

ارزیابی عملکرد مالی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران

علیرضا صادقی^۱

رضا تهرانی^۲

چکیده

بازار سرمایه علاوه بر تجهیز، جذب منابع مالی و هدایت سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های مولد و اشتغال‌زا، نقش تأمین مالی بنگاه‌ها و موسسات اقتصادی را نیز برعهده دارد. پذیرش شرکت‌های جدید مزایای متعددی برای آنها به ارمغان می‌آورد. لذا در این تحقیق اقدام به ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران با استفاده از شاخص نسبت‌های مالی گردید. بدین منظور میانگین هر یک از نسبت‌های مالی برای دوره سه ساله قبل از عرضه اولیه و دوره سه ساله بعد از عرضه اولیه در بازار سرمایه محاسبه و سپس با استفاده از آزمون مقایسه زوجی اقدام به بررسی معناداری تغییرات هر یک از نسبت‌های مالی طی دوره‌های یاد شده گردید. جهت بررسی هر گروه از نسبت‌های مالی یک فرضیه تدوین و بر روی هر یک از نسبت‌های مالی موجود در آن گروه آزمون مقایسه زوجی به عمل آمد. نتایج حاصل از این آزمون، معناداری هیچ یک از تغییرات در نسبت‌های مالی را طی دوره‌های مورد نظر تایید ننمود.

واژگان کلیدی: نسبت‌های مالی، ارزیابی عملکرد، عرضه اولیه، شاخص‌های مالی و

غیرمالی

طبقه‌بندی موضوعی: M20, G30, G10

۱. کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) sadeghi.a@seo.ir

۲. عضو هیات علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۱- مقدمه

یکی از کارکردهای مهم بازار سرمایه تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار است. در این راستا، هر ساله شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز برای اهداف رشد و توسعه خود و خواه در فرآیند خصوصی - سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه اولیه سهام خود به عموم (IPO) در بازار سرمایه می‌نمایند. اصطلاح عرضه عمومی هم در رابطه با عرضه اولیه به عموم و هم عرضه‌های بعدی، مصداق دارد. اولین فروش سهام به وسیله یک شرکت به عموم مردم را عرضه اولیه عمومی می‌نامند. عرضه‌های اولیه عمومی اغلب توسط شرکت‌های نوپا که در صدد تهیه سرمایه مورد نیاز برای توسعه هستند صورت می‌پذیرد اما این نوع عرضه‌های اولیه می‌تواند توسط شرکت بزرگ خصوصی که در صدد تبدیل به سهامی عام شدن هستند نیز صورت پذیرد. در یک عرضه اولیه به عموم، شرکت عرضه کننده از همکاری و مساعدت یک شرکت تأمین سرمایه در جهت تعیین اینکه چه نوع اوراق بهاداری مستر شود، تعیین بهترین قیمت عرضه، تعیین بهترین زمان ورود به بازار، بهره می‌جوید. در هر نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار به دنبال کسب بازده از سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار سعی دارد که از مقدار آتی بازده سهام شرکت‌ها اطلاعاتی کسب کند. از طرفی یکی از اهدافی که همواره در ادبیات حسابداری برای صورت‌های مالی ذکر می‌شود، ارائه اطلاعات خلاصه و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیف وسیعی از استفاده کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد. یکی از متداول‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی، تهیه نسبت‌های مالی است. پایه و اساس نسبت‌های مالی بر صورت‌های مالی استوار است و صورت‌های مالی نیز بر اساس داده‌های تاریخی تهیه می‌گردد. امروزه تجزیه و تحلیل نسبت‌ها یک تکنیک قوی و ابزاری مناسب برای استفاده کنندگان در جهت شناخت و ارزیابی عملکرد گذشته، حال و پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت است. نظر به اینکه، ارزیابی عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌ها مستقیماً قابل مشاهده و سنجش نمی‌باشد. در تحقیقات، شاخص‌هایی همچون بازده دارایی‌ها (که می‌توان آن را میزان کارایی مدیریت در کاربرد منابع موجود شرکت در جهت تحصیل سود تفسیر کرد) و بازده حقوق صاحبان سهام، به عنوان نماینده عملکرد اقتصادی مورد توجه قرار گرفته‌اند.

بر این اساس مسأله اصلی که این تحقیق به دنبال یافتن پاسخی برای آن است. این موضوع می‌باشد که ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های پذیرش شده در بازار سرمایه بوده و در واقع آیا با پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه عملکرد مالی آنها نسبت به زمانی که در بورس پذیرفته نشده‌اند بهبود یافته یا خیر.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

محاسبه نسبت‌های مالی که مبتنی بر ارقام صورت‌های مالی اساسی و سایر گزارش‌های مالی است، ابزاری مناسب برای تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی می‌باشد. بنابراین نسبت‌های مالی می‌تواند استفاده کنندگان را حداقل در ارزیابی نتایج گذشته

و حال شرکت یاری دهد. یکی از پیامدهای سیر تکامل حسابداری، استفاده از نسبت‌های مالی جهت تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری است. پژوهش‌های داخلی و خارجی زیادی در زمینه عرضه‌های اولیه شرکت‌های دولتی صورت گرفته است. اما در داخل کشور تحقیق جامعی که تمام عرضه اولیه‌ای که توسط دولت و یا بخش خصوصی انجام شده‌اند را بررسی نماید انجام نشده است. در ادامه تعدادی از مطالعات انجام شده در این زمینه مرور خواهد شد. بیشتر تحقیقات داخلی به بررسی و واگذاری شرکت‌های دولتی توسط سازمان خصوصی‌سازی و ارزیابی عملکرد آنها پرداخته است. الماسی (۱۳۸۱) اثرات سیاست خصوصی‌سازی دولت در چارچوب قانون برنامه توسعه اقتصادی، اجتماعی را از دیدگاه مالی مورد بررسی قرار داده است. ارزیابی اثربخش این سیاست با توجه به متون حسابداری و خصوصی‌سازی با استفاده از سه معیار درآمد هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده ارزش ویژه انجام شده است. وضعیت سه شاخص ذکر شده پنج سال قبل و پنج سال بعد از خصوصی‌سازی برای شرکت خصوصی‌سازی شده در قالب صنایع مختلف و به گونه‌ای کلی ارزیابی شده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که پس از خصوصی‌سازی عملکرد مالی شرکت‌ها تغییر معناداری نداشته است. لذا اجرای سیاست خصوصی‌سازی قادر به دستیابی به اهداف آن، یعنی بهبود کارایی و بهره‌وری شرکتها نبوده است. عمده‌ترین دلیل عدم کامیابی سیاست خصوصی‌سازی، شرایط اقتصادی نامساعد ایران و فقدان بسترهای مناسب جهت دستیابی به اهداف این برنامه برشمرده شده است. سیلوازی (۱۳۷۹) رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد مالی را بررسی نموده است. در این پژوهش یک نمونه مشتمل بر ۶۲ شرکت از بین شش صنعت (خودروسازی، سرمایه‌گذاری مالی، کانی غیرفلزی، غذایی، شیمیایی، لاستیک و پلاستیک) انتخاب شده است. هدف این پژوهش آن است که مشخص نماید آیا تغییرات درصد مالکیت، موجب بهبود شاخص‌های عملکرد مالی شده است یا خیر؟ در این راستا نسبت‌های مالی سال‌های ۷۷ و ۷۸ این شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه کلی بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نسبت مالکیت (دولتی یا خصوصی) رابطه‌ای با تغییرات در نسبت‌های مالی ندارد. عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲)، با مورد مطالعه قرار دادن ۱۰۴ شرکت که طی سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۶۹ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته بودند، به بررسی عوامل مؤثر بر میزان بازدهی بلندمدت آن‌ها، پرداختند. متغیرهای تحقیق دکتر عبده تبریزی و دکتر دموری، اندازه شرکت، حجم معاملات سالانه سهام، نوع صنعت، بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد است همچنین برای اندازه‌گیری و تعیین روابط میان متغیرها از روش C.A.R استفاده شده است. یافته‌های تحقیق دکتر دموری و دکتر عبده تبریزی نشان داد که شرکت‌های خیلی کوچک و شرکت‌های خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکت‌ها، در بلندمدت عملکرد بهتری دارند و بین بازده بلندمدت و حجم معامله سهام جدید رابطه‌ای وجود ندارد. همچنین بازده بلندمدت سهام جدید صنایع بزرگ بیشتر از بازده بلندمدت سهام جدید صنایع کوچک است. یعنی بین بازده بلندمدت و نوع صنعت رابطه مثبت وجود دارد. نصرالهی و آفابی (۱۳۸۸) به بررسی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین بازده سهام شرکت‌های واگذار شده قبل و بعد از خصوصی‌سازی تفاوت معناداری وجود دارد. بیشترین افزایش در سه سال اول و بیشترین کاهش در سه سال

چهارم بعد از خصوصی سازی اتفاق افتاده است. منطقی (۱۳۸۳) به بررسی عملکرد شرکت های دولتی قبل و بعد از واگذاری در بورس اوراق بهادار با استفاده از روش حسابداری و تکنیک AHP پرداخت. بدین شیوه که از بین شاخص های معمول ارزیابی، ده شاخص مهم انتخاب و با استفاده از نظر متخصصین امر، رتبه بندی و وزن دهی شده سپس با استفاده از تکنیک تصمیم گیری فرایند تحلیل که قادر است مجموعه ای از قضاوت ها که از یک طرف بر اساس تصورات (AHP) سلسله مراتبی شخصی و تجربه و از طرف دیگر براساس منطق و درک متکی هستند را جهت تصمیم گیری و قضاوت نهایی به کار برد و با استفاده از نرم افزار FDM به ارزیابی کلی عملکرد شرکت های دولتی قبل و بعد از واگذاری در بورس اوراق بهادار پرداخت. برای انجام این کار شرکت هایی که در سال ۱۳۸۰ در بورس واگذار شده اند و اطلاعات آنها در سه سال قبل و سه سال بعد از این سال وجود داشت و در نهایت هفت شرکت به عنوان گروه نمونه انتخاب شدند. نتایج نشان داد که وضعیت اقتصادی شرکت های معادن منگنر ایران، شیمی دارویی داروپخش، سیمان شاهرود و پارس سوئیچ نسبت به قبل از واگذاری بهبود یافته است و وضعیت اقتصادی شرکت های سالمین، کتورسازی ایران و داروسازی زهراوی دارای افت شدید شده است. یعقوب نژاد و تاجیک نیا (۱۳۸۹) به بررسی عملکرد کوتاه مدت عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق بازده سه ماهه عرضه های عمومی اولیه در بین سال های ۱۳۸۷-۱۳۸۳ بررسی قرار گرفت در بین سال های مورد بررسی در حدود ۵۶ شرکت جدیدالورود وارد بازار سرمایه شده و با استفاده از روش های آماری رگرسیون چند متغیره و آنالیز واریانس، تاثیر متغیرهای مطرح شده بر عملکرد کوتاه مدت سهام یک بار به همراه یکدیگر و یکبار به صورت مجزا بر عملکرد کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام این شرکت ها مورد ارزیابی قرار گرفت. نتیجه تحقیق نشان داد که تاثیر عرضه عمومی اولیه بر روی وجود بازده کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران مثبت بود. همچنین در ادامه اثر عوامل مالی و غیر مالی در قالب ۵ متغیر بر روی عملکرد کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه مورد بررسی قرار گرفت. متغیرهای مورد بررسی حجم انتشار سهام میزان شهرت موسسه حسابرسی کننده صورت های مالی شرکت جدیدالورود، میزان تملک مالکیت سرمایه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، نوع مالکیت شرکت جدیدالورود به بورس (دولتی و یا خصوصی)، میزان سرمایه شرکت بودند که تاثیراتشان بر بازده کوتاه مدت شرکت هایی که عرضه عمومی اولیه داشته اند مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پس از بررسی مجزای متغیرها تنها شهرت موسسه رسیدگی کننده به صورت های مالی شرکت جدیدالورود بر بازده کوتاه مدت IPO تاثیر گذار بود و همچنین تاثیر توام متغیرها بر بازده کوتاه مدت IPO بسیار ناچیز و تقریباً بی اثر بود. در مطالعه دیگری که توسط سعیدی و قزل سفلو (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. این تحقیق به دنبال ارزیابی اثر واگذاری سهام شرکت های دولتی به بخش خصوصی بر عملکرد مالی آنها با استفاده از نسبت های سودآوری شامل بازده دارایی (ROA)، بازده فروش (ROS) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بوده است. برای این منظور ۲۹ شرکت که طی سال های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۵ سهام دولتی آنها به بخش خصوصی واگذار شده است در دو بخش که شامل بخش اول در دو سطح

واگذاری (بیش از ۵۰ درصد و کمتر از ۵۰ درصد) با استفاده از آزمون رتبه‌ای ویلکاکسون و مدل رگرسیونی و به روش OLS و بخش دوم در سه سطح واگذاری (کمتر از ۲۰ درصد؛ بین ۲۰ تا ۵۰ درصد و بیشتر از ۵۰ درصد) با استفاده از آزمون فریدمن مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که در بخش اول عملکرد مالی شرکت‌ها افزایش یافته است و در بخش دوم عملکرد مالی در سه سطح واگذاری تفاوت معناداری نداشته است. بولو و دیگران (۱۳۹۲) به مقایسه بازدهی کوتاه مدت و بلندمدت سهام شرکت‌های دولتی و واگذار شده به عموم در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و بازدهی سایر عرضه‌های عمومی اولیه و بازار پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بازدهی کوتاه مدت (۲۰ روزه) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده - اند، مثبت و از بازدهی کوتاه مدت بازار بیشتر است، لیکن با بازدهی کوتاه مدت سایر عرضه‌های اولیه تفاوت معناداری ندارد. همچنین، بازدهی بلندمدت (یکساله) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، مثبت و از بازدهی بلندمدت سایر عرضه‌های اولیه بیشتر است، لیکن با بازدهی بلندمدت بازار تفاوت معناداری ندارد. محمدخانی و قره‌داغی (۱۳۹۳) اقدام به بررسی مقایسه‌ای عملکرد شرکت‌های واگذار شده قبل و بعد از واگذاری بر اساس مدل (EFQM) و برخی شاخص‌های مالی نمودند. در این روش داده‌ها با استفاده از مدل تعالی سازمانی مدیریت کیفیت در سه معیار (مالی، بهره‌وری و اشتغال‌زایی) امتیازبندی و رتبه‌بندی شدند، سپس به منظور اثبات ادعای شرکت‌ها، معیار مالی آن را از طریق اطلاعاتی که در بورس اوراق بهادار موجود بوده و با استفاده از شاخص‌هایی از قبیل کیو توبین (Q-Tubin)، ارزش افزوده بازار، بازده دارایی، بازدهی سرمایه و نسبت‌های مالی ارزیابی گردیده تا صحت و سقم و تفاوت ادعای اطلاعات حاصل از شرکت‌ها و بورس اوراق بهادار مشخص گردد، با گرفتن میانگین کلی شاخص‌ها حکایت از آن داشت که در کل متغیرها با ۴۳٪ افزایش در بهبود عملکرد نسبت به قبل از واگذاری مواجه می‌باشند. بیک زاده و دیگران (۱۳۹۴) اقدام به تعیین آثار انتقال مالکیت، بر عملکرد مالی شرکت‌های غیربورسی و واگذار شده به بخش غیردولتی نمودند و از طریق بررسی مجموعه‌ای از نسبت‌های مالی، بهبود عملکرد شرکت‌ها در دوره‌های بعد از واگذاری نسبت به دوره‌های قبل از آن را ارزیابی شد. برای این منظور، نسبت‌های مالی عملکرد سال قبل و سه سال بعد از واگذاری ۲۷ شرکت واگذار شده از صنایع متفاوت طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده آن‌ها، با اجرای آزمون‌های کلموگروف - اسمیرنوف و تی زوجی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه هادر سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که فرآیند خصوصی سازی تاثیری بر عملکرد مالی شرکت‌ها نداشته است. ریتز (Ritter، ۱۹۹۱) در آمریکا، ۱۵۲۶ شرکت در بدو ورود به بورس را طی سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۷۵ مورد بررسی قرار داد و عملکرد بلندمدت آن‌ها را با شرکت‌های تطبیقی در طی ۳ سال مقایسه کرد. در تحقیق ریتز، برای هر سهم جدید مورد آزمون، یک شرکت تطبیقی که از نظر جنسیت و اندازه با نمونه مورد بررسی در تحقیق یکسان باشد، در نظر گرفت. در سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۷۵ در بازار بورس آمریکا، شرکت‌هایی که در دوره‌های حجم بالای معامله در بورس، عرضه اولیه شده بودند، دارای بدترین عملکرد بوده‌اند. همچنین عملکرد بلندمدت سهام جدید از سالی

به سال دیگر و از صنعتی به صنعت دیگر به مقدار زیادی تغییر می کرد. یکی از بزرگترین تحقیقات در زمینه خصوصی سازی، توسط بویکری و کاست (Cosset & Boubakri, ۱۹۹۴) انجام گرفته است. در این پژوهش ۷۹ شرکت از بین ۳۳ کشور در حال توسعه انتخاب شده است و عملکرد مالی و عملیاتی آنها در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی و طی دوره زمانی ۱۹۸۰-۱۹۹۲ بررسی شده است. شرکتهای این نمونه از کشورهای با درآمد اقتصادی اندک (بنگلادش، هند و پاکستان)، کشورهای با درآمد متوسط (آرژانتین، برزیل، یونان، کره، مالزی، مکزیک، پرغال، سنگاپور، تایوان، ترینیداد و توباگو و ونزوئلا) انتخاب شده اند. این نمونه ها شامل صنایع مختلف با اندازه های متفاوت است. هدف مطالعه این بوده است که مشخص نماید آیا اجرای سیاست خصوصی سازی در کشورهای در حال توسعه مطلوب بوده است و منجر به بهبود عملکرد، بویژه سودآوری شده است یا خیر؟ بدین منظور از شاخص های سودآوری و عملیاتی برای تعیین تغییر در عملکرد استفاده شده است. یافته های تحقیق بیانگر آن است که با خصوصی شدن شرکت ها سوددهی آنها نیز افزایش یافته است. در مطالعه دیگری باربریز و دیگران (Barberies, ۱۹۹۶)، تغییرات عملکرد در ۴۵۲ شرکت خصوصی شده روسی را بررسی کردند و دریافتند که تغییرات در سبک مدیریت و مالکیت به حداکثرسازی ارزش منجر می شود. تحقیق دیگری در زمینه خصوصی سازی که بدون اغراق یکی از گسترده ترین و جامع ترین تحقیقات به وسیله زبده ترین متخصصان است، توسط گروه متخصصین بانک جهانی متشکل از ویلیام مگینسون و دیگران (William Megginson, ۱۹۹۶) انجام گردیده است. در این پژوهش عملکرد مالی و کارآیی شرکت ها در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی مورد بررسی قرار گرفته است. عملکرد مالی و عملیاتی ۶۱ شرکت در ۱۸ کشور (۶ کشور در حال توسعه و ۱۲ کشور صنعتی) و در ۳۲ صنعت که خصوصی شده بودند، مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق ابزار مالی مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل عملکرد و نتیجه گیری، آزمون رتبه علامت دار و پلکا کسون بوده است. یافته های این تحقیق حاکی از افزایش قابل توجه در سودآوری، کارآیی، سرمایه گذاری و کاهش در اهرم مالی بوده است. در مطالعه دیگری توبینز کیویرل (tobins.Q. earl, ۱۹۹۸) اثر ساختار مالکیت بر عملکرد تولید شرکت های صنعتی روسی را بررسی کرد و اثر مثبت مالکیت خصوصی نسبت به مالکیت دولتی بر تولید کارگران را مشاهده کرد. وی دریافت که بیشتر این تغییرات به دلیل اثرات مثبت مدیریتی و مالکیت کارکنان است. در مطالعه دیگری برناردو بورتولوتی و همکاران (Bernardo Bortolotti, ۲۰۰۰) عملکرد مالی و عملیاتی ۳۱ شرکت فعال در صنعت مخابرات و ارتباطات را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه در طی سالهای ۱۹۹۸-۱۹۸۱ و در دوره های هفت ساله مورد بررسی قرار داده اند. معیارهای بررسی نیز شاخص های سودآوری، کارایی عملیاتی و سرمایه گذاری در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی بوده است. یافته های این تحقیق نیز به مانند تحقیقات قبلی، حاکی از بهبود کلیه شاخص های ذکر شده در شرکت های خصوصی شده است. یکی از یافته های مهم این پژوهش حکایت از آن دارد که بهبود در سودآوری، بیشتر ناشی از کاهش عمده در هزینه ها بوده است تا افزایش قیمتها و نیز افزایش کارایی، ناشی از بهبود در انگیزه کارکنان و بهره وری است. در تحقیق دیگری رامامورتی، (Ramamurti, ۲۰۰۰) ۱۱۸ شرکت از ۲۹ کشور (در حال توسعه و توسعه یافته) را از نظر

عملکرد مالی و عملیاتی (کارایی) مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق شاخص های سودآوری (درآمد عملیاتی به فروش، بازده فروش، بازده دارایی ها و بازده سرمایه) و شاخص های کارایی (نسبت فروش واقعی هر کارمند) و شاخص های سرمایه (مخارج سرمایه ای به فروش و سرمایه ای به کل دارایی ها) در سه سال قبل و بعد از خصوصی سازی بررسی شده اند. نتایج این تحقیق نیز حاکی از بهبود معنی دار تمامی شاخص ها در تمام کشورها بوده است. کوسندا و اسوجنار (۲۰۰۱)، Kosenda & Svejnar، به بررسی اثر مالکیت بر عملکرد شرکت ها در برنامه گسترده خصوصی سازی در جمهوری چک پرداختند. آنها در این پژوهش سه متغیر سود عملیاتی، درآمد فروش و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را در نظر گرفتند. نتایج تحقیق نشان داد که در دوره پس از واگذاری مالکیت خصوصی به نسبت مالکیت دولتی به عملکرد بالاتر دست می یابد به عبارتی مالکیت خصوصی عملکرد بهتر و یا در برخی موارد عملکرد همسان در مقایسه با مالکیت متمرکز در دست دولت دارد. در تحقیق دیگری کوک و همکاران (Cook, ۲۰۰۶)، با مطالعه ۶۳ کشور در حال توسعه در بین سال های ۱۹۸۸-۱۹۹۷ بر نقش محوری خصوصی سازی در رشد اقتصادی این کشورها تأکید کردند. آنها معتقدند که بین خصوصی سازی و رشد اقتصادی در این کشورها همبستگی مثبت و بالایی وجود دارد. با این حال خصوصی سازی در یک دوره زمانی طولانی مدت تحقق می یابد و نیازمند اصلاح مجدد قوانین و مقررات و تنظیم قوانین رقابتی است. خصوصی سازی زمانی می تواند نتایج مطلوب اقتصادی در پی داشته باشد که اصلاحات ساختاری در این کشورها عملی شود

فرضیه های تحقیق

این تحقیق دارای چهار فرضیه اصلی می باشد.

فرضیه ۱: پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت های نقدینگی می گردد.

فرضیه ۲: پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت های کارایی (فعالیت) می گردد.

فرضیه ۳: پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت های بدهی می گردد.

فرضیه ۴: پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت های سودآوری می گردد.

تعریف متغیرهای تحقیق

از آنجایی که در این تحقیق به دنبال بررسی اثر پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه بر عملکرد مالی آنها هستیم لذا ابتدا باید پذیرش سهام شرکت ها به عنوان یک متغیر مستقل و عملکرد مالی به عنوان یک متغیر وابسته تعریف گردند. تقریباً برای هر یک از جنبه های عملکردی شرکت می توان از نوعی نسبت استفاده کرد. تحلیلگران برای شناخت نقاط ضعف و قوت شرکت از این نسبت ها به عنوان یک ابزار متداول استفاده می کنند. بدین صورت که با نسبت های نقدینگی می توان قدرت شرکت را در پرداخت بدهی های جاری (در سررسید) تعیین کرد. با استفاده از نسبت های فعالیت می توان میزان کارایی شرکت از نظر استفاده موثر از منابع را تعیین کرد. میزان وجوهی که شرکت از راه گرفتن وام تامین کرده است بوسیله

نسبت‌های بدهی یا اهرمی نشان داده می‌شود و توانایی شرکت در بدست آوردن سود به وسیله نسبت‌های سودآوری نشان داده می‌شود.

الف) نسبت‌های نقدینگی:

اساس کاربرد نسبت‌های نقدینگی بر این فرض استوار است که دارایی‌های جاری، منابع اصلی نقد شرکت برای پرداخت بدهی‌های جاری هستند. تعدادی از نسبت‌های متداول این مقوله عبارتند از نسبت جاری، نسبت آنی

۱. نسبت جاری: برای محاسبه نسبت جاری، دارایی‌های جاری را بر بدهی‌های جاری تقسیم می‌کنند.

$$\text{نسبت جاری} = \frac{\text{دارایی جاری}}{\text{بدهی جاری}}$$

نسبت جاری شرکت هر اندازه بزرگتر باشد آن شرکت در پرداخت بدهی‌های جاری با مشکلات کمتری روبرو می‌شود.

۲. نسبت آنی: نسبت آنی (یا نسبت سریع) تقریباً اهدافی مشابه اهداف نسبت جاری را تأمین می‌کند ولی محاسبه آن به شکل روبرو است.

$$\text{نسبت آنی} = \frac{\text{موجودی کالا} - \text{دارایی جاری}}{\text{بدهی جاری}}$$

از بین اقلام دارایی‌های جاری، اقلامی چون موجودی کالا که دارای نقدینگی کمتری هستند حذف می‌گردد. به عبارت دیگر این شاخص قدرت نقدینگی را بهتر نشان می‌دهد.

ب) نسبت‌های فعالیت (کارایی):

همانطور که گفته شد، کارایی شرکت از نظر مدیریت بر دارایی‌ها و منابع مالی سنجیده می‌شوند که مهمترین آنها گردش کل دارایی‌ها، گردش دارایی‌های ثابت، گردش موجودی کالا و متوسط دوره وصول مطالبات است.

۱. گردش دارایی‌ها: با این نسبت می‌توان رابطه بین ارزش دارایی‌ها و حجم فعالیت در یک سال شرکت را محاسبه کرد.

$$\text{گردش داراییها} = \frac{\text{فروش}}{\text{داراییها}}$$

با استفاده از نسبت گردش دارایی‌ها می‌توان سطح فروش شرکت را (با توجه به ظرفیت تولید آن) محاسبه کرد. با فرض اینکه قیمت‌ها ثابت بمانند، هنگامی که شرکت به ظرفیت تولیدی خود برسد، این نسبت به حداکثر خواهد رسید. کاهش این نسبت احتمالاً نشانه کاهش حجم فعالیت شرکت است.

۲. نسبت گردش دارایی های ثابت: این نسبت از تقسیم درآمد خالص فروش بر دارایی های ثابت بدست می آید. سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی های ثابت و پایین بودن درآمد حاصل از فروش باعث کم شدن این نسبت می شود.

$$\text{نسبت گردش دارایی های ثابت} = \frac{\text{فروش خالص}}{\text{دارایی ثابت}}$$

۳. گردش موجودی کالا: نسبتی است، که نشان می دهد موجودی کالا و مواد شرکت، در یک بازه مشخص، (مانند یک سال مالی) چند بار بفروش رسیده و جایگزین شده است. گردش موجودی کالا معمولاً به صورت زیر محاسبه می شود: گردش موجودی کالا پایین دلالت بر فروش ضعیف و افزایش موجودی کالا دارد و نسبت گردش موجودی کالای بالا، دلالت بر توان بالای فروش شرکت خواهد داشت. موجودی کالای بالا ناخوشایند است، زیرا نشان از سرمایه گذاری با نرخ بازده صفر دارد.

$$\text{نسبت گردش موجودی کالا} = \frac{\text{بهای تمام شده کالای فروش رفته}}{\text{موجودی کالا}}$$

متوسط دوره وصول مطالبات: با محاسبه این نسبت می توان تعداد روزهایی که طول می کشد تا شرکت مطالبات خود را وصول نماید. متوسط دوره وصول مطالبات شرکت را باید با توجه به شرایطی که شرکت های رقیب برای فروش خود در نظر گرفته اند تفسیر کرد.

$$\text{متوسط دوره وصول مطالبات} = \frac{\text{حسابهای دریافتی}}{\text{متوسط فروش نسیه روزانه}}$$

ج) نسبت های بدهی یا اهرم ها:

این نسبت ها ۲ دسته اند: یک دسته به بخش بدهی ها و حقوق صاحبان سهام (مندرج در ترازنامه) مربوط است و میزان منابعی را که شرکت از راه گرفتن وام تامین کرده است، نشان می دهد و دسته دوم توان شرکت در ایجاد سود کافی برای پرداخت بهره بدهی های شرکت است مانند توان پرداخت بهره (پوشش هزینه بهره)

۱. نسبت کل بدهی ها به دارایی ها: با این نسبت کل وجوهی که از محل بدهی ها تامین شده است محاسبه می شود. اگر این نسبت از عدد یک کم شود، درصد کل وجوهی که از محل حقوق صاحبان سهام تامین شده است بدست می آید.

$$\text{نسبت کل بدهی} = \frac{\text{کل دارایی}}{\text{کل بدهی}}$$

۲. نسب توان پرداخت بهره: نسبتی است، برای تعیین اینکه شرکت می تواند بهره بدهی های پرداخت نشده را، پرداخت کند، استفاده می شود. این نسبت از طریق تقسیم سود قبل از بهره و مالیات یا درآمد قبل از بهره در یک دوره زمانی، به هزینه بهره شرکت در همان تاریخ بدست می آید.

$$\text{نسبت پوشش بدهی} = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{هزینه بهره}}$$

۳. نسبت مالکانه: عبارت است از حاصل تقسیم حقوق صاحبان سهام به کل داراییها. این نسبت نشان می دهد که بطور کلی چه مقدار از دارایی ها به صاحبان سهام تعلق دارد.

$$\text{نسبت مالکانه} = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل دارایی ها}}$$

۴. نسبت بدهی به ارزش ویژه: این نسبت وضع طلبکاران را در مقابل صاحبان سهام نشان می دهد که تا چه اندازه در واحد تجاری سرمایه گذاری کرده اند.

$$\text{نسبت بدهی به ارزش ویژه} = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل حقوق صاحبان سهام}}$$

د) نسبت های سودآوری:

با استفاده از این نسبت ها عملکرد کلی شرکت و مدیریت آن ارزشیابی می شود.

۱. نسبت حاشیه سود: این نسبت را حاشیه سود خالص هم می نامند و بوسیله آن سودآوری هر ریال از فروش را محاسبه می کنند که به شکل زیر است:

$$\text{نسبت حاشیه سود} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}}$$

نسبت حاشیه سود نتیجه روابط متقابل ۳ عامل است: ۱. حجم فروش ۲. سیاست قیمتگذاری ۳. ساختار هزینه.

۲. نسبت سود عملیاتی به فروش (حاشیه سود عملیاتی): این نسبت از تقسیم سود عملیاتی به فروش بدست می آید. اقلام غیر عملیاتی همچون درآمد و هزینه بهره، سود و زیان واگذاری دارایی ها در محاسبه سود عملیاتی منظور نمی شود. این نسبت معیار قوی تری برای ارزیابی سودآوری و فروش است. با در نظر گرفتن سود شرکت قبل از کسر مالیات، حاشیه سود عملیاتی منعکس کننده موفقیت مدیریت شرکت در ایجاد سود از عملیات جاری شرکت است. این نسبت نشان دهنده این واقعیت است که به ازای هر واحد پولی، از فروش، چه میزان سود عملیاتی (سود پس از کسر

هزینه‌های عملیاتی) عاید شرکت شده است. نسبت‌های بالای حاشیه سود عملیاتی نشان‌دهنده توفیق مدیریت در کنترل هزینه‌های شرکت و یا پیشی گرفتن رشد فروش شرکت به رشد هزینه‌های آن است.

$$\text{سود عملیاتی} \\ \text{فروش} = \text{حاشیه سود عملیاتی}$$

۲. نرخ بازده سرمایه‌گذاری: نرخ بازده سرمایه‌گذاری میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه‌گذاری شده در شرکت را محاسبه می‌کند و به قرار زیر است:

$$\text{سود خالص} \\ \text{دارایی‌ها} = \text{نرخ بازده سرمایه‌گذاریها}$$

۳. نرخ بازده حقوق صاحبان سهام: با استفاده از نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، سود شرکت در ازای هر ریال حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

$$\text{سود خالص} \\ \text{حقوق صاحبان سهام} = \text{بازده حقوق صاحبان سهام}$$

لذا از تعاریف بالا به این نتیجه می‌رسیم که این تحقیق دارای ۱۴ متغیر کمی پیوسته است که دارای مقیاس نسبتی می‌باشند.

روش تحقیق

این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین این تحقیق با توجه به اینکه از اطلاعات موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سنوات گذشته استفاده نموده است و هیچگونه دخالتی در تغییر مقادیر متغیرها ندارد، از لحاظ فرایند گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیق توصیفی پس رویدادی است. از نظر اجرا نیز یک تحقیق میدانی از نوع پیمایشی طولی است. برای انجام این کار ابتدا لیست شرکت‌های واگذار شده طی دوره مورد بررسی، استخراج گردید. سپس با استفاده از نرم افزار رهاورد نوین نسبت‌های مالی این شرکت‌ها را با استفاده از داده‌های مربوط به صورت‌های مالی حسابرسی شده برای دوره‌های سه سال قبل از پذیرش و سه سال بعد از پذیرش در بازار سرمایه مورد محاسبه قرار گرفت. سپس با استفاده از آزمون مقایسه زوجی در نرم افزار SPSS معنادار بودن تفاوت بین دو وضعیت قبل از واگذاری و بعد از واگذاری آزمون گردید.

جامعه و نمونه آماری و نحوه گردآوری داده‌ها

جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های فعال موجود در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس طی سالهای ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۹۳ می- باشند. برای تعیین نمونه آماری از روش حذفی استفاده شده است. با عنایت به محدودیت‌ها و تنگناهای موجود و به منظور تعدیل اثرات ناشی از محدود بودن قلمرو زمانی تحقیق، کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان شرکت‌های عضو نمونه آماری انتخاب می‌شوند.

۱. طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ (به مدت ۱۴ سال) به صورت عرضه به عموم در بورس اوراق بهادار تهران

و یا فرابورس ایران پذیرفته شده باشند.

۲. به دلیل اینکه نسبت‌های مالی شرکت‌ها قابلیت مقایسه داشته باشد، شرکت‌های گروه واسطه‌گری مالی

(از قبیل بانک‌ها، لیزینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) از نمونه حذف شده‌اند.

۳. صورت‌های مالی شرکت‌ها سه سال قبل و سه سال بعد از عرضه اولیه موجود باشد.

داده‌های مورد نیاز تحقیق با مراجعه حضوری به کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار بدست آمده است.

تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی متغیرها

در جدول زیر آمار توصیفی از ۱۴ نسبت مالی مورد استفاده در این تحقیق با استفاده از داده‌های موجود در کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار مورد سنجش قرار گرفت که به شرح ذیل می‌باشد:

با توجه به اطلاعات جدول زیر، میانگین نسبت سود خالص به فروش، نسبت سود عملیاتی به فروش، نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت جاری، نسبت آتی، نسبت میانگین گردش موجودی کالا، نسبت گردش کل دارایی‌ها و نسبت مالکانه بعد از پذیرش نسبت به قبل از پذیرش افزایش یافته است. مقایسه ضرایب کشیدگی نسبت‌ها در دو مرحله قبل و بعد از پذیرش نشان می‌دهد که توزیع مورد نظر کشیده‌تر است. همچنین به لحاظ پراکندگی داده‌های مورد بررسی می‌توان گفت، واریانس و انحراف معیار دامنه متغیرها در بعد از واگذاری نسبت به قبل از واگذاری بیشتر شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی از ۱۴ نسبت مالی

نوع نسبت	دوره	تعداد	دامنه تغییرات	کوچکترین داده	بزرگترین داده	میانگین	انحراف معیار	واریانس	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
سود خالص به فروش	قبل پذیرش	۱۱۳	۲۱۳.۲	-۲۴	۱۸۹.۳	۲۵.۴۵	۲۶.۵۵	۷۰۴.۶۵	۳.۲۵	۱۶.۳۹
	بعد پذیرش	۱۱۳	۲۷۸.۲	-۴۲.۴	۲۳۵.۸	۲۷.۹۱	۳۵.۷۵	۱۲۷۸.۱۵	۳.۳۱	۱۶.۸۴
نسبت سود عملیاتی به فروش	قبل پذیرش	۱۱۳	۱۷۵.۷	-۴.۸	۱۷۰.۹	۲۹.۲۸	۲۴.۳۴	۵۹۲.۵۳	۲.۶۷	۱۱.۸۸
	بعد پذیرش	۱۱۳	۲۴۳.۷	-۱۸.۵	۲۲۵.۳	۲۹.۸۳	۲۸.۴۶	۸۱۰.۲۲	۳.۳۳	۱۹.۲۲
نسبت بازده دارایی ها	قبل پذیرش	۱۱۳	۹۱.۳	-۱۱.۴	۷۹.۹	۱۶.۰۴	۱۱.۰۱	۱۲۱.۳۲	۱.۷۹	۹.۱۶
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱۸۸	-۲۰.۵	۱۶۷.۵	۱۸.۰۱	۱۸.۹۴	۳۵۸.۱۳	۴.۵۶	۳۴.۴۳
نسبت بازده سرمایه گذاری ها	قبل پذیرش	۱۱۳	۷۴۷.۴	-۳۳	۷۱۴.۴	۵۴.۰۷	۸۸.۰۵	۷۷۵۳.۳۴	۵.۵۷	۳۵.۸۳
	بعد پذیرش	۱۱۳	۳۷۹.۹	-۱۵۷.۱	۲۲۲.۷	۴۰.۰۳	۳۹.۷۹	۱۵۸۳	-۰.۰۸	۱۰.۲
نسبت جاری	قبل پذیرش	۱۱۳	۱۵.۸	۰.۴	۱۶.۲	۱.۵۱	۱.۵۸	۲.۵	۷.۳۹	۶۶.۵۵
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱۳.۹	۰.۲	۱۴.۱	۱.۵۳	۱.۵۵	۲.۴۱	۶.۰۲	۴۳.۷۵
نسبت آنی	قبل پذیرش	۱۱۳	۱۵.۹	۰.۱	۱۶.۱	۰.۹۷	۱.۵۵	۲.۳۹	۸.۵۲	۸۲.۲۲
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱۲.۲	۰.۱	۱۲.۳	۱	۱.۳۳	۱.۷۷	۶.۴۹	۴۹.۸۵
نسبت گردش موجودی کالا	قبل پذیرش	۱۰۹	۳۴۶۷	۰	۳۴۶۷	۲۰.۸	۳۶۷	۱۳۴۵۲	۷	۵۹.۰۸
	بعد پذیرش	۱۱۰	۲۵۶۵۱	۲.۸	۲۵۶۵۴	۴۱۹	۲۴۴۳	۵۹۶۹۷۸۵	۱۰.۳	۱۰۷.۳۳
دوره وصول مطالبات	قبل پذیرش	۱۱۳	۲۷۵۴	۵.۵	۲۷۶۰	۱۳۲	۲۶۵	۷۰۲۴۶	۸.۹	۸۸.۰۶
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱۰۹۱.۸	۳.۱	۱۰۹۴.۹	۱۳۲.۷	۱۶۰.۲۲	۲۵۶۷۱.۱	۳.۶۴	۱۷.۳۷
نسبت گردش دارایی های ثابت	قبل پذیرش	۱۱۳	۱۷۰.۴	۰.۲	۱۷۰.۶	۷.۲۱	۱۷.۶۸	۳۱۲.۴۸	۷.۴۷	۶۶.۲۶
	بعد پذیرش	۱۱۳	۷۹.۱	۰.۳	۷۹.۴	۷.۴۴	۱۲.۲۷	۱۵۰.۴۳	۳.۹۷	۱۷.۶۲
نسبت گردش کل دارایی ها	قبل پذیرش	۱۱۳	۴.۸	۰	۴.۸	۰.۹۸	۰.۸۷	۰.۷۵	۲.۸۵	۹.۴۵
	بعد پذیرش	۱۱۳	۵.۷	۰.۱	۵.۸	۱.۰۴	۰.۹۷	۰.۹۵	۲.۹۹	۱۰.۳
نسبت بدهی	قبل پذیرش	۱۱۳	۱.۹	۰.۲	۲.۱	۰.۶	۰.۲۳	۰.۰۵	۲.۴	۱۵.۱۴
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱.۱	۰.۱	۱.۳	۰.۵۷	۰.۱۹	۰.۰۴	۰.۲۸	۰.۵۶
نسبت بدهی به ارزش ویژه	قبل پذیرش	۱۱۳	۱۷۳.۴	-۰.۶	۱۷۲.۸	۴.۰۵	۱۶.۵۶	۲۷۴.۱۳	۹.۷	۹۸.۱۶
	بعد پذیرش	۱۱۳	۱۸.۱	-۵.۱	۱۳.۱	۱.۹۱	۲.۲۸	۵.۱۸	۱.۸۱	۸.۲۴
نسبت مالکانه	قبل پذیرش	۱۱۳	۸۸.۷	-۰.۴	۸۸.۳	۴۱.۵۸	۱۸.۶۴	۳۴۷.۳۵	۰.۱۳	۰.۲۹
	بعد پذیرش	۱۱۳	۲۳۹.۸	-۲۴.۶	۲۱۵.۲	۴۴.۷۵	۲۴.۶۸	۶۰۹.۲۱	۲.۷۶	۱۹.۶۲
نسبت پوشش بدهی	قبل پذیرش	۱۱۱	۱۹۲.۲	۰.۴	۱۹۲.۶	۱۳.۲۸	۲۵.۶۸	۶۵۹.۴۱	۵.۰۸	۲۹.۵۸
	بعد پذیرش	۱۱۲	۹۲.۴	۰.۱	۹۲.۵	۱۲.۱۵	۱۶.۴۲	۲۶۹.۵۶	۲.۶	۷.۶۳

به منظور مقایسه میانگین متغیرهای دو جامعه در دو مرحله قبل و بعد از پذیرش از آزمون مقایسه زوجی استفاده شده است. با توجه به اینکه تعداد داده‌ها برای هر متغیر بیش از ۳۰ داده است، لذا آزمون با فرض نرمال بودن مجموعه داده‌ها انجام گرفته است. نتایج حاصل از انجام آزمون تی یک نمونه ای برای هر یک از نسبت‌های مالی مورد بررسی در جدول ذیل آورده شده است.

جدول شماره (۲): نتایج آزمون تی یک نمونه‌ای

مقدار معناداری (Sig)	درجه آزادی	آزمون تی زوجی				نسبت ها	
		مقدار t	سطح اطمینان ۹۵ درصد		انحراف معیار		
			حد بالا	حد پایین			
۰.۰۹۷	۱۱۲	-۱.۶۷	۰.۴۵	-۵.۳۶	۱۵۵۹	-۲.۴۵	نسبت سود خالص به فروش
۰.۶۶۱	۱۱۲	-۰.۴۴	۱.۹۱	-۳.۰۱	۱۳.۲۱	-۰.۵۵	نسبت سود عملیاتی به فروش
۰.۰۰۹	۱۱۲	-۱.۷۱	۰.۳۱	-۴.۲۵	۱۲.۲۴	-۱.۹۷	نسبت بازده دارایی ها
۰.۰۷۲	۱۱۲	۱.۸۲	۲۹.۳۵	-۱.۲۵	۸۲.۰۷	۱۴.۰۵	نسبت بازده سرمایه گذاری ها
۰.۹۲۹	۱۱۲	-۰.۰۹	۰.۳۶	-۰.۳۹	۲.۰۰	-۰.۰۲	نسبت جاری
۰.۸۴	۱۱۲	-۰.۲۰	۰.۳۱	-۰.۳۸	۱.۸۷	-۰.۰۴	نسبت آتی
۰.۳۰۷	۱۰۸	-۱.۰۳	۱۹۵.۰۱	-۶۱۳.۶۶	۲۱۲۹.۹۳	-۲۰.۹۳۷	نسبت گردش موجودی کالا
۰.۹۷۲	۱۱۲	-۰.۰۴	۴۹.۷۳	-۵۱.۴۹	۳۷۱.۵۳	-۰.۸۸	دوره وصول مطالبات
۰.۸۸۲	۱۱۲	-۰.۱۵	۲.۷۸	-۳.۲۳	۱۶.۱۱	-۰.۲۳	نسبت گردش دارایی های ثابت
۰.۰۶۳	۱۱۲	-۱.۸۸	۰.۰۰	-۰.۱۴	۰.۳۸	-۰.۰۷	نسبت گردش کل دارایی ها
۰.۰۶۷	۱۱۲	۱.۸۵	۰.۰۷	۰.۰۰	۰.۱۸	۰.۰۳	نسبت بدهی
۰.۱۶۱	۱۱۲	۱.۴۱	۵.۱۶	-۰.۸۷	۱۶.۱۸	۲.۱۵	نسبت بدهی به ارزش ویژه
۰.۰۰۷	۱۱۲	-۱.۸۳	۰.۲۶	-۶.۵۹	۱۸۳.۸	-۳.۱۷	نسبت مالکانه
۰.۵۹۷	۱۱۰	۰.۵۳	۶۶۴	-۳.۸۴	۳۷.۸۵	۱.۴۰	نسبت پوشش بدهی

نتایج آزمون تی یک نمونه‌ای نشان می‌دهد که تمامی نسبت‌های مالی مقدار معناداری برای هر یک از آنها بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد. لذا با توجه به مقدار احتمال آزمون که برای هر یک از متغیرها بزرگتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر آزمون را نمی‌توان رد کرد. بنابراین با توجه به نتایج جدول فوق هر یک از فرضیه‌های این تحقیق را می‌توان اینگونه تفسیر نمود که:

۱. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت جاری می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۹۲۹ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت جاری آنها می‌گردد.
۲. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت آتی می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۸۴ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت جاری آنها می‌گردد.
- با توجه به نتایج فوق می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ۱ یعنی پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت‌های نقدینگی آنها نمی‌شود.

در خصوص فرضیه ۲ می توان موارد ذیل را نتیجه گرفت:

۱. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود دوره وصول مطالبات می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۹۷۲ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود دوره وصول مطالبات آنها می گردد.

۲. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش کل دارایی ها می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۶۳ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش کل دارایی ها آنها می گردد.

۳. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش دارایی های ثابت می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۸۲ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش دارایی های ثابت آنها می گردد.

۴. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش موجودی کالا می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۳۰۷ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت گردش موجودی کالای آنها می گردد.

با توجه به نتایج فوق می توان نتیجه گرفت که فرضیه ۲ یعنی پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت های کارایی آنها نمی شود.

در خصوص فرضیه ۳ می توان موارد ذیل را نتیجه گرفت:

۱. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بدهی می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۶۷ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بدهی آنها می گردد.

۲. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بدهی به ارزش ویژه می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۱۶۱ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بدهی به ارزش ویژه آنها می گردد.

۳. پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت مالکانه می گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۷ می باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی توان گفت که پذیرش سهام شرکت ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت مالکانه آنها می گردد.

۴. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت پوشش بدهی می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۵۹۷ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت پوشش بدهی آنها می‌گردد.

با توجه به نتایج فوق می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ۳ این بخش یعنی پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت‌های بدهی آنها نمی‌شود.

در خصوص فرضیه ۴ می‌توان موارد ذیل را نتیجه گرفت:

۱. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت سود خالص به فروش می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۹۷ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت سود خالص به فروش آنها می‌گردد.
 ۲. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت سود عملیاتی به فروش می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۶۶۱ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت سود عملیاتی به فروش آنها می‌گردد.
 ۳. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بازده دارایی‌ها می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۹ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بازده دارایی‌های آنها می‌گردد.
 ۴. پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بازده سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد: با توجه به آماره آزمون که برابر با ۰,۰۷۲ می‌باشد و این مقدار بزرگتر از ۰,۰۵ بوده لذا نمی‌توان گفت که پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت بازده سرمایه‌گذاری‌های آنها می‌گردد.
- با توجه به نتایج فوق می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ۴ یعنی پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه موجب بهبود نسبت‌های سودآوری آنها نمی‌شود.

نتیجه‌گیری

جهت سنجش عملکرد سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه روش‌های مختلفی وجود دارد. این روش‌ها به دو دسته کلی شامل ارزیابی‌های مالی و غیرمالی تقسیم می‌شوند. همچنین در بین شاخص‌های مالی انواع مختلف سنج‌ها وجود دارد. مهمترین این سنج‌ها نسبت‌های مالی می‌باشد. لذا در این تحقیق اقدام به ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه با استفاده از نسبت‌های مالی شد. جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها برخی از مهمترین نسبت‌های مالی را در قالب

چهار گروه اصلی نسبت‌های مالی شامل نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های کارایی، نسبت‌های بدهی و نسبت‌های سودآوری انتخاب شد و در مجموع تعداد ۱۴ نسبت مالی مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. سپس میانگین هر یک از نسبت‌های مالی برای دو دوره سه سال قبل از عرضه سهام شرکت در بازار سرمایه و سه سال پس از عرضه سهام شرکت در بازار سرمایه مورد محاسبه قرار گرفت. با استفاده از آزمون تی مقایسه زوجی اقدام به آزمون هر یک از نسبت‌های مالی طی دو دوره قبل و بعد از عرضه گردید. نتایج حاصل از این آزمون هیچ یک از فرضیه‌های تحقیق را تایید نمود. لذا نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه تاثیری در بهبود وضعیت مالی آنها ندارد. شایان ذکر است نتایج حاصل از بررسی‌های صورت گرفته توسط الماسی، سیلاری، بولو و سعیدی نیز مشابه نتایج پژوهش حاضر می‌باشد. اگر چه مشابه این تحقیق قبلاً انجام شده بود اما این تحقیق از این جهت که دوره مورد بررسی یک دوره ۱۴ ساله بوده و حدود ۱۱۳ شرکت را اعم از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران را دربر گرفته و همچنین بیشترین نسبت‌های مالی را مورد آزمون قراردادده نسبت به تحقیقات قبلی متمایز می‌باشد. بررسی تحقیقات پیشین در این زمینه نشان می‌دهد که عمدتاً دوره مورد بررسی در آنها خیلی کوتاه بوده و همچنین و با توجه به شرایط و محدودیت‌های ایجاد شده تعداد نمونه در تحقیقات دیگر بسیار کمتر بوده است. همچنین در این پژوهش شرکت‌های مورد پذیرش در بازار فرابورس ایران نیز مدنظر قرار گرفته و جزء نمونه‌های مورد بررسی می‌باشد. این در حالی است که در اکثر تحقیقات قبلی تنها به نمونه‌گیری از شرکت‌های پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران بسنده شده بود. در تحقیقات قبلی عمدتاً به ارزیابی عملکرد شرکت‌های خصوصی سازی پرداخته شده است در حالیکه در پژوهش حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مدنظر قرار گرفته است. با توجه به اینکه انتخاب تنها تعداد محدودی سنجه مالی نمی‌تواند معیار قضاوت در خصوص موفقیت و یا عدم موفقیت پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه باشد، ضروری است سایر سنجه‌های مالی و همچنین غیرمالی نیز مورد بررسی و آزمون قرار بگیرد. نهایتاً اینکه پیشنهاد می‌گردد پژوهشگران می‌توانند به منظور بررسی و ارزیابی جامع‌تر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه با استفاده از سایر سنجه‌های مالی و همچنین شاخص‌های غیرمالی نظیر ترکیب اعضای هیات مدیره، تغییرات درصد سهامداری سهامدار عمده و... استفاده نمایند. همچنین پژوهشگران می‌توانند در تحقیقات خود بازه زمانی مورد بررسی را ۵ ساله و یا بیشتر در نظر بگیرند بدین صورت که وضعیت هر یک از سنجه‌ها را ۵ سال قبل و ۵ سال بعد از پذیرفته شدن شرکت‌ها در بازار سرمایه مورد بررسی قرار دهند. نهایتاً اینکه می‌توان با توجه به توسعه و گسترش شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس ایران، پژوهش مذکور را به طور جداگانه و برای هر یک از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران انجام داد.

منابع و مآخذ

۱. آذر، عادل، مومنی، منصور (۱۳۹۰)، آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت.
۲. آسوات، داموداران (۱۳۸۸). ارزش گذاری سهام؛ ترجمه شرکت تامین سرمایه امین؛ انتشارات کیهان.
۳. الماسی، محمدرضا. (۱۳۸۱). "بررسی تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز.
۴. ایمانی، محمد. (۱۳۸۴). "بررسی قیمت گذاری سهام شرکت ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۵. بولو، قاسم، سهرابی عراقی، محسن، تاتایی، پیمان، کرمی فخرآبادی، مهران؛ (۱۳۹۲) "مقایسه بازدهی کوتاه و بلندمدت عرضه های عمومی اولیه شرکت های مشمول واگذاری سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی با سایر عرضه های عمومی اولیه و بازدهی بازار"، مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول شماره ۲.
۶. بیک زاده، حمیدرضا؛ حسین ایزدی و سعید شفتائی، (۱۳۹۴)، "بررسی مقایسه ای عملکرد مالی قبل و پس از واگذاری شرکت های دولتی غیر بورسی خصوصی سازی شده"، کنفرانس بین المللی اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی.
۷. تبریزی، عبده و دموری، داریوش (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۵، دانشگاه تهران
۸. خاکی، غلامرضا. (۱۳۷۸). روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی. تهران. کانون فرهنگی انتشاراتی درایت.
۹. خان محمدی، محمد حامد؛ قره داغی، علی اکبر؛ (۱۳۹۳) "بررسی مقایسه ای عملکرد شرکت های واگذار شده قبل و بعد از واگذاری بر اساس مدل (EFQM) و برخی شاخص های مالی"، دانش حسابداری، شماره ۵۷.
۱۰. راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۷). مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته. تهران: انتشارات سمت.
۱۱. سعیدی پرویز، قزل سفلو جواد؛ (۱۳۹۰)، "بررسی تاثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری)"، آینده پژوهی مدیریت (پژوهش های مدیریت)، دوره ۲۲ شماره ۸.
۱۲. سیلوانی، محمد رضا؛ (۱۳۷۹) "بررسی نوع مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران
۱۳. عرضه اولیه عمومی (۱۳۸۸)، بورس اوراق بهادار، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار.
۱۴. علی محمد، فرهادی (۱۳۸۸) "بررسی مقایسه ای عملکرد شرکت های خصوصی شده قبل و بعد از واگذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۱۵. منطقی، خسرو؛ (۱۳۸۵) "بررسی عملکرد شرکتهای دولتی قبل و بعد از واگذاری در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۲۰.

۱۶. نصرالهی خدیجه، آقایی کیومرث، باقری زمانی نوشین؛ (۱۳۸۸)، "ارزیابی روند بازدهی سهام شرکتهای خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار"، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۲.
۱۷. یعقوب نژاد، احمد؛ تاجیک نیا، الهام؛ (۱۳۸۹)، "تبیین عوامل مالی و غیرمالی بر عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران"، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱.
18. Barberies, N. Boycho, M. Shleifer, A and Tsukanova, N, (1996), "How Does Privatization Work? Evidence from Russian shops", Journal of Political Economy.
19. Boubakri, N, and Cosset, J, (1998), "The Financial and Operating performance of newly – Privatized Firms: Evidence from Developing Countries" Journal of Finance.
20. Cook, Paul, Uchida and yuichiro, (2006), "Privatization and economic growth in developing countries", journal of Development Studies, Vol.44, N.6.
21. Kim, M., & Ritter, J. (1999). "Valuing IPOs". Journal of Financial Economics, 53, 409–437.
22. Kocenda, E. Svejnar, J. (2002), "The Effect of Ownership form and Concentration on Firm Performance after Large-Scale Privatization ", William Davidson Institute Working Paper, No. 471
23. Ramamurti, R, (2000), "A multivariate model of privatization emerging economies", Academy of management Review 25, pp. 525-550
24. Ritter, R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", Journal of Finance, No. 40, pp 3-27.
25. Tobin, James and William Brainard "Pitfalls in financial model buildin," American economic review, 1997, vol 58, PP. 99-122

Evaluation of the Financial Performance of the Companies Listed in the Capital Market of Iran

Alireza Sadeghi ^۳

Reza Tehrani ^۴

Abstract:

The capital market, is in charge of equipping, attracting financial resources and directing funds toward productive and employment activities, also plays the role of financing for enterprises and economic institutions. Listing new companies brings numerous benefits to them. Therefore, in this research, the financial performance of the companies listed in Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse was evaluated using the financial ratios index. For this purpose, the average of each of the financial ratios for the three-years period before the initial offering and the three-years period after the initial offering in the capital market was calculated and then using the paired comparison test (T test), we measured the changes in each of the financial ratios during the periods mentioned. In order to study each group of financial ratios, a hypothesis was developed and a pair comparison test (T test) was applied to each of the existing financial ratios. The results of this test did not substantiate any changes in financial ratios during the periods considered.

Keywords: Financial Ratios, Evaluation of Performance, Initial Supply, Financial And Non-Financial Indicators

JEL Classification: G10, G30, M20

3 . MSc of Financial Management, Allameh Tabatabaei University

4. Faculty of Management, University of Tehran