

## ارزیابی تأثیر درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر احمد خدای‌پور\* سیدمحمد دیده‌کنان\*\*

پذیرش: ۸۹/۷/۲۰

دریافت: ۸۸/۸/۱۰

بورس اوراق بهادار / درآمد حاصل از صادرات / قیمت سهام

### چکیده

در حوزه سرمایه‌گذاری در بورس‌های اوراق بهادار، درک صحیح اطلاعات افشا شده، یکی از عوامل مؤثر بر استفاده بهینه از اطلاعات شرکت‌ها برای اخذ تصمیم‌های مناسب‌تر است. در راستای توسعه بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهاد سازمان‌یافته بازار سرمایه، رفتار قیمت سهام برای خریداران سهام، کارگزاران، مدیران بورس و دولت یک مسئله با اهمیت است. هدف این پژوهش این است که با تجزیه و تحلیل داده‌های واقعی، تأثیر درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران ارزیابی شود، تا از این طریق سرمایه‌گذاران بتوانند سهام شرکت‌های مختلف را با یکدیگر مقایسه کنند. برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا از روش کولموگروف - اسمیرونوف برای نرمال کردن داده‌ها استفاده شد، سپس از روش همبستگی پیرسون، رگرسیون خطی ساده، مقایسه میانگین دو جامعه آماری و T-Test برای تأیید یا رد فرضیه‌ها استفاده شده است. جامعه آماری شامل ۶۹ شرکت صادراتی و ۵۰ شرکت غیرصادراتی بود که طی سال ۸۱ تا ۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده‌اند و صادرات‌شان متوقف نشده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیات، نشان‌دهنده وجود رابطه همبستگی به‌صورت مثبت و

ناقص بین میانگین درآمد حاصل از صادرات و میانگین قیمت سهام شرکت‌ها است، اما این همبستگی معنی‌دار نیست. نتایج همچنین نشان‌دهنده بالاتر بودن قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌دار نسبت به سهام شرکت‌های بدون صادرات است.

#### طبقه‌بندی JEL: G14.



## مقدمه

حرکت به سمت جهانی شدن و افزایش صادرات در سال‌های اخیر تغییراتی در محیط اقتصادی ایران ایجاد کرده است. در چنین محیطی تصمیم‌گیری‌های اقتصادی بهینه مستلزم در اختیار داشتن اطلاعات مالی به موقع و قابل اتکا است. در بازارهای مالی، شرکت‌ها ملزم به افشای این گونه اطلاعات هستند تا از این طریق در سرمایه‌گذاران اطمینان معقولی ایجاد کنند. از سوی دیگر، نوسان قیمت سهام در تمام بورس‌های اوراق بهادار امری عادی و روزمره است که تحت تأثیر عوامل مختلفی اعم از درون سازمانی و برون سازمانی بوده و با هر کدام به نحوی دچار نوسان و تغییرات می‌شود. در این راستا برخی محرک‌ها و اطلاعات، بیش تر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد که از آن جمله می‌توان به درآمد حاصل از صادرات و قیمت سهام اشاره کرد.

در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار اولین و مهم‌ترین عاملی که فرا روی سرمایه‌گذار است عامل قیمت است، از این رو، آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام بسیار حائز اهمیت است. از آنجا که قیمت سهام تحت تأثیر عوامل مختلف تغییر می‌کند و هر کدام از این عوامل به نوعی باعث کاهش یا افزایش قیمت سهام می‌شوند. بررسی و تحلیل هر یک از عوامل ضروری است.

صادرات و درآمد حاصل از آن با توجه به تأثیری که بر شرکت دارد، می‌تواند مورد توجه تحلیلگران قیمت سهام قرار گیرد. صادرات بر واحدهای اقتصادی تأثیر قابل توجهی دارد، زیرا با گسترش بازار فروش کالاهای شرکت، ریسک تجاری شرکت کاهش یافته و اعتماد خریداران سهام شرکت و قیمت سهام‌شان افزایش می‌یابد. همچنین درآمد حاصل از صادرات ارزی است و می‌تواند بخشی از ارز مورد نیاز شرکت را تأمین کند.

با توجه به روند جهانی شدن و آزادسازی اقتصاد جهانی، اغلب شرکت‌های تولیدکننده به دنبال یافتن بازارهای خارجی هستند. این موضوع می‌تواند با تنوع بخشی به حوزه جغرافیای فروش، روند درآمدهای آتی را در یک مسیر قابل اطمینان قرار دهد. از آنجا که این موضوع بر درآمدهای آتی مورد انتظار شرکت‌ها تأثیر مستقیم دارد، احتمالاً می‌تواند بر قیمت سهام نیز تأثیر گذارد. لذا، ارزیابی این تأثیر موضوع جدیدی است که در کشور

ما کم تر به آن پرداخته شده است. به یقین میزان و ابعاد این تأثیر گام مؤثری در رفع ابهام و عوامل مؤثر بر قیمت سهام است.

با توجه به مباحث یادشده، اهمیت صادرات و درآمد حاصل از آن بر قیمت سهام ارزیابی می شود، سؤال اساسی این است که آیا بین درآمد حاصل از صادرات و قیمت سهام همبستگی وجود دارد یا خیر؟

## ۱. اهداف پژوهش

هدف این پژوهش تجزیه و تحلیل داده های واقعی و ارزیابی تأثیر درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران و همچنین استخراج معیارهایی است که سرمایه گذاران را قادر می سازد تا سهام شرکت های مختلف را با یکدیگر مقایسه کرده و سهم موردنظر خود را با اطمینان بیش تری انتخاب کنند. این امر به استقرار حضور سرمایه گذاران به عنوان اصلی ترین ارکان بازار بورس کمک خواهد کرد. علاوه بر اهداف بالا می توان به موارد زیر اشاره کرد:

(۱) آیا درآمد حاصل از صادرات می تواند به عنوان یک عامل بر قیمت سهام شرکت ها تأثیر داشته باشد؟

(۲) متوجه ساختن مدیران و سایر اشخاص تصمیم گیرنده به اهمیت صادرات و تأثیر آن در افزایش قیمت سهام شرکت ها.

(۳) بسط و توسعه مطالعات قبلی انجام شده در ارتباط با جهت دادن فرآیند تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار تهران.

## ۲. فرضیه های پژوهش

**فرضیه اول:** بین درآمد حاصل از صادرات و قیمت سهام شرکت هایی که صادرات دارند، رابطه همبستگی وجود دارد.

**فرضیه دوم:** قیمت سهام شرکت هایی که صادرات دارند بیش تر است از قیمت سهام شرکت هایی که صادرات ندارند.

### ۳. متغیرهای پژوهش

#### ۳-۱. درآمد حاصل از صادرات

متغیر مستقل در این پژوهش درآمد حاصل از صادرات است، یعنی درآمد ناشی از ارتباط و کارکردن با بازارهای حرفه‌ای و حرفه‌های بازار در آن سوی مرزها.

#### ۳-۲. میانگین قیمت سهام

متغیر وابسته در این تحقیق میانگین موزون قیمت سهام شرکت‌های انتخاب شده است که با استفاده از ارزش بازار به طریق زیر محاسبه شده است:

$$\text{میانگین قیمت سهام} = \frac{\text{تعداد سهام معامله شده} \times \text{ارزش بازار سهام}}{\text{تعداد سهام معامله شده}}$$

با توجه به این که تأثیر مقطعی عوامل مؤثر بر قیمت سهام در میانگین قیمت سهام به حداقل می‌رسد و آخرین قیمت سهام و همچنین حداقل و حداکثر قیمت سهام لزوماً منعکس‌کننده تمام اطلاعات مرتبط با قیمت سهام در طی دوره نیست، لذا از میانگین قیمت سهام استفاده شده است.

#### ۴. قلمرو پژوهش

**قلمرو موضوعی:** ارزیابی تأثیر درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام شرکت‌ها است.

**قلمرو زمانی:** دوره زمانی پژوهش از آغاز سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۶ است.

**قلمرو مکانی:** شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند.

#### ۵. جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱) شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند.
  - ۲) شرکت‌هایی که به‌عنوان شرکت‌های صادراتی انتخاب شده و در دوره تحقیق (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶) درآمد صادراتی داشته‌اند و صادرات‌شان متوقف نشده است.
  - ۳) برای جمع‌آوری اطلاعات از صورت‌های مالی شرکت اصلی استفاده شده است و در صورت عدم صادرات، صورت مالی تلفیقی شش‌ساله به کار گرفته می‌شود.
  - ۴) شرکت‌هایی که به‌طور مستمر صورت مالی حسابرسی شده سالانه خود را به بورس ارائه داده‌اند.
  - ۵) در صورت ارائه مجدد صورت‌های مالی از صورت‌های مالی تجدید ارائه شده، استفاده شده است.
- تعداد ۶۹ شرکت صادراتی برای فرضیه اول و ۵۰ شرکت غیر صادراتی برای فرضیه دوم به‌عنوان شرکت‌های ملاک آزمون انتخاب شده‌اند. تعداد شرکت‌ها و نوع فعالیت‌شان در هر صنعت در جدول (۱) ذکر شده است.

## ۶. روش پژوهش و آزمون فرضیه‌های پژوهش

روش پژوهش از نوع همبستگی بین متغیرها است، پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی انجام شده است. برای این منظور در مرحله جمع‌آوری و تنظیم متون پژوهش از روش کتابخانه‌ای (مراجعه به کتابخانه‌ها، مجلات، نشریات تخصصی و سایت‌های اینترنتی و...) و در روش میدانی از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در این پژوهش استفاده شده است. سرانجام با استفاده از روش‌های آماری یافته‌های پژوهش آزموده می‌شوند. در این پژوهش نخست برای نرمال کردن داده‌ها از آزمون کولموگوروف - اسمیرونوف استفاده شد و برای آزمون فرضیات از روش‌های آماری ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون خطی ساده برای آزمون فرضیه اول و از روش‌های آماری مقایسه میانگین دو جامعه آماری و T-Test استفاده شده است.

جدول ۱- تعداد شرکت‌های ملاک آزمون در هر صنعت  
به تفکیک نوع فعالیت

ردیف	نام گروه صنعت	صادراتی	غیرصادراتی
۱	گروه استخراج کانه‌های فلزی	۱	
۲	گروه استخراج سایر معادن		۱
۳	گروه منسوجات	۱	۲
۴	گروه محصولات چوبی		۱
۵	گروه محصولات کاغذی	۱	
۶	گروه انتشار و چاپ و تکثیر		۱
۷	گروه فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۲	
۸	گروه لاستیک و پلاستیک	۳	۲
۹	گروه فلزات اساسی	۵	۲
۱۰	گروه ساخت محصولات فلزی		۳
۱۱	گروه ماشین‌آلات و تجهیزات	۱	۴
۱۲	گروه ماشین‌آلات دستگاه‌های برقی	۳	۲
۱۳	گروه خودرو و ساخت قطعات	۱۱	۴
۱۴	گروه سایر وسایل حمل و نقل		۱
۱۵	گروه مبلمان و مصنوعات دیگر		۱
۱۶	گروه قند و شکر		۱۱
۱۷	گروه محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر	۵	۳
۱۸	گروه مواد و محصولات دارویی	۹	۲
۱۹	گروه محصولات شیمیایی	۱۵	
۲۰	گروه پیمانکاری صنعتی		۱
۲۱	گروه رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن		۱
۲۲	گروه انبوه‌سازی، املاک و مستغلات		۱
۲۳	گروه کاشی و سرامیک	۴	
۲۴	گروه سیمان، آهک و گچ	۴	۴
۲۵	گروه سایر محصولات کانی غیر فلزی	۴	۳
۲۶	جمع کل	۶۹	۵۰

## ۷. پیشینه و ادبیات تحقیق

بر اساس تئوری‌های مالی مرسوم، قیمت سهام باید براساس ارزش فعلی کلیه پرداخت‌های آتی سود سهام تعیین شود. اما در عمل، اکثر سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند که ارزش سهام به دو عامل سود سهام پرداخت شده و وجه نقد دریافت شده در هنگام فروش سهام بستگی دارد.<sup>۱</sup> در بورس‌های کارا، تعیین ارزش واقعی هر سهم (ارزش فعلی عایدات آتی) به راحتی امکان‌پذیر است. در بازار کارای سرمایه، تمام اطلاعات مربوط به اوراق بهادار در قیمت بازار این اوراق منعکس شده و هر اطلاعات جدیدی که به بازار می‌آید سریعاً قیمت اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در این بازارها، امکان دستیابی به بازده غیرعادی وجود ندارد و بازده سرمایه‌گذاری متناسب با ریسک مربوط به آن است.<sup>۲</sup>

## ۸. دیدگاه‌های مربوط به ارزشیابی سهام

### ۸-۱. دیدگاه تحلیل‌گران بنیادگرا

این گروه از تحلیل‌گران اعتقاد دارند که ارزش سهام به دو عامل ریسک و بازده بستگی دارد. در این دیدگاه، تحلیل‌گر با استفاده از پیش‌بینی‌هایی که نسبت به آینده ارائه می‌کند، ارزش ذاتی یک سهم را تخمین می‌زند. این روش «تجزیه و تحلیل اساسی» نامیده می‌شود و دارای مراحل زیر است.<sup>۳</sup>

#### ۸-۱-۱. تجزیه و تحلیل وضعیت کلان اقتصادی

در نظام کنونی اقتصاد جهانی، بورس اوراق بهادار نقش دماسنج اقتصادی را ایفا می‌کند و وضعیت اقتصادی و حتی سیاسی و اجتماعی کشور در زمان حال و آینده تأثیر بسزایی بر میزان سودآوری شرکت‌ها خواهد داشت. بنابراین، در تحلیل بنیادین ابتدا تغییر و تحولات اقتصادی حال و جهت‌گیری‌های آتی به دقت تجزیه و تحلیل می‌شوند.<sup>۴</sup>

۱. فرکاندوست، حقیقی و یاری (۱۳۸۱)؛ ص ۴۵.

2. Fol & Jimz (1995).

۳. جهانخانی و عبدالله‌زاده (۱۳۷۲).

۴. ژرف پیکان، (۱۳۸۵)، ص ۱۵.



## ۲-۱-۸. تجزیه و تحلیل صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند

دومین مرحله از تحلیل بنیادین، بررسی وضعیت و موقعیت فعلی صنعت موردنظر و روند رشد آتی آن است. در تجزیه و تحلیل اساسی ویژگی‌های مطلوب یک صنعت عبارتند از:

- ۱) تقاضای روبه‌رشد و فزاینده برای محصولات و خدمات آن صنعت.
- ۲) محدودیت کالاهای جانشین برای محصولات آن صنعت که در این حالت موقعیت بازار آن قوی‌تر خواهد بود.
- ۳) دخالت محدود ارگان‌های دولتی در تعیین قیمت و چگونگی توزیع محصولات آن صنعت.
- ۴) استراتژیک بودن محصولات صنعت.
- ۵) وابستگی کم به مواد اولیه خارجی و پایین بودن میزان ارز استفاده شده برای آن.

## ۳-۱-۸. تجزیه و تحلیل شرکت

تحلیل‌گر در تجزیه و تحلیل شرکت، پس از انتخاب صنعت مناسب باید با توجه به معیارهایی نظیر موقعیت رقابتی شرکت، کیفیت عملکرد مدیریت، کارایی عملیات، قابلیت سوددهی و وضعیت ساختار مالی، از بین شرکت‌های تجاری موجود در آن صنعت، شرکتی را انتخاب کند.

## ۲-۸. دیدگاه تحلیل‌گران تکنیکی (نمودارگراها)

معتقدین این دیدگاه بر این باورند که در بازار سهام، تمام اطلاعات مورد نیاز در قیمت‌ها نهفته است و با تمرکز بر قیمت‌های دوره‌های قبل و زمان حال سهام و پیش‌بینی آتی آن می‌توان از یک انتخاب مناسب در بازار سود برد. در واقع، نمودارگراها برعکس بنیادگراها که به چرایی قیمت‌ها تأکید داشتند، بر چستی قیمت تمرکز دارند. این نوع سرمایه‌گذاری با استفاده از مطالعه رفتار و حرکات قیمت سهام در گذشته و تعیین قیمت و روند آینده آن و امکان تکرار الگوهای مشابه صورت می‌گیرد. این گروه معتقدند که با تجزیه و تحلیل وضعیت گذشته و حال و همچنین قیمت و حجم معاملات شرکت، می‌توان قیمت سهام را تعیین کرد. در ضمن، اعتقاد دارند که الگوها در هر زمینه تکرار می‌شوند و قیمت سهام را عرضه و تقاضا تعیین می‌کند!

### ۳-۸. نظریه مدرن پرتفولیو

تئوری مدرن پرتفولیو یک نگرش کلی گرا به بازار سهام است. این نظریه برخلاف روش تکنیکی و روش بنیادی، به مجموعه سهام در سبد یا در بازار توجه دارد؛ به عبارت دیگر، دیدگاه این نظریه، کلان در مقابل خرد است. این دیدگاه به محاسبات آماری و ریاضی متکی است. اطلاعات پایه مورد نیاز برای محاسبات این نظریه، بازده سهام در سالهای گذشته است. اگر بازده مجموعه سهام مورد نظر چند سال گذشته را داشته باشیم - بهتر است حدود ده سال یا بیش تر باشد - آنگاه می توانیم سایر متغیرهای وابسته دیگر را محاسبه کنیم. با مدل های بهینه سازی و با استفاده از نظریه روش مدرن پرتفولیو (MPT) می توان سبدهای سهامی ای ساخت که نسبت به بازده مورد انتظار دارای کم ترین ریسک و یا نسبت به ریسک مورد انتظار بیش ترین بازده را داشته باشد.<sup>۱</sup>

در روش پرتفولیو مدرن مجموعه تلاش ها وقف این است که بازده پرتفوی فرد سرمایه گذار به بازده بازار نزدیک شود، و در وضعیت مطلوب، بازدهی بیش تری از آن به دست آورد. در این حالت پرتفوی کل بازار یک شاخص ارزیابی است که ریسک آن نیز با شاخص بتا محاسبه می شود. این تحلیل در آنالیز ریسک و تجزیه و تحلیل بازار کاربرد زیادی دارد و مبنای کار سرمایه گذاران حرفه ای است.<sup>۲</sup>

### ۹. مدل های تعیین ارزش سهام عادی

در تئوری های مالی، ارزش اوراق بهادار از طریق محاسبه ارزش فعلی عایدات آینده به دست می آید. به عبارت دیگر، برای تعیین ارزش اوراق بهادار، ابتدا باید میزان جریان های نقدی ناشی از اوراق بهادار را همزمان با دریافت آنها تعیین کرد. سپس با توجه به نرخ تنزیلی که با میزان ریسک این گونه اوراق بهادار متناسب باشد، ارزش فعلی آنها را محاسبه کرد.

اگر عایدی متعلق به هر سهم را با EPS و نرخ بازده مورد توقع سهامداران را با K نشان دهیم و اگر شرکت صد درصد سود خود را تقسیم کند، ارزش هر سهم به روش زیر قابل محاسبه است.<sup>۳</sup>

۱. ابراهیمی مجد (۱۳۸۳)؛ ص ۱۸.

۲. عبادی دولت آبادی (۱۳۸۵)؛ ص ۲۰.

$$V_0 = \frac{EPS_1}{(1+K)^1} + \frac{EPS_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{EPS_n}{(1+K)^n} + \dots + \frac{EPS_\infty}{(1+K)^\infty}$$

### ۹-۱. مدل بدون رشد

شرکت‌های بدون رشد، عموماً شرکت‌هایی‌اند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید ندارند و می‌کوشند سهم خود را در بازار حفظ کرده و تولید فعلی را ادامه دهند. این شرکت‌ها در قبال پرداخت سود سیاست ثابتی دارند، همچنین سودهای پرداختی روند ثابتی دارند، و میزان سرمایه‌گذاری شرکت در هر سال فقط به اندازه استهلاک دارایی‌های آن فرض می‌شود که می‌توان ارزش هر سهم را به صورت زیر محاسبه کرد.

$$V_0 = EPS \left( \frac{1}{(1+K)^1} + \frac{1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{1}{(1+K)^n} + \dots + \frac{1}{(1+K)^\infty} \right)$$

با توجه به این که جمع کسره‌های داخل پرانتز برابر است با  $\frac{1}{K}$ ، خواهیم داشت:

$$V_0 = EPS \left( \frac{1}{K} \right) = \frac{EPS}{K}$$

به عبارت دیگر، برای تعیین ارزش هر سهم، کافی است عایدی هر سهم را به نرخ بازده مورد انتظار سهامدارن (نرخ تنزیل) تقسیم کرد!

### ۹-۲. مدل با رشد

اگر شرکت برای توسعه فعالیت‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری جدید نماید و درصدی از سود قابل تقسیم‌اش را مجدد سرمایه‌گذاری کند، قدرت سودآوری آن افزایش یافته و سودهای آینده رشد خواهند کرد. این مدل توسط ویلیام اراهه شده و توسط شیپرو و گوردون عمومیت یافته است. در این مدل فرض بر این است که سود سهام با یک نرخ دائمی رشد می‌کند. اگر درصد سود سرمایه‌گذاری شده را با  $b$  و نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری را با  $\gamma$  و نرخ رشد سود را با  $g$  نشان دهیم، نرخ رشد برابر خواهد بود با:

$$g = b.r$$

و میزان سود نقدی تقسیمی (D) سهامداران، برابر خواهد بود با:

$$D = (1-b)EPS$$

در چنین حالتی ارزش یک سهم برابر خواهد بود با:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{(1+K)^1} + \frac{(1-b)EPS_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(1-b)EPS_\infty}{(1+K)^\infty}$$

با توجه به این که:

$$EPS_2 = EPS_1(1+g) = EPS_1(1+br)$$

$$EPS_n = EPS_1(1+G)_{n-1} = EPS_1(1+br)^{n-1}$$

با جایگزینی معادله‌های فوق در فرمول تعیین ارزش خواهیم داشت:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{(1+K)^1} + \frac{(1-b)(1+b)EPS_1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(1-b)(1+b)EPS_1}{(1+K)^E}$$

اگر فرض کنیم که  $K > br$  باشد (که فرض معقولی است) فرمول به صورت زیر خلاصه

می شود:

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{K-b} + \frac{(1-b)EPS_1}{K-g} = \frac{D_1}{K-g}$$

طبق این مدل شرکت‌هایی که نرخ رشد بالاتر (g) دارند، ارزش بیشتری خواهند داشت. همچنین شرکت‌هایی که ریسک کمتری دارند و افراد اطمینان بیشتری نسبت به تحقق سودهای آتی دارند، ارزش سهام‌شان بیشتر خواهد بود.

نکته مهم دیگر این است که ارزش سهام تحت تأثیر نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد. هرچه بازده فرصت‌های سرمایه‌گذاری دیگر بیشتر باشد نرخ بازده مورد انتظار سهامداران نیز بیشتر خواهد شد؛ لذا با افزایش K در فرمول ارزش سهام کم‌تر می‌شود. ارزش تعیین شده برای هر سهم طبق فرمول فوق در دو حالت برابر با ارزش تعیین شده طبق مدل بدون رشد می‌شود.

اول: وقتی شرکت سود خود را سرمایه‌گذاری نکرده ( $b=0$ ) و تمام آن را تقسیم کند که فرمول به شکل زیر خواهد آمد.

$$V_0 = \frac{(1-0)EPS}{K-0} = \frac{EPS}{K}$$

دوم: وقتی نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت با نرخ بازده مورد انتظار سهامداران برابر باشد. ( $r=k$ ) که فرمول به شکل زیر درمی‌آید.

$$V_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{K-bk} + \frac{(1-b)EPS_1}{K(1-b)} + \dots + \frac{EPS_1}{K}$$

برخی شرکت‌ها می‌توانند به لحاظ برخورداری از موقعیت‌های انحصاری برای مدت محدودی فرصت‌های سرمایه‌گذاری بسیار سودآوری داشته باشند. این موقعیت انحصاری می‌تواند ناشی از مزیت‌های تکنولوژی، نزدیکی به مواد اولیه، برخورداری از وضعیت رقابتی مناسب در بازار و حمایت‌های دولتی و گمرکی باشد. لذا برای این گونه شرکت‌ها به جای در نظر گرفتن یک نرخ رشد، باید چند نرخ رشد را که متناسب است با نرخ بازدهی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مقاطع زمانی مختلف، در نظر گرفت<sup>۱</sup>.

### ۹-۳. مدل رشد فوق‌العاده

بعضی شرکت‌ها به دلیل موقعیت‌های مناسبی که دارند در سال‌های اول از فرصت‌های ویژه‌ای برخوردار بوده و سودشان رشدی معادل ( $g_1$ ) داشته است. اما پس از سال  $n$  ام (به علت حضور سایر تولیدکنندگان) روند سودآوری شرکت تغییر کرده و نرخ رشد به میزان  $g_2$  خواهد رسید که در چنین مواردی مدل رشد دو مرحله‌ای و یا فوق‌العاده استفاده می‌شود. فرمول ارزش فعلی برای مدل رشد فوق‌العاده و مرحله‌ای به صورت زیر است:

$$V_0 = \frac{EPS_1(1+g_1)}{k-g_1} \left[ 1 - \frac{(1+g_1)}{(1+k)^1} \right] + \left( \frac{1+g_1}{1+k} \right)^T \frac{EPS_1(1+g_2)}{k-g_2}$$

این فرمول از دو قسمت تشکیل شده است؛ قسمت اول به محاسبه ارزش فعلی سود سهام

برای اولین دوره می‌پردازد و قسمت دوم ارزش فعلی را برای دوره بعدی محاسبه می‌کند.

## ۱۰. صادرات

صادرات یکی از راه‌های ورود به بازارهای خارجی است که برتر از سایر شیوه‌های ورودی است و با داشتن ریسک کم‌تر، انعطاف بیشتری را ممکن می‌سازد، همچنین تولید داخلی و سطح اشتغال را نیز افزایش می‌دهد. حضور در بازارهای جهانی و توسل به شیوه‌های تجاری موفق و کارآمد، که نمادی از توانمندی اقتصادی کشورها را به تصویر می‌کشد، از جمله ضرورت‌های تطبیق با نظام بین‌المللی کنونی به لحاظ پیشرفت‌های حاصله در عرصه‌های اقتصادی و صنعتی آن است. بنابراین، صادرات به منزله وسیله‌ای مطمئن در قبال بحران اقتصادی داخلی، پیشرفت بیشتر و گسترده‌تر، درآمد بیشتر و آگاه شدن مستمر از آخرین تحولات فن‌آوری است.<sup>۱</sup>

الیور، کامینز و هاست در تحقیق خود ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی را بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که یک رابطه قوی بین سرمایه‌گذاری و قیمت سهام وجود دارد.<sup>۲</sup>

زیلونکا در تحقیق خود به این نتیجه دست یافت که سطح پرداخت‌های واقعی سود سهام، محصولات صنعتی، نرخ بهره و نرخ تورم می‌تواند تا حدی تغییرات قیمت سهام را تشریح کند.<sup>۳</sup>

شارپ و همکاران<sup>۴</sup> در این مدل دو عامل EPS و نسبت P/E را از عوامل مؤثر در تعیین قیمت سهام معرفی کرده‌اند. هر کدام از این عوامل به اجزای کوچک‌تری تقسیم می‌شود که در محاسبه قیمت سهام، تمامی آن عوامل سهم هستند.

نتیجه تحقیق بال و برون<sup>۵</sup> نشان داد که ارتباط معنی‌داری بین علائم تغییر قیمت با علائم تغییر سود وجود دارد. آن‌ها برای سال‌هایی که در آن تغییرات سود مثبت بود، تغییرات

۱. عزیزی (۱۳۸۴).

2. Oliver & Cummins & Hassett (1999).

3. Zielonka (2001).

4. Sharp, Alexander & Bailey (1995).

5. Ball & Brown (1968).

مثبت قیمت سهام و در سال‌هایی که تغییرات منفی سود اتفاق افتاده بود، تغییرات منفی قیمت سهام مشاهده کردند. آن‌ها پیش‌بینی کردند که افزایش غیرمنتظره‌ای در سود، باعث ایجاد بازده مثبت غیرعادی در سهام عادی می‌شود، همچنین دریافتند که بیش‌تر تغییرات قیمتی که در ارتباط با سود اتفاق می‌افتد، قبل از اعلام سالیانه سود است.

پن من<sup>۱</sup> بیان می‌کند که علاوه بر روش‌های پیچیده‌ای که برای قیمت‌گذاری می‌توان استفاده کرد، روش‌های ساده‌تری نیز وجود دارد که اطلاعات محدودتری را از صورت‌های مالی به کار می‌گیرد. اگرچه دقت این روش‌ها کم‌تر است ولی مزیتش این است که نسبت به روش‌های دیگر ساده‌تر است و هزینه کم‌تری دارد.

نتایج چنگ، فانگ و لیونگ<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۴ نشان داد که قیمت سهام، به‌طور معنی‌دار به تغییرات غیرمنتظره سود حسابداری و سود سهام واکنش نشان می‌دهد. اما این تحقیق با توجه به ویژگی‌های بازارهای هنگ‌کنگ شواهدی ارائه کرد که خود سهام، تأثیر بیش‌تری بر روی بازار دارد و اطلاعات بیش‌تری درباره جریان‌ات نقد و سودآوری آتی شرکت ارائه می‌کند. از این رو، سود سهام نقش عمده‌تری نسبت به سود حسابداری در قیمت‌گذاری بازار می‌کند؛ زیرا با توجه به خصوصیات بازارهای هنگ‌کنگ، سود سهام یک منبع مهم اطلاعاتی است که به بازار اجازه می‌دهد انتظارات و اطمینان مدیریت را نسبت به عملکرد آتی شرکت ارزیابی کند.

رضوان حجاری در رساله دکترای خود اثر اعلام سود حسابداری (سود واقعی سالیانه) بر قیمت سهام و حجم معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران را بررسی کرده است. نتایج حاصل از ۱۹۷ مشاهده برای کل شرکت‌ها در مدت چهار سال، ضریب همبستگی را ۳۶ درصد نشان می‌دهد. به‌دست آمدن چنین رقمی به این معنی نیست که سود تنها عامل تعیین‌کننده قیمت سهام شرکت‌ها است.<sup>۳</sup>

بزرگی در تحقیقی درجه ثمربخشی الگوهای متداول تعیین قیمت سهام را تجزیه و تحلیل کرده است. نتیجه به این شرح بود که استفاده از روش‌هایی مانند ارزش دفتری، ارزیابی خالص دارایی‌ها، رشد ثابت و دو مرحله‌ای و سه مرحله‌ای سود، الگوی H، رشد

1. Penman (2004).

2. Chang, Fang & Liang (2004).

۳. حجازی (۱۳۷۵).

فوق‌العاده و غیره در اکثر موارد برای محاسبه قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس کفایت نمی‌کند.<sup>۱</sup>

فولادی در تحقیقی در سال ۱۳۸۲، ارتباط بین تغییرات، ارقام صورت‌حساب سود و زیان و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است. نتایج به‌دست آمده از این تحقیق نشان می‌دهد که ارقام صورت سود و زیان بار اطلاعاتی داشته و سرمایه‌گذاران نسبت به آن عکس‌العمل نشان می‌دهند و قیمت‌های سهام خیلی سریع تعدیل می‌شود. یعنی تغییرات این ارقام از ارقام حسابداری بر تغییرات قیمت سهام تأثیر داشته و بنابراین، صورت سود و زیان یک منبع اطلاعاتی به‌هنگام محسوب می‌شود که بر قیمت سهام و حجم مبادلات سهام تأثیر بسزایی دارد.<sup>۲</sup>

رامونا ژرف پیکان در سال ۱۳۸۵ به بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و نحوه ارتباط آن‌ها در صنعت کانی‌های غیرفلزی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این تحقیق چهار فرضیه طراحی شده بود و روابط متغیرهای حسابداری از جمله: رشد سود خالص، رشد فروش، رشد میزان تولید، رشد بازده با قیمت سهام شرکت‌ها بررسی و تجزیه و تحلیل شده است. اگرچه در اغلب موارد نتایج در سطح اطمینان ۰/۵ حاصل شده است، اما در پاره‌ای از آزمون‌ها نتایج دو روش اختلاف جزئی داشتند که دلیل آن ناشی از تفاوت موجود بین دو روش آماری به کار رفته است.<sup>۳</sup>

تاجیانی در تحقیقی رابطه بین درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام در صنایع فلزی و فلزات اساسی را بررسی کرده است، نتایج تحقیق نشان‌دهنده این است که رابطه بین متغیرهای تحقیق به‌صورت معکوس بوده و هیچ‌گونه رابطه معناداری بین درآمد حاصل از صادرات و قیمت سهام بر قرار نیست، و قیمت سهام شرکت‌های صادراتی از قیمت سهام شرکت‌های غیرصادراتی بیش تر است.<sup>۴</sup>

معمولاً دولت‌ها منابع زیادی را صرف برنامه‌های کمک به توسعه صادرات می‌کنند و با وجود این، تأثیر این برنامه‌ها بر عملکرد صادرات، با قاطعیت مورد تأکید قرار نگرفته

۱. بزرگی (۱۳۷۴).

۲. فولادی (۱۳۸۲).

۳. ژرف پیکان (۱۳۸۵).

۴. تاجیانی (۱۳۸۵).



است. از نظر محققان اگرچه توسعه صادرات با عملکرد صادرات رابطه نزدیکی دارد، ولی مشابه آن نیست. به‌طور تاریخی در تعداد زیادی از مطالعات این سؤال مطرح می‌شود که چه عواملی بر عملکرد صادرات شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند!

## ۱۱. یافته‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون اسمیرنوف - کلموگراف آزموده شده است که با توجه به نرمال نبودن داده‌ها از لگاریتم طبیعی برای نرمال کردن داده‌ها استفاده شد؛ سپس آزمون اسمیرنوف - کلموگراف انجام شد که نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است.

### جدول ۲- نتایج آزمون اسمیرنوف - کلموگراف LN متغیرهای پژوهش

شوح	میانگین قیمت سهام صادراتی	میانگین درآمد صادرات	میانگین قیمت سهام غیرصادراتی
تعداد	۶۹	۶۹	۵۰
ضریب	۰/۸۸۸۸	۰/۳۸۷	۰/۹۵۸

براساس نتایج آزمون در جدول (۲) چون سطح معنی‌داری (sig) از سطح خطای ۵ درصد  $\alpha$  بیش‌تر است، نتیجه آزمون تأیید می‌شود. یعنی با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان اظهار کرد که داده‌ها نرمال بوده و از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.

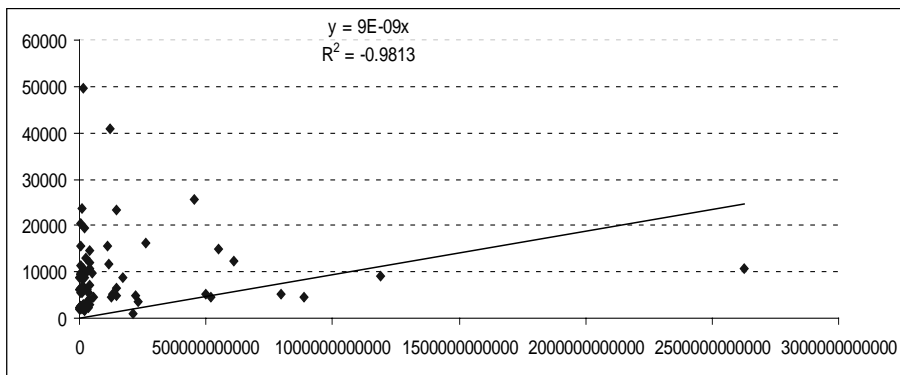
### ۱۱-۱. آزمون فرضیه اول پژوهش

پس از نرمال کردن داده‌ها از دیاگرام پراکنش، ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون خطی ساده برای تجزیه و تحلیل و تأیید یا رد فرضیه استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل نتایج ابتدا دو فرض  $H_0$  و  $H_1$  به شرح زیر تنظیم شد:

$H_0$ : بین میانگین درآمد حاصل از صادرات و میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند، رابطه همبستگی وجود ندارد.

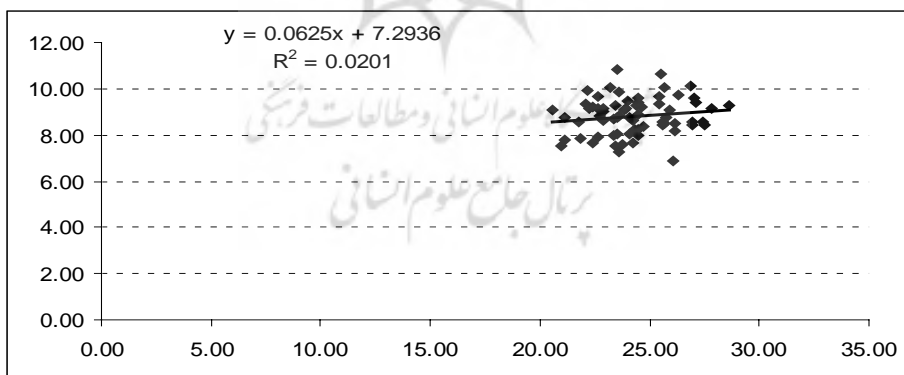
$H_1$ : بین میانگین درآمد حاصل از صادرات و میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند، رابطه همبستگی وجود دارد.

سپس نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، تجزیه و تحلیل شده است. دیاگرام پراکنش داده‌های اولیه به صورت زیر است.



### نمودار ۱- دیاگرام پراکنش داده‌ها برای خطی بودن متغیرها

چون دیاگرام پراکنش، نشان‌دهنده خطی نبودن دو متغیر است؛ بنابراین از LN برای خطی بودن استفاده شده است. دیاگرام داده‌های LN گرفته شده به صورت زیر است.



### نمودار ۲- دیاگرام پراکنش LN داده‌ها برای خطی بودن متغیرها

براساس دیاگرام پراکنش LN داده‌ها در نمودار (۲) رابطه خطی بین متغیرهای تحقیق وجود دارد که ضرایب آن در جدول (۳) آمده است.

## جدول ۳- ضرایب همبستگی و خط رگرسیون فرضیه اول

شرکت‌ها	تعداد	$\beta$	a	b	$r^2$	r
صادراتی	۶۹	۰/۱۴۲	۷/۲۹	۰/۰۶۲۵	۰/۰۲۰	۰/۱۴۲

بنابراین فرضیه اول پژوهش را با استفاده از رگرسیون خطی ساده و ضریب همبستگی پیرسون مورد آزمون قرار می‌دهیم. آزمون رگرسیون خطی ساده با توجه به نتایج آزمون در جدول (۳)، مقادیر  $a$ ،  $b$ ،  $r^2$  و معادله رگرسیون به شرح زیر است:

$$y = 0/0625x + 7/2936 \quad r^2 = 0/020$$

مقدار ضریب تعیین  $r^2$  برابر با (۰/۰۲۰) است که این رقم بدان معنی است که تنها ۲ درصد تغییرات میانگین قیمت سهام می‌تواند توسط تغییرات درآمد حاصل از صادرات توضیح داده شود، یعنی رابطه خیلی ضعیفی بین دو متغیر وجود دارد و ۹۸ درصد تغییرات در میانگین قیمت سهام توسط عواملی به جز درآمد صادرات توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر، چون  $r$  مثبت است، آماره شیب خط رگرسیون ( $\beta$ ) برای درآمد حاصل از صادرات و میانگین قیمت سهام نیز مثبت است. به عبارت دیگر می‌توان گفت که افزایش درآمد حاصل از صادرات باعث افزایش نسبی قیمت سهام می‌شود.

هدف از آزمون ضریب همبستگی، بررسی میزان همبستگی و شدت رابطه بین دو متغیر مستقل LN درآمد حاصل از صادرات) و متغیر وابسته LN میانگین قیمت سهام) است. بدین صورت که اگر  $r$  محاسبه شده بزرگ‌تر از صفر (مثبت) باشد، رابطه دو متغیر مستقیم و اگر  $r$  محاسبه شده کوچک‌تر از صفر (منفی) باشد، رابطه دو متغیر معکوس است. در حالت صفر هم هیچ‌گونه رابطه‌ای با همدیگر ندارند. جدول (۴) نتایج آزمون ضریب همبستگی و رگرسیون خطی ساده را نشان می‌دهد.

## جدول ۴- نتایج آزمون ضریب همبستگی و رگرسیون خطی ساده فرضیه اول

شرکت‌ها	تعداد	r	درجه آزادی	T بحرانی	(sig)	$\alpha$	$\beta$	نتیجه
صادراتی	۶۹	۰/۱۴۲	۶۷	۱/۱۷۲	۰/۱۲۳	٪۵	۰/۱۴۲	فرض H1 تأیید نمی‌شود

براساس نتیجه آزمون در جدول (۴) ضریب همبستگی ( $r$ ) مثبت و برابر  $0/142$  و سطح معنی داری ( $sig$ ) آن  $0/123$  است که نشان می‌دهد رابطه معنی داری در سطح خطای  $\alpha=0/5$  وجود ندارد. چون ضریب همبستگی مثبت و بین یک و صفر است، همبستگی بین درآمد حاصل از صادرات و میانگین قیمت سهام به صورت ناقص و مستقیم است. بدین صورت که با افزایش میانگین قیمت سهام، میانگین درآمد حاصل از صادرات، به طور نسبی افزایش می‌یابد و از طرف دیگر چون میزان  $t$  محاسبه شده ( $1/172$ ) از  $t$  نگاره کم‌تر است و سطح معنی داری ( $sig$ ) برابر  $0/123$  بوده و از میزان  $\alpha=0/5$  بزرگ‌تر است، در ناحیه  $H_0$  قرار می‌گیرد و نشان از معنی دار نبودن این رابطه دارد. بنابراین، همبستگی خیلی ضعیفی بین متغیرها وجود دارد، ولی این رابطه معنی دار نیست.

### ۱۱-۱. آزمون فرضیه دوم پژوهش

برای مقایسه بین میانگین قیمت دو گروه شرکت‌هایی که صادرات دارند و شرکت‌هایی که صادرات ندارند، نخست نرمال بودن داده‌ها آزمون شد، سپس آزمون همگن بودن واریانس‌ها انجام شد و در پایان برای تأیید یا رد فرضیه از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه آماری و آزمون  $T$  استفاده شده است.

#### ۱۱-۱-۱. آزمون همگن بودن واریانس‌ها

برای مقایسه بین میانگین قیمت دو گروه شرکت‌هایی که صادرات دارند و شرکت‌هایی که صادرات ندارند، باید ابتدا فرض یکنواختی (برابری) و عدم یکنواختی (نابرابری) واریانس‌ها انجام گیرد؛ بنابراین، آزمون این فرضیه مستلزم انجام دو آزمون همگن بودن واریانس‌ها و مقایسه میانگین‌های دو جامعه به این گونه است که:

ابتدا برای آزمون اول دو فرض  $H_0$  و  $H_1$  به شرح زیر تنظیم شد که نتایج آن در جدول (۵) ارائه شده است.

$H_0$ : واریانس‌های دو گروه شرکت‌های صادراتی و غیرصادراتی یکسان نیستند.

$H_1$ : واریانس‌های دو گروه شرکت‌های صادراتی و غیرصادراتی یکسان هستند.

### جدول ۵- نتایج حاصل از آمار توصیفی و آزمون یکنواختی واریانس‌ها

شرکت‌ها	تعداد	LN میانگین قیمت	انحراف معیار	F	(sig)	نتیجه
صادراتی	۵۰	۸/۸۱	۰/۷۹۶	۰/۰۴۳	۰/۸۳۶	با احتمال ۹۵٪ فرض H1 تأیید می‌شود.
غیر صادراتی	۵۰	۸/۴۱	۰/۸۲۳	-	-	

با توجه به سطح معنی‌داری (sig) در جدول (۵) که برابر با ۰/۸۳۶ و بزرگ‌تر از  $\alpha = 5\%$  است، فرض H1 با احتمال ۹۵ درصد تأیید می‌شود و نتیجه موردنظر معنی‌دار نیست. بنابراین، واریانس میانگین قیمت سهام شرکت‌ها یکسان است و باید از فرض یکنواختی واریانس‌ها استفاده شود.

### ۲-۱۱. آزمون مقایسه میانگین دو جامعه آماری

پس از مشخص شدن نتیجه آزمون همگن بودن واریانس‌ها، آزمون فرضیه دوم با فرض‌های اصلی H0 و H1 به شرح زیر انجام شد و نتایج حاصل از آزمون آن در جدول (۶) ارائه شده است.

H0: میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند از میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات ندارند، بیش‌تر نیست.

H1: میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند از میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات ندارند، بیش‌تر است.

### جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون مقایسه میانگین‌ها

نتیجه	فاصله اطمینان		سطح معنی‌داری (sig)	درجه آزادی	t	شرح فرض
	حد بالا	حد پایین				
فرض H1 تأیید می‌شود	۰/۶۹۱	۰/۰۹۶	۰/۰۱۰	۹۸	۲/۶۲۶	فرض یکنواختی واریانس‌ها
فرضیه تأیید می‌شود (فرضیه تأیید می‌شود)	۰/۶۹۳	۰/۰۹۴	۰/۰۱۰	۸۴/۶۸	۲/۶۱۲	فرض عدم یکنواختی واریانس‌ها

براساس نتایج آزمون مقایسه میانگین‌ها در جدول (۶)، چون سطح معنی‌داری در سطح یکنواختی واریانس‌ها برابر با  $0/010$  و کم‌تر از  $a=0/5$  است، نتیجه می‌گیریم که تفاوت معنی‌داری بین میانگین قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و غیرصادراتی وجود دارد و فرض  $H_0$  با احتمال  $95\%$  رد می‌شود. با در نظر گرفتن اطلاعات جدول (۵) چون LN میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند  $(8/81)$  از LN میانگین قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات ندارند  $(8/41)$  بیش‌تر است، بنابراین با احتمال  $95\%$  درصد نتیجه می‌گیریم که قیمت سهام شرکت‌های صادراتی از قیمت سهام شرکت‌های غیرصادراتی بیش‌تر است و فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌شود.

### ۱۱-۳. تحلیل نتایج آزمون T-Test

پس از مشخص شدن نتیجه آزمون همگن بودن واریانس‌ها باید از فرض یکنواختی واریانس‌ها استفاده شود که براساس نتایج آزمون t-test در جدول (۶) چون آماره آزمون  $t (2/626)$  بزرگ‌تر از  $t$  محاسبه‌شده در جدول توزیع  $t$  یعنی  $1/96$  است و با توجه به سطح معنی‌داری (sig) که برابر با  $0/010$  و کم‌تر از  $a=0/5$  است، لذا در ناحیه رد  $H_0$  قرار می‌گیرد، یعنی تفاوت معنی‌داری بین میانگین قیمت‌ها وجود دارد. بنابراین، چون میانگین قیمت سهام شرکت‌های صادراتی در جدول (۵) بیش‌تر است، نتیجه می‌گیریم که با احتمال  $95\%$  قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند از قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات ندارند بیش‌تر است و فرض  $H_1$  پذیرفته شده و فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌شود.

### جمع‌بندی و ملاحظات

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از همبستگی پیرسون و رگرسیون خطی ساده برای آزمون فرضیه اول و از روش مقایسه میانگین دو جامعه آماری و t-test برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است. روش کار و تجزیه و تحلیل نتایج به این صورت بود که ابتدا رابطه متغیرها با استفاده از دیاگرام پراکنش بررسی شد، سپس آزمون کلموگراف - اسمیرونوف برای نرمال کردن داده‌ها انجام شد و چون داده‌ها نرمال نبودند از آن‌ها LN گرفته شد، سپس رابطه متغیر مستقل و وابسته پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است.

نتیجه آزمون فرضیه اول بدین صورت است که به‌طور کلی با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین درآمد حاصل از صادرات و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس رابطه همبستگی ضعیفی وجود دارد و ارتباط متغیرهای پژوهش به‌صورت ناقص و مستقیم (مثبت) است، اما این رابطه معنی‌دار نیست، به این معنی که علاوه بر درآمد حاصل از صادرات عوامل دیگری نیز در تغییرات قیمت سهام تأثیر دارند.

نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان‌دهنده این است که به‌طور کلی با اطمینان ۹۵ درصد و در سطح خطای ۵ درصد قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات دارند از قیمت سهام شرکت‌هایی که صادرات ندارند بیش‌تر است و لذا فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. به‌عبارت دیگر، اعتقاد بر این است که سرمایه‌گذاران در خرید سهام به درآمد حاصل از صادرات توجه کرده‌اند و می‌توان اظهار کرد که درآمد حاصل از صادرات در افزایش بیش‌تر قیمت سهام مؤثر بوده است.

### پیشنهادهایی براساس نتایج پژوهش

بر مبنای نتایج این پژوهش، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

(۱) پیشنهاد می‌شود مدیران با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق در خصوص تأثیر درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام، در جهت افزایش ارزش شرکت تصمیم‌های مقتضی اتخاذ کنند.

(۲) به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود برای ارزیابی سهام شرکت‌ها در بورس، نتایج این پژوهش را نیز در کنار سایر عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام مدنظر قرار دهند.

(۳) با عنایت به این‌که افزایش درآمد از فرصت‌های آتی، عامل مهمی در تعیین ارزش و اعتبار شرکت است، لذا پیشنهاد می‌شود در قیمت‌گذاری سهام توسط بورس، این عامل نیز به همراه سایر عوامل دیگر در نظر گرفته شود.

### پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با انجام هر پژوهش، راهی به سوی مسیری جدید باز می‌شود. لذا پیشنهادهایی براساس موضوع و نتیجه پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱) انجام پژوهشی که تأثیر عوامل داخلی مؤثر بر قیمت سهام و همچنین تعیین درجه اهمیت این عوامل را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران یا هریک از صنایع به صورت جداگانه بررسی کند.

۲) انجام پژوهشی که تأثیر عوامل اقتصادی مؤثر بر قیمت سهام و همچنین تعیین درجه اهمیت این عوامل را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران یا هریک از صنایع به صورت جداگانه بررسی کند.

۳) با توجه به این که پژوهش حاضر در سطح عموم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است، پیشنهاد می‌شود تحقیقاتی بر حسب صنایع موجود در بورس اوراق بهادار انجام شود.

۴) بررسی همبستگی درصد تغییر در قیمت سهام ناشی از درآمد حاصل از صادرات بر هر سهم.





## منابع

- آذر، عادل (۱۳۸۱)؛ آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت.
- تاجیانی، مسعود (۱۳۸۵)؛ «بررسی ارتباط بین درآمد حاصل از صادرات بر قیمت سهام در صنایع تولید فلزات و ساخت محصولات اساسی بورس تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان.
- جهانخانی، علی و فرهاد عبدالله‌زاده (زمستان ۱۳۷۲)؛ «نقدی بر چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۱، سال اول.
- حجازی، رضوان (۱۳۷۵)؛ «اثر اعلان سود حسابداری بر قیمت و حجم معاملات سهام در بورس تهران، رساله دکترا، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- ژرف پیکان، رامونا (۱۳۸۵)؛ «عوامل مؤثر بر قیمت سهام در صنایع کانی‌های غیرفلزی»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- شیخ‌زاده، ابراهیم و کتابیون ملاحسن کاشانی (۱۳۸۷)؛ «توسعه صادرات و بررسی مشکلات آن در ایران»، مجله بانک سپه، خرداد ۸۷، شماره ۹۱.
- فرقاندوست حقیقی، کامبیز و ثریا یاری (بهمن ۱۳۸۱)؛ «شیوه‌ای نو برای تعیین قیمت سهام»، مجله بورس، شماره ۳۴.
- ماکویی، حمید (۱۳۷۴)؛ «رابطه سود حسابداری با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی.
- Balk, Nathan S., & Mark E. Wohar, (2001); "Explaining Stock Price Movements; Is There a Case for Fundamentals?", Federal Reserve Bank of Dallas.
- Corrado, Charles J. & Jordan, Bradford D. (2004); "Fundamentals of Investments Valuation & Management", *Mcgraw-HILL*, 3RD Edition.
- Oliver, Stephen D., Cummins, Jason G. & Hasset Kevin A., (1999, March); "Investment Behavior, Observable Expectation & Internal Funds", Washington DC.
- Penman, Stephen H., (2004); "Financial Statement Analysis & Security Valuation", International Edition, Second Edition.

- Sharp William F., Gordon J. Alexander & Jeffery V. Bailey (1995); *Invesments*, Prentice Hall, International Edition, fifth Edition.
- Sharp, Steve A. (1999, August); "Stock Prices, Expected Returns & Inflation", Division of Research & Statistics, Federal Reserve Board, Washington D.C. 20551.
- Zielonka, Piotr (2001); "Biased Judgments on What Moves Stock Price", Institute of Philosophy and Sociology, Polan.

