

# بررسی و ارزیابی روابط عوامل بنیادی مشترک - ترازنامه و صورت جریان‌های نقدی - و افزایش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد فتحی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد، دانشکده تحصیلات تکمیلی، گروه حسابداری، بروجرد، ایران

Mehrdad.fathi.info@gmail.com

## چکیده

تحقیق حاضر در راستای مبانی تئوریک مبحث ارزش سهام به بررسی و ارزیابی عوامل بنیادی مشترک و افزایش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. تحقیق حاضر تحقیق توصیفی و پژوهشی کاربردی است. با توجه به قلمرو مکانی و زمانی، جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۰/۱۲/۲۹ تا ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ بوده و بدین ترتیب نمونه آماری در این تحقیق ۴۸ شرکت می‌باشد. جهت بررسی ارتباط میان متغیرهای این تحقیق عوامل بنیادی مشترک (بدهی بلندمدت، جریان‌های نقدی، افزایش قیمت سهام، قیمت ابتدایی سهام) به عنوان متغیر مستقل و میزان رشد قیمت سهام شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها دوبار شده، به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد و رابطه هر یک از شاخص‌ها با یکدیگر مورد بررسی قرار گرفت. به این ترتیب هشت فرضیه تدوین شد و داده‌های مرتبط جمع‌آوری شد. جهت بررسی فرضیه‌ها در این پژوهش از نرم‌افزار Eviews7 استفاده شده است. هم‌چنین، جهت بررسی ارتباط میان متغیرهای این تحقیق که عبارت بودند از عوامل بنیادی مشترک و ارزش سهام از آزمون‌های چاو و هاسمن و نیز رگرسیون استفاده شد.

واژگان کلیدی: عوامل بنیادی مشترک، ارزش سهام، بورس اوراق بهادار تهران

## ۱- مقدمه

برخی فلاسفه معتقدند «آینده را نمی‌توان پیش‌بینی نمود، بلکه باید آن را ساخت» از این رو موفقیت در امر پیش‌بینی نیازمند مداخله در شکل‌گیری واقعیت‌ها به نحو مطلوب است. پیش‌بینی، از آنجا که افق آینده را ترسیم می‌کند، چارچوبی برای تصمیم‌گیری در میان ناشناخته‌ها پدید می‌آورد. بازار سرمایه نیز یک بازار ناشناخته است. (افشاری، ۱۳۸۲: ۱۰۳)

با توجه به پتانسیل‌های خالی در بازار سرمایه ایران و توان جذب این سرمایه‌ها از یک سو و تلاش مسئولین و دست‌اندرکاران امر برای گسترش هرچه بیشتر بازار سرمایه در سال‌های اخیر، زمینه‌ساز تحقیقات بازار سرمایه در ایران می‌باشد. در نظر گرفتن عوامل تاثیرگذار متعدد در این بازار و تغییرات مداوم این عوامل در گذر زمان لزوم انجام این‌گونه تحقیقات بیشتر آشکار می‌گردد. این تحقیقات از یک سو می‌تواند به عنوان راهنمایی مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار گیرد که با استفاده از این تحقیقات می‌توانند با در نظر گرفتن الزامات افشاء موجب شفافیت بیشتر بازار شده و زمینه جذب بیشتر سرمایه را فراهم آورند و در نتیجه به اهداف خود مبنی بر استفاده از پتانسیل‌های خالی موجود در بازار سرمایه، دست یابند. (خوش‌طینت و رضایی، ۱۳۸۵) هدف از تشکیل بازار سهام، استفاده از پس‌انداز تمام اشخاص حقیقی و حقوقی در داخل یا خارج از مرزهای ملی

برای تأمین نیازهای مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری است. تجهیز بازار سرمایه ملی نمی‌بایست فقط متکی به صاحبان سرمایه‌های کلان باشد، بلکه این اقدام باید مشارکت عموم مردم را در برگیرد تا اهداف اقتصادی به سهولت و با مشارکت همه اقشار اجتماعی، محقق گردد. با وجود آنکه مخاطب بازار سهام، همه افراد جامعه می‌باشند، اما همگان از علل صعود و نزول قیمت سهام با خبر نمی‌باشند و همین ناآگاهی سبب می‌شود که بازار سرمایه از برخی مخاطبان خود دور بماند، افرادی که می‌توانند در این بازار نقش سازنده‌ای ایفا کنند.

در این میان تحقیقاتی که به بررسی رفتار قیمت سهام و عوامل تاثیرگذار در آن می‌پردازند از اهمیت بسزایی برخوردارند. چرا که قیمت سهام و تغییرات آن به عنوان معیار ارزش شرکت - حال چه این معیار به ارزش ذاتی شرکت نزدیک باشد یا نباشد - به مانند سایر بازارها، شکل‌دهنده تمام رفتارهای موجود در بازار سرمایه است. از دید کارشناسان اقتصادی، ارزش واقعی سهام هر بنگاه اقتصادی را می‌توان بازدهی و مدیریت کارآمد آن تعیین می‌کند، عملکرد اقتصادی و مدیریتی واحدهای تولیدی اقتصادی، نقش اساسی در تعیین ارزش سهام آنها دارد.

## ۲- تعریف، اهمیت و هدف پژوهش

بازار سرمایه به عنوان آینه تمام نمای اقتصادی یک جامعه کارکردهای مختلفی را بر عهده دارد. یکی از این کارکردهای اساسی ایجاد سازوکارهایی است که به افزایش نقدشوندگی ابزارهای تأمین مالی و نهایتاً افزایش امنیت سرمایه‌گذاری منجر می‌گردد (پورزمانی و دیگران، ۱۳۸۹). نقش اصلی بورس اوراق بهادار به عنوان رکن اساسی بازار متشکل از سرمایه، جذب و هدایت پس اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در جامعه به سمت مسیرهای بهینه است. در حقیقت وظیفه بورس تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب است. ولی تحقق هدف فوق توسط بورس اوراق بهادار و استقبال گسترده عامه مردم از بورس منوط به ایجاد امنیت سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران است زیرا سرمایه‌گذاران اعم از افراد و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در حال حاضر نگرانی زیادی در خصوص سرمایه‌گذاری در زمینه‌های متفاوت و حتی سهام شرکت‌ها دارند و این نگرانی بیشتر ناشی از نوسانات شدید قیمت سهام است و در مواردی این نگرانی موجب رکود سرمایه‌گذاری و عدم استفاده بهینه از منابع شده است. (سجادی، ۱۳۷۷، ص ۳۷) نسبت های مالی یکی از ابزارهای مهم ارزیابی شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران و نیز برای مدیریت واحد تجاری به منظور ارزیابی وضعیت موجود و هم چنین پیش بینی وضعیت آتی واحد تجاری می باشد (مریدی پور و همکاران، ۱۳۸۸).

آنچه مشخص است این است که عوامل بسیاری می‌تواند در افزایش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به تنهایی تاثیر گذار باشد و تحقیقات مناسبی نیز در مورد اینکه هر یک از عوامل به تنهایی چه نقشی در افزایش سود خواهند داشت مورد بررسی قرار گرفته است. آنچه به دنبال آن هستیم این است که این عوامل در کنار یکدیگر و نه به تنهایی در افزایش ارزش سهام چه نقشی دارند و به بررسی و شناخت عوامل مشترکی پرداخته میشود که باعث گردیده ارزش سهام شرکت‌ها به میزان مشخصی رشد پیدا کرده و این عوامل در کنار یکدیگر یکی از دلایل افزایش ارزش سهام خواهند بود. بیشتر سرمایه‌گذاران با این سؤال مواجهند که کارگیری کدام یک از اطلاعات فوق می‌تواند آنها را به اتخاذ تصمیم بهینه رهنمون کند. تصمیمی که به حد اکثر شدن ثروت سرمایه‌گذاران منجر شود. فرآیند حسابداری، مجموعه اطلاعات مربوط به فعالیت، نتایج عملیات و همچنین منبع و مصرف وجوه نقد شرکت را برای دوره مالی یکساله فراهم می‌کند. سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران با استفاده از این اطلاعات می‌توانند به وضعیت واحد اقتصادی پی ببرند. (شریعت پناهی، خسروی، ۱۳۸۷) هدف کلی این پژوهش بررسی و ارزیابی روابط عوامل بنیادی مشترک و افزایش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### ۳- فرضیه‌های تحقیق

**فرضیه اصلی:** بین عوامل بنیادی شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است روابط مشترکی وجود دارد.

#### فرضیه‌های فرعی:

- بین بدهی بلند مدت و میزان رشد قیمت سهام شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.
- بین جریان‌های نقدی شرکت‌ها و میزان رشد قیمت سهام شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.
- بیشترین افزایش قیمت سهام شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است در سال اول رشد قیمت رخ می‌دهد.
- بین قیمت ابتدایی سهام در شروع رشد و میزان رشد قیمت سهام شرکت‌هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

### ۴- قلمرو تحقیق

تحقیق حاضر از نظر موضوعی در چارچوب مباحث حسابداری و مدیریت مالی قرار دارد که در آن به بررسی و ارزیابی روابط عوامل بنیادی مشترک و افزایش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. زمان شروع این تحقیق از ابتدای فروردین ۱۳۸۰ بوده و تاریخ اتمام آن به انتهای زمستان ۱۳۹۰ ختم می‌شود. در طی این مدت مراحل متعدد تحقیق از قبیل مطالعات موردی، جمع‌آوری اطلاعات، استخراج و تحلیل نتایج و تهیه گزارش‌ها صورت می‌گیرد.

### ۵- بورس اوراق بهادار تهران و ارزش و تغییرات قیمت سهام

به منظور ایجاد یک بازار رسمی و دائمی برای خرید و فروش سهام شرکت‌ها و سایر اوراق بهادار، به موجب قانون مصوب اردیبهشت ماه ۱۳۴۵ مجلس شورای ملی، بورس اوراق بهادار تهران، در بهمن ماه سال ۱۳۴۶، فعالیت خود را آغاز نمود. در قانون تاسیس بورس، هدف از ایجاد آن، تجهیز پس اندازهای خصوصی و تخصیص این پس اندازها به سرمایه‌گذاری‌های صنعتی و تولیدی اعلام گردید. بورس اوراق بهادار تهران، مانند سایر بورس‌های اوراق بهادار تهران از تشکیلات و نظام ویژه‌ای برخوردار است. (راعی، پویان، فر، ۱۳۸۹) بورس اوراق بهادار به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن، خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا مؤسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می‌شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمایت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمایه‌های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. (دوانی، ۱۳۸۳)

یکی از اهداف مهمی که از تشکیل بورس‌ها تعقیب می‌شود، ایجاد ساز و کار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت‌های مالی است. (عسگری، ایرانپاک، ۱۳۸۸، ص ۲).

نیل به رشد اقتصادی و بالا بردن میل به سرمایه‌گذاری مستلزم اتخاذ سیاست‌های اساسی و همه‌جانبه است. با پیشرفت صنعت و رشد جمعیت بیشتر شرکت‌های صنعتی در صدد توسعه فعالیت‌های اصلی خود در سایر زمینه‌ها می‌باشند که انگیزه چنین توسعه‌ای غالباً افزایش قدرت سود آوری و همچنین افزایش منافع سهامداران می‌باشد. در این مورد ایجاد محیط مناسب رای سرمایه‌گذاری‌های سالم و مولد و توسعه فعالیت شرکت‌ها و همچنین تقویت بازار سرمایه از جمله بورس اوراق بهادار، از مهمترین اقداماتی است که باید صورت گیرد. سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار نقش بسزایی در رشد و توسعه اقتصاد کشورها دارد و این مهم وقتی حاصل می‌شود که اطلاعات مربوط به تغییرات قیمت سهام به طور تمام و کمال در اختیار همه سرمایه‌گذاران قرار گیرد. سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد شرکت‌هایی که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند بسیار حساس

هستند و ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت، از مهمترین اهداف شرکت ها محسوب می شود. (حسینی زاده، معین الدین، ۱۳۹۱، ص ۱)

تغییرات قیمت سهام یکی از موثرترین موضوعات مورد توجه هر سهامدار است. سرمایه گذارانی که با اهداف بلند مدت نیز سرمایه گذاری می کنند به نوعی به قیمت سهام و تغییرات آن حساس و از خود واکنش نشان می دهند. تغییرات قیمت یک منبع مهم اطلاعاتی و موثر در ارزیابی وضعیت بنگاهها، ارزیابی تطبیقی با سایر واحد ها، ارزیابی کارآیی مدیران و از همه مهمتر موثر بر تصمیمات سرمایه گذاران است. (افشاری، ۱۳۸۲، ص ۱۰۳)

قیمت سهام شاخصی است که بیان کننده‌ی سطح عمومی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس است. بررسی الگوهای موجود در سری زمانی قیمت سهام یک شرکت در هنگام باز و بسته شدن بازار، یا بیشترین و کمترین ارزش آن در هر روز و طی روزهای متمادی است. در بازار دارایی های مالی قابل معادله، محور تصمیم گیری عاملان بازار قیمت سهام است. سرمایه گذاران در این بازار به اخبار آخرین وضعیت قیمت ها و تحلیل های پیش بینی نوسات آتی قیمت چشم دوخته اند. چون تحلیل قیمت ها برای همگان با سهولت بیشتری انجام می پذیرد. لذا استفاده از قیمت سهام متداول تر است. تغییر قیمت سهام در بورس تهران با داد و ستد انجام می گیرد. اگر معاملات به نحو جهت داری، قیمت سهام یک شرکت را به سمت افزایش یا کاهش هدایت کند. قیمت سهام شرکت تغییر خواهد کرد. (حاتمی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۶۳)

## ۶- تحقیقات مرتبط با پژوهش

مودیلیانی و میلر ۱۹۶۳-۱۹۵۸ با انجام پژوهشهای مختلفی که بعدها پایه گذار تئوری میلر در ساختار سرمایه بهینه شد عنوان کردند صرفه جویی مالی ناشی از بهره بدهی ها باعث افزایش ارزش شرکت می شود و پیشنهاد کردند شرکت ها در ترکیب منابع مالی خود از حداکثر بدهی ممکن استفاده نمایند.

کاهنمن و تیورسکی (۱۹۷۴) بیان می کنند که افراد به اطلاعات جاری وزن بیشتری می دهند، بدون اینکه اطلاعات قبلی را مرور بررسی قرار دهند و یا اینکه مبنای تهیه اطلاعات را بیشتر مورد توجه قرار دهند، آنها همچنین دریافتند که سرمایه گذاران الگوهایی را در فرایند گشت تصادفی مد نظر قرار می دهند. بنز ((Benz ۱۹۸۱)) در تحقیقات خود نشان داد، سهام شرکتهای با ارزش بازار پایین دارای متوسط بازدهی بالاتری از سهام شرکت های با ارزش بازار بالا می باشند (۱۹۸۱، ص ۱۸-۳) مطالعات میرز و ماجلوف در ۱۹۸۴ و استین در ۱۹۹۲ حاکی است شرکت هایی که در بازار از موقعیت و ارزش نسبتا بالایی برخوردارند، در صورت افزایش انتشار سهام و فروش آنها در بازار ارزش سهام کاهش می یابد.

اسکیت و مولینر در ۱۹۸۶ در پژوهش های خود به این نتیجه رسیدند که به طور متوسط وقتی شرکت ها اقدام به انتشار سهام می کنند، قیمت سهام کاهش می یابد و در مقابل وقتی اقدام به بازخرید آن می کنند قیمت ها افزایش می یابد. استولز (۱۹۹۰) معتقد است که مدیران عمدتا سرمایه را جهت افزایش اندازه شرکت و از همین رو افزایش پاداش خودشان افزایش می دهند که این باعث آثار منفی قیمت سهام میشود. کولین و همکارانش به طور تجربی به بررسی میزان ارتباط ارزش دفتری و سود با ارزش شرکت های آمریکایی در طی یک دوره ۴۰ ساله (۱۹۹۳-۱۹۴۵) پرداختند. نتایج مطالعه آنان نشان داد ارتباط ترکیبی بین ارزش دفتری و سود با ارزش شرکت، در طی دوره مورد مطالعه تغییر قابل توجهی نداشته است، اما در طی دوره مورد بررسی ارتباط بین ارزش دفتری با ارزش شرکت به طور منظم افزایش یافته در حالی که ارتباط بین سود با ارزش شرکت پیوسته کاهش یافته است.

ویلیام گوردن (۲۰۰۰)، به تعریف و طبقه بندی نماگرهای اصلی تحلیل گری بازار سرمایه پرداخته و در یک بازه زمانی ۷۰ ساله، اثر نماگرهای مذکور را بر شاخص داو جونز بررسی کرده است. ایشان نماگرهای بازار را به نماگرهای مربوط به سودآوری شرکت ها، نماگرهای جریان نقدی و نماگرهای ساختاری بازار تفکیک نموده است و سری زمانی مربوط به زمان تصمیم خرید و فروش سهام را بیان کرده است (۲۰۰۰، ص ۸۸-۲۱)

بحرانی و قاطبی (۱۳۹۱) در پژوهش خود با موضوع ارزیابی تاثیر انتشار سهام و تسهیلات دریافتی بلند مدت بر بازده و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ پرداخته و به این نتیجه رسیدند که بین قیمت سهام شرکت هایی که انتشار سهام کرده اند و شرکت هایی که تسهیلات بلند مدت دریافت کرده اند تفاوت معنی داری وجود دارد و می توان ادعا کرد که قیمت سهام در شرکت هایی که انتشار سهام کرده اند بیشتر از شرکت هایی است که تسهیلات بلند مدت دریافت کرده اند. با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، می توان چنین پیشنهاد کرد که تامین مالی از طریق بازار سرمایه و سهام برای شرکتهای در اولویت قرار دارد. البته اگر بتوان رفتار گذشته بازار را مبنای مناسبی برای رفتار آینده آن به شمار آورد. همچنین از آنجا که شرکت های مندرج در پژوهش ذکر شده که از طریق افزایش سرمایه تامین مالی کرده اند با افزایش قیمت سهام مواجه بوده اند. همچنین گالیزو و سالوادور (۲۰۰۶) پیش بینی کردند، مدت فعالیت شرکت و نسبت گردش دارایی بر قیمت سهام تأثیر میگذارند، در حالیکه نتایج این پژوهش نشان میدهد، بین این متغیرها رابطه ای معنادار وجود ندارد. همچنین نتایج این پژوهش همانند نتایج برنارد (۱۹۹۵) نشان میدهد، بین ارزش دفتری سهام و قیمت سهام رابطهای معنادار وجود دارد.

به طور خلاصه میتوان نتیجه گرفت که برخی از متغیرهای حسابداری (از جمله سود هر سهم، بازده دارایی و ارزش دفتری هر سهم) و برخی از ویژگیهای شرکت (به ویژه قیمت های گذشته سهام و اندازه شرکت) بر قیمت سهام تأثیر میگذارند. نتایج پژوهش ابراهیمی (۱۳۸۹) با عنوان تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگیهای شرکت بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهد، بین سود هر سهم و قیمت سهام رابطهای مستقیم و معنادار وجود دارد که این امر با نتایج پژوهش دیچو (۱۹۹۷) سازگار است.

## ۷- روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری

همانند سایر بحث ها در علوم انسانی، در مورد روش تحقیق نیز نظرات و دیدگاه های متفاوتی عنوان شده است. در کلی ترین تقسیم بندی، روش تحقیق را کتابخانه ای و میدانی در نظر گرفته اند که در تحقیق حاضر از هر دو این روش ها استفاده شده است. و با توجه به ویژگی آزمایشی و یا غیر آزمایشی بودن تحقیقات، روش تحقیق حاضر از نوع روش غیرآزمایشی پیمایشی محسوب می شود. در مجموع اینکه، چنانچه طبقه بندی تحقیقات بر حسب هدف را مد نظر قرار دهیم، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و غیرآزمایشی (میدانی و پیمایشی) قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می گردد. جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ می باشند. چراکه قلمرو این صورت های مالی منتشر شده در پایان ۱۳۸۰/۱۲/۲۹ تا ۱۳۹۰/۱۲/۲۹ می باشد. در مجموع جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که شرایط زیر را احراز کنند:

در طی بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده باشند.  
مربوط به بخش مالی، خدمات مالی و شرکت های بیمه ای و هلدینگ و بانک ها... نباشند، زیرا دارای ماهیتی متفاوت هستند.

پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ باشد و طی این بازه زمانی فعالیت آنها متوقف نشده باشد.  
با توجه به شرایطی که بیان شد، تعداد ۱۲۵ شرکت باقی ماند که از این بین با توجه به فرضیه اصلی تحقیق، شرکت هایی که در طی این بازه زمانی، طی مدت ۵ سال، ارزش سهام آنها به بیش از ۲ برابر رسیده باشد، تنها ۴۸ شرکت باقی ماند که با توجه به تعداد کم شرکت ها، تصمیم به اندازه گیری هر ۴۸ شرکت گرفتیم.

و پس از بررسی های اولیه مشخص شد تنها تعداد اندکی از شرکت ها وجود دارند که در مدت پنج سال ارزش سهام آنها دو برابر شده است. بنابراین ما این مدت را به ده سال افزایش دادیم. پس از بررسی های انجام شده مشخص شد تعداد ۴۸ مورد از

شرکت ها وجود دارند که ارزش سهام آنها در ده سال به دو برابر رسیده است. بنابراین در این تحقیق ما تمامی این ۴۸ شرکت را به عنوان شرکت های نمونه انتخاب کرده ایم که در جدول زیر اسامی شرکت های نمونه ارائه شده است.

جدول ۱- فهرست شرکت های نمونه

ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت
۱	بوتان	۱۷	معدان روی ایران	۳۳	خاک چینی ایران
۲	چینی ایران	۱۸	لامپ پارس شهاب	۳۴	شیشه و گاز
۳	کاشی تکسرام	۱۹	ایران توانسفو	۳۵	گروه بهمن
۴	کاشی سعدی	۲۰	موتوژن	۳۶	نیرو محرکه
۵	کاشی سینا	۲۱	سپنتا	۳۷	لاستیک سهند
۶	دشت مرغاب	۲۲	فروسلیس ایران	۳۸	پتروشیمی آبادان
۷	شهد ایران	۲۳	آلومینیوم ایران	۳۹	پارس پامچال
۸	خوراک دام پارس	۲۴	لوله و ماشین سازی	۴۰	پتروشیمی خارک
۹	توسعه صنایع بهشهر	۲۵	فرآوری مواد معدنی	۴۱	پتروشیمی فارابی
۱۰	صنعتی بهشهر	۲۶	ملی سرب و روی	۴۲	صنایع شیمیایی ایران
۱۱	ناب	۲۷	کالسیمین	۴۳	ایران دارو
۱۲	پارس مینو	۲۸	اما	۴۴	دارو اسوه
۱۳	بسیکویت گرجی	۲۹	آذرباب	۴۵	دارو زهراوی
۱۴	سالمین	۳۰	ماشین سازی اراک	۴۶	دارو عبیدی
۱۵	بهنوش	۳۱	فرآورده های نسوز ایران	۴۷	سینا دارو
۱۶	معدان بافق	۳۲	پشم شیشه ایران	۴۸	فرآورده های تزریقی

جهت بررسی ارتباط میان متغیرهای این تحقیق که عبارت بودند از عوامل بنیادی مشترک به عنوان متغیر مستقل و ارزش سهام شرکت به عنوان متغیر وابسته، داده های مرتبط با آنها از طریق صورت های مالی اساسی سالانه در سال های بین ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ جمع آوری خواهد شد. برای هر شرکت اطلاعات مرتبط با متغیرها و شاخص های آنها برای طی ده سال جمع آوری شده و بدین ترتیب برای هر یک از آنها برای طی سال به این اطلاعات دسترسی پیدا خواهیم کرد. هم چنین برای بررسی فرضیه ها در این پژوهش از نرم افزار Eviews7 استفاده خواهد شد.

## ۸- تجزیه و تحلیل داده ها

مدل تحقیق با استفاده از تکنیک های پانل و مقطعی برآورد شده اند. برای انتخاب میان روش های حداقل مربعات تجمیعی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون چاو (F لیمر) و نیز آزمون هاسمن استفاده شده است. برای تخمین مدل و انجام آزمون های مذکور، پس از پردازش اولیه اطلاعات در نرم افزار گسترده، از نرم افزار Eviews7 استفاده شده است.

جدول ۲- کمیت‌های آماری متغیر

کمیت آماری متغیر	میانگین	میانه	حدکثر	حداقل	انحراف معیار
افزایش قیمت سهام در سال اول رشد	-۱۱۲۷,۱۸	-۵۶۳,۵	۱۱۹۹	-۱۰۰۰۱۶	۱۹۹۰,۹۶
بدهی بلند مدت	۶۹۲۸۶,۷۹۶	۲۳۳۷۴	۱۲۶۹۲۱۰	۶۱۳	۱۳۵۷۲۶
جریان های نقدی	۹۶۰۲,۷۹۶	۹۷۰	۶۶۴۱۸۷	-۳۶۸۳۵۷	۶۸۹۸۱,۵۳
قیمت ابتدایی در سال اول رشد	۲۴۷۳,۰۴	۱۳۸۸	۹۸۱۲	۲۰۹	۲۲۴۳,۷

برای آزمون مناسب بودن مدل برای آزمون فرضیات گروه اول (فرضیات اول و دوم) ابتدا باید بین روش های حداقل مربعات تجمیعی و اثرات ثابت با استفاده از آزمون چاو، به آزمون بپردازیم و در صورتی که روش حداقل مربعات تجمیعی پذیرفته شود، بدون رجوع به سایر آزمون ها به بررسی و آزمون فرضیات می پردازیم، اما در صورتی که روش اثرات ثابت مرجح شود باید با استفاده از آزمون هاسمن بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی به آزمون بپردازیم و روش بهتر را انتخاب کنیم. برای این منظور ابتدا فرضیات خود را به صورت زیر تدوین می کنیم:

$H_0$ : روش حداقل مربعات تجمیعی

$H_1$ : روش حداقل مربعات با اثرات ثابت

آماره آزمون چاو به صورت زیر می باشد:

جدول ۳: نتایج آزمون چاو

سطح اطمینان	درجه آزادی	آماره	آزمون چاو
۰,۰۰۰۰	(۵۱,۱۸۲)	۲,۸۰۷۶۳۸	Cross-Section/Period F
۰,۰۰۰۰	۵۱	۱۳۹,۲۹۶۳۵۸	Cross-Section/Period Chi-square

با توجه به نتایج آزمون، همان طور که مشاهده می کنید سطح خطای قابل پذیرش کمتر از ۰,۰۵ می باشد، در نتیجه فرض صفر رد می شود و در نتیجه نمی توانیم از روش حداقل مربعات با داده های تجمیعی استفاده کنیم. در نتیجه روش حداقل مربعات با اثرات ثابت پذیرفته می شود. حال باید بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هاسمن به آزمون بپردازیم. فرض خود را به صورت زیر تدوین می کنیم:

$H_0$ : روش حداقل مربعات با اثرات تصادفی

$H_1$ : روش حداقل مربعات با اثرات ثابت

آماره آزمون هاسمن به صورت زیر می باشد:

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن

سطح اطمینان	درجه آزادی	آماره	آزمون هاسمن
۰,۰۰۰۰	۶	۴۶,۲۲۳۶۲۹	Cross-section random

همان طور که مشاهده می کنید، میزان سطح خطای قابل پذیرش کمتر از ۰,۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد می شود و روش حداقل مربعات با اثرات ثابت را برای آزمون فرضیات خود بر می گزینیم. نتایج تخمین بر اساس اسن روش در جدول زیر ارائه شده است.

برای آزمون فرضیه های سوم و چهارم از رگرسیون مقطعی، با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. زیرا با توجه به ماهیت و نحوه تدوین فرضیه جزء دو فرضیه اول قرار نمی گرفت و با استفاده از روش حداقل مربعات پانلی قابل آزمون نبود. نتایج مربوط به این گروه در جداول زیر ارائه شده است.

جدول ۵- نتایج مربوط به فرضیه های سوم و چهارم

متغیر وابسته: میزان رشد قیمت سهام				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
بدهی بلند مدت	-۱,۶۶	۶,۳۸	-۲,۶۰	۰,۰۰۹۸
جریان های نقدی	-۲,۹۲	۷,۵۶	-۰,۳۸	۰,۷۰۰۰
آماره F	۳,۸۹		آماره دوربین- واتسون	
Prob (F-statistic)	۰,۰۰۰۰۰۰		ضریب تعیین ( $R^2$ )	

نتایج آزمون فرضیه سوم:

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: افزایش قیمت سهام ۵ ساله				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
افزایش قیمت سهام در سال اول رشد	۰,۱۱	۰,۷۹	۰,۱۴	۰,۸۸۲۳
آماره F	۰,۰۲۲۱۷۹		آماره دوربین- واتسون	
Prob (F-statistic)	۰,۸۸۲۲۶۴		ضریب تعیین ( $R^2$ )	

نتایج آزمون فرضیه چهارم:

جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته: میزان رشد قیمت ۵ ساله سهام				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
قیمت ابتدایی در سال اول رشد	-۰,۰۰۰۳۹۴	۰,۰۰۰۲۹۲	-۱,۳۴۸۶۱۸	۰,۱۸۴۱
آماره F	۱,۸۱۸۷۶۹		آماره دوربین- واتسون	
Prob (F-statistic)	۰,۱۸۴۰۶۲		ضریب تعیین ( $R^2$ )	

فرضیه اول: بین بدهی بلند مدت و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آن ها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

فرض آماری فرضیه فوق به صورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : بین بدهی بلند مدت و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آن ها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود ندارد.

$H_1$ : بین بدهی بلند مدت و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آن ها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.



با توجه نتایج حاصل از آزمون با توجه به جدول ۴-۴، از انجایی  $0,0098$  از سطح خطای قابل پذیرش  $0,05$  کمتر است، فرض صفر رد می شود و در نتیجه آن فرض مقابل (ادعای محقق) یعنی رابطه بین بلندی مدت و میزان رشد قیمت سهام تایید می شود. از طرفی ضریب  $1,66$  - نشان دهنده رابطه معکوس بین دو متغیر می باشد. (تایید فرضیه ۱)

فرضیه دوم: بین جریان های نقدی شرکت ها و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

فرض آماری فرضیه فوق به صورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : بین جریان های نقدی شرکت ها و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود ندارد.

$H_1$ : بین جریان های نقدی شرکت ها و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

با توجه نتایج حاصل از آزمون با توجه به جدول ۴-۴، از انجایی  $0,7000$  از سطح خطای قابل پذیرش  $0,05$  بیشتر است، فرض صفر رد نمی شود و در نتیجه آن فرض رابطه بین جریان های نقدی و میزان رشد قیمت سهام رد می شود. (رد فرضیه ۲)

فرضیه سوم: بیشترین افزایش قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است در سال اول رشد قیمت رخ می دهد.

فرض آماری فرضیه فوق به صورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : بیشترین افزایش قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است در سال اول رشد قیمت رخ نمی دهد.

$H_1$ : بیشترین افزایش قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است در سال اول رشد قیمت رخ می دهد.

با توجه نتایج حاصل از آزمون با توجه به جدول ۴-۵، از انجایی  $0,8823$  از سطح خطای قابل پذیرش  $0,05$  بیشتر است، فرض صفر رد نمی شود و نیز از طرفی معناداری رگرسیون این فرضیه در سطح اطمینان قابل قبولی قرار ندارد، در نتیجه فرضیه چهارم رد می شود. (رد فرضیه ۳)

فرضیه چهارم: بین قیمت ابتدایی سهام در شروع رشد و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

فرض آماری فرضیه فوق به صورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : بین قیمت ابتدایی سهام در شروع رشد و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود ندارد.

$H_1$ : بین قیمت ابتدایی سهام در شروع رشد و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.

با توجه نتایج حاصل از آزمون با توجه به جدول ۴-۵، از انجایی  $0,1841$  از سطح خطای قابل پذیرش  $0,05$  بیشتر است، فرض صفر رد نمی شود و نیز از طرفی معناداری رگرسیون این فرضیه در سطح اطمینان قابل قبولی قرار ندارد، در نتیجه فرضیه پنجم نیز رد می شود. (رد فرضیه ۴)

## ۹- نتیجه گیری

خلاصه نتایج آزمون فرضیات به شرح زیر است:

جدول ۸- خلاصه نتایج آزمون فرضیات

نتیجه آزمون	شرح فرضیه	فرضیه
تایید	بین بدهی بلند مدت و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها ، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.	فرضیه اول
رد	بین جریان های نقدی شرکت ها و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها ، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.	فرضیه دوم
رد	بیشترین افزایش قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است در سال اول رشد قیمت رخ می دهد.	فرضیه سوم
رد	بین قیمت ابتدایی سهام در شروع رشد و میزان رشد قیمت سهام شرکت هایی که ارزش سهام آنها، به بیش از دو برابر رسیده است رابطه معنی داری وجود دارد.	فرضیه چهارم

## ۱۰- پیشنهادات

نتایج تحقیق حاضر نشان می دهد، امکان بهره گیری از روش های کمی برای پردازش اطلاعات حسابداری و آماده سازی آنها برای تصمیم گیری وجود دارد. شناخت علمی چگونگی تغییرات سود حسابداری و جریان های نقدی شرکت ها، فرصتی برای جایگزین نمودن تحلیل های علمی به جای یافته های ذهنی است که نباید مورد بی توجهی قرار گیرد. تصمیم گیری فرصت مناسب و نادری است که سرمایه گذار را قادر می سازد تا از سرمایه خویش بهتر بهره برداری کند، و با شناخت راه کارها، منابع خود را به نحو مناسب تری تخصیص دهد. بنابراین، تهیه برنامه های رایانه ای مبتنی بر مدل های آماری برای پیش بینی سودهای آتی بر اساس اجزای سودهای گذشته و در اختیار گذاشتن آن برای کلیه کسانی که خواهان بهره گیری از این نوع مدل های پیشرفته برای پیش بینی سود می باشند.

از نتایج به دست آمده در پژوهش چنان برمی آید که بدهی بلندمدت و رشد قیمت سهام رابطه ای معنادار وجود دارد. بنابراین به نظر می رسد شرکت ها و مدیرانی که بسیار محافظه کار بوده و از استقراض و بدهی واهمه دارند تا حدی که از بدهی در حد معقول و مناسب آن هم به خاطر ریسک آن اجتناب می کنند، باید در عقاید و تصمیمات خود تجدید نظر کنند. نتایج این تحقیق موجب افزایش آگاهی مدیران شرکت ها و سایر استفاده کنندگان از ارزش بازار سهام می شود. بنابراین، به آنها پیشنهاد می شود که با استفاده از این اطلاعات، از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل بیاورند.

## منابع

- ۱- شریعت پناهی، مجید و خسروی، فرمان (۱۳۸۷) رابطه بازدهی سهام با اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۰
- ۲- خوش طینت، محسن و رضایی، مهدی (۱۳۸۵) نقش سود و ارزش دفتری در ارزیابی قیمت سهام و تعیین رابطه آن با سود پیش بینی شده، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۴
- ۳- بحرانی، راضیه و قاطبی، مسلم (۱۳۹۱). ارزیابی تاثیر انتشار سهام و تسهیلات دریافتی بلند مدت بر بازده و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، همایش مباحث نوین در حسابداری، اردیبهشت ۱۳۹۱، اهواز
- ۴- دوانی، غلامحسین (۱۳۸۳). بورس، سهام، نحوه قیمت گذاری سهام، تهران، انتشارات نخستین

- ۵- حسینی زاده، زهرا و معین الدین، محمود (۱۳۹۱) مقایسه معیارهای نوین و سنتی جهت ارتقای تصمیم‌گیری سرمایه گذاران، کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، بهمن ۱۳۹۱، گرگان
- ۶- سجادی، حسین (۱۳۷۷) عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۴ و ۲۵
- ۷- پورزمانی زهرا و همکاران، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران، مجله پژوهش های مدیریت، شماره ۸۶.
- ۸- عسگری، محمدرضا و ایرانیپاک، محسن (۱۳۸۹)، تاثیر میزان سهام آزاد شناور بر دامنه نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه راه حل های مناسب در این زمینه، فصلنامه بصیرت، شماره ۴۵
- ۹- افشاری، حسین (۱۳۸۳). بررسی ساختاری قابلیت پیش بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۲
- 10- Stulz, M. Rene (1990) Managerial Direction and Optimal Financing Policies. Journal of Financial Economic, vol. 26
- 11- Tversky, A., Kahneman, d. 1974, Judgment under uncertainty heuristics and biases Science 185
- 12- Gallizo J. L, M Salvador. (2006) Share Prices and Accounting Variables: A Hierarchical Bayesian Analysis, Review of Accounting and Finance
- 13- Kin, L. and Thomas, Z (2000). Bridging the Gap Between Value Relevance and Information Content, www.ssrn.com

