشی تعیین کننده در پیش بینی بازده سهام شرکتها و نیز اثر گذاری گزارشات مالی منتشره بر کسب بازدهی غیر نرمال بر عهده دارد. هر چه بازار کارتر باشد، به سرمایه گذاران این اطمینان را می دهد که همه آنها از اطلاعات مشابهی آگاهی دارند. بازار کارا، بازاری است که بازتاب دهنده آن اطلاعاتی است که در بازار موجود است و راهنمای سرمایه گذاران است. مفهوم بازار کارا بر این فرض استوار است که سرمایه گذاران در تصمیمات خرید و فروش خود تمامی اطلاعات مربوط را در قیمت سهام لحاظ خواهند کرد و قیمت سهام شاخص خوبی برای تعیین ارزش سرمایه گذاری است. از این رو نقش کارایی در اثر گذاری اطلاعات مهم گزارشات مالی منتشره و نیز میزان کارا بودن بازار در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفت.

کارایی بازار بر روی نقش اطلاعات در جریان های اقتصادی تاکید دارد و انگیزه های سرمایه گذاران در بازار سرمایه را در شناسایی مولفه های آن را نشان می دهد که با باز اندیشی و زیر سوال بردن یکی از فرض های نظریه رقابت کامل در بازار آغاز گردید. این فرض بر این اساس استوار است که تمام شرکت کنندگان در بازار، از تمام قیمتها و اطلاعات، آگاهی کامل دارند. از این رو تفاوت در قیمتها به سرعت از بین می رود و در سراسر بازار برای هر کالا تنها یک قیمت مطرح می شود (ایتون ۸۹، ۲۰۰۸). در این تحقیق تلاش می شود ضمن بررسی این موضوع در بازار سرمایه ایران، به اثر کارایی بر ارتباط بین اطلاعات منتشره و بازدهی سهام دست یابیم. در این فصل نتایج مرتبط با فرضیات تحقیق را ضمن مقایسه با تحقیقات پیشین بطور خلاصه مرور می کنیم. سپس به بیان محدودیت هایی که در طول تحقیق با آنها مواجه بودیم خواهیم

پرداخت. در نهایت پیشنهاداتی بدست آمده از نتایج تحقیق برای عملکرد آتی شرکتها ارائه کرده و همچنین پیشنهاداتی در رابطه با تحقیقات آتی ارائه شده و در نهایت با ارائه خلاصه ای از این فصل آن را به پایان می بریم.

## ۵-۲. مروری بر کلیات تحقیق

در این پژوهش تلاش شد که بر خلاف بسیاری از تحقیقات انجام شده در این زمینه که از عوامل پر هزینه و بدون کاربرد در بازارهای کارا، تشکیل شده اند، در تحقیقات مربوط به بررسی نوسانات قیمتی سهام شرکتها تغییر ایجاد کرده و با ارائه نتایج جدیدی یکی از عوامل مهم تاثیر گذار بر کسب بازدهی از محل سرمایه گذاری در سهام شرکتها مشخص گردد. علاوه بر این تحقیقاتی که پیش از این در ارتباط با کارایی بازار و تعیین شاخص های اصلی تاثیر گذار بر نوسانات قیمتهای آنها انجام گرفته اند در مسیری جداگانه نسبت به این تحقیق بوده اند بطوریکه تحقیقاتی چون الجانگویست<sup>۹۰</sup> (۱۹۷۵) که شواهدی از قیمت گذاری زیر ارزش در یک گستره از کشورهای اروپایی، آسیای منطقه پاسیفیک و کشورهای آمریکای لاتین و آمریکا را یافت و همچنین تحقیقاتی چون کندی و همکاران نیز که بیان نمودند شرکتها در آینده وضعیت بدتری به علت قیمت گذاری زیر ارزش پیدا می کنند و بسیاری از تحقیقات دیگری که دارای نتایج مشابه می باشند بر روی خنثی بودن اثر گذاری صورتهای مالی در گزارش های مالی شرکتها در بازارهای کارا و بالعکس در بازارهای ناکارا توجه نموده اند. این نتایج محقق را به بررسی بیشتر این موضوع در بازار سرمایه جلب نمود به طوری که تاثیر همزمانی که کارایی و اطلاعات منتشره جاری و نیز اطلاعات آتی در کسب بازدهی سهام خواهد داشت مورد بررسی قرار گرفت. از این رو در این تحقیق در بین شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران موضوع ارتباط بازدهی و سودهای جاری و آتی و نیز ارتباط بازدهی با سود نقدی و نیز سود تعهدی مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفت. همچنین در کنار بررسی موضوع اصلی تحقیق تلاش شده است با متغیرهای کنترلی مربوط به شرکت، اثرات مولفه های داخلی شرکت بر بازدهی سهام، به گونه ای روشن تر مشخص شود. از این رو در این فصل ابتدا نتایج بررسی فرضیات مشخص شده، سپس تحقیقاتی که تاکنون در موضوعات نزدیک به تحقیق در داخل و خارج از کشور انجام شده است به طور مختصر مورد مقایسه قرار خواهند گرفت و سپس پیشنهادات مربوطه ارائه خواهند شد.

## ۵-۲-۱. کارایی بازار

فاما و دیگران (۱۹۶۹) بازار کارا را بازاری تعریف کردند «که به سرعت با اطلاعات جدید تطبیق پیدا می کند». گرچه تطبیق با اطلاعات جدید یک مشخصه مهم در بازار کاراست، اما تنها مشخصه آن نیست. در

<sup>۹۰</sup> Ljungqvist

یک بازار کارآی اطلاعاتی، اگر انتظارات و اطلاعات همه مشارکت کنندگان در بازار به خوبی توسط قیمت ها منعکس شود، تغییر قیمت ها غیرقابل پیش بینی هستند. فاما (۱۹۷۰) این عقیده را چنین بیان کرد: «یک بازار که در آن همواره قیمت ها همه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می کنند، کارا نامیده می شود». او در فرضیه بازار کارا، عنوان می کند که یک سرمایه گذار ممکن نیست بتواند بهتر از بازار عمل کند چراکه همه اطلاعات موجود و تأثیرگذار، از قبل در قیمت سهم منعکس شده است و سرمایه گذاران نمی توانند با به کارگیری اطلاعاتی که جمع آوری می کنند، بازدهی بالاتر از بازار کسب کنند. سرمایه گذارانی که موافق نظریه بازار کارا هستند صندوق هایی که در شاخص سرمایه گذاری کرده اند برای خرید انتخاب می کنند. زیرا این صندوق ها عملکرد کل بازار را دنبال می کند و همراه با شاخص رشد کرده یا کاهش می یابند.

طبق فرضیه بازار کارا، بازار باید بزرگ و نقد باشد. اطلاعات نیز از لحاظ در دسترس بودن و هزینه باید در هر زمان در اختیار سرمایه گذارها باشند. همچنین «هزینه معاملات» باید کمتر از سود مورد انتظار از سرمایه گذاری باشد و سرمایه گذارها باید منابع مالی کافی در اختیار داشته باشند تا از موارد ناکارایی تا زمانی که وجود دارند، استفاده کنند.

#### ۵-۲-۲. بازده سهام

معمولاً مهم ترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات، در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه گذران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه گذران را به خوبی منعکس می کند. بازده در فرآیند سرمایه گذران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذران محسوب می شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایای است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد،

میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بیان می کند در واقع این نسبت بیان می کند که یک شرکت به ازای هر یک واحد سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می کند. معمولاً مهم ترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات، در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه گذران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه گذران را به خوبی منعکس می کند. مجموعه مزایایی که در طول سال به سهم تعلق می گیرد، به

نسبت اولین قیمت سهم یا به نسبت آخرین قیمت سهم می تواند مورد محاسبه قرار گیرد و نرخ بازده کل سهام محاسبه می شود.

### ۳-۲-۵. گزارشات مالی شرکتها

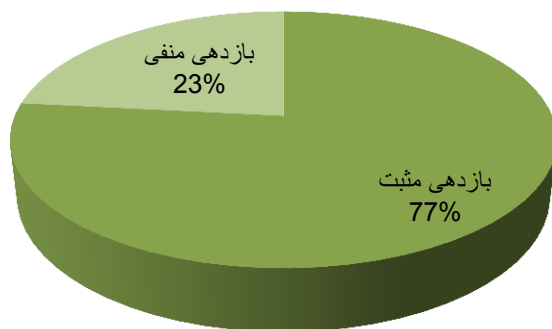
هدف از ارائه صورتهای مالی ارائه اطلاعاتی درباره وضعیت و عملکرد مالی و انعطاف پذیری موسسه و واحد تجاری در مورد اتخاذ تصمیمات اقتصادی می باشد. شرکتها و موسسات مالی از این طریق میتوانند اطلاعات مفیدی جهت تصمیم گیری های بزرگ در مورد سرمایه گذاری های مهم داشته باشند. ترازنامه شرکت اطلاعاتی در مورد وضعیت مالی شرکت یا موسسه تجاری می دهد، به عبارت دیگر گزارش در مورد وضعیت مالی یک واحد تجاری که در برگیرنده اطلاعات مهمی از ساختار مالی و میزان نقدینگی و انعطاف پذیری واحدهای تجاری و شرکت مورد نظر را در بردارد، که شامل ارقام دارایی، بدهی و سرمایه می باشد. صورت سود و زیان نیز عملکرد و نتایج حاصل از فعالیت های موسسه تجاری را در یک دوره زمانی مشخص بیان می کند و شامل ارقام هزینه و درآمد می باشد. صورت جریان وجوه نقد نیز نشان می دهد که چه مقدار وجه نقد بابت فعالیت های یک شرکت یا موسسه وارد و یا خارج گردیده و با این گزارش شرکت تصمیم به ادامه و یا ماندگاری در آن فعالیت را جهت افزایش سرمایه گذاری می گیرد و همچنین میزان اطمینان از ایجاد جریانهای نقدی در آینده را به شرکتها می دهد. صورت جریان وجوه نقد اطلاعاتی را در مورد وضعیت و عملکرد مالی و نقدینگی و هشدار دهنده مناسب جهت پرداخت بدهی ها و انعطاف پذیری شرکت را در مورد دیگر موارد مالی فراهم می آورد.

### ۳-۵. ارزیابی یافته های تحقیق

#### ۳-۵-۱. تحلیل توصیفی داده های تحقیق

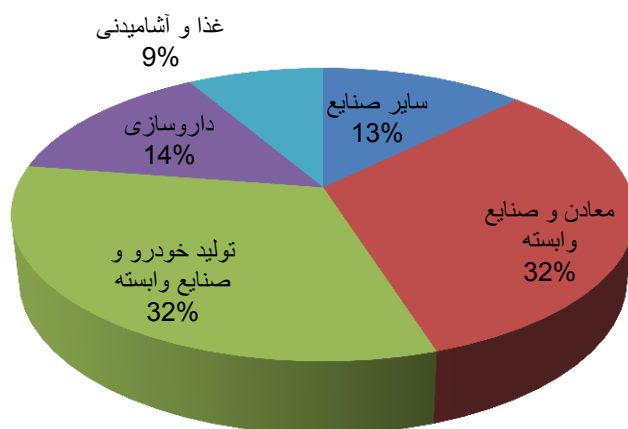
بر اساس داده های ارائه شده در فصل چهارم تحقیق در مورد اطلاعات مربوط به متغیر مستقل و وابسته به صورت مجموع چند سال، وضعیت بازدهی شرکتها در مجموع بشرح ذیل بوده است:

### بازدهی کلیه شرکتها



نمودار ۱-۵. بازدهی شرکتهای مورد بررسی

### صنایع مورد بررسی به تفکیک



نمودار ۲-۵. صنایع شرکتهای مورد بررسی

### ۵-۳-۲. بررسی رگرسیون چندگانه حاصل از تحقیق

بررسی نتایج فرضیات را که در جداول زیر ارائه شده اند نشان خواهیم داد.

جدول ۵-۱. بررسی فرضیه های مربوط به تحقیق

تایید فرضیه	بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
تایید فرضیه	بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
تایید فرضیه	بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.
رد فرضیه	بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه ۱:** بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد:

نتیجه بررسی: بر اساس فرضیه اول رابطه بین سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار سهام مد نظر بوده است که در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود این رابطه بصورت مستقیم مشاهده شده است. همچنین در بین ۴ متغیر کنترلی تنها متغیر ارزش دفتری به ارزش بازاری شرکت نیز وجود رابطه با بازده جاری سهام را در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان داده است. با توجه به اطلاعات ارائه شده در فصل پیشین و نیز موارد مذکور، مدل رگرسیونی بدست آمده در ارتباط با رابطه بین سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار سهام بشرح زیر بوده است:

(۵-۱)

$$R_{it} = 0.374 D_{it} * EPS_{it+1} + 0.295 BM_{it} + \varepsilon$$

نتایج حاصله از رگرسیون چند متغیره نشان می دهد که در دوره مورد بررسی در حالت کل رابطه معناداری بین محتوای اطلاعاتی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار وجود دارد (مقدار آماره  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است)، بنابراین افزایش یا کاهش سودهای آتی با افزایش کارایی در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیری معنادار در بازده جاری سهام دارد و بنابراین فرضیه محقق مبنی بر وجود رابطه فوق تایید می گردد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که سودآوری آتی شرکتها منجر به بالارفتن

سود جاری آنها متناسب با سطح کارایی بازار می شود و کاهش سودآوری آتی شرکتها، منجر به کاهش آن می گردد.

همچنین ضریب تغییرات بدست آمده این فرضیه با در نظر گرفتن تاثیر متغیر کنترلی ارزش دفتری به بازاری شرکت ۲۲٪ می باشد که به این معنی می باشد که ۲۲٪ از تغییرات بازده جاری سهام را می توان بوسیله رابطه ۱-۵ پیش بینی نمود.

**فرضیه ۲:** بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فوق نیز با توجه به معنادار بودن رابطه میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار مدل زیر را بدست داده است:

(۲-۵)

$$R_{it} = 0.436 D_{it} * EPS_{it} + 0.229 BM + \varepsilon$$

نتایج حاصله از رگرسیون چند متغیره نشان می دهد که در دوره مورد بررسی رابطه معناداری بین میزان محتوای اطلاعاتی سودهای جاری انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار وجود دارد بطوریکه بر اساس ضرایب بدست آمده می توان گفت به ازای هر واحد افزایش در سودهای جاری شاهد حدود ۴۴٪ تغییر مستقیم در بازدهی سهام در صورت کارایی بازار می باشیم. (مقدار آماره  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است) بنابراین افزایش یا کاهش سودهای جاری در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیری معنادار و مستقیم در بازدهی سهام دارد. همچنین مدل بدست آمده از تحقیق نشان می دهد که رابطه مستقیمی و معناداری نیز بین بازدهی جاری و نسبت ارزش دفتری به بازار با ضریب مسیر حدود ۲۳٪ وجود دارد.

همچنین ضریب تغییرات بدست آمده این تحقیق درباره این فرضیه با در نظر گرفتن تاثیر متغیر کنترلی شرکت ۲۶٪ می باشد که به این معنی می باشد که ۲۶٪ از تغییرات بازدهی سهام را می توان بوسیله رابطه ۲-۵ پیش بینی نمود.

**فرضیه ۳:** بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فوق نیز با توجه به معنادار بودن رابطه بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار مدل زیر را بدست داده است:

(۳-۵)

$$R_{it} = -0.099 D_{it} * OCF_{it+1} + 0.331 BM_{it} + 0.076 Persist_{it} + \varepsilon$$

نتایج حاصله از رگرسیون چند متغیره نشان می دهد که در دوره یکساله رابطه معناداری بین محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار وجود دارد، بطوریکه بر اساس ضرایب بدست آمده می توان گفت به ازای هر واحد افزایش در ضریب محتوای اطلاعاتی بخش نقدی سود مورد انتظار شرکت شاهد حدود ۱۰٪ تغییر در بازدهی سهام شرکت به صورت معکوس می باشیم. (مقدار آماره  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است) بنابراین افزایش یا کاهش بخش نقدی سود مورد انتظار در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیری معنادار و معکوس بر بازدهی سهام شرکت و متناسب با رشد کارایی در بازار دارد. همچنین مدل بدست آمده از تحقیق نشان می دهد که رابطه مستقیمی و معناداری نیز بین بازدهی سهام و متغیرهای ارزش دفتری به ارزش بازار (در سطح اطمینان ۹۵٪) و ثبات سود وجود دارد.

همچنین ضریب تغییرات بدست آمده در بررسی این فرضیه با در نظر گرفتن تاثیر متغیرهای کنترلی ۱۹٪ می باشد که به این معنی می باشد که ۱۹٪ از تغییرات محافظه کاری حسابداری را می توان بوسیله رابطه ۳-۵ پیش بینی نمود.

**فرضیه ۴:** بین میزان محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده جاری سهام با سطح کارایی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فوق نیز با توجه به عدم معناداری رابطه بین محتوای اطلاعاتی بخش تعهدی سود و بازدهی و تنها به اتکای متغیرهای کنترلی مدل زیر را بدست داده است:

(۳-۵)

$$R_{it} = 0.321 BM_{it} + 0.083 Size_{it} + \varepsilon$$

مدل بدست آمده از تحقیق نشان می دهد که رابطه مستقیمی و معناداری بین بازدهی سهام و متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار (در سطح اطمینان ۹۵٪) و اندازه شرکت (در سطح اطمینان ۹۰٪) با ضریب مسیر به ترتیب حدود ۳۲٪ و ۸٪ وجود دارد.

#### ۵-۴. مقایسه نتایج تحقیق با تحقیقات پیشین

نتیجه بدست آمده از این تحقیق را می توان با تحقیقی که لافوند و واتس (۲۰۰۸) انجام داده اند مقایسه نمود. طبق تعریف آنها حسابداری محافظه کارانه می تواند برای سرمایه گذاران سطح قابل قبولی از اطلاعات قطعی را درباره عملکرد جاری شرکتها در شرایط وجود کارایی در بازار سرمایه فراهم سازد و از سوی دیگر معمولاً سرمایه گذاران در بازار سرمایه نسبت به گزارش زیان ها در مقابل سودها عکس العمل ضعیفتری از خود نشان می دهند. در تحقیق آنها مشخص شد وجود استانداردهایی مبنی بر الزام به تایید پذیری کمتر برای شناسایی زیان ها می تواند موجب شود اطلاعاتی را که تمایلی به افشای آن وجود ندارد، افشا شود (لافوند و واتس، ۲۰۰۸). از این رو با توجه به اینکه بازدهی سهام در هر دوره ای از اطمینان نسبت به پیش بینی آینده سهام نشأت می گیرد و این اطمینان در صورت وجود کارایی در بازار شکل خواهد گرفت، مشاهده رابطه مستقیمی که در این تحقیق بین سودهای جاری و آتی با بازدهی سهام وجود دارد را می توان تا حدی متناقض با تحقیق لافوند و همکارانش دانست. دلیل اصلی این تعبیر در سطح بالای افشاگری و بالطبع آن اطمینان سهامداران به قیمت فعلی ارزیابی می شود. در بازار سرمایه ایران در سطح کارایی فعلی این بازار در مقایسه با بازار سرمایه کشورهای هم سطح، به دلیل تاخیر در انتشار اطلاعات، اثرات افشاگری، نوساناتی را در قیمت سهام به دنبال خواهد داشت بطوریکه نتایج این تحقیق مشخص نمود که بخش نقدی سود مورد انتظار ارتباطی معکوس با بازدهی داشته که این امر می تواند ناشی از عدم اطمینان کارایی مناسب بازار و عدم قابلیت پیش بینی چنین مولفه هایی ناشی شود. همچنین دیدگاه لافوند متمرکز بر روی دوره های طولانی مدت می باشد و با دوره یکساله در این تحقیق انطباق ندارد.

براساس استدلال های ساموئلسون (برنده جایزه نوبل) در سال ۱۹۶۵ زمانی بازارهای مالی دارای کارایی لازم هستند که قسمت های انتظاری به طور تصادفی نوسان کنند و این مفاهیم توسط فاما به صورت دقیق تری صورت بندی شدند؛ به طوری که بازار کارآ بازاری که از هزاران خریدار و فروشنده و سوداگر حرفه ای تشکیل شده است. که هیچ جزئی از اطلاعات را هدر نمی دهد در نتیجه هرچیزی که بتوان از طریق پیش بینی یا تحلیل اطلاعاتی در مورد آینده یک دارایی دانست همان لحظه روی قیمت دارایی منعکس شده است و دیگر جایی برای بهره بردن از این تحلیل باقی نمی گذارد. این نتایج از بررسی هایی که در این پژوهش انجام شده اند و نتایج حاصل نیز قابل تایید می باشند بطوری که سودهای آتی و جاری اثرات معناداری در بازدهی سهام دوره خواهند داشت و لذا بازدهی سهام بر اساس این متغیرها غیر قابل پیش بینی می نماید. مشارکت مهمی که فاما در این بحث داشت توجه دادن به موضوع بازده مورد انتظار پاداش ریسک بازار در تحلیل مساله بود؛ همه تحلیلگران و معامله گران به صورت متوسط همان پاداشی را

دریافت می‌کنند که سطح ریسکی بودن (یا بتای) دارایی تعیین می‌کند در واقع نظریه بازار کاراً ادعایی بسیار قوی است در مقابل کسانی که مدعی هستند با روش تکنیکال و جادوی شمع و ستون و امثال آن می‌توانند رفتار بازار را پیش‌بینی کرده و سود کسب نمایند. بر این اساس و بر اساس نتایجی که از سود جاری و ارتباط آن با بازدهی بدست آمد سطح کارایی بازار سرمایه ایران را می‌توان نیمه کارا دانست بطوریکه که در برخی موارد امکان بهره برداری از سودهای اعلامی توسط سرمایه گذاران نیز وجود دارد.

اطلاعاتی که توسط سهامداران تهیه و تدوین می‌شود، شامل تمام داده‌های موجود در بازار و مختص شرکت‌ها مانند انتظارات مربوط به عملکرد بازار و عوامل کلان اقتصادی، اظهار نامه‌های مالی شرکت، اعلامیه‌های مرتبط با درآمد و تقسیم سود، طرح‌های مربوط به ادغام یا مالکیت، وضعیت مالی رقیبان مستقیم شرکت و... است. بدیهی این مجموعه از اطلاعات شامل حجم معاملات و قیمت‌های گذشته نیز می‌شوند. به این معنا که بازاری که به شکل نیمه‌قوی کاراً باشد لزوماً در شکل ضعیف نیز کاراً خواهد بود با این وجود این نوع از کارایی تا حدودی قویتر از نوع ضعیف آن است. از این رو مهارت‌های بیشتری (برای مثال، قدرت درک و تحلیل مفاهیم اقتصادی و اطلاعات مالی از چندین منبع) لازم است برای اینکه کسی بخواهد بازدهی بالاتری کسب کند (آروری و همکاران، ۲۰۱۰). بر اساس نتایج حاصل می‌توان نتایجی را که آروی و همکاران بدست آورده اند را همراه با نتایج این تحقیق دانست. واتر (۲۰۰۳) نشان دادند مدیریت، با هدف ارائه بیش از واقع سود در آینده، دارایی‌ها را با اعمال هزینه‌های افراطی و مستهلک کردن آن‌ها، شاید از طریق یک حذف عمده (سر و سامان دادن به بدهی‌ها و وضعیت مالی یک واحد تجاری در طی فرآیند تجدید سازمان) کم‌تر از واقع ارائه نماید. این امر نیز در شواهد بازار سرمایه ایران نیز در این تحقیق تا اندازه ای مشاهده گردیده است به طوری که نتایج واتر می‌تواند ویژگی‌هایی از شرکت‌ها را که توسط صورتهای مالی افشا می‌گردند، مانند ماهیت ناپایدار زیان‌ها، تشریح نماید، و طبیعتاً این رفتار در برخورد سهامداران با انتظارات قیمتی سهم خود را نشان خواهد داد که منطبق با نتایج بدست آمده از این تحقیق می‌باشد.

## ۵-۵. پیشنهادات تحقیق

پیشنهادات حاصل از تحقیق در دو بخش پیشنهادات کاربردی و پیشنهادات برای تحقیقات آتی بشرح زیر ارائه می گردند:

### ۵-۵-۱. پیشنهادات کاربردی

- به صندوق های سرمایه گذاری و شرکت های بیمه و سایر نهادهای سرمایه گذار در این اوراق پیشنهاد می شود با توجه به نتایج این تحقیق در مورد تاثیر کارایی بازار در اثر گذاری اطلاعات منتشره شرکت در صورتهای مالی بر بازدهی سهام شرکتها، ابتدا و پیش از تشکیل پرتفوی به تعیین استراتژی سرمایه گذاری دقیقی جهت ورود به سهامی با کارایی اطلاعاتی مناسب اقدام نمایند و نیز با استفاده از مدل بدست آمده و در تشکیل پرتفوی سهام خود، رابطه مثبت سودهای جاری و آتی و نیز رابطه معکوس اقلام تعهدی در سود شرکت با بازدهی سهام را مد نظر قرار دهند.
- در صورت اتخاذ سیاست محافظه کارانه در صندوق ها و پرتفو های مختلف، باید انتظار آینده ای مثبت و یا حداقل با ثبات و حفظ شرایط موجود را از شرکت انتظار داشت. از این رو در صورت ریسک گریز بودن پیشنهاد می شود مدیران سرمایه گذاری سهام شرکت هایی با کارایی مناسب را انتخاب نموده تا در حد متعادلی نسبت به پیش بینی های بعمل آمده از آینده سهام امیدوار باشند.
- با توجه به وجود محدودیت هایی که در اخذ تسهیلات بلند مدت در کشور وجود دارد پیشنهاد می شود که بانکها نیز برای تعیین وضعیت آتی شرکتها، به رابطه منفی بخش نقدی سود های مورد انتظار با وضعیت آتی شرکت توجه نشان داده و اثرات آن را در تصمیمات خود لحاظ نمایند.
- پیشنهاد می شود که ذینفعان شرکتها برای سرمایه گذاری خود در شرکتها جدید الیورود به بازار سرمایه و در شرایطی که اطلاعات کافی از وضعیتهای آتی این شرکتها ندارند، سطح کارایی بازار در بین شرکتها آن صنعت را مورد ملاک قرار دهند.
- پیشنهاد می شود سازمان بورس اوراق بهادار در جهت اطلاع رسانی به سهامداران عمده و اعضای هیأت مدیره شرکتها الزاماتی برای افزایش کارایی در انتشار صورتهای مالی ایجاد نماید و ساز و کار رتبه بندی شرکتها حاضر در بازار سرمایه کشور از نظر کارایی افشای اطلاعات را فراهم آورد.
- پیشنهاد می شود سازمان بورس اوراق بهادار قوانینی در زمینه سطح کارایی اطلاعات حسابداری شرکتها پیش از عرضه اولیه عمومی سهام آنها تدوین نماید که شرکتهایی با میزان کارایی پایین را از ورود به بازار سرمایه منع نماید. اتخاذ چنین سیاستی اعتماد سرمایه گزاران را به عرضه های اولیه عمومی موجب شده و فرایند گردش اطلاعات در بازار سرمایه را تسهیل می نماید.

## ۵-۵-۲. پیشنهادات برای تحقیقات آتی

۱. با توجه به وجود روش های مختلف در توانایی به جهت کسب بازدهی غیر نرمال از بازار سرمایه پیشنهاد می شود که در تحقیقات آتی شرکتها موضوع این تحقیق برای بازدهی های غیر نرمال سهامداران و با همین متغیر های وابسته و کنترلی مورد بررسی قرار گیرد.
۲. پیشنهاد می شود در بررسی های آتی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر رابطه بین شاخص های مرتبط با سودآوری جاری و آتی با بازدهی سهام مورد بررسی قرار گیرد.
۳. پیشنهاد می شود در بررسی های آتی تاثیر استقلال اعضای هیئت مدیره بر رابطه بین شاخص های مرتبط با سودآوری جاری و آتی با بازدهی سهام مورد بررسی قرار گیرد.
۴. پیشنهاد می شود رابطه بین معیارهایی که مورد استفاده بانکها و سایر موسسات اعتباری می باشند با سود های جاری و آتی و در سطح کارایی بازار در طی سالهای مختلف مورد بررسی قرار گیرد.
۵. پیشنهاد می شود رابطه بین متغیرهای کنترلی نظیر اهرمی عملیاتی و مالی در موضوع این تحقیق مورد بررسی قرار گیرد.

## ۵-۶. محدودیت های تحقیق

- در این تحقیق پژوهشگر با محدودیتهای چندی روبرو بوده که بطور خلاصه بشرح ذیل می باشند:
- جامعه مورد بررسی تحقیق را شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهد که با توجه به بسته شدن طولانی مدت برخی از این نمادها در زمان انتشار صورتهای مالی، محدودیت های بسیاری در انتخاب جامعه مورد بررسی و نیز شاخص اندازه گیری کارایی بازار ایجاد گردید.
  - با توجه به نوسانات شدید بازار بورس و بالا بودن ریسک سیستماتیک سهام در بازار سرمایه ایران، تعیین بازده ناشی از انتشار صورتهای مالی محدودیت هایی را در انتخاب داده های واقعی بوجود آورد.

## ۵-۷. خلاصه فصل

در این فصل ابتدا به معرفی خلاصه ای از تحقیقاتی که تاکنون در این رابطه انجام شده اند پرداخته شد و سپس خلاصه ای از تعاریف بکار گرفته شده در رابطه با متغیرهای تحقیق ارائه گردید. در ادامه به بررسی نتایج توصیفی و تحلیلی حاصل از تحقیق پرداخته شد و سپس نتایج فرضیات به صورت مقایسه ای با تحقیقات پیشین ارائه شدند. در انتها این فصل با ارائه پیشنهادات کاربردی برای تحقیق و همچنین پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی محققین مالی به پایان رسید.

منابع

۱. احمدی، محمدرضا (۱۳۸۰)؛ "ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت های بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.
۲. آذر، عادل؛ مومنی، منصور (۱۳۷۹)؛ "آمار و کاربرد آن در مدیریت"؛ جلد دوم؛ تهران؛ سمت
۳. بهرامفر، نقی؛ شمس عالم، سیدحسام (۱۳۸۳)؛ "بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیر عادی آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ سال یازدهم؛ شماره ۳۷؛ ص ص ۵۰-۲۳.
۴. برادران حسن زاده، رسول؛ تقی زاده، هوشنگ؛ رضایی، عباس (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی. سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۸)، تابستان ۱۳۹۰
۵. بیات، علی (۱۳۸۷)؛ "بررسی سودمندی متغیرهای بنیادی و متغیرهای مبتنی بر شاخص های ریسک در تبیین بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده مدیریت و اقتصاد؛ دانشگاه شهید باهنر کرمان.
۶. جعفری صمیمی، احمد (۱۳۷۸)؛ "اقتصادسنجی به زبان ساده"؛ بابلسر؛ دانشگاه مازندران.
۷. جهانخانی، علی و عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۲)، "نظریه بازار کارآی سرمایه"، مجله تحقیقات علمی، دانشگاه تهران، سال اول، شماره اول، ص ص ۲۳-۷.
۸. حافظ نیا، محمدرضا (۱۳۸۰)؛ "مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی"؛ تهران؛ انتشارات سمت.
۹. حجری و ابراهیم، رمضان احمدی، محمد (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران اولین همایش بین المللی حسابداری، حسابرسی، مدیریت و اقتصاد. هتل بین المللی آسمان اصفهان - ۱۱ اردیبهشت ۹۴
۱۰. خاکی، غلامرضا (۱۳۷۸)؛ "روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی"؛ تهران؛ انتشارات مرکز تحقیقات علمی کشور.
۱۱. خدادادی، ولی؛ فرازمنند، حسین؛ طباطبایی، فاطمه (۱۳۹۰). تأثیر به موقع بودن و محافظه کاری بر محتوای اطلاعاتی سود. پژوهش های تجربی حسابداری. سال سوم، شماره ۹ - صص ۷۵-۹۲
۱۲. راعی، رضا؛ تلنگی، احمد (۱۳۸۳)؛ "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"؛ تهران؛ انتشارات سمت.
۱۳. کرمی، غلامرضا؛ مرادی، محمدتقی؛ مرادی، فریدون؛ مصلی نژاد، آرمیتا (۱۳۸۵)؛ "بررسی روابط خطی و غیر خطی بین نسبت های مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"؛ بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۴۶؛ ص ص ۳۶-۱۹.

۱۴. ۱۴. کریمی ، فرزد و شاقوزایی ، مریم ( ۱۳۹۴ ) تأثیر مالکیت دولتی بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش بین المللی حسابداری ، حسابرسی ، مدیریت و اقتصاد . هتل بین المللی آسمان اصفهان - ۱۱ اردیبهشت ۹۴
۱۵. کرمانشاهی ، بهنام و امیری ، نفیسه ( ۱۳۹۴ ) بررسی محتوای اطلاعاتی تغییرات سود باقیمانده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش بین المللی حسابداری ، حسابرسی ، مدیریت و اقتصاد . هتل بین المللی آسمان اصفهان - ۱۱ اردیبهشت ۹۴
۱۶. دارابی ، رویا ؛ مرادلو ، حسین ( ۱۳۹۰ ) . به بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال چهارم / شماره یازدهم
۱۷. مهرآذین ، علیرضا ؛ مسیح آبادی ، ابوالقاسم ؛ دهنوی ، محمد علی ( ۱۳۹۱ ) . شفافیت اطلاعات مالی و محتوای اطلاعات سود . مجله دانش حسابداری ، سال سوم ، ش ۸ ، بهار ۹۱ ص ۱۱۳-۱۱۳۰
۱۸. میار، ساسان ( ۱۳۷۵ ) ؛ " بررسی محتوای اطلاعاتی نسبت های مالی صورت جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ؛ تحقیقات مالی ؛ سال دوم ؛ شماره ۹ و ۱۰ ؛ ص ص ۸۴-۶۹ .
۱۹. هندریکسون، الدون اس؛ ون بردا، مایکل اف ( ۱۳۸۵ ) ؛ " تئوری های حسابداری " ؛ جلد اول ؛ ترجمه پارسائیان، علی؛ تهران؛ انتشارات ترمه

1. Aboody , D, J . Hughes and J . Liu . (۲۰۰۲) . Measuring value Relevance in a ( possibly ) Iefficient Market . Journal of Accounting Research ۹۸۶-۴۰, ۹۵۶
3. Ball, R. (۱۹۷۸), "Anomalies in Relationships between Securities' Yields and Yield-Surrogates", Journal of Financial Economics, Vol ۶, pp. ۱۲۶-۱۰۳
4. Barth.M.E; W.H.Beaver&W.R.Landsman(۲۰۰۰);"The Relevance of Value Relevance Research"; <http://www.ssrn.com>.
5. Basu ,S. (۱۹۹۷) The conservatism Principle and the asymmetric time lines of earning .Journal of Accounting and Aconomics ۲۴, ۳۷-۳
6. Basu ,S.(۱۹۸۳) . The Relation between earnings yield , market value and return for NYSE common stocks : Future evidence . Journal of Financial Economics ۱۲, ۱۲۹- ۱۵۶
7. Beaver,W (۱۹۸۹); "The information content of annual earning announcements"; Journal of Accounting Research Supplement; Vol ۶; PP..۹۲-۶۷
8. Beaver,W (۲۰۰۲); "Perspectives on recent capital market research"; Accounting Review; Vol۷۷; PP. ۴۷۴-۴۵۳
9. Bernard,V & J.Thomas (۱۹۸۹); "Post- earning announcement drift:delayed price response or risk premium?"; Journal of Accounting Research; Vol ۲۷; PP..۴۸-۱
10. Bernard, V & J.Thomas (۱۹۹۰); "Evidence that stock prices do not fully reflect the implication of current earnings for future earnings"; Journal of Accounting and Economics; Vol ۱۳; PP. ۳۴۰-۳۰۱
11. Chima,IM (۲۰۰۷); "Essays on the value Relevance of Earnings Measures";ph.D Thesis, Univercity of Saskatchewan.
12. Collins , D .W . and S.P Kothari .(۱۹۸۹) . An analysis of intertemporal and cross- sectional determinants of earnings response coefficients . Journal of Accounting and Aconomics ۱۸۱-۱۴۳
13. Collins. B . W .and P. Haribar .(۲۰۰۰) . Earnings –based and accrual –based market anomalies : one effect or two ? Journal of Accounting and Economics ۲۹, ۱۲۳-۱۰۱
14. Craig Nichols,D & James.M .Wahlen (۲۰۰۴); "How do earnings number related to stock return? A review of classic accounting research with updated evidence"; Accounting Horizons; vol ۱۸; PP. ۲۸۶-۲۶۳
15. Eugene.P(۱۹۹۲); "Growth opportunities and the stock price response to new financing"; Journal of Business; Vol ۶۵; no۳;PP..۳۹۲-۳۷۱
16. Fama, Eugene. F., and Kenneth R. French. (۱۹۹۶), "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", Journal of Finance, Vol ۵۱, pp. ۸۴-۵۵
17. Gjerde,Q; K.H.Knivsfla & F.Saettem (۲۰۰۴);"The value relevance of financial reporting on the Oslo Stock Exchange over the period ۲۰۰۳-۱۹۶۴"; JEL Classification System.
18. Halthausen,R & R .Watts (۲۰۰۱);"The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting; Journal of Accounting and Economics; Vol ۳۱; PP..۷۵-۳
19. Hathorn.J (۲۰۰۰);"The Role of Earning, Cash Flow and other accounting variables in explaining Long-Run Returns"; Ph.D Thesis; Kent State University.
20. Hou, k.and T.J Moskowitz; (۲۰۰۵). Market Frictions, Price Delay and The Cross-Section Of Expected Returns. Review Of Financial Studies. ۱۸, ۹۸۱- ۱۰۲۰
21. Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, (۱۹۹۴), "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," Journal of Finance, Vol. ۴۹, pp. ۱۵۷۸-۱۵۴۱

22. Lunnholm ,R. and L.A Myers(٢٠٠٢). Bringing The Future Forward: The Effect of Disclosure on The Return- Earnings Relation. Journal of Accounting Research.٢٠, -٨٠٩ ٨٣٩
23. Livnat, J & P.Zarowin, (١٩٩٠); "The incremental information content of cash flow components"; Journal of Accounting and Economics; Vol ١٣; PP. .٢٤-٢٥
24. Mohamed Rafik,B,A & A .Ezzedin (٢٠٠٢); "Value Relevance of accounting earnings and the information content of its components:Empirical evidence in Tunisian Stock Exchange"; <http://www.ssrn.com>.
25. Ohlson, J.A. (١٩٩٥).” Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuations, Contemporary Accounting Research, ٢٧, ١, ٢٢٧-٢٣٩
26. Penman, S ; S.Richardson & I. Tuna (٢٠٠٧); "The Book – to- Price Effect in Stoch Return: Accounting for Leverage"; Journal of Accounting research; Vol ٢٥; PP. .٢٢٧-٢٢٧
27. Sunyoung Kim (٢٠٠٨) “ Three Essay on Financial Accounting-Empirical Studies “ Ph.D Thesis, University of Alberta
28. Dimitrios V, Kousenidis, Anestis C, Ladas, ChristosI Negakis.Value relevance of conservatism and nonconservatism accounting information, the international journal of accounting ٢٠٠٩; ٢٢: .٢٣٨-٢١٩
29. Mary E. Barth, Wayne R. Landsman, Vivek Raval, and Sean Wang,(٢٠١٢).Conservatism and the Information Content of Earnings. [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

**پیوست ها**

پیوست الف: خروجی برای فرضیه

Variables Entered/Removed <sup>b</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Persist, BM, DEPS2, Beta, Size <sup>a</sup>		. Enter
a. All requested variables entered.			
b. Dependent Variable: Rit			

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.480 <sup>a</sup>	.230	.223	.571533	1.660
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, DEPS2, Beta, Size					
b. Dependent Variable: Rit					

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	48.031	5	9.606	29.408	.000 <sup>a</sup>
	Residual	160.385	491	.327		
	Total	208.416	496			
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, DEPS2, Beta, Size						
b. Dependent Variable: Rit						

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.225	.235		-.956	.340
	DEPS2	.000	.000	.374	9.292	.000
	Size	.060	.040	.063	1.494	.136
	BM	.210	.030	.295	6.987	.000
	Beta	.019	.047	.016	.398	.691
	Persist	-.007	.026	-.010	-.249	.803
a. Dependent Variable: Rit						

**Regression**

Variables Entered/Removed <sup>b</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Persist, BM, Beta, DEPS1, Size <sup>a</sup>		. Enter
a. All requested variables entered.			
b. Dependent Variable: Rit			

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.520 <sup>a</sup>	.271	.263	.556368	1.944
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DEPS1, Size					
b. Dependent Variable: Rit					

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	56.429	5	11.286	36.459	.000 <sup>a</sup>
	Residual	151.987	491	.310		
	Total	208.416	496			
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DEPS1, Size						
b. Dependent Variable: Rit						

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.194	.229		-.846	.398
	DEPS1	.000	.000	.436	10.874	.000
	BM	.163	.030	.229	5.470	.000
	Size	.059	.039	.062	1.517	.130
	Beta	-.018	.046	-.015	-.389	.698
	Persist	-.019	.026	-.029	-.722	.471
a. Dependent Variable: Rit						

**Regression**

Variables Entered/Removed <sup>b</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Persist, BM, Beta, DOCF, Size <sup>a</sup>		. Enter
a. All requested variables entered.			
b. Dependent Variable: Rit			

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.421 <sup>a</sup>	.259	.194	.617069	1.542
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DOCF, Size					
b. Dependent Variable: Rit					

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21.456	5	4.291	11.270	.000 <sup>a</sup>
	Residual	186.960	491	.381		
	Total	208.416	496			
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DOCF, Size						
b. Dependent Variable: Rit						

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.112	.267		-.419	.675
	DOCF	-.633	.306	-.099	-2.067	.039
	BM	.236	.033	.331	7.247	.000
	Size	.050	.046	.052	1.084	.279
	Beta	.029	.050	.025	.579	.563
	Persist	.049	.029	.076	1.672	.095
a. Dependent Variable: Rit						

### Regression

Variables Entered/Removed <sup>b</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Persist, BM, Beta, DACC, Size <sup>a</sup>		. Enter
a. All requested variables entered.			
b. Dependent Variable: Rit			

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.389 <sup>a</sup>	.196	.186	.619591	1.749
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DACC, Size					
b. Dependent Variable: Rit					

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19.924	5	3.985	10.380	.000 <sup>a</sup>
	Residual	188.492	491	.384		
	Total	208.416	496			
a. Predictors: (Constant), Persist, BM, Beta, DACC, Size						
b. Dependent Variable: Rit						

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.276	.255		-1.080	.281
	DACC	.039	.078	.022	.499	.618
	BM	.229	.033	.321	7.030	.000
	Size	.079	.044	.083	1.817	.070
	Beta	.033	.051	.028	.645	.519
	Persist	.035	.029	.054	1.225	.221
a. Dependent Variable: Rit						