





وزارت علوم، تحقیقات و فناوری
پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
مدیریت تحصیلات تکمیلی
پژوهشکده اقتصاد و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته علوم اقتصادی گرایش اقتصاد نظری
بررسی رابطه میان انحرافات سودهای تحقق یافته هر سهم از سودهای پیشبینی
شده و نوسانهای قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر علی سوری

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر ابراهیم التجائی

پژوهشگر:

ابوالفضل صادقی باطانی

آبان ماه ۱۳۹۴

تقدیر و تشکر:

از استاد کرامت‌جو آقای دکتر علی سوری بسیار سپاسگزارم چرا که بدون راهنمایی‌های ایشان تأمین این پایان نامه بسیار مشکل می‌نمود. همچنین از جناب آقای دکتر ابراهیم التجائی به دلیل یاری‌ها و راهنمایی‌های بی‌چشمداشت ایشان که بسیاری از سختی‌ها را برایم آسانتر نمودند.

تهدیم به:

پدر، مادر

و، مسر عزیزم،

و به تمام آزاد مردانی که نیک می اندیشند و عقل و منطق را پیشه خود نموده و جز رضای الهی و پیشرفت و سعادت جامعه، مدنی ندارند.

چکیده:

هدف اصلی در این مطالعه بررسی اثر انحراف سودهای پیش بینی از سودهای تحقق یافته بر بازدهی قیمت های سهام در بورس اوراق بهادار ایران است. در واقع این موضوع اثر انحراف سودهای پیش بینی که ناشی از انحراف در پیش بینی توسط مدیران شرکت ها است، بر بازدهی قیمت های سهام مورد بررسی قرار می دهد. برای نیل به این هدف، از اطلاعات ۱۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۹۲-۸۴ انتخاب شده است. در این مطالعه، دو گروه از شرکت هایی که بازدهی بالا و شرکت هایی که بازدهی پایینی را در دوره مذکور تجربه کردند انتخاب و از مدل چند عاملی فاما و فرنچ ۱۹۹۳ به عنوان مبنای نظری استفاده شد. نتایج با توجه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS، حاکی از آن است که آن دسته از شرکت های با بازدهی بالا در مقایسه با شرکت هایی که بازدهی پایینی را در طی سالهای قبل تجربه نمودند، انحراف سود کمتری دارند و مدیران این شرکت ها در پیش بینی های خود محتاطانه تر عمل می کنند و نسبتاً پیش بینی دقیق تری از سود های آتی ارائه می کنند. در عین حال شرکت هایی که عملکرد خوبی را در گذشته تجربه نکرده اند، در ابتدای دوره پیش بینی بالاتری را برآورد می کنند، ولی در انتهای دوره با تعدیل های منفی، پیش بینی خود را اصلاح می کنند. از دیگر نتایج اینکه تغییرات سود محقق شده در هر سال با بازدهی سهام، رابطه مثبت و معنی دار دارد، اما تغییرات سود پیش بینی از سود محقق شده سال قبل با بازدهی سهام رابطه منفی دارد. رابطه بین بازدهی شاخص کل و بازدهی سهام، مثبت و معنی دار است که برای گروه شرکت هایی با بازدهی بالا در مقایسه با شرکت های با بازدهی پایین اثر قوی تری را نشان می دهد.

واژه های کلیدی: بازده سهام، بازده شاخص کل بازار، سود پیش بینی شده، سود محقق شده، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای

فهرست مطالب

فصل اول	۱۱
کلیات	۱۱
۱-۱- مقدمه	۱۲
۲-۱- مسئله پژوهش	۱۲
۳-۱- قلمرو پژوهش	۱۴
۴-۱- اهمیت پژوهش	۱۴
۵-۱- اهداف پژوهش	۱۵
۶-۱- نوع پژوهش	۱۵
۷-۱- سوالات پژوهش	۱۵
۸-۱- فرضیه های پژوهش	۱۶
۹-۱- روش پژوهش	۱۶
۱۰-۱- روش جمع‌آوری اطلاعات و محدودیت های پژوهش	۱۷
۱۱-۱- ساختار نگارش پژوهش	۱۷
فصل دوم	۱۹
ادبیات نظری و پیشینه پژوهش	۱۹
۱-۲- مقدمه	۲۰
۲-۲- مبانی نظری موجود در ارتباط با ارزشگذاری سهام	۲۰
۱-۲-۲- شیوه های ارزیابی سهام	۲۱
الف) تحلیل بنیادی	۲۱
ب) تجزیه و تحلیل فنی	۲۳
۲-۲-۲- ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک	۲۳
۳-۲-۲- نظریه پورتفولیو	۲۴

۲۶	۴-۲-۲- نظریه بازار سرمایه: مدل قیمت‌گذاری داراییهای سرمایه‌ای
۲۹	۵-۲-۲- مدل های چند عاملی
۳۰	۶-۲-۲- مدل قیمت گذاری آربیتراژ
۳۱	۷-۲-۲- ارتباط دو مدل APT و CAPM
۳۳	۳-۲- پیشینه پژوهش
۳۴	۲-۳-۲- مطالعات خارجی
۳۷	۲-۳-۲- مطالعات داخلی
۴۵	فصل سوم
۴۵	مروری بر بازار سهام ایران
۴۶	۱-۳- مقدمه
۴۶	۲-۳- نقش بازار های مالی در توسعه اقتصادی
۴۸	۳-۳- بازارهای مالی
۴۹	۴-۳- انواع بازارهای مالی
۴۹	۱-۴-۳- بازار پول و سرمایه
۵۱	۲-۴-۳- بازارهای بدهی و سهام
۵۲	۳-۴-۳- بازارهای بورس و فرابورس
۵۳	۴-۴-۳- شاخص های بورس اوراق بهادار
۵۴	۵-۳- دارایی های مالی
۵۴	۱-۵-۳- اوراق بهادار غیر قابل معامله
۵۵	۲-۵-۳- ابزارهای قابل معامله
۵۵	الف) اوراق بهادار بازار پول
۵۶	ب) اوراق بهادار بازار سرمایه
۵۷	ج) اوراق مشتقه

۵۸.....	۳-۶- تاریخچه فعالیت بورس اوراق بهادار تهران.....
۶۲.....	۳-۷- مقایسه بورس اوراق بهادار ایران با سایر بورس های جهان.....
۶۸.....	۳-۸- کارایی در بورس ایران و سایر کشور های جهان.....
۶۹.....	۳-۸-۱- کارایی در بورس کشورهای در حال توسعه.....
۷۰.....	۳-۸-۲- کارایی در بورس کشورهای در توسعه یافته.....
۷۱.....	فصل چهارم.....
۷۱.....	یافته های پژوهش.....
۷۱.....	۴-۱- مقدمه.....
۷۲.....	۴-۲- تصریح مدل.....
۷۳.....	۴-۲-۱- معرفی متغیرها.....
۷۷.....	۴-۳- قلمرو پژوهش.....
۷۸.....	۴-۴- کلیات روش تحقیق.....
۷۸.....	۴-۴-۱- انواع داده ها.....
۷۹.....	۴-۴-۲- مزیت استفاده از داده های ترکیبی نسبت به سری های زمانی و داده های مقطعی.....
۸۰.....	۴-۴-۳- مدل های رگرسیونی داده های ترکیبی.....
۸۱.....	۴-۴-۴- مراحل تخمین مدل به وسیله داده های ترکیبی.....
۸۲.....	۴-۴-۵- آزمون ریشه واحد.....
۸۶.....	۴-۴-۶- آزمون F - لیمر.....
۸۹.....	۴-۴-۷- تخمین به روش پول دیتا.....
۸۹.....	۴-۴-۸- آزمون وایت.....
۹۲.....	۴-۴-۹- تخمین مدل به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS).....
۹۵.....	۴-۴-۱۰- تجزیه و تحلیل نتایج.....
۹۸.....	فصل پنجم.....

۹۸.....	خلاصه و نتیجه گیری
۹۹.....	۱-۵- مقدمه
۹۹.....	۲-۵- بیان خلاصه‌ای از پژوهش
۹۹.....	۳-۵- نتیجه گیری
۱۰۲.....	منابع و مأخذ
۱۰۲.....	منابع فارسی
۱۰۵.....	منابع خارجی

فهرست جداول

جداول فصل سوم

- جدول ۳-۱ - مقایسه تعداد شرکت های داخلی و خارجی پذیرفته شده در بورس های بین المللی..... ۶۳
- جدول ۳-۲ - مقایسه ارزش بازار، ارزش معاملات و اندازه بورس در اقتصاد براساس گزارش سال ۲۰۱۳..... ۶۴
- جدول ۳-۳ - مقایسه بازده بورس ایران با متوسط بازده کل اعضای WFE..... ۶۶
- جدول ۳-۴ - سرعت گردش سهام..... ۶۷

جداول فصل چهارم

- جدول ۴-۱ - نتایج آزمون لوین لین چو(LLC)، ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP) برای کلیه شرکتهای منتخب..... ۸۴
- جدول ۴-۲ - نتایج آزمون لوین لین چو(LLC)، ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP) برای ۳۰ شرکت با بازدهی بالا..... ۸۴
- جدول ۴-۳ - نتایج آزمون لوین لین چو(LLC)، ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP) برای ۳۰ شرکت با بازدهی پایین..... ۸۵
- جدول ۴-۴ - آزمون F لیمر برای بررسی مدل های تلفیقی و پانل..... ۸۸
- جدول ۴-۵ - آزمون F لیمر برای بررسی مدل های تلفیقی و پانل..... ۸۸
- جدول ۴-۶ - آزمون F لیمر برای بررسی مدل های تلفیقی و پانل..... ۸۹
- جدول ۴-۷ - نتایج آزمون وایت (Wite) برای کلیه شرکتهای منتخب..... ۹۱
- جدول ۴-۸ - نتایج آزمون وایت (wite) برای ۳۰ شرکت با بازدهی بالا..... ۹۱
- جدول ۴-۹ - نتایج آزمون وایت (wite) برای ۳۰ شرکت با بازدهی پایین..... ۹۲
- جدول ۴-۱۰ - نتایج نهایی داده ها به روش GLS مربوط به رابطه اول..... ۹۳
- جدول ۴-۱۱ - نتایج نهایی داده ها به روش GLS مربوط به رابطه دوم..... ۹۴
- جدول ۴-۱۲ - نتایج نهایی داده ها به روش GLS مربوط به رابطه سوم..... ۹۴
- جدول ۴-۱۳ - میانگین و واریانس متغیر **lit, 1**..... ۹۶

فصل اول

کلیات

۱-۱- مقدمه

در این فصل به منظور تعیین چارچوب کلی پژوهش، بیان موضوع، اهمیت و دلایل انتخاب موضوع، بررسی اجمالی روش تحقیق و نگاهی کوتاه به کل پژوهش به تفصیل بیان شده و مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱-۲- مسئله پژوهش

در هر اقتصاد چهار بازار اصلی وجود دارد که عبارتند از: بازار کالا، بازار کار، بازار پول و بازار سرمایه. بازارهای کالا و کار، مجموعاً بخش واقعی اقتصاد و بازارهای پول و سرمایه، بخش مالی اقتصاد (بازارهای مالی) را تشکیل می‌دهند. این دو بخش باید همگام با هم حرکت کنند تا رشد و توسعه اقتصادی حاصل گردد. اقتصاددانان از بازار سرمایه به عنوان موتور رشد و توسعه اقتصادی یاد می‌کنند. بازار سرمایه از طریق اثرگذاری بر فرآیندهای تامین مالی و سرمایه‌گذاری در کلیه بخش‌های اقتصادی، روی بازدهی این بخش‌ها و در نهایت بازدهی کل اقتصاد اثر می‌گذارد. بنابراین یکی از اهرم‌های قوی در اقتصاد کشورها محسوب شده و در جهت تسریع روند توسعه صنعتی، به خصوص در کشورهای رو به رشد عمل می‌نماید. لذا بازار سرمایه می‌تواند برای پویایی اقتصاد و تحولات سریع بازارهای جهانی و استفاده از تمام ظرفیت‌ها و دستیابی به اشتغال کامل و پایدار، بیش از پیش مورد توجه دولت مردان و سیاست‌گذاران قرار گیرد.

یکی از ویژگی‌های بورس اوراق بهادار در هر کشور برای آنکه بتواند رسالت خود مبنی بر جذب و هدایت سرمایه‌ها به بخش‌های سودآور جامعه باشد، کارا بودن آن است. در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت بهینه انجام می‌شود. در یک بازار کارا، قیمت‌های سهام حاوی تمامی اطلاعات موجود در بازار می‌باشد و با اطلاعات گذشته و عمومی بازده‌های غیرعادی نمی‌توان کسب نمود. در چنین بازاری قیمت‌های سهام به ارزش ذاتی آن نزدیکتر است و رکودها، بحران‌های بورس و نوسانات شدید قیمت سهام را کاهش می‌دهد. شفافیت اطلاعات یکی از ویژگی‌های اصلی کارایی بازار سرمایه می‌باشد. هر چه قدر شرکت‌ها بتوانند اطلاعاتی‌های خود را به موقع منتشر و پیش‌بینی

دقیق‌تری از سودآوری شرکت به سرمایه‌گذاران ارائه دهند و همچنین به شایعات موجود در بازار سریع‌تر پاسخ دهند، نوسانات قیمت سهام نیز کاهش می‌یابد.

در بلندمدت یکی از دلایل تفاوت بین قیمت سهام شرکت‌ها، سودآوری آن است. ارزش نهادینه شده در اوراق بهادار نزد سهام‌داران، نتیجه بازده و سودآوری سال‌های آتی شرکت می‌باشد. بنابراین یکی از دلایل تأثیرگذاری سود بر قیمت سهام این است که سود مورد گزارش و سود پیش‌بینی شده به سرمایه‌گذار کمک می‌کند تا براساس آن روند آتی شرکت را پیش‌بینی کند. اطلاعات مربوط به سود هر سهم (EPS)، اعم از پیش‌بینی شده و تحقق یافته، به طور وسیعی توسط سرمایه‌گذاران به عنوان یک معیار بسیار مهم در خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. از نظر تئوریک هرچه قدر اطمینان به سودآوری شرکت افزایش یابد، با فرض ثبات سایر شرایط، بازدهی قیمت‌های سهام افزایش می‌یابد. بنابراین هر چه نسبت انحراف سود تحقق یافته‌ی هر سهم از سود پیش‌بینی شده‌ی ابتدای دوره به قیمت سهم کمتر باشد، اثر مثبتی بر روند قیمت سهام خواهد گذاشت. همچنین اگر انحراف سود تحقق یافته و سود پیش‌بینی شده هر سهم یک دوره از سود تحقق یافته‌ی دوره قبل نسبت به قیمت سهم با تغییری همراه باشد، انتظارات سرمایه‌گذاران نیز متناسب با آن تغییر می‌نماید و با تصمیم‌گیری نسبت به خرید یا فروش سهام، قیمت‌های سهام تغییر می‌کند. از آنجایی که سرمایه‌گذاران در ایران به پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت اتکا می‌کنند، افزایش در دقت پیش‌بینی سود، شفافیت اطلاعاتی بازار را افزایش می‌دهد و موجب کاهش نوسان‌های شدید قیمت می‌شود. به نظر می‌رسد شرکت‌های با بازده بالا نسبت به شرکت‌هایی که بازده پایینی را تجربه نموده‌اند انحراف سود پایین‌تری را داشته‌اند.

بنابراین در این پژوهش، انحراف سود تحقق یافته هر سهم از سود پیش‌بینی شده، تغییرات سود تحقق یافته دو دوره متوالی و تغییرات سود پیش‌بینی شده ابتدای دوره از سود تحقق یافته دوره‌ی قبل هر سه نسبت به قیمت‌های سهام دوره قبل به عنوان اصلی‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر نوسانات قیمت‌های سهام در بورس اوراق بهادار ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱-۳- قلمرو پژوهش

موضوع این پژوهش بررسی رابطه میان انحرافات سودهای تحقق یافته‌ی هرسهم از سودهای پیش بینی شده و نوسان‌های قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران می باشد. جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران است که به صورت سالانه و مربوط به بازه زمانی ۹۲-۱۳۸۴ انتخاب شده است.

داده‌های مربوط به تغییرات قیمت (بازدهی قیمت) در دو گروه قرار می‌گیرند؛ شرکت‌هایی که بیشترین درصد تغییر مثبت قیمت (شرکت‌های با بازدهی بالا) و شرکت‌هایی که بیشترین درصد تغییر منفی قیمت (شرکت‌های با بازدهی پایین) را در طی دوره مورد مطالعه تجربه کرده‌اند. سپس برای هر گروه از داده‌ها، عوامل بیان شده در فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۱-۴- اهمیت پژوهش

بورس اوراق بهادار نقش بسیار مهمی در رشد و رونق اقتصاد کشور دارد زیرا پس‌اندازهای راکد و پراکنده جامعه را در جهت تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت جمع‌آوری می‌نماید. با توجه به نقش بورس اوراق بهادار در توسعه‌ی اقتصادی، بدیهی است هر تلاشی که در راستای انسجام و تقویت این نهاد انجام شود، امری با ارزش است و در این راستا چگونگی تعیین قیمت سهام و عوامل مؤثر بر آن می‌تواند نقش عمده‌ای را در تکامل و رشد معاملات سهام و همچنین کمک به معاملات صحیح‌تر ایجاد نماید.

یکی از اجزاء این بازار سرمایه‌گذاران هستند که با رفتارهای خود می‌توانند در رکود و رونق این بازار نقش مهمی ایفا نمایند. سود هر سهم (EPS) یکی از معیارهای اصلی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. به طوری که در بسیاری از کشورهای جهان، اهمیت این رقم به حدی است که آن را به عنوان یکی از معیارهای اساسی مؤثر در تعیین قیمت سهام می‌دانند و در مدل‌های ارزشیابی سهام به طور گسترده‌ای از آن استفاده می‌شود. از طرف دیگر دارندگان اوراق قرضه و اعتباردهندگان کوتاه‌مدت نیز سودآوری شرکت را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ می‌کنند. کاهش انحراف سودهای تحقق یافته از سودهای پیش بینی شده‌ی شرکت‌ها، موجب می‌شود تا اطمینان

آنها در خصوص دریافت بازده سالانه و همچنین بازپرداخت اصل وام در سررسید، افزایش یابد. همچنین موجب می‌شود در بازار سهام از نوسان‌های شدید قیمت جلوگیری شود و سرمایه‌گذاران با اطمینان خاطر بیشتری به بازار سهام روی آورند. بنابراین این پژوهش از آن جهت حائز اهمیت است که می‌توان از نتایج حاصل، به عنوان شاخص‌هایی مفید در جهت کمک به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان استفاده نمود.

۵-۱- اهداف پژوهش

اهداف پژوهش به طور خلاصه عبارت است از:

۱. بررسی رابطه بین میزان انحراف سود تحقق یافته هر سهم از سود پیش بینی شده و نوسان قیمت‌های سهام

در بورس اوراق بهادار ایران

۲. بررسی رابطه بین تغییرات سودهای تحقق یافته در دو دوره متوالی و نوسان قیمت‌های سهام در بورس اوراق

بهادار ایران

۳. بررسی رابطه بین تغییرات سودهای پیش بینی شده از سودهای تحقق یافته هر سهم دوره قبل و نوسان

قیمت‌های سهام در بورس اوراق بهادار ایران

۴. بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش‌بینی سود سهام و در نتیجه واکنش سرمایه‌گذاران به نوع رفتار مدیران

۵. ارائه راهکار و کمک به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در جهت بهبود فرآیند سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری

۶-۱- نوع پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی و توسعه‌ای می‌باشد.

۷-۱- سوالات پژوهش

سؤال‌های پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شوند:

۱- رابطه بین نسبت انحراف سود تحقق یافته هر سهم از سود پیش‌بینی شده‌ی ابتدای دوره به قیمت‌های دوره

قبل و بازدهی سهام چگونه است؟ (متغیر مستقل: نسبت انحراف سود تحقق یافته‌ی هر سهم از سود پیش بینی

شده‌ی ابتدای دوره و قیمت‌های دوره قبل $(AEPS_t - PEPS_t)/P_{t-1}$)

۲- رابطه بین نسبت انحراف سود تحقق یافته‌ی هر سهم در دو دوره متوالی به قیمت‌های دوره قبل و بازدهی سهام چگونه است؟ (متغیر مستقل: نسبت انحراف سود تحقق یافته‌ی هر سهم در دو دوره متوالی و قیمت‌های دوره قبل

$$(AEPS_t - AEPS_{t-1})/P_{t-1}$$

۳- رابطه بین نسبت انحراف سود پیش بینی شده‌ی ابتدای دوره از سود تحقق یافته‌ی هر سهم دوره قبل به قیمت‌های دوره قبل و بازدهی سهام چگونه است؟ (متغیر مستقل: نسبت انحراف سود پیش بینی شده‌ی ابتدای دوره

$$(PEPS_t - AEPS_{t-1})/P_{t-1}$$

۱-۸- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردند:

فرضیه اول: نسبت انحراف سود تحقق یافته‌ی هر سهم از سود پیش بینی شده‌ی ابتدای دوره به قیمت‌های دوره قبل با بازدهی سهام رابطه منفی دارد.

فرضیه دوم: نسبت تغییرات سود تحقق یافته‌ی هر سهم در دو دوره متوالی به قیمت‌های دوره قبل با بازدهی سهام رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

فرضیه سوم: نسبت تغییرات سود پیش بینی شده‌ی ابتدای دوره از سود تحقق یافته‌ی هر سهم دوره قبل به قیمت‌های دوره قبل با بازدهی سهام رابطه مثبت دارد.

۱-۹- روش پژوهش

روش پژوهش به کار رفته در این پژوهش از نوع تحلیلی- توصیفی می‌باشد. به همین منظور در ابتدا برای تدوین مبانی نظری و تئوریک، مطالب به روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شامل کتاب‌ها، اسناد، مقالات داخلی و خارجی، گزارش‌های مکتوب یا دیجیتالی و نیز گزارش‌های کمی و تحلیلی منتشر شده توسط موسسات بین‌المللی استفاده شده است.

در نهایت به منظور برآورد رابطه میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده است. ضمناً برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای صفحه گسترده Excel و Eviews و برای آزمون فرضیه‌ها از رهیافت داده‌های پانلی (Panel Data) به کار گرفته شده است.

۱-۱۰- روش جمع‌آوری اطلاعات و محدودیت‌های پژوهش

روش مورد استفاده برای گردآوری اطلاعات در این تحقیق، روش اسنادی است. به طور ویژه منابع کتابخانه‌ای و اینترنتی مورد استفاده قرار گرفته است. برای جمع‌آوری داده‌های کمی شامل بازده‌های سهام و شاخص بورس، سودهای پیش بینی و محقق شده، قیمت‌ها از نرم‌افزار مالی ره‌آورد نوین استفاده شده است. داده‌های مورد نظر به صورت سری زمانی و در بازه زمانی سال‌های ۹۲-۱۳۸۴ جمع‌آوری و مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. مبنای آزمون‌های تجربی در تمام تحقیقات علمی، وجود داده‌ها، آمار و اطلاعات کافی و به‌هنگام می‌باشد و هرگونه نقصانی در این خصوص می‌تواند به بروز خطا در تجزیه و تحلیل، و متعاقب آن نتیجه‌گیری‌های نادرست شود. متأسفانه آمار و اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود توسط شرکت‌ها در سال‌های قبل از سال ۱۳۸۴ به دلیل ملزم نبودن شرکت‌ها به ارائه پیش‌بینی ابتدای سال، بازه زمانی به سال‌های پس از ۱۳۸۴ محدود گردیده است.

۱-۱۱- ساختار نگارش پژوهش

این پژوهش در پنج فصل تدوین و نگارش شده است. فصل اول به مقدمه و شرح کلیات پژوهش اختصاص دارد. در فصل دوم به بررسی مبانی نظری پژوهش و از لحاظ تئوریک به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود. همچنین به بررسی پیشینه پژوهش‌های انجام شده داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پرداخته می‌شود. در فصل سوم به منظور شناخت ساز و کار بورس ایران به بررسی شاخص‌های توسعه بازار سهام ایران، جایگاه بورس ایران در مقایسه با بورس‌های بین‌المللی و سطح کارایی و شفافیت اطلاعاتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در فصل چهارم به بررسی مراحل علمی در پژوهش، فرضیات تحقیق، جامعه آماری، روش نمونه‌گیری، نحوه جمع‌آوری داده‌ها و روشها و تکنیک‌های آماری و محاسبات آنها و روش‌های اقتصادسنجی مورد نیاز برای آزمون فرضیات

پرداخته می‌شود. سپس به آزمون آماری فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. همچنین نتایج آزمون مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند.

و در نهایت در فصل پنجم و پایانی این پایان نامه، جمع‌بندی و خلاصه‌ای از کل مراحل و فصول تحقیق بیان گردیده و با گزارش نتایج حاصل از الگوی تجربی ارائه شده در فصل چهارم، در خصوص یافته‌های حاصل از این پژوهش بحث و نتیجه‌گیری خواهیم کرد.

فصل دوم

ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مقدمه

در بازارهای سهام، سرمایه گذاران در میان انبوهی از اطلاعات اقدام به تصمیم خرید یا فروش سهام می‌کنند. از جمله‌ی اطلاعاتی که در این تصمیم‌گیری بسیار حائز اهمیت است، اطلاعاتی است که توسط شرکت‌های ناشر اوراق بهادار منتشر می‌شود. سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت ناشر اوراق بهادار یا تحلیلگران بازار در از جمله‌ی اطلاعات با اهمیت در بازارها محسوب می‌شود.

در بسیاری از کشورهای توسعه یافته، منابع اطلاعاتی مستقل از شرکت ناشر اوراق بهادار مثل تحلیلگران مالی وجود دارند که همپای فعالیت‌ها و سیاست‌های شرکت پیش می‌روند و آینده را نیز براساس اطلاعات قابل قبولی پیش‌بینی می‌نمایند. اغلب پیش‌بینی‌های این تحلیلگران نسبت به پیش‌بینی خود مدیران شرکت بسیار قابل اتکا تر است. در شرایط کشور ما که هنوز تحلیلگری سهام توسط مؤسسات به خوبی شکل نگرفته است یا نقش آن به خوبی روشن نیست، بهترین منبع اتکا به پیش‌بینی سود شرکتها، پیش‌بینی مدیران شرکت‌ها می‌باشد (علی‌عمارلو، ۱۳۷۷). بنابراین رفتار مدیریت در پیش‌بینی‌های وضعیت آتی شرکت می‌تواند تاثیر گذار بر نوسان قیمت‌های سهام باشد. در این فصل برآنیم تا با ارائه مبانی نظری پیرامون ارتباط عایدی‌های سهام با قیمت‌های سهام در بازارهای سرمایه، ارتباط بین عوامل تأثیرگذار بر بازده قیمت‌های سهام و نحوه‌ی اثرگذاری عوامل مختلف بر بازارهای سهام مورد بررسی قرار دهیم.

۲-۲- مبانی نظری موجود در ارتباط با ارزشگذاری سهام

در این بخش ابتدا شیوه‌های ارزشیابی سهام توسط تحلیل‌گران در بازار سرمایه بررسی می‌شود. سپس در حالت کلی ریسک‌های موجود در رابطه با دارایی‌های سرمایه‌ای، مبانی نظری پیرامون ارزشگذاری داراییها تشریح می‌شود. در ادامه در ارتباط با موضوع پژوهش، پیشینه پژوهش هم در داخل و هم در خارج از کشور مورد بررسی قرار گرفته است.

۲-۲-۱- شیوه های ارزیابی سهام

معمولا فنون ارزیابی سهام به دو دسته‌ی تجزیه و تحلیل بنیادی^۱ و تجزیه و تحلیل فنی^۲ تقسیم می‌شوند.

الف) تحلیل بنیادی^۳: تحلیل بنیادی عبارت است از ارزیابی اطلاعات موجود در صورتهای مالی، گزارشهای مالی مربوط به صنعت و عاملهای اقتصادی، به منظور تعیین ارزش ذاتی^۴ شرکت است. بنیادگرایان در تلاش اند تا تغییرات قیمت سهام را با بررسی عاملهایی که مرتبط با ارزشهای بازاری سهام می‌باشد، پیش بینی نمایند. عوامل مذکور به سه دسته زیر تقسیم می‌شوند:

۱. شرایط شرکت؛ همانند درآمدها، قدرت مالی، محصولات، مدیریت و روبرو نیروی کار.
۲. شرایط صنعت؛ همانند درجه‌ی ثبات و شرایط رقابتی موجود
۳. شرایط اقتصادی و بازار؛ همانند چرخه‌های اقتصادی و سیاست‌های مالی و پولی کشور(بسی و بریگهام،

۱۹۹۹، ص ۶۷۹)

در این روش سهام تا زمانی که بازدهی بالایی دارد نگهداری می‌شود و هنگامی که قیمتشان به بیش از ارزش واقعی رسید به فروش می‌رسند. لذا، احتمال اینکه دوره نگهداری آنها طولانی شود، نسبتا زیاد است. اکثر مؤسسات مالی در سرمایه‌گذاریها از روش بنیادی استفاده می‌کنند. فنون ارزیابی سهام در این روش عبارتند از:

مدلهای تنزیل جریانات نقدی: در این شیوه با محاسبه‌ی ارزش فعلی سود نقدی، جریانات نقدی عملیاتی و آزاد شرکتها، ارزش سهام شرکت تعیین می‌شود.

^۱ Fundamental analysis

^۲ Technical analysis

^۳ نگاه کنید به: رضا راعی و احمد پویانفر، ۱۳۹۳، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، انتشارات سمت

^۴ Intrinsic Value

شیوه های ارزیابی نسبی: در این روش از نسبت‌هایی همانند P/E، P/CF، P/BV و P/S استفاده می‌شود. در نسبت‌های مذکور P قیمت، E سود هر سهم، CF جریان‌ات نقدی، BV ارزش داراییها و S فروش شرکت است (بسلی و بریگهام، ۱۹۹۹، ص ۱۶۹۸).

بر اساس تئوری، بازدهی سرمایه‌گذاری در سهام از دو محل صورت می‌گیرد: یکی از محل توزیع سالانه سود سهام (DPS)^۲ و دیگری از محل تغییر قیمت سهام. بنابراین با توجه به تئوری‌های اقتصاد خرد از طریق بررسی عوامل موثر بر عرضه و تقاضای سهام می‌توان در خصوص چگونگی تغییرات قیمت و بازدهی سهام به نتایجی رسید. به لحاظ نظری دو روش عمده برای ارزیابی اوراق بهادار قابل طرح می‌باشد؛ یکی روش ارزش فعلی داراییها (PVA)^۳ است و دومی روش ضریب (P/E)^۴ می‌باشد که این هم به نوعی وابسته و مرتبط با روش ارزش فعلی است. بر اساس روش ارزش فعلی، ارزش فعلی (تنزیل شده) کلیه جریان‌ات نقدی آتی که سرمایه‌گذاران انتظار دارند از دارایی (ورقه بهادار) خود به دست آورند با هم جمع می‌شوند و ارزش واقعی و یا ارزش آتی دارایی را تشکیل می‌دهند. در مورد ارزشیابی سهام یک شرکت، روش فوق به مدل تنزیل سود تقسیمی تعدیل شده است و در آن ارزش فعلی سهام عادی شرکت برابر با مجموع ارزش تنزیل شده سودهای تقسیمی سال‌های آتی است:

$$P_t = \sum_{n=0}^t [E(D_n) / (1 + i)^n]$$

به طوری که، P ارزش فعلی (قیمت) برآورد شده هر سهم، E نشان‌دهنده ارزش مورد انتظار، t نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار (نرخ مناسب تنزیل) و D_t پرداخت نقدی در پایان دوره t (میزان سود تقسیمی هر سهم در سال t) است. روشن است هر متغیر اقتصادی که بر جریان نقدی مورد انتظار یا نرخ تنزیل تاثیر بگذارد، بر قیمت سهام نیز تاثیر خواهد گذاشت (پیرائی و شهسوار، ۱۳۸۸).

^۱ Besley & Brigham

^۲ Dividends Per Share (DPS)

^۳ Present Value assets (PVA)

^۴ Price – Earnings ratio (P/E)