

## ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام

قدرت‌اله طالب‌نیا<sup>1</sup>

نصراله تختائی<sup>2</sup>

### چکیده

هدف این مقاله، ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام است. در این پژوهش، به بررسی این موضوع می‌پردازیم که تغییرات ارزش بازار سهام که برگرفته از رفتار سرمایه‌گذاران است تا چه اندازه از اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیم شده هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌های شرکت ناشی شده است. بدین منظور این مطالعه با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بجز شرکت‌های سرمایه‌گذاری طی سال‌های 1379 تا 1384 که سهام آنها طی دوره مذکور مورد معامله قرار گرفته است مورد مطالعه و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. جهت بررسی آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل همبستگی پیرسون و رگرسیون استفاده شده است. نتایج حاصل آزمون همبستگی نشان می‌دهد که بین سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم با ارزش بازار سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از ارزیابی فرضیه‌ها بر مبنای مدل رگرسیون حاکی از این است که بین اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار سرمایه‌گذاران، اطلاعات مالی، ارزش بازار سهام

### مقدمه

بسیاری از نشریات سرمایه‌گذاری و مالی، نگرانی‌های جدی انجمن‌های مالی را در رابطه با توانایی مدل گزارشگری مالی جاری برای تطبیق تغییر و تحولات با چنین محیط‌های پویا و زنده‌ای خاطر نشان کرده‌اند. در پاسخ به چنین انتقادهای فزاینده‌ای چندین تحقیق و مطالعه تلاش نموده‌اند تا چنین ادعایی را مورد تحقیق و تفحص قرار دهند و تغییرات در مربوط بودن ارزش اطلاعات مالی طی چند دهه گذشته را آزمون کنند. مطالعات پیشین مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را با استفاده از مدل‌های ارزشیابی گوناگون مورد بررسی قرار می‌دهند.

سرمایه‌گذارانی که در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، نسبت به مصوبات مجامع عمومی عادی و فوق‌العاده شرکت‌ها از خود عکس‌العمل نشان می‌دهند. زیرا در این مجامع در مورد پرداخت سود نقدی، افزایش سرمایه و اندوخته‌ها تصمیم‌گیری می‌شود و سهامدارانی می‌توانند از این منافع برخوردار شوند که در زمان برگزاری این مجامع، مالک اوراق بهادار محسوب شوند. لذا رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام مورد معامله در بورس قبل یا بعد از مجامع فوق تحت تأثیر قرار می‌گیرد. اطلاعات حسابداری و متغیرهای مالی مورد علاقه بسیاری از سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان می‌باشد. دانش حسابداری مدعی است که برای تصمیم‌گیرندگان اطلاعات سودمندی تهیه می‌کند. یکی از ویژگی‌های سودمندی و مفید بودن اطلاعات مالی و حسابداری مربوط بودن آنها است.

افراد و شرکت‌ها به دلایل گوناگون در اوراق بهادار واحدهای انتفاعی دیگر سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل علاقمند به ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشند. اصولاً قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی و انتظارات دارندگان اوراق بهادار می‌باشد که در مورد سهام عادی این جریان‌های نقدی شامل سود تقسیم شده هر سهم (DPS) و قیمت فروش سهام مورد نظر به هنگام فروش می‌باشد. از دیدگاه بسیاری از سرمایه‌گذاران

<sup>1</sup> دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، گروه حسابداری، تهران، ایران

<sup>2</sup> نویسنده مسئول مکاتبات، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دزفول، گروه حسابداری، دزفول، ایران [nasrollah\\_takhtaei@yahoo.com](mailto:nasrollah_takhtaei@yahoo.com)

علاوه بر جریان‌های نقدی، میزان سودآوری شرکت نیز عامل تعیین‌کننده ارزش سهام می‌باشد. اطلاعات مربوط به سود هر سهم (EPS) بطور وسیع در ارزیابی بازده سهام و قیمت سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. این اطلاعات مالی تا حد زیادی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام می‌تواند مؤثر واقع شود (مهرانی و دیگران، 1383).

## بیان مسأله

در این تحقیق اطلاعات مالی به عنوان نشانه‌ای برای ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. این موضوع با این فرض مورد بررسی قرار می‌گیرد که اطلاعات مالی بر مبنای متغیرهای مالی که می‌تواند ارزش بازار سهام شرکت را تشریح نماید ارزیابی می‌شود. رفتار سرمایه‌گذاران در اقدام جهت خرید و فروش سهام شرکت‌ها موجب فزونی تقاضا بر عرضه و یا بالعکس گردیده و در نتیجه قیمت بازار سهام شرکت‌ها را تعیین می‌کند. طبق تئوری‌های موجود و عملکرد بازار سهام در کشورهای صنعتی رفتار سرمایه‌گذاران و همچنین قیمت سهام متأثر از متغیرهای مالی است که در اطلاعات مالی شرکت‌ها منتشر شده است و اگر بین قیمت‌های بازار و این متغیرها رابطه معنی‌دار و منطقی مشاهده گردد می‌توان ادعا کرد که اطلاعات حسابداری مربوط بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر بوده و در نتیجه آن اطلاعات از ویژگی مربوط بودن برخوردار است و سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام نسبت به این اطلاعات از خود واکنش نشان می‌دهند. لذا تحقیق حاضر با بررسی نمونه‌ای از جامعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1379 تا 1384 درصدد پاسخگویی به این سؤال (سؤال تحقیق) است که آیا رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از ویژگی مربوط بودن اطلاعات مالی تأثیر می‌پذیرد یا خیر؟ به همین خاطر رابطه پنج متغیر اساسی تحقیق یعنی سود هر سهم، و سود تقسیم شده هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌های شرکت با ارزش بازار هر سهم مورد بررسی قرار گرفته، تا نتیجه تحقیق مشخص شود.

## اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق

با توجه به اینکه اطلاعات مالی و حسابداری بعنوان ابزار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام محسوب می‌شود، اگر سرمایه‌گذاران به هر دلیلی نتوانند از آن اطلاعات استفاده نمایند، آن اطلاعات هیچ گونه ارزشی برای آنان نخواهد داشت. می‌توان گفت یکی از عوامل عدم استفاده سرمایه‌گذاران از اطلاعات مالی این است که این اطلاعات دارای کیفیت لازم نمی‌باشد (بهرامفر و رسولی، 1377). بایستی توجه داشت که تنها ارائه اطلاعات نمی‌تواند سرمایه‌گذاران را در انجام تصمیم‌گیری خود یاری رساند. بلکه اطلاعات مالی باید دارای ویژگی‌هایی باشد که بتواند سرمایه‌گذار را در فرایند تصمیم‌گیری یاری نماید. در صورتی که حسابداری نتواند اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذار را در کیفیت لازم و بایسته ارائه کند که بتواند در تصمیم‌گیری مؤثر افتد، سیستم حسابداری بجز تحمل هزینه به مؤسسات و شرکت‌ها اثر دیگری نخواهد داشت. بنابراین کیفیت اطلاعات مالی ارائه شده از اهمیت شایانی برخوردار است که می‌باید توجه خاصی به آن مبذول گردد.

نگرانی‌های فزاینده درباره سودمندی گزارشگری مالی جاری موجب انجام چندین مطالعه و تحقیق در مورد تغییرات در مربوط بودن ارزش اطلاعات مالی طی چند دهه گذشته بوده است. علاوه بر اینها فقدان توافق کلی بر روی اینکه کاهش در مربوط بودن ارزش وجود داشته است بعنوان یک نگرانی عمده در ادبیات، به مناسب بودن رویه متداول برای اندازه‌گیری مربوط بودن بر مبنای قیمت بازار - متغیرهای مالی مربوط می‌شود (Al-Hogail, 2004). همچنین موضوع رفتار سرمایه‌گذاران در دو دهه اخیر به عنوان مهمترین بحث مالی، مورد توجه محققان مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه نیز در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیشتری از صاحب نظران مالی پذیرفته‌اند که انتظارات سرمایه‌گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست (Daniel et al., 2001).

این تحقیق در راستای کمک به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت انجام معاملات بر روی سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و می‌تواند راهنمای خوبی جهت اتخاذ تصمیمات هرچه بهتر سرمایه‌گذاران قلمداد شود. از آنجایی که موضوع سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری سهام، سرمایه و اندوخته‌های شرکت بخش

مهمی از ویژگی‌های یک سهم را تشکیل می‌دهد و سهام نیز به نوبه خود بخش با اهمیتی در حسابداری است، این پژوهش در زمینه‌های یاد شده می‌تواند برای استفاده‌کنندگان متنوع از قبیل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر شرکت‌های سهامی عام، سرمایه‌گذاران، متخصصان و محققان مالی، سازمان بورس اوراق بهادار و دانشجویان مورد استفاده قرار گیرد.

## ادبیات تحقیق

**Papadaki and Siougla (2007)** مربوط بودن قیمت، سود و ارزش دفتری را در بورس اوراق بهادار آتن مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها حاکی از آن بود که رابطه‌ای منفی بین قیمت و سود سهام برای شرکت‌هایی که زیان گزارش می‌کنند و رابطه‌ای مثبت بین قیمت و سود سهام برای شرکت‌هایی که سود گزارش می‌کنند وجود دارد.

**Maditinos et al. (2007)** رفتار سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار آتن مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های آنها نشان داد که سرمایه‌گذاران انفرادی هنگام تصمیم‌گیری بیشتر بر روی مطبوعات و سروصدای بازار اتکاء می‌کنند در حالیکه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بیشتر بر روی تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال و کمتر بر تحلیل پرتفوی اتکا می‌کنند.

**Habib (2004)** تأثیر مدیریت سود را بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری در ژاپن را مورد مطالعه قرار داد. نتایج این مطالعه بر مبنای صورت‌های مالی تلفیقی سالانه 5318 مشاهده طی سال‌های 1992 تا 1999 نشان داد که معیارهای مدیریت سود و معیارهای مدیریت سود انباشته (ترکیب هموارسازی سود و معیارهای مدیریت سود) به نحو قابل ملاحظه‌ای با مربوط بودن ارزش ترکیبی ارزش دفتری سهام و سود (مدل ترکیبی) و مربوط بودن ارزش سود (مدل سود) رابطه معکوسی دارد. **Ragab and Omran (2006)** به بررسی اطلاعات حسابداری، مربوط بودن و رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مصر پرداختند. نتایج مطالعات آنها نشان می‌دهد که قیمت سهام نسبت به اطلاعات حسابداری در مورد ارزش آتی شرکت کمتر آگاهی‌دهنده هستند. **Ei Shamy and Kayed (2005)** مربوط بودن ارزش سود و ارزش دفتری را در ارزشیابی حقوق صاحبان سهام در سیستم حسابداری کویت از نظر مطابقت با استانداردهای بین‌المللی حسابداری مورد مطالعه قرار دادند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که سود سهام و ارزش دفتری توأمأ و بطور انفرادی به طور معنی‌دار و مثبتی با قیمت سهام ارتباط دارند. همچنین بررسی آنان نشان داد که در بازارهای ایالات متحده آمریکا و سایر بازارهای توسعه یافته محتوای تفاضلی اطلاعات سود از ارزش دفتری سهام بیشتر است و سود سهام دارای ارزش مربوط کمتر و ارزش دفتری دارای ارزش مربوط بیشتر برای شرکت‌هایی است که زیان را تجربه کرده‌اند. **Collins et al. (1997)**، پژوهشی در زمینه مربوط بودن سود و ارزش دفتری و ترکیبی از اطلاعات مربوط به سود و ارزش دفتری برای چهار دهه (1953-1993) انجام دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که توانایی ارزش دفتری برای توضیح نوسانات قیمت بازار سهام طی چهار دهه مورد مطالعه افزایش یافته است و سرمایه‌گذاران بیشتر از گذشته بر ارزش‌های دفتری تکیه می‌کنند. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که کاهش در مربوط بودن ارزش نمی‌تواند وجود داشته باشد و در صورتی که افزایشی در مربوط بودن ارزش وجود نداشته باشد، حداقل سطح پایدار و ثابتی از مربوط بودن ارزش وجود خواهد داشت. **Al-Hogail (2004)** به انجام پژوهشی تحت عنوان «ارزیابی تأثیرپذیری رفتار سرمایه‌گذار از مربوط بودن اطلاعات مالی» پرداختند. در این تحقیق تغییرات در مربوط بودن ارزش اطلاعات مالی طی دوره زمانی (1980-2001) مورد بررسی و مطالعه قرار گرفت. نتایج تحقیق بطور تجربی نشان می‌دهد که رفتار سرمایه‌گذاران در ارزیابی ارزش ویژه اهمیتی ندارد. همچنین کاهش در مربوط بودن ارزش اغلب از بورس‌بازی یا سفته‌بازی‌های فزاینده سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود که آن هم وابسته به تغییرات در ارزش‌های بنیادی نیست (**Al-Hogail, 2004**).

## فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اینکه رفتار سرمایه‌گذاران در هنگام خرید و فروش سهام در بازار سرمایه متأثر از متغیرهای مالی و حسابداری از قبیل سود هر سهم، سود تقسیم شده، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه شرکت و اندوخته‌های شرکت است، از این رو فرضیه‌های تحقیق شامل پنج فرضیه بشرح زیر است:

**فرضیه اول:** بین سود هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین سود تقسیم شده هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه چهارم:** بین سرمایه شرکت با ارزش بازار سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه پنجم:** بین اندوخته‌های شرکت با ارزش بازار سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

### روش تحقیق

روش تحقیق میدانی و بصورت قیاسی - استقرایی می‌باشد، به این نحو که ابتدا با مطالعات میدانی و بیان فرضیات بصورت قیاسی کلیات کار را مطرح کرده و سپس به روش استقرایی با تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و تعمیم آنها به جامعه آماری به نتیجه‌گیری می‌پردازد.

### جامعه آماری

در این تحقیق جامعه آماری عبارت از کلیه شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سهام آنها از سال 1379 الی 1384 مورد معامله قرار گرفته، بجز شرکت‌های سرمایه‌گذاری است.

### نمونه آماری

با توجه به اهداف و موضوع پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با قید محدودیت‌های زیر به عنوان قلمرو مکانی تحقیق تعیین گردیده‌اند:

1. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار تهران از 79/1/1 به بعد باشد از جامعه آماری حذف گردیده‌اند.
  2. شرکت‌های سرمایه‌گذاری از جامعه آماری تحقیق حذف شده‌اند.
  3. شرکت‌هایی که سال مالی آنها به پایان اسفندماه ختم نمی‌شود در جامعه آماری منظور نگردیده‌اند.
  4. شرکت‌هایی که در دوره زمانی 1379 لغایت 1384 در بورس اوراق بهادار تهران فعال نبوده‌اند یا عبارتی سهام آنها طی دوره فوق مورد معامله قرار نگرفته است از جامعه آماری حذف گردیده‌اند.
- با توجه به محدودیت‌های فوق‌الذکر، از تعداد 167 شرکت موجود در جامعه آماری مورد نظر، با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده و به کمک جدول اعداد تصادفی تعداد 62 شرکت به عنوان نمونه آماری برگزیده شده است.

### ابزارهای گردآوری داده‌ها

داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به روش کتابخانه‌ای و عمدتاً از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه و نیز بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز جمع‌آوری شده است.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق با استفاده از روش‌های آمار استنباطی شامل ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون به روش Enter و به کمک نرم‌فزار آماری SPSS به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته می‌شود. در مدل فوق میزان تأثیرپذیری متغیر وابسته (ارزش بازار سهام) از متغیرهای مستقل موردنظر (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) با استفاده از ضریب تعیین  $(R^2)$  توجیه می‌شود و  $(1 - R^2)$  میزان عدم تأثیرپذیری متغیر وابسته از متغیرهای مستقل موردنظر را توجیه می‌کند.

### روش و نتایج آزمون فرضیه‌ها

به طور کلی هدف آزمون فرضیه‌های تحقیق تعیین این موضوع است که با توجه به اطلاعات بدست آمده از داده‌های نمونه، حدسی که درباره خصوصیتی از جامعه می‌زنیم به طور قوی تأیید می‌شود یا خیر. در این بخش برای

تجزیه و تحلیل اطلاعات، داده‌های پژوهش از اسناد و مدارک موجود استخراج و سپس کلیه اطلاعات با استفاده از رایانه و از طریق نرم‌افزار آماری SPSS با استفاده از روش‌های آمار استنباطی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. در روش‌های آمار استنباطی، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون‌های آماری ضریب رگرسیون پیرسون مورد بررسی قرار گرفت و نتایج آزمون در نگاره‌های جداگانه تنظیم شد. نظر به اینکه تمامی محاسبات با استفاده از رایانه و نرم‌افزارهای آماری صورت گرفته است، از این رو برخلاف سیستم سنتی نیاز به مراجعه به جداول بحرانی نیست و نرم‌افزار به طور دقیق میزان خطا را محاسبه می‌کند. چنانچه میزان خطای محاسبه شده کم‌تر از 0.05 باشد ( $p < 0.05$ ) در آن صورت فرض صفر آماری در سطح اطمینان 95% رد می‌شود، و اگر این سطح خطای محاسبه شده از 0.01 نیز کوچک‌تر باشد ( $p < 0.01$ ) در آن صورت فرض صفر آماری در سطح اطمینان 99% رد می‌شود. ولی اگر میزان خطا از 0.05 بیشتر باشد یعنی ( $p > 0.05$ ) در آن صورت فرض صفر آماری پذیرفته می‌شود. بنابراین در این تحقیق برای تمامی آزمون فرضیه‌های آماری تحقیق، مراحل آزمون فرضیه‌های آماری آنگونه که در کتاب‌های آمار و به صورت سنتی می‌باشد انجام نمی‌شود. در این بخش ابتدا روش آزمون فرضیات معرفی و نتایج آزمون فرضیه‌های آماری ارائه می‌شود. سپس نتیجه آزمون‌های فرعی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد و در نهایت به کمک مدل رگرسیون به نتیجه‌گیری کلی پرداخته می‌شود. برای آزمون این که «بین مربوط بودن اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد»، پنج فرضیه تدوین شده است که روش آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر است:

### روش آزمون فرضیه‌ها

**فرضیه اول:** بین سود هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه  $H_0$  یا فرضیه صفر این است که ارتباط معنی‌داری بین سود هر سهم با ارزش بازار سهام وجود ندارد.

$$H_0: r = 0$$

فرضیه مقابل یا  $H_1$  این است که ارتباط معنی‌داری بین سود هر سهم با ارزش بازار سهام وجود دارد.

$$H_1: r \neq 0$$

**فرضیه دوم:** بین سود تقسیم شده هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه  $H_0$  یا فرضیه صفر این است که ارتباط معنی‌داری بین سود تقسیم شده هر سهم با ارزش بازار سهام وجود ندارد.

$$H_0: r = 0$$

فرضیه مقابل یا  $H_1$  این است که ارتباط معنی‌داری بین سود تقسیم شده هر سهم با ارزش بازار سهام وجود دارد.

$$H_1: r \neq 0$$

**فرضیه سوم:** بین ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه  $H_0$  یا فرضیه صفر این است که ارتباط معنی‌داری بین ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام وجود ندارد.

$$H_0: r = 0$$

فرضیه مقابل یا  $H_1$  این است که ارتباط معنی‌داری بین ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار سهام وجود دارد.

$$H_1: r \neq 0$$

**فرضیه چهارم:** بین سرمایه شرکت با ارزش بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه  $H_0$  یا فرضیه صفر این است که ارتباط معنی‌داری بین سرمایه شرکت با ارزش بازار سهام وجود ندارد.

$$H_0: r = 0$$

فرضیه مقابل یا  $H_1$  این است که ارتباط معنی‌داری بین سرمایه شرکت با ارزش بازار سهام وجود دارد.

$$H_1: r \neq 0$$

**فرضیه پنجم:** بین اندوخته‌های شرکت با ارزش بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه  $H_0$  یا فرضیه صفر این است که ارتباط معنی‌داری بین اندوخته‌های شرکت با ارزش بازار سهام وجود ندارد.

$$H_0: r = 0$$

فرضیه مقابل یا  $H_1$  این است که ارتباط معنی‌داری بین اندوخته‌های شرکت با ارزش بازار سهام وجود دارد.

$$H_1: r \neq 0$$

در تمامی فرضیه‌های تحقیق فرض صفر بدین معنی است که نباید اطلاعات مالی شامل (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) با ارزش بازار سهام ارتباط معنی‌داری وجود داشته باشد. رد فرضیه صفر (پذیرش فرض مقابل) بدین معنی است که این ارتباط وجود دارد، یعنی مربوط بودن اطلاعات مالی شامل (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) بر رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام مؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران ویژگی مربوط بودن اطلاعات مالی شامل (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) را مورد توجه قرار می‌دهند. پذیرش فرض صفر (رد فرض مقابل) بدین معنی است که این ارتباط وجود ندارد، یعنی مربوط بودن اطلاعات مالی شامل (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) بر رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام غیرمؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران به ویژگی مربوط بودن اطلاعات مالی شامل (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها) اهمیتی نمی‌دهند.

### یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی داده‌های جمع‌آوری شده شامل سود هر سهم، سود تقسیم شده هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه شرکت، اندوخته‌های شرکت و ارزش بازار سهام در نگاره شماره 1 آورده شده است. سود هر سهم به دلیل زیان‌دهی بعضی از شرکت‌ها در برخی از سال‌ها منفی بوده است. همین‌طور ارزش دفتری سهام به دلیل فزونی بدهی-ها بر دارایی‌ها در برخی از شرکت‌ها دارای مقادیر منفی بوده است.

### نگاره شماره 1: خلاصه آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	ماکزیمم	مینیمم	جمع
سود هر سهم	372	1163/06	1622/552	18383	-2071	432658
سود تقسیمی هر سهم	372	1020/48	1250/656	12035	0	379620
ارزش دفتری سهام	372	2058/17	2611/144	15729	-28244	765640
لگاریتم طبیعی سرمایه	372	10/5859	0/61289	500600	759	7816320
لگاریتم طبیعی اندوخته‌ها	372	10/04838	0/78224	12/56	9/36	3937/97
ارزش بازار سهام	372	21011/61	44075/118	12/08	7/93	3736/3

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### نگاره شماره 2: نتایج ضریب همبستگی پیرسون و سطح معنی‌داری

متغیر	ارزش بازار سهام	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی‌داری	سطح خطا	تعداد مشاهدات	نتیجه آزمون
سود هر سهم	0/206	0/04	0/001	0/05	372	فرض صفر رد می‌شود	
سود تقسیمی هر سهم	0/278	0/08	0/001	0/05	372	فرض صفر رد می‌شود	
ارزش دفتری هر سهم	0/097	0/01	0/061	0/05	372	فرض صفر رد نمی‌شود	
لگاریتم طبیعی سرمایه	0/069	0/01	0/183	0/05	372	فرض صفر رد نمی‌شود	

همانطور که در نگاره شماره 2 ملاحظه می‌شود مقدار ضریب همبستگی پیرسون برای سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها به ترتیب برابر با  $r = 0/097$ ،  $r = 0/278$ ،  $r = 0/206$  و  $r = 0/073$  و سطح معنی‌داری آزمون برابر  $(P\text{-value} = 0.001) \text{Sig. (2-tailed)} = 0.001$  بوده است. با توجه به نتایج بدست آمده، چون سطح معنی‌داری یا میزان خطای محاسبه شده برای سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم کم‌تر از 5% ( $p < 0.05$ ) و حتی کم‌تر از 0.01 ( $p < 0.01$ ) است. بنابراین فرض  $H_0$  برای سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم در سطح اطمینان 95% رد می‌شود. یعنی ارتباط بین سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم با ارزش بازار سهام داری رابطه مستقیم معنی‌داری است. اما در رابطه با ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها چون سطح معنی‌داری یا میزان خطای محاسبه شده بیشتر از 0.05 ( $p > 0.05$ ) است فرض  $H_0$  در سطح اطمینان 95% رد نمی‌شود. یعنی ارتباط بین ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها با ارزش بازار سهام معنی‌دار نیست.

### تجزیه و تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌ها

همانگونه که نتایج آزمون در نگاره شماره 2 نشان می‌دهد فرض  $H_0$  فرضیه اول، دوم رد می‌شود. بدین معنی که برای سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم با ارزش بازار سهام طی سالهای 84-1379 ارتباط معنی‌داری وجود دارد. بدین ترتیب نتیجه گرفته می‌شود که مربوط بودن برای سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم را به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه قرار می‌دهند. بنابراین سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم می‌تواند عامل مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها محسوب شود. یعنی اگر سرمایه‌گذاری قصد خرید و فروش سهام شرکتی را داشته باشد، به سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم به عنوان عاملی کلیدی توجه می‌کند.

اما همان طور که در نگاره شماره 2 ملاحظه می‌شود فرض صفر برای فرضیه‌های سوم، چهارم و پنجم تحقیق رد نمی‌شود و این بدین معنی است که بین ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها با ارزش بازار هر سهم طی سال-های 84-1379 ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. بدین ترتیب نتیجه گرفته می‌شود که مربوط بودن ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها بر رفتار سرمایه‌گذاران غیر مؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران به ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران توجه نمی‌کنند. بنابراین ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها عامل مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها محسوب نمی‌شود. یعنی اگر سرمایه‌گذاری قصد خرید و فروش سهام شرکتی را داشته باشد، به ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها به عنوان عاملی کلیدی توجه نمی‌کند.

### نگاره شماره 4: نتایج حاصل از ارزیابی فرضیه‌ها بر مبنای مدل رگرسیونی

متغیر	ضریب	آماره آزمون t	سطح معنی‌داری	خطای استاندارد	نتیجه
مقدار ثابت $\alpha$	-1/864		0/06	0/05	
سود هر سهم	0/264	2/104	0/03	0/05	فرض صفر رد می‌شود
سود تقسیمی هر سهم	0/559	4/47	0/001	0/05	فرض صفر رد می‌شود
ارزش دفتری هر سهم	0/003	0/058	0/9	0/05	فرض صفر رد نمی‌شود
لگاریتم طبیعی سرمایه	0/177	2/23	0/02	0/05	فرض صفر رد می‌شود
لگاریتم طبیعی اندوخته‌ها	0/094	-1/15	0/2	0/05	فرض صفر رد نمی‌شود
	<b>R= 0/327</b>	<b>R<sup>2</sup>= 0/107</b>	<b>F= 8/77</b>	<b>Sig =0/001</b>	

ضریب همبستگی چند متغیری محاسبه شده برابر با  $R=0/327$  است که با توجه به آزمون آماری به عمل آمده  $(F<8/77)$  و  $(p>0/001)$ ، در سطح اطمینان 95% ( $\alpha=0/05$ ) معنی دار است. ضریب تعیین رگرسیون چندگانه برای ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های مورد نظر نشان می‌دهد که تنها 11 درصد ( $R^2=0/11$ ) از تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران با فرض ثابت بودن اثر سایر متغیرها، متأثر از متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق است و 89 درصد از تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران توسط عواملی به غیر از متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق است. این موضوع حاکی از وجود ارتباط معنی دار میان مربوط بودن اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 84 – 1379 است. مدل رگرسیون با توجه متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق به شرح زیر است:

مدل (1)

$$\text{Market Value} = \alpha + \beta_1 (\text{EPS}) + \beta_2 (\text{DPS}) + \beta_3 (\text{BV}) + \beta_4 (\text{Capital}) + \beta_5 (\text{Reserve}) + \varepsilon$$

$$\text{Market Value} = \alpha + (0/264) \text{EPS} + (0/559) \text{DPS} + (0/003) \text{BV} + (0/177) \text{Capital} + (0/094) \text{Reserve} + \varepsilon$$

Earnings per share (EPS): سود هر سهم

Dividend per share (DPS): سود تقسیمی هر سهم

Book value (BV): ارزش دفتری هر سهم

Capital: سرمایه شرکت

Reserve: اندوخته‌های شرکت

Market Value: ارزش بازار هر سهم

گرچه ضریب همبستگی چند متغیری محاسبه شده  $R=0/327$  در سطح اطمینان 95% ( $\alpha=0/05$ ) معنی دار است، اما با توجه نتایج حاصل از ارزیابی فرضیه‌ها بر مبنای مدل رگرسیونی مشخص می‌گردد که بین اطلاعات مالی شامل ارزش دفتری هر سهم و اندوخته‌ها با ارزش بازار سهام در سطح اطمینان 95% ارتباط معنی داری وجود ندارد و تنها اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه شرکت با ارزش بازار سهام در سطح اطمینان 95% ارتباط معنی داری وجود دارد و چون برخی از ضرایب رگرسیونی محاسبه شده معنی دار نیست، لذا با استفاده از روش اینتر (Enter) در تحلیل رگرسیون، مناسب‌ترین معادله خط رگرسیون و ضرایب همبستگی بین این متغیرها با ارزش بازار سهام مجدداً محاسبه و به شرح زیر ارائه می‌شود:

مدل (2)

$$\text{Market Value} = \alpha + \beta_1 (\text{EPS}) + \beta_2 (\text{DPS}) + \beta_4 (\text{Capital}) + \varepsilon$$

$$\text{Market Value} = \alpha + (0/264) \text{EPS} + (0/559) \text{DPS} + (0/177) \text{Capital} + \varepsilon$$

همان طوری که در مدل فوق نشان داده می‌شود، اطلاعات مالی شامل ارزش دفتری هر سهم و اندوخته‌ها که ارتباط معنی داری با ارزش بازار سهام ندارند از معادله خط رگرسیون نهایی حذف شده‌اند و تنها اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه در معادله نهایی لحاظ شده‌اند. بدین ترتیب به نظر می‌رسد که متغیرهای سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه قدرت تبیین بیشتری در تعیین ارزش بازار سهام و در نتیجه رفتار سرمایه‌گذاران دارند. بنابراین بر اساس متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، مدل شماره 2 مناسب‌ترین معادله خط رگرسیون جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

بحث و نتیجه‌گیری



نتایج آزمون همبستگی فرضیه اول و دوم نشان می‌دهد که بین سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم با ارزش بازار سهام طی سال‌های 84-1379 ارتباط معنی‌داری وجود دارد. از این ارتباط معنی‌دار نتیجه گرفته می‌شود که اطلاعات مالی شامل سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم اطلاعاتی مربوط بوده و بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران این اطلاعات مالی یعنی سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم را مورد توجه قرار می‌دهند. بدین معنی که این اطلاعات مالی شامل سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم می‌تواند عامل مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها محسوب شود و اگر سرمایه‌گذاری قصد خرید و فروش سهام شرکتی را داشته باشد، به اطلاعات مالی شامل سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم به عنوان عاملی کلیدی توجه می‌کند.

اما نتایج آزمون همبستگی فرضیه‌های سوم، چهارم و پنجم تحقیق حاکی از آن است که بین اطلاعات مالی از قبیل ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها با ارزش بازار هر سهم طی سال‌های 84-1379 ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. از این عدم ارتباط معنی‌دار نتیجه گرفته می‌شود که اطلاعات مالی فوق شامل ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها اطلاعاتی غیرمربوط بوده و بر رفتار سرمایه‌گذاران غیرمؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران این اطلاعات مالی یعنی ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها را مورد توجه قرار نمی‌دهند. بدین معنی که این اطلاعات مالی نمی‌تواند عامل مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها محسوب شود و اگر سرمایه‌گذاری قصد خرید و فروش سهام شرکتی را داشته باشد، به اطلاعات مالی شامل ارزش دفتری هر سهم، سرمایه و اندوخته‌ها به عنوان عاملی کلیدی توجه نمی‌کند.

ضریب تعیین رگرسیون چندگانه برای ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های مورد نظر نشان می‌دهد که تنها 11 درصد از تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران متأثر از متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق است و 89 درصد از تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران توسط عواملی به غیر از متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق است. این موضوع حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار میان رفتار سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 84-1379 با مربوط بودن اطلاعات مالی است.

اما نتایج حاصل از ارزیابی فرضیه‌ها بر مبنای مدل رگرسیون حاکی از این است که ضرایب رگرسیونی محاسبه شده برای اطلاعات مالی شامل ارزش دفتری هر سهم و اندوخته‌ها که معنی‌دار نمی‌باشد از معادله خط رگرسیون نهایی حذف شده و تنها ضرایب مربوط به سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه شرکت که معنی‌دار است در معادله لحاظ شده‌اند و این بدین معنی است که اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه قدرت تبیین بیشتری در تعیین ارزش بازار سهام و در نتیجه رفتار سرمایه‌گذاران دارند. بدین ترتیب طبق مدل رگرسیون خطی چندگانه مدل شماره 2 نتیجه گرفته می‌شود که مربوط بودن اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر و در نتیجه سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام اطلاعات مالی فوق را مورد توجه قرار داده و نسبت به این اطلاعات از خود واکنش نشان می‌دهند. بدین معنی که اگر سرمایه‌گذاری قصد خرید و فروش سهامی را داشته باشد به اطلاعات مالی شامل سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و سرمایه به عنوان عاملی کلیدی توجه می‌کند. بدین ترتیب به نظر می‌رسد که بر اساس نتایج حاصل از بررسی متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، مدل شماره 2 مناسب‌ترین معادله خط رگرسیون جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به هنگام خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با توجه به یافته‌های حاصل از تحقیق پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

1. بررسی ارتباط بین قابلیت اتکاء اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران.
2. بررسی ارتباط بین قابل مقایسه بودن اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران.
3. بررسی ارتباط بین ارتباط قابل فهم بودن اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران.

4. بررسی ارتباط بین مربوط بودن سایر اقلام ترازنامه با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران.
5. بررسی ارتباط بین قابل اتکاء بودن سایر اقلام ترازنامه با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران.
6. بررسی ارتباط بین قابل مقایسه بودن سایر اقلام با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران.
7. بررسی ارتباط بین قابل فهم بودن سایر اقلام ترازنامه با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران.
8. بررسی ارتباط بین متغیرهای غیرمالی با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران.