



پژوهشنامه‌ی علوم انسانی و اجتماعی علوم اقتصادی
سال هشتم، شماره‌ی ۳ (پیاپی ۳۰)، پاییز ۸۷

توان پیش‌بینی سودآوری شرکت بانسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ پذیرش: ۸۷/۷/۲۳

تاریخ دریافت: ۸۶/۵/۳۰

داریوش فرید*

مرضیه دهقانی زاده**

چکیده

برای رشد اقتصادی هر کشور، لازم است افراد مازاد درآمد خود را سرمایه‌گذاری کنند؛ بنابراین هر سرمایه‌گذار برای این که بتواند سهامی با بازدهی بیشتر و ریسک کمتر به دست آورد، نیازمند اطلاعاتی در مورد آن سهام است. اطلاعاتی که در مورد سهام یک شرکت وجود دارد، یا براساس اطلاعات داخلی آن شرکت یا براساس اطلاعات خارجی آن شرکت است. اطلاعات داخلی یک شرکت، در صورت‌های مالی آن، مثل صورت سود و زیان و ترازنامه منعکس می‌شود. اطلاعات خارجی یک شرکت نیز در بازار بورس وجود دارد؛ که این عوامل داخلی و خارجی بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد و قیمت سهام را در بازار تعیین می‌کند. در این تحقیق، ارزش دفتری که از جمله اطلاعات داخلی شرکت است، از صورت‌های مالی که منابع اصلی تأمین‌کننده‌ی اطلاعات هستند، به دست می‌آید. ارزش بازار نیز، از جمله اطلاعات خارجی شرکت است که به کمک این دو عامل می‌توان چگونگی انتخاب سهام یا پرتفوی با بازده بیشتر را به سرمایه‌گذار نشان داد. پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام $(\frac{B}{M})$ با بازده سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

واژه‌های کلیدی: ارزش دفتری، ارزش بازار، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده، پرتفوی

طبقه بندی JEL: G11, G14

* نویسنده مسئول - عضو هیأت علمی دانشگاه یزد

** کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی

مقدمه

نسبت توسعه ی یک کشور با تعداد سهامداران آن رابطه ی مستقیمی دارد. در کشوری مانند ایالات متحده، شاید بیشتر از هشتاد٪ مردم به نوعی سهامدار هستند و در بورس سرمایه گذاری کرده اند. این میزان در کشور ما طی سال های اخیر در اثر اصلاح سیستم مدیریتی، رشد مطلوبی داشته است؛ به طوری که گاه، اعدادی نزدیک به ده درصد را نیز شنیده ایم. بنابراین لازم است که هم در مورد سرمایه گذاری در بورس فرهنگ سازی های لازم صورت گیرد و هم ابزار مناسب برای این که امر سرمایه گذاری راحت تر باشد، در اختیار سرمایه گذاران قرار داده شود.

اگر ابزارهای مناسب برای تجزیه و تحلیل در اختیار سرمایه گذار وجود داشته باشد، سرمایه گذار می تواند با بررسی صنایع مختلف و شناخت شرکت های مختلف در بورس به سرمایه گذاری در صنعت و شرکت دلخواه خود، به هر میزان که مایل باشد بپردازد. هدف این تحقیق، ارائه ی یک ابزار در کنار دیگر ابزارها و شاخص ها برای کمک به سرمایه گذاران است؛ تا بتوانند بهترین سرمایه گذاری را با ریسک کمتر و بازده بیشتر انجام دهند. در این تحقیق، ابتدا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار محاسبه می شود که نسبت $\frac{B}{M}$ می تواند جهت ارائه ی روش ها و ابزارهایی برای کمک به ایجاد عملیات سودمند و تداوم آن و یا محدود کردن ضرر و زیان سرمایه گذاران و ترغیب آنان به سرمایه گذاری، در زمان جستجوی فرصت های سودآور و پرتفوی^۱ (مجموعه اوراق بهادار) بهینه با بازدهی بالا، مورد استفاده قرار بگیرد.

در ضمن، مدل CAPM^۳ به عنوان یکی از کاربردی ترین مدل های مدیریت مالی از سوی تحلیل گران و نظریه پردازان شناخته شده است؛ ولی برخی از مطالعات تجربی نشان می دهد که مدل CAPM نمی تواند کاملاً بازده سهام مورد انتظار را توضیح دهد و متغیرهای مالی دیگر، مثل میزان بازده ناشی از دریافت سود سهام، نسبت

1- $\frac{book}{market}$

2 - portfolio

3 - Capital Asset Pricing Model

$\frac{book}{market}$ ، نسبت درآمد^۱ و نسبت^۲ بدهی حقوق صاحبان سهام باید در مدل CAPM به عنوان متغیرهای توضیحی وارد شوند.

پیشینه ی تحقیق

فاما و فرنچ^۳ سهام‌های بورس نیویورک، بورس نازداک و بورس آمریکا را به ده گروه دسته‌بندی کردند. سپس هر ده گروه به ده گروه فرعی براساس بتاهای قبل از دسته‌بندی، مربوط به اوراق بهادار انفرادی تقسیم شدند؛ بنابراین، یک پرتفوی صدتایی شکل گرفت. بازده ماهانه‌ی هر صد پرتفوی در پنج سال قبل از دسته‌بندی سال محاسبه شد.

بتای قبل از دسته‌بندی برای هر صد پرتفوی، با جمع کردن شیب‌ها در رگرسیون بازده طبق یک پرتفوی طبق بازده ماه جاری و ماه قبل تعیین می‌شود. این دسته‌بندی، در ژوئیه‌ی هر سال اتفاق می‌افتد. بازده ماهانه بعد از دسته‌بندی هر صد پرتفوی محاسبه می‌شود که برای دوره‌ی ژولای ۱۹۶۳ تا دسامبر ۱۹۹۰ است.

بتای بعد از دسته‌بندی برای هر صد پرتفوی به شیوه‌ی مشابه بتای قبل از دسته‌بندی تعیین می‌شود. فاما و فرنچ میانگین بازده جاری را روی بتا، اندازه‌ی شرکت، نسبت $\frac{book}{market}$ ، نسبت $\frac{earnings}{price}$ ، نسبت $\frac{debt}{equity}$ ، رگرس دادند.

فاما و فرنچ بحث کردند که اگر چه هر یک از چهار متغیر مستقل (نسبت $\frac{book}{market}$ ، اندازه، نسبت $\frac{earnings}{price}$ ، نسبت $\frac{debt}{equity}$) قدرت پیش‌بینی قوی برای بازده متوسط دارند، ولی استفاده از هر چهار متغیر در مدل رگرسیون بی‌فایده و زیادی است.

1- $\frac{earnings}{price}$

2- $\frac{debt}{equity}$

3-Fama & French

نتایج رگرسیون فاما و فرنچ (۱۹۹۲) دلالت می کند که نسبت $\frac{book}{market}$ و اندازه در ارتباط با بازده سهام در میان چهار متغیر دیگر قوی تر هستند.

فاما و فرنچ، همچنین کشف کردند که اندازه و نسبت $\frac{book}{market}$ ، می تواند کاملاً جایگزین نسبت $\frac{earnings}{price}$ و نسبت $\frac{debt}{equity}$ در مدل رگرسیون شود زیرا قدرت توضیحی نسبت $\frac{earnings}{price}$ و نسبت $\frac{debt}{equity}$ در بازده متوسط با اندازه و نسبت $\frac{book}{market}$ جذب می شود.

سرانجام آنان نتیجه گرفتند که قدرت توضیحی اندازه و نسبت $\frac{book}{market}$ در دوره ۱۹۶۳-۱۹۹۰ چشمگیر است.

پنتیف و لورنس^۱ (۱۹۹۸) و کتری و شانکن (۱۹۹۷) نیز، با نسبت $\frac{book}{market}$ توانایی پیش بینی بازده سهام آینده را برای دوره ی ۱۹۲۶-۱۹۹۴ بررسی کردند. گیال و ولچ^۲ (۲۰۰۴)، قدرت توانایی پیش بینی درون نمونه و بیرون نمونه نسبت $\frac{book}{market}$ و نسبت $\frac{earnings}{price}$ و نسبت $\frac{debt}{equity}$ و میزان بازده ناشی از تقسیم سود سهام در ایالات متحده در دوره ی ۱۹۷۱-۲۰۰۳ را بررسی کردند.

گیال و ولچ، در درون نمونه رگرسیون صرف ریسک دوره t طبق هر یک از متغیرهای مالی نسبت $\frac{book}{market}$ ، مقدار بازده ناشی از تقسیم سود سهام، نسبت $\frac{earnings}{price}$ و نسبت $\frac{debt}{equity}$ از دوره ی $t-1$ از زمان فوریه تا دسامبر ۲۰۰۴ را بررسی کردند. بر اساس نتیجه گیری های گیال و ولچ روشن شد که قدرت پیش بینی قوی، با این متغیرهای مالی روی صرف ریسک دوره ی بعدی وجود دارد. در مجموع

1-Pontiff & Lawrence

2-Goyal & Welch

نسبت $\frac{book}{market}$ و میزان بازده ناشی از تقسیم سود سهام در درون نمونه قوی ترین توانایی پیش بینی در میان همه متغیرهای مالی را دارند. البته توانایی پیش بینی این متغیرهای مالی برای صرف ریسک دوره‌ی بعدی در بیرون نمونه ضعیف است؛ حتی نسبت $\frac{book}{market}$ در بیرون نمونه، قدرت پیش بینی ضعیفی برای صرف ریسک آینده دارد. گیال و ولچ نتیجه گرفتند نسبت $\frac{book}{market}$ ، نسبت $\frac{earnings}{price}$ ، نسبت $\frac{debt}{equity}$ و نرخ بازده ناشی از تقسیم سود سهام، نمی‌توانند صرف ریسک آینده بیرون نمونه را پیش بینی کنند.

جانسن و ورسچور^۱ (۲۰۰۴)، ارتباط بین بازده مورد انتظار و اندازه‌ی شرکت و نسبت $\frac{book}{market}$ در چهار کشور در حال توسعه (جمهوری چک، مجارستان، روسیه، لهستان) را در دوره‌ی ۱۹۹۶-۲۰۰۴ را بررسی کردند. بر طبق نتیجه‌هایشان، نسبت $\frac{book}{market}$ ارتباط مثبتی با بازده مورد انتظار در هر چهار کشور دارد. آنان اعلام کردند کشورهایی که نسبت $\frac{book}{market}$ سهامشان پایین است، متوسط بازده پایین تری نسبت به کشورهایی که نسبت $\frac{book}{market}$ بالاتری دارند (سهامشان رشد می‌کند)، کسب می‌کنند.

لم^۲ ارتباط بین بازده سهام در بورس هنگ کنگ و نسبت $\frac{book}{market}$ طی ژوئیه‌ی ۱۹۸۴ تا ژوئن ۱۹۹۷ را بررسی کرد. لم بازده ماهانه‌ی جاری را طبق بتا، نسبت $\frac{earnings}{price}$ ، اندازه و نسبت $\frac{book}{market}$ رگرس داد. مدارک لم، ارتباط قوی بین بازده و نسبت $\frac{book}{market}$ را نشان می‌دهد؛ اما روشن ساخت هیچ ارتباطی بین بازده و بتا وجود ندارد. نتایج هم‌چنین نشان می‌دهد که نسبت $\frac{book}{market}$ قوی ترین قدرت

1-Jansen, & Verschoor

2-Lem

توضیحی را درباره ی بازده در میان اندازه، نسبت $\frac{earnings}{price}$ ، نسبت $\frac{book}{market}$ دارد. یافته های لم در هنگ کنگ مشابه یافته های فاما و فرنچ (۱۹۹۲) در ایالات متحده است. چن و زنگ^۱، تفاوت بین بازده شرکت ها با نسبت $\frac{book}{market}$ بالا (شرکت ها با ریسک بالا) و بازده شرکت ها با نسبت $\frac{book}{market}$ پایین (شرکت ها با ریسک پایین) در ایالات متحده، ژاپن، هنگ کنگ، مالزی، تایوان و تایلند را در سال ۱۹۹۸ بررسی کردند. چن و زنگ نشان دادند که تفاوت بین بازده شرکت های با ریسک بالا و شرکت ها با ریسک پایین در ایالات متحده، ژاپن، هنگ کنگ و مالزی زیاد است؛ اما تفاوت در بازده بین شرکت های ریسک آور و شرکت های کمتر ریسک آور در تایوان و تایلند خیلی کم است.

بر طبق بحث چن و زنگ، تایوان و تایلند در بازار با رشد بالا دسته بندی می شوند و بازارها در تایوان و تایلند، استعداد بیشتری برای توسعه ی سریع، نسبت به بازارهای رشد کرده مثل ایالات متحده، ژاپن و هنگ کنگ دارند.

بر اساس نتایج چن و زنگ، از آن جایی که در تایوان و تایلند هم شرکت های با ریسک بالا (شرکت های با نسبت $\frac{book}{market}$ بالا) و هم شرکت های با ریسک پایین (شرکت های با نسبت $\frac{book}{market}$ پایین)، یک توسعه ی سریع بازار را انتظار دارند، بنابراین در طی توسعه ی کشورشان، بازده زیادی را به دست می آورند. بر این اساس، تفاوت در بازده میان شرکت های ریسک آور و شرکت های کمتر ریسک آور در این بازارهای با رشد بالا، کم است.

ماهاجان و تارتاروگلو^۲، ارتباط نسبت $\frac{book}{market}$ و اهرم مالی^۳ را در کشورهای ژاپن، آمریکا، کانادا، فرانسه، آلمان و ایتالیا در سال ۲۰۰۶ بررسی کردند. آنان نشان دادند نسبت $\frac{book}{market}$ گذشته با اهرم مالی^۱ ارتباط مستقیم دارد؛ یعنی هر چه نسبت

1-Chen & Zhang

2-Mahajan & Tartaroglu

3-leverage

$\frac{book}{market}$ شرکت‌ها پایین تر باشد، شرکت‌ها کمتر از بدهی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند.

فریدیون^۱ (۲۰۰۶)، در دوره ی ۱۹۹۸-۲۰۰۳ نشان داد، صرف ریسک بازده سهام به اندازه و نسبت $\frac{book}{market}$ بستگی دارد، البته متغیرهای دیگری مانند تولید ملی ناخالص، تورم، سطح میزان بهره و ... نیز روی بازده سهام تأثیر می‌گذارند.

انجمن حسابداران رسمی، در سال ۲۰۰۶ ارتباط نسبت $\frac{book}{market}$ و بازده آتی سهام را با تشکیل دادن پنج پرتفوی بررسی کردند. آنان نتیجه گرفتند، پرتفوی با نسبت $\frac{book}{market}$ بالاتر بازده بیشتری در آینده دارد، اما این الگو سه یا چهار سال بعد از تشکیل پرتفوی اتفاق می‌افتد؛ بنابراین اثر نسبت $\frac{book}{market}$ ، یک اثر طولانی مدت است.

لائورالی^۲ نیز در سال ۲۰۰۸ اثر نسبت $\frac{book}{market}$ گذشته و بازده گذشته سهام بر اهرم مالی جاری، بررسی کرد. او نتیجه گرفت نسبت $\frac{book}{market}$ گذشته و بازده گذشته سهام، بر اهرم مالی اثر چشمگیری دارد.

اهداف تحقیق

در زمان انتخاب سهام، مهم‌ترین موضوع برای فرد سرمایه‌گذار این است که چه مبلغی را برای هر سهم پرداخت کند؟ تعیین دقیق مبلغ پرداختی برای هر سهم، به تجزیه و تحلیل‌هایی نیاز دارد. هدف اصلی از تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری، محاسبه ی ارزش فعلی عایدات آتی هر سهم است. در بازارهای کارا، تعیین ارزش واقعی هر سهم «ارزش فعلی عایدات آتی» به راحتی امکان پذیر است. در بازار کارای سرمایه، تمام اطلاعات مربوط به اوراق بهادار، در قیمت بازار این اوراق منعکس است و هر اطلاعات جدیدی که به بازار وارد می‌شود، سریعاً قیمت اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در این بازارها، امکان دستیابی به بازده غیرعادی وجود ندارد و بازده سرمایه‌گذاری متناسب

1-Mete Feridun

2-Laura yiaolei liu

با ریسک مربوط به آن است. بنابراین، سرمایه گذار برای انتخاب سهام مناسب یا پرتفوی سهام، باید شاخص ها و نسبت های مختلف مالی را در نظر بگیرد؛ لذا در این تحقیق، رابطه ی $\frac{B}{M}$ و بازده سهام، بررسی شده است. در ضمن نسبت $\frac{B}{M}$ در روش سرمایه گذاری به صورت ارزشی (روش های سرمایه گذاری در سهام: ۱- روش رشدی ۲- روش ارزشی) و نیز در مدل ارزشیابی سهام (لیندا دانگلو^۱، ۱۹۹۰: ۱۰۰) با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت های مشابه کاربرد دارد.

(ارزش دفتری هر سهم شرکت آلفا) $(B) \times$ (شرکت های مشابه) $P = \frac{M}{B}$ (قیمت شرکت آلفا)

روش نمونه گیری و شیوه ی گرد آوری داده ها

در سال ۱۳۸۳، ۴۲۶ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند. با توجه به این که قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۷۸ تا سال ۱۳۸۳ است و در ضمن برای محاسبه ی بازده شرکت ها از جریانان نقدی و قیمت سهام در اول و آخر دوره استفاده می شود، پس باید شرکت هایی که تا پایان سال ۱۳۷۸ در بورس پذیرفته شده اند، مد نظر قرار گیرند برای انجام این کار از روش نمونه گیری مرحله ای (غربالگیری) استفاده می شود. یعنی اولاً: شرکت هایی که دارای ارزش دفتری منفی هستند حذف می شوند؛ ثانیاً: شرکت ها از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳، هر سال، باید حداقل یک بار سهام آن ها در بورس مورد معامله ی رسمی قرار گرفته باشد سپس از بین شرکت هایی که باقی می ماندند از فرمول حجم نمونه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، هشتاد شرکت به عنوان نمونه انتخاب می شوند که این ۸۰ شرکت به صورت سهمیه ای از صنعت های مختلف بورس برگزیده می شوند.

داده های مورد نیاز برای انجام این تحقیق، به دست آوردن آخرین قیمت بازار و ارزش دفتری (ارزش ویژه) هر سهم، قیمت بازار هر سهم در هفته ی اول سال، سود نقدی هر سهم، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده ی نقدی، درصد افزایش سرمایه از محل سهام جایزه و حق تقدم است که منبع مورد استفاده برای جمع آوری داده های تحقیق، نرم افزار دنا سهم (پارس پرتفولیو) بوده است. ذکر این نکته ضروری است که با توجه به این که در شرکت های مورد بررسی سهام ممتاز وجود نداشته است، لذا جمع

1-Linda E. De Angelo

توان پیش بینی سودآوری شرکت به وسیله نسبت ارزش..... ۱۰۵

حقوق صاحبان سهام در ترازنامه هر شرکت، متعلق به سهامداران عادی است، و از تقسیم این جمع بر تعداد سهام منتشر شده، ارزش دفتری هر سهم به دست آمده است. مدل محاسبه‌ی میزان بازده هر سهم، روش IRR¹ است که برای دوره‌ی (۷۹-۸۳) را می‌توان به شرح زیر تعریف کرد (محاسبات به کمک نرم افزار Excel انجام شده است):

$$P_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{P}{(1+r)^4}$$

P_0 = سرمایه‌گذاری اولیه یا قیمت یک سهم در هفته اول سال ۱۳۷۹

CF_1 = جمع جبری سود سهام دوره‌ی مالی ۱۳۷۸ و سرمایه‌گذاری مجدد در سال ۱۳۷۹. همان طور که اشاره شد در این جا فرض شده است که سود سهام سال ۷۸ و سرمایه‌گذاری مجدد در طول سال ۷۹ هر دو در پایان سال ۷۹ به ترتیب توسط سرمایه‌گذار دریافت و پرداخت می‌شود.

CF_2 = جمع جبری سود سهام دوره‌ی مالی ۷۹ و سرمایه‌گذاری مجدد در سال ۸۰

CF_3 = جمع جبری سود سهام دوره‌ی مالی ۸۰ و سرمایه‌گذاری مجدد در سال ۸۱

CF_4 = جمع جبری سود سهام دوره‌ی مالی ۸۱ و سرمایه‌گذاری مجدد در سال ۸۲

P = وجوه حاصل از فروش سهام در هفته‌ی اول سال ۱۳۸۳ با تعدیلات لازم در خصوص سود سهمی، حق تقدم و تجزیه‌ی سهام.

در این تحقیق، فرض شده است که سرمایه‌گذار یک سهم را در هفته‌ی اول سال ۷۹ خریداری می‌کند و آن را در هفته‌ی اول سال ۸۳ به فروش می‌رساند؛ لذا با توجه به افزایش سرمایه در طول دوره، تعداد سهام تغییر کرده که در محاسبه‌ی جریان نقدی حاصل از فروش سهام در هفته اول سال ۸۳ نیز منظور گردیده است. افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها یا اعطای سهام جایزه، تأثیری در جریان نقدی نداشته است؛ لذا در محاسبات فوق منظور نشده‌اند. البته نباید فراموش کرد که این دو عامل از طریق تعداد و قیمت سهام در محاسبات گنجانده شده‌است.

r = متوسط میزان بازده در دوره‌ی مورد نظر

1-Internal rate of return

پس از به دست آوردن میزان بازده هر سهم (r) میزان بازده پرتفوی به روش زیر به دست می آید.

$$R_p = \sum_{i=1}^n x_i R_i$$

فرضیه ی پژوهش و روش تحقیق

هدف اصلی از انجام این تحقیق، این است که آیا سرمایه گذاران بالقوه می توانند از شاخص $\frac{B}{M}$ ، در کنار دیگر شاخص ها استفاده، و به کمک آن سودآوری سهام را پیش بینی کنند؟

فرضیه ی این پژوهش عبارت است از: «سهامی که ارزش دفتری آن به ارزش بازار آن بالاتر است، دارای بازده بیشتری در آینده است.» به عبارت دیگر سهامی که مقدار ارزش دفتری آن نزدیک به مقدار ارزش بازار آن است، دارای بازده (سود نقدی^۱ و سود سرمایه^۲) بیشتری در آینده است.

در این تحقیق یک دسته مفروضات به شرح زیر در نظر گرفته شد. (۱۳۷۸-۱۳۸۳):

۱- سرمایه گذار در هفته اول سال های ۷۹ تا ۸۲ اقدام به خرید سهام می کند و سهام خود را در هفته ی اول سال ۱۳۸۳ به فروش می رساند.

۲- در محاسبه ی نسبت $\frac{B}{M}$ برای هر سال، ارزش دفتری هر سهم و آخرین قیمت بازار در پایان سال مالی مورد استفاده قرار گرفته است.

۳- سود نقدی هر سال مالی در آخر ماه هشتم پس از تصویب مجمع به سهامدار پرداخت می شود ولی شرکت هایی که سال مالی آن ها نیمه ی اول سال و قبل از ۶/۳۱ است سود نقدی آن ها در پایان همان سال مالی پرداخت می شود.

۴- سهامدار، خودش از حق تقدم خرید سهام استفاده می کند و سهام خریداری شده را تا پایان دوره نگه می دارد، از سود و مزایای آن استفاده می کند و آن را در پایان دوره می فروشد.

1-Dividend per share

2- Capital gain

۵- اگر سود سهمی به سهامدار تعلق گرفت، سهامدار آن را نگه می دارد، از مزایای آن استفاده می کند و در پایان دوره همراه سایر سهام دریافتی یا خریداری شده آن را می فروشد.

۶- سود سهمی یا سهام خریداری شده، با استفاده از حق تقدم خرید و سهام حاصل از تجزیه ی سهام در پایان سالی که مجمع آن را تصویب کرده به سهامدار پرداخت می شود. در این تحقیق، ابتدا چهار دوره ی مالی (۸۳-۷۹)، (۸۳-۸۰)، (۸۳-۸۱) و (۸۳-۸۲) در نظر گرفته شد.

در این پژوهش، سه روش تحقیق در نظر گرفته شده است.

۱- ابتدا در نظر گرفتن چهار دوره ی مالی (۸۳-۷۹)، (۸۳-۸۰)، (۸۳-۸۱)، (۸۳-۸۲)-

۸۳)، سپس محاسبه ی نسبت $\frac{B}{M}$ برای هر شرکت (هشتاد شرکت) و بعد با توجه به

نسبت های $\frac{B}{M}$ محاسبه شده تشکیل دادن چهار پرتفوی (هر پرتفوی بیست شرکت) به

صورت صعودی در هر دوره به طوری که شرکت های با کمترین نسبت $\frac{B}{M}$ در پرتفوی

شماره ی یک و شرکت های با بالاترین نسبت $\frac{B}{M}$ در پرتفوی شماره ی چهار قرار

گرفته اند.

سپس در هر پرتفوی میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ محاسبه شد و چون پرتفوی شماره ی یک

نسبت های $\frac{B}{M}$ پایین تری از بقیه داشت پس میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ آن نیز پایین تر از بقیه

شد. یعنی رابطه ی زیر در مورد میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ برقرار است:

پرتفوی شماره ی ۴ < پرتفوی شماره ی ۳ < پرتفوی شماره ی ۲ < پرتفوی شماره ی ۱

سپس برای هر پرتفوی با مشخص بودن قیمت ابتدای دوره، پایان دوره و جریانات

نقدی طی دوره، بازده هر سهم و میانگین وزنی بازده هر پرتفوی محاسبه شد.

پس از محاسبه میانگین وزنی بازده، اگر رابطه ی زیر برقرار باشد، فرضیه تأیید

خواهد شد:

بازده پرتفوی شماره ی ۴ < بازده پرتفوی شماره ی ۳ < بازده پرتفوی شماره ی ۲ < بازده پرتفوی شماره ی ۱

به عبارتی مثلاً در دوره اول (۷۹-۸۳) می توان به کمک نسبت $\frac{B}{M}$ در سال ۷۸ بازده دوره (۷۹-۸۳) را پیش بینی کرد.

۲- در روش دیگر، پرتفوی ها براساس بازده (نه براساس نسبت $\frac{B}{M}$) تشکیل شده اند. در هر دوره، دو پرتفوی در نظر گرفته شده است. پرتفوی اول از بیست شرکت با پایین ترین بازده و پرتفوی دوم از بیست شرکت با بالاترین بازده تشکیل شده است. در هر دو پرتفوی، به طور جداگانه، میانگین بازده و میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ محاسبه شده است. مسلماً میانگین بازده پرتفوی شماره ی یک، کمتر از میانگین بازده پرتفوی شماره ی دو است.

۳- در آزمون فرضیه برحسب صنعت پرتفوی ها برحسب بازده صنعت تشکیل شده اند، سپس میانگین وزنی بازده پرتفوی برای هر صنعت و میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ محاسبه شده و با صنعت های دیگر مقایسه شده است. در این آزمون، چون پرتفویها برحسب صنعت طبقه بندی شده است آزمون فقط برای دوره (۷۹-۸۳) انجام شده است و انتظار این است که صنایع با میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ بالا، بازده بیشتری داشته باشند.

تحلیل داده ها و آزمون فرضیه

حال داده های به دست آمده در چهار دوره بررسی می شود.

داده های دوره (۷۹-۸۳) به شرح جدول شماره ی یک است.

جدول شماره ی یک - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میزان بازده

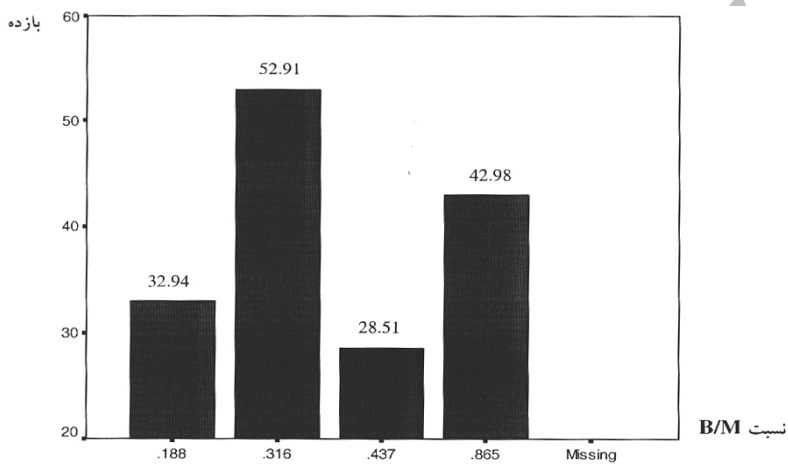
برای دوره ی (۷۹-۸۳)

بازده	میانگین نسبت $\frac{B}{M}$	شماره ی پرتفوی
۳۲/۹۴	۰/۱۸۸	۱
۵۲/۹۱	۰/۳۱۶	۲
۲۸/۵۱	۰/۴۳۷	۳
۴۲/۹۸	۰/۸۶۵	۴

توان پیش بینی سودآوری شرکت به وسیله نسبت ارزش..... ۱۰۹

برای این که فرضیه تأیید شود، باید همان طور که از پرتفوی شماره ی یک به پرتفوی شماره ی چهار میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ بیشتر می شود، بازده نیز بیشتر شود؛ ولی همان طور که در جدول شماره ی یک مشاهده می شود، پرتفوی شماره ی سه ناقض فرضیه تحقیق است؛ ولی بازده پرتفوی شماره ی دو بیشتر از یک و بازده پرتفوی شماره ی چهار ، بیشتر از سه است که تأییدکننده ی فرضیه هستند. این مطلب، در نمودار شماره ی یک نشان داده شده است.

نمودار شماره ی یک - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت B/M و میزان بازده برای دوره (۷۹-۸۳)



داده های دوره (۸۰-۸۳) به شرح جدول شماره ی دو آمده است.

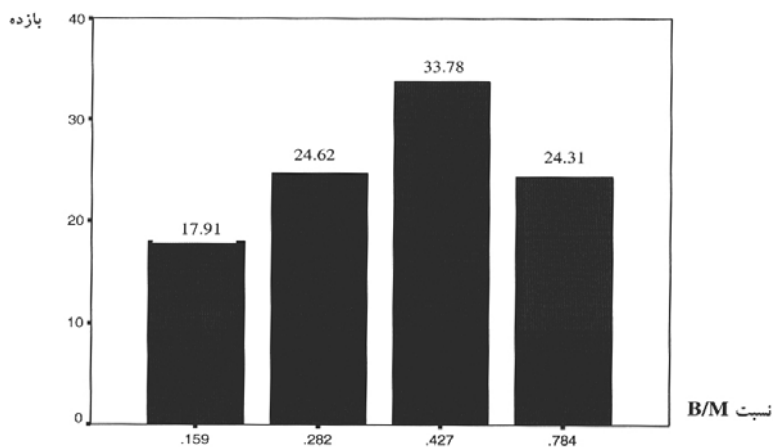
جدول شماره ی دو - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میزان بازده

برای دوره ی (۸۰-۸۳)

بازده	میانگین نسبت $\frac{B}{M}$	شماره ی پرتفوی
۱۷/۹۱	۰/۱۵۹	۱
۲۴/۶۲	۰/۲۸۲	۲
۳۳/۷۸	۰/۴۲۷	۳
۲۴/۳۱	۰/۷۸۴	۴

در جدول شماره ی دو، فقط پرتفوی شماره ی چهار ناقض فرضیه است؛ به علت این که بازده پرتفوی شماره ی چهار بیشتر از بازده پرتفوی شماره ی سه نیست؛ اما دیگر پرتفوی ها فرضیه را تأیید می کند، چون بازده پرتفوی شماره ی دو بیشتر از پرتفوی شماره ی یک و بازده پرتفوی شماره سه بیشتر از پرتفوی شماره ی دو است. این مطلب در نمودار شماره ی دو نشان داده شده است.

نمودار شماره ی دو - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت B/M و میزان بازده برای دوره ی (۸۰-۸۳)



داده های دوره ی (۸۱-۸۳) در جدول زیر آمده است:

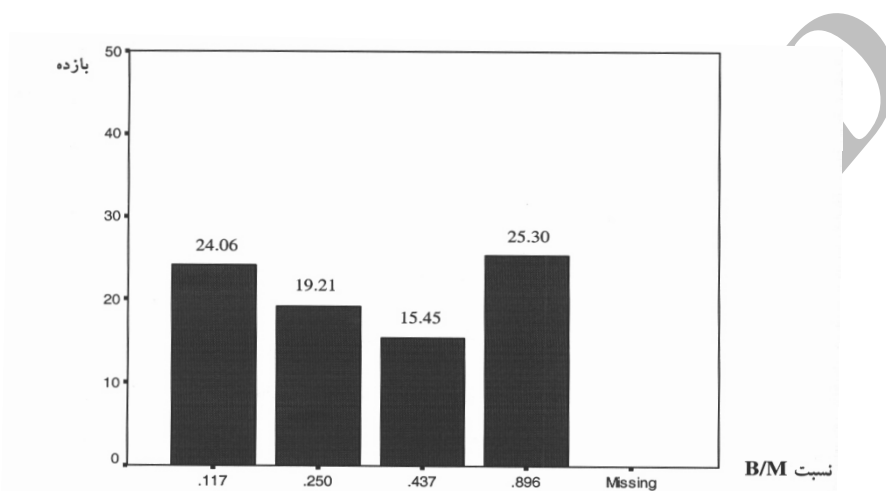
جدول شماره ی سه - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میزان بازده

برای دوره ی (۸۱-۸۳)

بازده	میانگین نسبت $\frac{B}{M}$	شماره ی پرتفوی
۲۴/۰۶	۰/۱۱۷	۱
۱۹/۲۱	۰/۲۵۰	۲
۱۵/۴۵	۰/۴۳۷	۳
۲۵/۳۰	۰/۸۹۶	۴

در جدول شماره‌ی سه پرتفوی شماره‌ی دو و سه ناقض فرضیه هستند؛ زیرا بازده پرتفوی شماره‌ی دو باید بیشتر از یک باشد که آن نیز این‌طور نیست و بازده پرتفوی شماره‌ی سه نیز باید بیشتر از دو باشد که این‌طور نیست فقط پرتفوی شماره‌ی یک و چهار فرضیه‌ی تحقیق را تأیید می‌کنند. این مطلب در نمودار شماره‌ی سه نشان داده شده است.

نمودار شماره‌ی سه - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت B/M و میزان بازده برای دوره‌ی (۸۱-۸۳)



داده‌های دوره‌ی (۸۲-۸۳) به شرح جدول شماره‌ی چهار است.

جدول شماره‌ی چهار - توزیع پرتفوی بر حسب میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میزان

بازده برای دوره‌ی (۸۲-۸۳)

بازده	میانگین نسبت $\frac{B}{M}$	شماره پرتفوی
۱۰/۸۹	۰/۰۸۷	۱
-۰/۵۹	۰/۲۸۳	۲
۱۶/۸۵	۰/۴۸۳	۳
۳۹/۴۸	۰/۹۱۲	۴

در جدول شماره ی چهار، پرتفوی شماره ی دو ناقض فرضیه است؛ چون بازده آن کمتر از بازده پرتفوی شماره ی یک است؛ ولی بقیه پرتفوی ها تأیید کننده ی فرضیه هستند.

بنابراین در هر چهار دوره، فرضیه ی اصلی تحقیق رد شده است. در دوره ی (۷۹-۸۳)، (۸۳-۸۰) و (۸۳-۸۲) فقط یک پرتفوی و در دوره ی (۸۱-۸۳)، دو پرتفوی ناقض فرضیه هستند.

آزمون فرضیه

نظر به استفاده از روش نمونه گیری برای انجام تحقیق حاضر، باید از روش های آماری برای تعمیم آن به جامعه استفاده کرد. روش آماری مورد استفاده، ضریب همبستگی و آزمون فرضیه به کمک نرم افزار آماری spss است.

در این تحقیق، میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ متغیر مستقل و میانگین وزنی بازده پرتفوی متغیر وابسته است. بنابراین میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ معادل x و میانگین وزنی بازده پرتفوی معادل y است.

برای آزمون فرضیه، ابتدا ضریب همبستگی میان میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میانگین وزنی بازده پرتفوی را به دست می آوریم. عدد به دست آمده از $+1$ تا -1 است که ارتباط بین این دو متغیر را نشان می دهد. اگر ضریب همبستگی $+1$ باشد همبستگی مثبت کامل و اگر -1 باشد همبستگی منفی کامل در جهت عکس را دارد.

با توجه به فرضیه ی تحقیق، ضریب همبستگی دو متغیر x و y در این تحقیق باید مثبت باشد. یعنی با افزایش x (نسبت $\frac{B}{M}$)، y (بازده پرتفوی) افزایش یابد و با کاهش x ، y کاهش یابد. در این تحقیق، ضریب همبستگی برای هر چهار دوره محاسبه شده است. سپس با توجه به این که R از $+1$ تا -1 است و آن را نمی توان به صورت معنی داری تفسیر کرد، لازم است ضریب تعیین (R^2) برای هر دوره نیز حساب شود. ضریب همبستگی و ضریب تعیین محاسبه شده در چهار دوره در جدول شماره ی پنج ارائه شده است.

جدول شماره‌ی پنج - توزیع ضریب همبستگی و ضریب تعیین چهار دوره

R^2	R	دوره
۰/۰۲۴۶	۰/۱۵۷	۸۳-۷۹
۰/۱۰۴۹	۰/۳۲۴	۸۳-۸۰
۰/۰۸۲۳	۰/۲۸۷	۸۳-۸۱
۰/۷۵۶۹	۰/۸۷۰	۸۳-۸۲

همان‌گونه که در جدول شماره‌ی پنج ملاحظه می‌شود، در چهار دوره همبستگی مثبت بین x و y وجود دارد. در دوره‌ی ۸۳-۸۲ اگر به ستون R^2 آن توجه شود، ۷۵ درصد از تغییرات در y (بازده پرتفوی) توسط تغییرات در x (نسبت $\frac{B}{M}$) توضیح داده شده است ولی در سه دوره‌ی دیگر این ارتباط بسیار ناچیز است و در کل می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه رد می‌شود؛ به عبارت دیگر همبستگی زیادی بین متغیرها دیده نمی‌شود.

ضریب همبستگی با توجه به نمونه‌ای مشخص محاسبه می‌شود. بدیهی است که این ضریب، که بعضی مواقع ضریب همبستگی نمونه‌ای خوانده می‌شود، از نمونه‌ای به نمونه دیگر تغییر می‌یابد. حال، سؤال این‌جاست که آیا بین دو متغیر x و y که ضریب همبستگی آن را تعیین کردیم، همبستگی معنی‌داری وجود دارد یا نه؟ به عبارت دیگر، آیا می‌توان به وجود یک رابطه‌ی علت و معلولی خطی اذعان داشت و یا ضریب همبستگی به‌دست آمده ناشی از شانس و تصادف بوده است و یابه وجود متغیر سومی که بر روی x و y اثر می‌گذارد اعتراف کرد؟ پس برای روشن شدن موضوع باید آزمون فرضیه‌ی زیر را انجام داد.

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

اگر H_0 پذیرفته شود، نتیجه این است که x و y به‌صورت خطی به یک‌دیگر وابسته نیستند و اگر H_0 پذیرفته نشود، نتیجه این است که x و y به یک‌دیگر وابسته‌اند.

آماره‌ی مناسب برای آزمون در خصوص صفر بودن ضریب همبستگی جامعه عبارت است از:

$$t = \frac{r - \rho}{\sqrt{\frac{1 - R^2}{n - 2}}}$$

که دارای توزیع t استیودنت با $n - 2$ درجه ی آزادی است. در این تحقیق، برای آزمون فرضیات ابتدا t را از فرمول بالا به دست آورده، سپس آن را با t جدول با سطح اطمینان ۹۵ درصد مقایسه می کنیم؛ هرگاه t محاسبه شده بین t جدول قرار بگیرد نمی توان فرض صفر را رد کرد.

$$\alpha = 5\%$$

$$t_{\frac{\alpha}{2}, n-2} = t_{0/025, 2} = \pm 4/303$$

نتایج محاسبات انجام شده در جدول شماره ی شش خلاصه شده است.

جدول شماره ی شش مقایسه ی t جدول و t محاسبه شده در دوره های مختلف

جدول t	t محاسبه شده	R2	R	دوره
$\pm 4/303$	۰/۲۲۴۸	۰/۰۲۴۶	۰/۱۵۷	(۸۳-۷۹)
$\pm 4/303$	۰/۴۸۴۳	۰/۱۰۴۹	۰/۳۲۴	(۸۳-۸۰)
$\pm 4/303$	۰/۴۲۳۶	۰/۰۸۲۳	۰/۲۸۷	(۸۳-۸۱)
$\pm 4/303$	۲/۴۹۵۴	۰/۷۵۶۹	۰/۸۷۰	(۸۳-۸۲)

در جدول شماره ی شش در هر چهار دوره، t محاسبه شده بین t جدول وجود دارد.

$$-4/303 < 0/2248 < 4/303 \quad \text{دوره ی (۸۳-۷۹)}$$

$$-4/303 < 0/4843 < 4/303 \quad \text{دوره ی (۸۳-۸۰)}$$

$$-4/303 < 0/4236 < 4/303 \quad \text{دوره ی (۸۳-۸۱)}$$

$$-4/303 < 2/4954 < 4/303 \quad \text{دوره ی (۸۳-۸۲)}$$

بنابراین، فرض H_0 پذیرفته می شود و این بدان معنی است که x و y به صورت خطی به یکدیگر وابسته نیستند پس «سهامی که ارزش دفتری آن به ارزش بازار آن بالاتر است، دارای بازده بیشتری در آینده نیست.»

در این تحقیق، از روش دیگری نیز برای آزمون فرضیه استفاده شده است. این فرضیه با توجه به تفکیک شرکتها برحسب صنعت است. چون در این روش،

شرکت‌های با نسبت $\frac{B}{M}$ بسیار بالا و پایین در یک صنعت قرار می‌گیرند و این امر مطابق فرضیه‌ی تحقیق نیست، این آزمون فقط برای دوره‌ی (۷۹-۸۳) به علت طولانی تر بودن انجام شده است. در این آزمون، میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ هر صنعت با میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ صنعت‌های دیگر مقایسه شده و بعد بازه آن‌ها مورد مقایسه قرار گرفته است. جدول شماره‌ی هفت نتایج به دست آمده را نشان می‌دهد.

جدول شماره‌ی هفت - مقایسه نسبت $\frac{B}{M}$ و بازه پرتفوی‌های تشکیل شده

بر حسب صنعت

بازده	نسبت $\frac{B}{M}$	نام صنعت
۳۲٪	۰/۴۹۷	فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی
۲۰٪	۰/۸۹۳	منسوجات
۴۹٪	۰/۶۳۷	محصولات کاغذی و چاپ و نشر
۴۷٪	۰/۳۳۳	محصولات شیمیایی و دارویی
۱۷٪	۰/۴۸۶	محصولات لاستیک و پلاستیک
۵۵٪	۰/۳۵۷	کانی‌های غیرفلزی
۱۹٪	۰/۳۷۴	فلزات اساسی
۴۰٪	۰/۴۱۷	ساخت محصولات فلزی
۱۳٪	۰/۴۸۵	ماشین‌آلات و تجهیزات
۳۳٪	۰/۲۷۰	دستگاه‌ها و ماشین‌آلات برقی
۳۷٪	۰/۴۷۲	خودرو و ساخت قطعات

مطالب جدول شماره‌ی هفت نشان می‌دهد که ارتباطی بین میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ و میانگین بازده در صنعت‌های مختلف وجود ندارد. صنعت منسوجات با بالاترین میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ ، باید بیشترین بازده را داشته باشد؛ ولی جدول بالا نشان می‌دهد که این طور نیست. علت این که اصلاً این ارتباط برقرار نشده است، این است که در یک صنعت، شرکت‌ها هم با نسبت $\frac{B}{M}$ پایین و هم با نسبت $\frac{B}{M}$ بالا قرار گرفته‌اند. به هر حال، با

توجه به این آزمون، فرضیه ی H_0 رد می شود و می توان گفت که: «سهامی که ارزش دفتری آن به ارزش بازار بالاتر است، دارای بازده بیشتری در آینده نیست.»

آخرین آزمون این تحقیق بدین صورت است که در این روش، پرتفوی ها براساس بازده (نه براساس نسبت $\frac{B}{M}$) تشکیل شده اند. در هر دوره، دو پرتفوی در نظر گرفته شده است. پرتفوی اول از بیست شرکت با پایین ترین بازده و پرتفوی دوم از بیست شرکت با بالاترین بازده تشکیل شده اند. در هر دو پرتفوی، به طور جداگانه، میانگین بازده و میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ حساب شده است. مسلماً میانگین بازده پرتفوی شماره ی یک، کمتر از میانگین بازده پرتفوی شماره ی دو است. طبق فرضیه، باید میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ پرتفوی شماره ی یک کمتر از میانگین بازده پرتفوی شماره ی دو باشد. جدول شماره ی هشت نتایج بدست آمده را نشان می دهد.

جدول شماره ی هشت - مقایسه ی شرکت های با بازده زیاد و کم با میانگین

نسبت $\frac{B}{M}$ در چهار دوره ی مالی

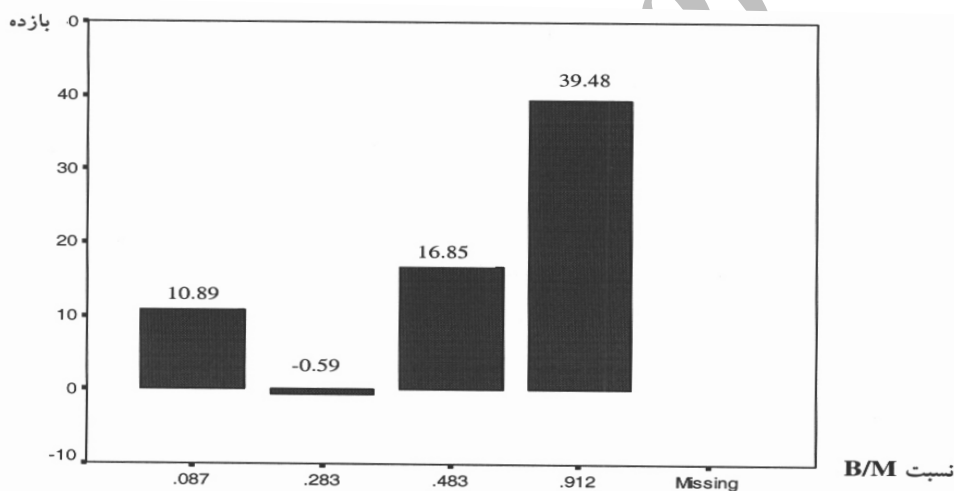
شرکت های با بازده زیاد		شرکت های با بازده کم		دوره
بازده	نسبت $\frac{B}{M}$	بازده	نسبت $\frac{B}{M}$	
۷۹٪	۰/۴۵۶	۳٪	۰/۴۹۷	(۸۳-۷۹)
۷۰٪	۰/۴۰۷	-۶٪	۰/۴۱۵	(۸۳-۸۰)
۸۰٪	۰/۴۱۶	-۱۰٪	۰/۳۴۱	(۸۳-۸۱)
۷۷٪	۰/۵۶۴	-۲۲٪	۰/۴۱۶	(۸۳-۸۲)

در جدول شماره ی هشت، برای این که فرضیه ی تحقیق اثبات شود، باید شرکت هایی که بازده بیشتری دارند، میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ آن ها در هر دوره بیشتر باشد. در دوره ی (۸۳-۷۹)، میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت ها با بازده بیشتر، ۰/۴۵۶ است که کمتر از میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت ها با بازده کمتر یعنی ۰/۴۹۷ است؛ بنابراین فرضیه

توان پیش بینی سودآوری شرکت به وسیله نسبت ارزش..... ۱۱۷

رد می‌شود. در دوره‌ی (۸۳-۸۰) میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده بیشتر، ۰/۴۰۷ است که کمتر از میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده کمتر یعنی ۰/۴۱۵ است؛ بنابراین فرضیه رد می‌شود. در دوره‌ی (۸۳-۸۱) میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده بیشتر، ۰/۴۱۶ است که بیشتر از میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده کمتر یعنی ۰/۳۱۴ است؛ بنابراین فرضیه اثبات می‌شود. در دوره‌ی (۸۳-۸۲) میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده بیشتر، ۰/۵۶۴ است که بیشتر از میانگین نسبت $\frac{B}{M}$ شرکت‌ها با بازده کمتر یعنی ۰/۴۱۶ است؛ بنابراین فرضیه اثبات می‌شود. ولی در کل می‌توان نتیجه گرفت که «سهامی که ارزش دفتری آن به ارزش بازار آن بالاتر است، دارای بازده بیشتری در آینده نیست.»

نمودار شماره ی چهار- توزیع پرتفوی برحسب میانگین نسبت B/M و میزان بازده برای دوره‌ی (۸۳-۸۲)



محدودیت های تحقیق

- ۱- بالا بودن میزان تورم در ایران، باعث تفاوت زیادی بین ارزش دفتری و ارزش بازار سهام می شود، که باعث ردّ فرضیه تحقیق شد.
- ۲- عدم نقدینگی بعضی از سهام در بورس اوراق بهادار ایران؛
- ۳- متفاوت بودن داده های مندرج در منابع مختلف؛
- ۴- عدم کارایی بازار سرمایه در ایران.

نتیجه گیری و پیشنهادها

با توجه به مشکلاتی از قبیل عدم نقدینگی بعضی سهام ، متفاوت بودن داده های مندرج در منابع مختلف و عدم کارایی بازار سرمایه، فرضیه ی تحقیق حاضر تأیید نشد، یعنی وجود رابطه بین نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده سهام رد شد. اما مواردی وجود دارد که می توان در مورد نتیجه ی به دست آمده بحث بیشتری کرد:

- ۱- در کشور ایران به علت بالا بودن میزان تورم، تفاوت زیادی بین ارزش دفتری و ارزش بازار وجود دارد، مخصوصاً در مورد شرکت هایی که طول عمر زیادی دارند. و این عدم کارایی، باعث رد فرضیه شد.
- ۲- یکی از علت های دیگر رد فرضیه، عدم کارایی بازار سرمایه است. در این تحقیق، قیمت گذاری اشتباه و قیمت های غیرواقعی ضعف بازار هستند که این قیمت گذاری در محاسبه ی نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده هر سهم و میانگین وزنی بازده پرتفوی تأثیر می گذارد و باعث رد فرضیه می شود.

۳- در هر دوره، ضریب همبستگی به دست آمده مثبت بود و ارتباط مثبت بین نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده سهام نشان داده شد یعنی با بالا رفتن نسبت $\frac{B}{M}$ ، بازده نیز زیاد می شود.

۴- در دوره‌ی (۷۹-۸۳)، (۸۰-۸۳) و (۸۲-۸۳) فقط یک پرتفوی ناقض فرضیه و در دوره (۸۱-۸۳) دو پرتفوی ناقض فرضیه بودند پس چون بیشتر پرتفوی‌ها فرضیه را تأیید می کنند باید تأمل بیشتری بر رابطه‌ی نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده سهام صورت گیرد.

۵- هم چنین با توجه به نتایج تحقیق‌های انجام شده در کشورهای دیگر (فاما و فرنچ، بانتیف و لورنس، گیال و ولچ، جانسن و ورسچور، لم، چن و زنگ) که نشان دهنده‌ی ارتباط بین نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده سهام است، باید سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری وجود رابطه‌ی نسبت $\frac{B}{M}$ و بازده سهام را نیز در کنار دیگر شاخص‌ها مد نظر قرار دهند. بنابراین، قیمت سهام باید متناسب با ارزش دفتری آن باشد چون ارزش دفتری سهام هر شرکت بر اساس اصول و مفاهیم حسابداری اندازه‌گیری می شود و از قابلیت اتکای بالایی برخوردار است.

در نتیجه اگر قیمت بازار سهام بیشتر از نرمال باشد یعنی نسبت $\frac{B}{M}$ پایین باشد، این شرکت بازدهی پایینی خواهد داشت و برعکس، اگر قیمت بازار سهام کمتر باشد، یعنی نسبت $\frac{B}{M}$ بالا باشد، قیمت این سهام رشد خواهد کرد و به حد نرمال آن می رسد که این افزایش قیمت باعث بازده بیشتر می شود. البته می دانیم که بازده با عوامل بسیار زیادی مرتبط است، این متغیرهای تصادفی هم چون روند قیمت‌های بازار و سایر عوامل تأثیرگذار بر روی قیمت سهام که دارای قدرت‌های متفاوتی نیز هستند می توانند آن چنان بر روی بازده تأثیر بگذارند که رابطه‌ی علمی فوق برقرار نباشد؛ به عبارت دیگر یک شاخص دیگر تعیین کننده‌ی میزان بازده پرتفوی باشد.

نکته ی دیگر این که چون نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، با فرصت های رشد و توسعه ی آتی شرکت در ارتباط است، سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار باید به این نسبت نیز توجه بیشتری کنند.

در چند دهه ی اخیر، رابطه ی نسبت $\frac{book}{market}$ با متغیرهای زیادی مانند بازده سهام، اهرم مالی، بتا و ... در سایر کشورها بررسی شده است؛ امید است در ایران نیز به این نسبت توجه بیشتری در کنار سایر شاخص ها و ابزارها که به تصمیم گیری بهتر فعالان بازار سرمایه می گردد، منجر شود.

یادداشت ها:

- ۱- اهرم مالی اثر هزینه های ثابت مالی به سود خالص شرکتی که اوراق قرضه یا سهام ممتاز منتشر کرده است، می باشد.

Archive of SID

منابع و مأخذ:

- 1-Brigham , Eugene F and Associates, Intermediate Financial Management ,Translator Ali Parsayan , First Edition ,Published by Tehran termeh,1382(In Persian)
- 2-Jahankhani , Ali and Ali Parsayan ,Investment Management and Securities Valuation , First Edition , Published by Faculty of Management Univercity of Tehran , 1376(In Persian)
- 3-Jahankhani , Ali and Hosein Abdoh Tabrizee , (Viewed Stocke Market Effeciency) , Financial Research number 1(Journal of the Faculty of Management Univercity of Tehran), 1372(In Persian)
- 4-Jahankhani , Ali (Long Term Financialy Strategy of Companies) ,Financial Research number 2 (Journal of the Faculty of Management Univercity of Tehran) , 1373(In Persian)
- 5- Alister Iyall. Hunt-"An Equity Cash Flow Perspective on the Book-to-Market Equity Ratio Ability to Predict Cross-Sectional Stock Returns",2004.
- 6-Carles p.jones "Earning Trends and Investment Selection "Financial Analysis Journal, March-April, 1978 .p.97,2002.
- 7- Feridun, Mete,"Is Sales Growth Associated with Market, Size and Value Factors in Returns?", Journal of Social Sciences, 3(I), 2006
- 8- Goyal and Welch "A Review of the Empirical Evidences of the Relationship between Market Returns and Book-to-Market Ratio" 2004.
- 9- Kothari, S.P. and Sanken. J. "Book-to-Market, Dividend Yield, and Expected Market Returns: a time-series Analysis", Journal of Financial Economics 44 (1997): 169-203.
- 10- Lam, S.K and "the Relationship between Size, Book-to-Market Equity Ratio, Earnings-Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market " ,Global Finance Journal 13(2002):163-179.
- 11-Linda E.De Angelo "Equity Valuation and Corporate Control" The Accounting Review,1990,p.1000,2001.
- 12-Mahajan,Arvind and Semih Tartaroglu "Historical Market to Book Ratio, Equity Market Timing and Capital Structure",fma.org/slc/papers,2006.
- 13- Michal D. Sheimo "Stock Market Rules" ,Probus Publishing Co.Chicago,1991 p.55,2004.
- 14-Robert I.Cummin "The Senuous Investor" Financial Analysis Journal ,1971 p.43,2005.

15- Russel J.Fuller and james L.Fuller "Modern Investment and Security Analysis" Mc Graw-Hill,1987 p.96,2006.

16- Yiaolei Liu,Laura "Historical Market-to- Book and Past Returns in a partial adjustment Model of Leverage"

www.bm.ust.hk/fnliu/cs,2008.

Archive of SID