

دکتر فرشاد هیبتی<sup>۱</sup>

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۲</sup>

زهره سادات رضایی<sup>۳</sup>

### چکیده

گسترش قاعده مند حوزه عمل بازار سرمایه در سطح اقتصاد ملی، از سویی درگرو شکل گیری نهادها و به کارگیری ابزارهایی است که به شفافیت و تضمین کارکردهای این بازار کمک می نماید واز سویی دیگر توسعه و تکامل این بازارها مستلزم به اقدامات تنظیمی دولتها دارد لذا با توجه به نقش عمده بازارهای مالی در بسیاری از اقتصادها، تنظیم برخی جنبه های آن توسط دولت ها در سراسر جهان امری ضروری بنظر می رسد. تفاوت در فرهنگ، تاریخ و شرایط اقتصادی کشورهای مختلف هر یک را به استفاده از روش های متنوعی در تنظیم بازارها و نهادهای مالی ملزم ساخته است و در این مهم هر یک بر نوعی از مقررات تاکید می نهند. بنابراین برای ارتقای کارایی در بازار سرمایه تدوین و تنظیم قانون جامع بازار سرمایه، اجرای کامل قوانین و مقررات با تاکید بر لزوم شفافیت اطلاعات، ایجاد موسسات فعال و مرتبط با بازار سرمایه، ایجاد تحول اساسی در ساختار اجرایی و عملیاتی بورس اوراق بهادار، ارتقای سطح بینش و آگاهی جامعه در مورد فعالیت بازار سرمایه و نقش آن در توسعه اقتصادی کشور، تدوین مقرراتی برای افزایش همکاری بورس اوراق بهادار کشور با بورس های منطقه ای و جهانی و نیز استفاده بیشتر از نیروی انسانی متخصص و آشنا به مسائل

۱. استادیار و عضو هیأت علمی پژوهشکده امور اقتصادی - نویسنده اصلی و مسئول مکاتبه

۲. دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات

۳. دانش آموخته کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی با گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات

مالی در بازار سرمایه امری ضروری بنظر می رسد. بازار اوراق بهادار ایران با تدوین مقررات جدید و توسعه نرم‌افزاری و سخت‌افزاری سازوکارهای نظارتی، توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی در بازار سرمایه نموده است. با توجه به اجرایی شدن قانون در سه سال گذشته در این پژوهش تلاش می شود تا عملکرد بورس اوراق بهادار ایران با توجه به شاخص های ۵۰ شرکت فعال، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام در دو دوره مرتبط با قانون جدید و قدیم مقایسه و ارزیابی گردد. نتایج حاصله نشان می دهد، عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل از تصویب قانون، بیشتر بوده است و تفاوت معنی داری با بعد از تصویب قانون، داشته است.

## واژگان کلیدی

قانون جدید بورس ایران، شاخص ۵۰ شرکت فعال<sup>۱</sup>، شاخص کل قیمت سهام<sup>۲</sup>، جریانات سرمایه گذاری<sup>۳</sup>، سرعت گردش سهام<sup>۴</sup>، عرضه اولیه سهام<sup>۵</sup> و عرضه ثانویه سهام<sup>۶</sup>. بنابراین، قانون بازار اوراق بهادار بورس اوراق بهادار، تاثیر قابل ملاحظه ای نداشته است.

<sup>1</sup>Blue chip index levels

<sup>2</sup>Broad stock index

<sup>3</sup>Investment flows

<sup>4</sup>Turnover velocity

<sup>5</sup>Initial public offering (IPO)

<sup>6</sup>Secondary offering

## مقدمه

هدف اصلی کشورها و جوامع دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی است لذا تمامی کشورهای جهان در تلاشند تا مراحل رشد و توسعه اقتصادی را با بهره گیری از منابع و امکاناتی که در اختیار دارند گام به گام طی کرده و سطح بالاتری از امکانات زندگی را برای شهروندان خود فراهم نمایند. برای تحقق این مهم بازار سرمایه نقش بسیار مهمی ایفا می نماید. وظیفه اصلی بازار سرمایه به حرکت انداختن موثر سرمایه ها و تخصیص بهینه منابع است (هیبتی و دیگران، ۱۳۸۷: ۵).

در جهان امروز، بازارهای مالی بزرگترین بازارهای جهان هستند و از گردش عملیاتی بالایی برخوردارند. قانونگذاری در این بازارها و نقش قوانین در کارکرد صحیح این بازارها، به دلایل مختلفی، همیشه مورد توجه دولت ها و فعالان این بازارها بوده است. با وجود آن که امروزه اصلی ترین نهادهای اقتصادی، نهادهای خصوصی هستند، اما دخالت به موقع و اجتناب ناپذیر دولت امری ضروری بنظر میرسد. بازار مالی نیز از این قاعده مستثنی نبوده و حقوق حاکم بر بازارهای مالی ضرورت یافته است. از این رو نهادهای ناظر بر بازارهای اوراق بهادار به منظور شفاف کردن بازار، فراهم آوردن امکان دسترسی یکسان فعالان بازار به اطلاعات و به طور کلی ایجاد بازاری شفاف و منصفانه برای دادوستد، قوانین، مقررات و دستورالعمل های متعددی تدوین می کنند. در این قوانین و مقررات هر یک از نهادهای بازار یعنی بورس ناشران اوراق پذیرفته شده و واسطه های بازار به افشای اطلاعات معینی درباره امور و فعالیت های خود مکلف می شوند.

برای تمامی کشورهایی که دارای نظام مالی پیشرفته و بازارهای مالی و پولی توسعه یافته هستند، کارا بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است، زیرا در صورت کارا بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می شود و هم تخصیص سرمایه، که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می پذیرد. به همین دلیل دولت ها با اقدامات تنظیمی خود تاثیر فراوان بر توسعه و تکامل بازارها و نهادهای مالی نهاده اند. دولت ها، بازارها و نهادها جملگی چنان رفتار می کنند که تاثیرات

متقابل داشته باشند و بر اعمال یکدیگر به طریقی اثر بگذارند. به منظور توسعه در زمینه های اقتصادی و تقویت بازار سرمایه با ساختار مطلوب و کارا و تغییرات اصلاحی در ساختار بازار سرمایه ایران، قانون جدیدی در زمینه بازار اوراق بهادار تدوین و به مرحله اجرا درآمده است. اتخاذ سیاست‌های صحیح در رابطه با قوانین و مقررات بورس می‌تواند گامی مثبت در بهبود عملکرد بازار سرمایه داشته باشد. این تحقیق با استفاده از شاخص های بازار سرمایه و مقایسه آنها در دوره قبل و بعد از اعمال قانون جدید، نقش قانون جدید را در بازار سرمایه کشور ارزیابی می‌نماید.

### اهمیت، ضرورت و اهداف تحقیق

مشارکت و سرمایه گذاری مردم در تولید به عنوان شیوه ای بسیار مهم در راه رسیدن به توسعه اقتصادی کشورها است. در حال حاضر سرمایه‌گذاران به دنبال استانداردها هستند تا با فراغ بال و آسودگی خاطر وارد بازارهای مالی شوند. در صورتی که قوانین و مقررات یک بازار با استانداردهای بین‌المللی همخوانی نداشته باشد، سرمایه‌گذاران در آن مشارکت نخواهند کرد.

سرمایه گذاری از طریق بازارهای سرمایه به ویژه بوسیله بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت موثر است. نقصان اطلاعات موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات هر چه شفاف تر و قابل دسترس تر باشد، می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات صحیح در تخصیص کارآمد منابع شود که در نهایت منجر به رسیدن به کارایی تخصیصی می‌شود که هدف نهایی بازار سرمایه است. قوانین و مقررات به طور کلی اطمینان می‌دهند که اطلاعات در دسترس همگان قرار دارد. اهمیت دسترسی به اطلاعات به حدی است که در جوامع دموکراتیک شفافیت اطلاعات و امکان دسترسی به آن را در شمار حقوق بشر در نظر می‌گیرند. در قانون جدید بازار سرمایه تمهیدات لازم برای شفافیت و دسترسی آسان به اطلاعات بورس پیش

بینی شده است تا تمام سهامداران از تمام اطلاعات لازم برای سرمایه گذاری در اسرع وقت مطلع شوند. (Bellver and Kaufmann, 2005)

افزایش درآمد ملی، ارتقای بهره‌وری، توسعه صادرات و گسترش اشتغال در سطح جامعه، مستلزم رشد و تداوم آن و افزایش سرمایه است. سرمایه گذاری نیز، مستلزم تجهیز منابع مالی بلندمدت جامعه است. تجهیز پس‌اندازها و سرمایه های کوچک و بزرگ اشخاص حقیقی و حقوقی در جهت تامین مالی واحدهایی صورت می‌گیرد که مجموعه ای از شبکه تولیدی و اقتصادی توسط بازارهای مالی، بانکی، موسسات بیمه، بورس اوراق بهادار و شرکت های سرمایه گذاری را شامل می‌شود. هر اندازه که تجهیز منابع مالی شفاف‌تر، روشن‌تر و قانونمندتر باشد، پس‌انداز بیشتری برای فعالیت‌های اقتصادی تجهیز و در نتیجه سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و امکان رشد فساد کاهش می‌یابد. (Vishwanath and et, al, 1999)

ویژگی های بازار کارا عبارتند از وجود اطلاعات به موقع، انعکاس به موقع و فوری اطلاعات برای تعدیل قیمت اوراق بهادار، تاثیر فوری روی قیمت ها، نزدیک کردن قیمت به ارزش ذاتی، قیمت اوراق بهادار، منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار و حساس بودن بازار نسبت به اطلاعات جدید است. (جعفری، ۱۳۸۷: ۱۰۹). بنابراین لازم است که بازار سرمایه دارای کارایی های تخصیصی<sup>۱</sup>، عملیاتی<sup>۲</sup> و اطلاعاتی<sup>۳</sup> باشد. زمانی بازار از کارایی تخصیصی برخوردار است که بتواند به بهترین وجه سرمایه های موجود را در طرح ها و یا شرکت هایی که در اقتصاد کشور دارای مزیت نسبی هستند، قرار دهد. لازمه این کار این است که قیمت‌ها ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند؛ بنابراین، کارایی قیمت‌گذاری<sup>۴</sup> یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به‌شمار می‌آید. بازارهایی که کارایی عملیاتی بیشتری دارند، از سرعت، دقت و تسهیل مبادلات بیشتری برخوردار هستند و هزینه انجام معاملات در پایین‌ترین سطح ممکن انجام می‌گیرد. این نوع کارایی، منجر به

<sup>1</sup> Allocational Efficiency

<sup>2</sup> Operational Efficiency

<sup>3</sup> Informational Efficiency

<sup>4</sup> Pricing Efficiency

افزایش سرعت نقد شوندگی دارایی‌ها (اوراق بهادار) خواهد شد (Frankfurter & Mcgoun, 1996: 61). برای حصول این اهداف نیاز به تدوین و تنظیم قانون جامع بازار سرمایه، اطمینان از اجرای کامل قوانین و مقررات است. دولت، می‌تواند معاملات بازارهای مالی را با وضع قوانین منع تقلب، تدلیس و استفاده نادرست از اطلاعات و پیش‌بینی مجازات‌های کیفری و مدنی برای خاطیان، تحت نظارت قرار دهد. علاوه بر این دولت با کنترل و نظارت بر ناشرین و صادرکنندگان دارایی‌های مالی، در سرمایه‌گذاران اطمینان ایجاد کند تا آسوده خیال در بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از نهادهای مهم در بازار سرمایه کشور، در سرمایه‌گذاری مشارکت نمایند و زمینه پیشرفت‌های اقتصادی را فراهم نمایند. اطلاع‌رسانی و شفاف‌سازی در بازار سرمایه تمامی نهادهای فعال در این بازار و به طور مشخص بورس‌ها، واسطه‌های مالی و ناشران اوراق بهادار را در بر می‌گیرد. سازمان بورس اوراق بهادار برای بازرسی، کشف حقایق و جرائم در حوزه بازار سرمایه و به خصوص نهادهای مالی، باید اختیارات قانونی داشته باشد.

بنابراین شفافیت و نظارت در بازارهای مالی و به‌خصوص شاخه‌های جدید آن ضرورت دارد و روز به روز باید افزایش یابد. در نتیجه قانونگذاران با سوالات زیادی روبه‌رو می‌شوند. چگونه باید قوانین مدیریت سرمایه را بازنگری کرد تا اطمینان حاصل شود که این حیطه از این پس کمتر موجب بزرگنمایی صعودها و نزول‌های سایر بخش‌ها خواهد شد؟ چگونه در عوض اینکه تنها نگران ریسک شرکت‌ها به شکل مجزا باشند، ریسک کلی یک بخش اقتصادی را کنترل کنند؟

به طور کلی تدوین و اجرای قانون مناسب، از طریق بازار سرمایه کارا بستر لازم را برای توسعه اقتصادی کشور فراهم می‌کند. با توجه به اینکه در قانون جدید دستگاه نظارتی به عنوان یک سازمان مستقل از بورس در نظر گرفته شده است، تا حدی از عدم اطمینان‌ها نسبت به نظارت بر بازار بورس می‌کاهد. اجرای بهینه قانون می‌تواند بسیاری از کارکردها و ساز و کارهای حاکم در درون محیط بازار را بهبود بخشیده و سطح اثرگذاری بورس بر محیط اقتصاد کلان کشور را تغییر دهد. قانون جدید بورس و بازار سرمایه از آنجایی که بر

افزایش سرمایه شرکت‌ها، افزایش ترانزنامه‌ها و بهره‌وری شرکت‌ها از منابع مالی مبتنی است، باید باعث رشد بازار سرمایه و افزایش تولید و سرمایه‌گذاری گردد. بنابراین ارزیابی و اطلاع از بازتاب نقش قانون در محیط بازار سرمایه می‌تواند در جهت بازنگری احتمالی مفید واقع گردد.

هدف کلی در این تحقیق، ارزیابی عملکرد بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های قبل و بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار براساس شاخص‌های فدراسیون جهانی بورس‌ها است. برای این منظور شاخص‌های مورد توجه فدراسیون جهانی بورس‌ها در زمان قبل و بعد از تصویب قانون جدید بورس ایران مورد مقایسه قرار می‌گیرد. برای رسیدن به اهداف کلی تحقیق، عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از اجرای قانون جدید مقایسه و ارزیابی می‌گردد و سپس با سایر بازارها در کشورهای جهان در زمان اجرای قانون قدیم و جدید مورد مقایسه و ارزیابی قرار می‌گیرد. ارزیابی عملکرد می‌تواند نقاط قوت و ضعف قوانین را در شرایط اجرا و پیامدهای آن در بازار سرمایه را نشان دهد و با توجه به تغییر و تحولات بازارهای سرمایه جهانی، در به‌روزرسانی قوانین بازار سرمایه کشور و بازنگری، بستر مناسب فراهم گردد که در نهایت می‌تواند اثرات قانون اصلاحی را مورد نقد و بررسی قرار داده و در جریان تصمیم‌گیری‌ها و تدوین هر نوع سیاست اصلاحی در این عرصه فضای بیشتری را فراهم آورد و به عنوان ابزار مناسب در تبیین روندهای موجود و در پیش‌بینی روندهای آتی به کار آید و زمینه سیاست‌گذاری موثر و مناسب را توسط برنامه‌ریزان و سیاست‌گذاران فراهم آورد.

### پیشینه و مبانی نظری تحقیق

بازار مالی، بازار رسمی و سازمان‌یافته‌ای که در آن عملیات انتقال وجوه از افراد و واحدهایی که با مازاد منابع مالی مواجه هستند به افراد و واحدهای متقاضی منابع صورت می‌گیرد. پویایی و خلاقیت از ویژگیهای عمده بازارهای مالی است و هر روز بنا به ضرورت ابزارهای مالی جدیدی طراحی و عرضه می‌شود. (رهنمای رودپشتی، ۱۳۷۷، شماره ۸۹)

یکی از اصلی ترین عوامل شکل گیری بازار سرمایه وجود قوانین به روز و مناسب با شرایط بازار سرمایه می باشد. کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته همواره در پی اصلاح ساختارهای قانونی و اجرا دقیق آن در بازارهای سرمایه بالانحص بازارهای اوراق بهادار هستند.

بدنبال سقوط بازار سهام آمریکا در سال ۱۳۲۹، رکود بزرگ در دهه ۱۹۳۰ و بدنبال سوء استفاده های آن زمان، ساختار نظارت در ایالت متحده تدوین گردید. در بورس آمریکا افزون بر مقررات نهادهای مالی، سه شکل دیگر از نظارت اغلب بر عهده دولت فدرال است و دولت ایالتی نقشی ثانوی در آنها را بر عهده دارد. نظر به توجه ایالت متحده به مقررات افشاگری، مقررات مربوط به آن در دو قانون مهم: قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ درج گردیده است. این قوانین در دوره های مختلف دستخوش اصلاح شده اند. قانون اوراق بهادار بیش از هر چیز به توزیع اوراق بهادار جدید مربوط شده و دو هدف را دنبال می کند. نخست، این قانون ضروری می دارد که سرمایه گذاران از اطلاعات کافی و دقیق در باره اوراق بهادار توزیع شده بین عامه مردم باخبر شوند. دوم، این قانون اقدامات و اعمال فریبکارانه اطلاعات نادرست و کلاه برداری در فروش اوراق بهادار را غیر قانونی و ممنوع می داند. (عبده تبریزی، ۱۳۷۶: ۷۶)

بعد از بحران بانکداری آسیا و مشکلات تشخیص داده شده در سیستم های بانکداری، بسیاری از کشورها اصلاحات وسیعی را در نظام بانکداری و بازارهای سرمایه خواستار شدند تا بتوانند سرمایه را بطور موثر در یک سیستم مبتنی بر بازار بسیج کنند. در نتیجه در دهه ۱۹۹۰ سیاست گذاران توجه خود را به ساختن بازارهای مالی مبتنی بر بازار معطوف کردند و سنگ بنای این ساختار نیاز به قوانین و مقررات مناسب و کافی بود. در طی دهه ۱۹۹۰ بازارهای نوظهور گامهای بلندی را برای بهبود و اصلاح چارچوبهای قانونی و تنظیمی و تاسیس سازمانها و نهادهای لازم برای تنظیم و نظارت بر بازارهای سرمایه برداشتند.

چارچوب کشورهای در حال توسعه در ساخت استانداردها و موسسات و نهادهای تنظیمی بر اساس افشا و آشکار سازی بود که شامل فرمول بندی قوانین و مقررات جدید یا



اصلاح شده اوراق بهادار می باشد. بطور مشابه تعداد کثیری از کشورها، کمیسیونهای مستقل را برای تنظیم و نظارت بر بازارهای سرمایه تاسیس و تقویت کردند. علاوه بر آن برخی از کشورها تشکیل سازمانهای خود انتظام SROs<sup>1</sup> را گسترش دادند. پیشبرد قابل توجه این تلاش ها به فرمول بندی و تدوین قوانین و مقررات اصلاح شده منتهی شد. (Carmichael: 2002, 139)

گرچه در ابتدا راههای ابتکاری قانونی و تنظیمی روی تقویت مکانیزم های بازار برای افزایش بهتر اطلاعات تاکید داشته اند، لیکن در سال های اخیر بازارهای نو ظهور بر بهبود و اصلاح حقوق سهامدار اقلیت و نظارت شرکتی متمرکز شده اند. در سپتامبر ۱۹۹۸، ۳۰ اصل قوانین و مقررات اوراق بهادار توسط سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار IOSCO<sup>2</sup> محل تبادل نظر جهانی منتشر شد. اعضای این کمیسیون بر این اعتقادند که پایه و اساس برای یک سیستم موثر، تنظیم و نظارت بر بازارهای اوراق بهادار و بازارهای مشتقه می باشد. این اسناد سه هدف: (۱) محافظت از سرمایه گذاران، (۲) تضمین بازارهای منصفانه، عادلانه، موثر و شفاف و (۳) کاهش ریسک منظم را برای قوانین و مقررات اوراق بهادار تنظیم می نمایند (Pomerleano, 2002: 146)

بطور کلی می توان بیان کرد فلسفه وجود بازار مالی این است که وجوه را از واحدهایی که وجه مازاد دارند، به واحدهایی انتقال دهد که به وجه نقد نیازمندند. این واحدها نیز وجوه اخذ شده را در امر تولید سرمایه گذاری می کنند؛ بنابراین، بر ثروت جامعه افزوده می شود. اجزای یک سیستم مالی ابتدا شامل نهادهای مالی که همان بازیگران مالی هستند، می شود. موسسات بیمه، موسسات سرمایه گذاری، اعتباری، تامین سرمایه، خدماتی، مشاوره طراحی و موسسات لیزینگ نیز جزو این بازیگران می باشند. دوم، بازارهای مالی می باشند نظیر محیط های بازی که شامل بازارهای رسمی (بورس)، غیررسمی (فرا بورس)، بازارهای پولی (سررسید کوتاه مدت) و بازارهای سرمایه (سررسید میان مدت و بلندمدت) می شوند. سومین جزء از سیستم های مالی، ابزارهای مالی هستند که شامل ابزار سرمایه ای مانند سهام

1 Self-Regulatory Organizations

2 International Organization of Securities Commissions

و ابزارهای مالی بدهی می شود مانند اوراق قرضه و انواع وامها. چهارم، قوانین و مقررات مالی، شامل قوانین مربوط به نظام عملیات نهادهای مالی و بازارهای مالی است. پنجمین بخش از سیستم های مالی، موضوع نظارت بر اجرای قوانین و مقررات است. مثل نظارت بر عملیات بانکها، بیمه، شرکتهای، صندوق های سرمایه گذاری و موسسات خدمات. (شایان آرانی، ۱۳۸۳)

از این منظر مقررات بازار سرمایه را به عنوان یکی از اجزاء سیستم مالی می توان در مقررات افشاگری، مقررات فعالیت مالی، مقررات نهادهای مالی و تنظیم فعالیت مشارکت کنندگان خارجی نهادینه کرد.

مقررات افشاگری شکلی از نظارت بر بازار است که از ناشران اوراق بهادار خواسته می شود مقادیر زیادی اطلاعات مالی را در اختیار سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه بگذارند. مقررات فعالیت مالی شامل مقرراتی درباره دادوستد کنندگان اوراق بهادار و معاملات بازارهای مالی است. مقررات نهادهای مالی نوعی از نظارت دولت است که فعالیت این نهادها را در عرصه هایی حیاتی چون وام دادن و تامین وجوه محدود می کند. تنظیم فعالیت مشارکت کنندگان خارجی شکلی از فعالیت دولت است که نقش بنگاه های خارجی را در بازار داخلی و مالکیت و نظارت آنها بر نهادهای مالی را محدود می کند. (عبده تبریزی، ۱۳۷۶: ۷۴)

از سویی دیگر افزایش کارایی بازار مالی هدف اولیه سیاستگذاران و قانونگذاران بازار است (Lev Barrch, 1998: 20). بازار سهام افزون بر تأمین نقدینگی برای سهام صادرشده شرکتها، وظیفه مهم تری نیز بر عهده دارد و آن ارزیابی مداوم شرکتها و تخصیص وجوه بین آنها است (Man, 1993: 20).

چنانچه اطلاعات به موقع، مربوط، با اهمیت، کامل و قابل فهم نباشد سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد. از این رو نهادهای ناظر بر بازارهای اوراق بهادار به منظور شفاف کردن بازار، فراهم آوردن امکان دسترسی یکسان فعالان بازار به اطلاعات و به طور کلی ایجاد بازاری شفاف و منصفانه برای دادوستد اوراق بهادار قوانین، مقررات،

آیین‌نامه و دستورالعمل‌های متعددی تدوین کرده‌اند. اطلاع‌رسانی و شفاف‌سازی در بازار سرمایه تمامی نهادهای فعال در این بازار و به طور مشخص بورس‌ها، واسطه‌های مالی و ناشران اوراق بهادار را در بر می‌گیرد.

بورس‌ها ملزمند تا اطلاعاتی همچون آمار مربوط به دادوستد اوراق بهادار شامل قیمت‌ها و حجم دادوستد را به صورت روزانه در اختیار علاقه‌مندان قرار دهند و فهرست اوراق پذیرفته شده و نهادهای معاملاتی بسته را منتشر سازند. واسطه‌های مالی نیز ملزم به دراختیار قرار دادن اطلاعاتی همچون حساب مشتریان، کفایت سرمایه و عملکرد ادواری خود به نهادهایی همچون کانون‌ها و بورس‌ها هستند. ناشران اوراق بهادار موظف‌اند تا مطابق قوانین و مقررات بورس‌های محل پذیرش اطلاعات عملکرد خود را به صورت ادواری منتشر سازند و در مورد لزوم به افشای سریع اطلاعات مهم مبادرت ورزند. عکس‌العمل در مواجهه با شایعات نیز از دیگر اقدامات موثر ناشران است که در بازارهای سرمایه پیشرو جامعه عمل می‌پوشد. مقام ناظر در بازار سرمایه بر روند نشر اطلاعات و اخبار نظارتی فراگیر و مداوم دارد و با توجه به قوانین و مقررات به تنبیه متخلفان می‌پردازد.

"نارسایی بازار" دولت‌ها را بر آن داشته است که قوانین و مقرراتی را برای مقاصد مختلف مانند: ۱) جلوگیری از این که ناشران اوراق بهادار سرمایه‌گذاران را با پنهان داشتن اطلاعات مربوط فریب دهند، ۲) ترویج رقابت و انصاف در داد و ستد اسناد مالی، ۳) کمک به ثبات نهادهای مالی، ۴) محدود کردن فعالیت صاحبان منافع خارجی در بازارها و نهادهای داخلی و ۵) نظارت بر سطح فعالیت اقتصادی با هر یک از این مقولات نوعی از نظارت سازگاری، تدوین می‌شود (Fabozzi, 1994).

قانون جدید بازار اوراق بهادار ایران نیز توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی در بازار مزبور داشته و برخلاف سلف خود، بازار اولیه را نیز از این مهم مستثنا نگذاشته است. به هر روی تدوین مقررات مربوط به اطلاع‌رسانی در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار و توسعه نرم‌افزاری و سخت‌افزاری سازوکارهای نظارتی از الزامات بهینه‌سازی روند

اطلاع‌رسانی در بازار سرمایه ایران به شمار می‌رود که در چارچوب ساختار جدید بازار اوراق بهادار امکان تحقق و بروز بیشتری یافته‌اند.

قبل از اعمال قانون جدید، بورس تهران متأثر از ساختار دولتی، در تحقق بخشیدن به یکی از وظایف مهم یعنی نزدیک کردن قیمت‌های بازار به ارزش ذاتی سهام ناتوان بوده است و به دلیل مشکلات ساختاری قادر به نقش آفرینی موثر در سرمایه‌گذاری‌های مولد که به رشد اقتصادی مطلوب منتهی و بستر توسعه اقتصادی را هموار سازد، نبوده است. در این بازار تخصیص بهینه منابع در فرآیند عرضه و تقاضای منابع مالی، موضوعیت نداشته تا بیشترین بخش سرمایه به سمت پر بازده ترین و سودآورترین فعالیت‌ها هدایت شود. تحقق چنین امری مستلزم انتقال سریع و فوری کلیه اطلاعات بازار با حداقل هزینه به همه عوامل بازار است تا هیچ یک از عوامل امکان دستیابی به اطلاعات روزافزون بر دیگران را در جهت کسب منافع بیشتر به دست نیاورد. برای غلبه بر فقدان انتظام و انسجام درونی نظام اقتصاد دولتی قانون جدید بازار اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بازار سرمایه، شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت بورس کالای ایران به عنوان بازوهای اجرایی بازار سرمایه تشکیل و به ایفای وظایف و اختیارات خود در چارچوب قانون مزبور می‌پردازند.

در این راستا نهادهای مالی مختلفی از قبیل شرکت‌های تأمین سرمایه شکل گرفته است و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ضمن اخذ مجوز تاسیس، در جهت تجهیز پس‌انداز خرد و سرمایه‌گذاری در بورس راه‌اندازی شده‌اند. جرایم و تخلفات در بازار سرمایه در جهت افزایش شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی در بورس پیگیری می‌شود. همچنین در جهت ارتقای سرعت اطلاع‌رسانی و انعکاس آنها به عموم در بورس، دریافت مکانیزه اطلاعات از ناشران با استفاده از نرم افزارهای پیشرفته آغاز شده است. لذا به منظور نظام مند کردن فعالیت‌های مرتبط با بازار سرمایه مقررات مختلفی توسط شورا و سازمان بورس تصویب و به اجرا گذاشته شده است. بنابراین انتظار می‌رود که اجرای قوانین جدید، موجب شفاف سازی و اطلاع رسانی در خصوص بازار سهام و تشریح وضعیت آن شده باشد و در نهایت موجب

تغییرات در شاخص شرکتهای برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام شده باشد.

اولین قانون بورس در ایران مربوط به سال ۱۳۴۵ است. از نیمه دوم سال ۱۳۵۷، هم‌زمان با اعتصاب و مبارزات مردم، معاملات این بازار به دلیل بی‌اعتمادی به دولت و وضع مالی شرکت‌ها، فرار سرمایه، با سقوط قیمت سهام و کاهش معاملات روبرو شد و این روند به دلیل افزایش تورم، ملی شدن بانک‌ها، وقوع جنگ تحمیلی و مشخص نبودن مالکیت سهام ادامه پیدا کرد، به طوری که معامله سهام و اوراق مشارکت تا سال ۱۳۶۱ تقریباً متوقف شد. در سال ۱۳۶۲ تا حدودی تقاضا برای سهام وجود داشت، ولی به دلیل پایین بودن قیمت‌های پیشنهادی خریداران، عرضه‌کنندگان چندان زیاد نبودند. در سال ۱۳۶۳، به دنبال تصمیم شورای بورس مبنی بر واگذاری تعدادی از کارخانجات صنعتی دولت به بخش خصوصی، مبادلات سهام اندکی افزایش یافت و تا سال ۱۳۶۷ افزایش حجم معاملات ادامه یافت. بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۶۸ در چارچوب سیاست‌های دولت و به منظور اجرای بخشی از برنامه پنج ساله توسعه اقتصادی و به دنبال سیاست خصوصی‌سازی و انتقال سهام شرکت‌ها به مردم از طریق بورس اوراق بهادار، فعالیت مجدد خود را به طور گسترده‌ای آغاز کرد. بورس تهران در سال ۷۲ با حضور در اجلاس مکزیک مورد پذیرش فدراسیون جهانی بورس‌های بین‌المللی<sup>۱</sup> قرار گرفت. با توجه به ایجاد پیشرفت و توسعه در زمینه‌های اقتصادی و نیاز به تدوین قانون جدید، در سال ۱۳۸۴ قانون جدید بازار اوراق بهادار و ایجاد سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب و از سال ۱۳۸۵ به اجرا درآمده است.

نظر به اینکه قانون جدید مطابق با شرایط امروز بازار، اقتصاد کشور و در جهت بهبود شرایط محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران تصویب و اجرا شده است، انتظار می‌رود که اجرای قانون جدید در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران، توانسته باشد شاخص‌های بازار سرمایه کشور را بهبود بخشد. از سویی دیگر ضرورت خاص بازار مالی کشور و ناشناخته بودن بین عوامل و متغیرهای تأثیرگذار بر این بازار، انجام بررسی‌های متفاوتی را

<sup>۱</sup> WFE

ایجاب می کند، در نتیجه برای ارزیابی عملکرد و نقش و تاثیر قانون جدید بر شاخص های بازار سرمایه به انجام تحقیقات مختلف نیاز است. بنابراین این تحقیق برای پاسخ به این سوال که: "آیا تدوین و اجرای قانون جدید در محیط عملیاتی بازار سرمایه ایران منجر به بهبود شاخص های بازار سرمایه شده است؟" انجام گرفته است.

### روش شناسی تحقیق

برای اجرای تحقیق، طرح های تحقیق مختلفی وجود دارد که با توجه به شرایط و ماهیت تحقیق طرح ریزی می شوند. طرح تحقیق پژوهش حاضر مطالعه موردی یک مرحله ای است از نوع مطالعه یک گروهی آزمایشی است که برای کنترل اثر متغیر زمان و شرایط اقتصاد جهانی، از شاخص های کشورهای دیگر به عنوان گروه های شاهد استفاده می کند. دلیل استفاده از این طرح نابسند بودن شرایط تحقیق برای کنترل متغیرهای ناشناخته تحقیق است. (شریفی، ۱۳۷۷: ۴۸۶) روش تحقیق بر اساس هدف کاربردی و با توجه به روش علی مقایسه ای انجام گرفته است. جامعه آماری تحقیق را بورس های جهان و عضو فدراسیون جهانی بورس ها تشکیل می دهد و تمامی اعضای جامعه آماری که اطلاعات آنها در دسترس بوده است در تحقیق مورد ارزیابی قرار گرفته اند. بنابراین در انتخاب گروه تحقیق، کشورهای انتخاب شده است که حداقل در چند متغیر و دوره مورد مطالعه دارای داده بوده باشند. انتخاب سال ها به عنوان نمونه نیز هدفدار است. برای مقایسه عملکرد شاخص ها در دوره های قبل و بعد از قانون، سالها طوری انتخاب شده است که تقریباً برابر باشند. دلیل این انتخاب تلاش برای حذف سایر شرایط که با زمان مرتبط است، می باشد. اطلاعات آماری به دامنه زمانی بهمن ماه سال ۱۳۸۲ تا پایان دیماه سال ۱۳۸۷ محدود است. این اطلاعات از اسناد و مدارک موجود در سایت فدراسیون جهانی بورس ها گردآوری شده است که این روش جزو منابع ثانویه است. به طور کلی ابزار گردآوری تحقیق حاضر را منابع ثانویه شامل مطالعات کتابخانه و اسناد سازمانی تشکیل می دهد. برای مقایسه تاثیر قانون جدید بورس ایران از شاخص های: شرکت های برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام،

عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام انتخاب شده است. همه این متغیرها با مقیاس نسبتی اندازه گیری شده است. با توجه به اینکه این اطلاعات آماری و داده ها از فدراسیون جهانی بورس ها استخراج شده است، دارای اعتبار ارزیابی می شود و با توجه به اینکه متغیرهای تحقیق براساس واحدهای اندازه گیری استاندارد گردآوری شده و با استفاده از فرمول های خاص آن شاخص و نسبت ها سنجش شده است، دارای روایی ارزیابی می گردد. شاخص های گرایش مرکزی و شاخص های پراکندگی با استفاده از آمار توصیفی، محاسبه و تجزیه و تحلیل شده است. همچنین از آمار استنباطی برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها استفاده شده و در مورد فرضیه تعبیر و تفسیر صورت گرفته است. با توجه به ماهیت موضوع و روابط بین متغیرها، مناسب ترین آزمون برای پاسخ به فرضیه های تحقیق، آزمون مقایسه میانگین یا میانگین رتبه است. در نتیجه برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های تحقیق از آزمون های مقایسه میانگین دو جامعه و چند جامعه استفاده شده است. در صورت وجود اختلال در مفروض های آزمونهای پارامتریک از آزمون های ناپارامتریک که نیازی به رعایت مفروضه ها، استفاده شده است.

### تجزیه و تحلیل یافته ها و آزمون فرضیه های تحقیق

در این پژوهش سه فرضیه و هر فرضیه در باره پنج متغیر آزمون شده است. با توجه به اینکه هدف مطالعه مقایسه میانگین یک متغیر در چند جامعه با یکدیگر است، بنابراین برای ارزیابی تفاوت یا عدم تفاوت هر یک از متغیر در دو جامعه آماری از آزمون مقایسه میانگین و میانگین رتبه استفاده شده است. دلیل استفاده از میانگین رتبه نیز اختلال در مفروضه های آزمون مقایسه میانگین است که در فرضیه اول علاوه بر اجرای آزمون میانگین برای اطمینان بیشتر از آزمون میانگین رتبه نیز استفاده شده است.

فرضیه اول تحقیق بیان می کند که: "بین عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصویب قانون تفاوت معناداری وجود دارد." برای پاسخ به فرضیه، فرضیه صفر و تحقیق به صورت های زیر بیان و مورد آزمون قرار گرفته است.

فرضیه صفر: بین عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصویب قانون تفاوت معناداری وجود ندارد.  
فرضیه تحقیق: بین عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصویب قانون تفاوت معناداری وجود دارد.

$$\begin{cases} H0: \text{meanX(Before)} - \text{meanX(After)} = 0 \\ H1: \text{meanX(Before)} - \text{meanX(After)} \neq 0 \end{cases}$$

این فرضیه در مورد پنج متغیر شامل: شاخص شرکت های برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام انجام گرفته است. نتایج آزمون در جداول شماره ۱ و ۲ نمایش داده شده است. نتایج آزمون مقایسه میانگین نشان داده است که سرعت گردش سهام در قبل از اجرای قانون جدید به صورت معنی دار بیشتر بوده است. این نتیجه همچنین با مقایسه میانگین رتبه نیز تأیید شده است. بنابراین اجرای قانون جدید در بورس ایران، با ۹۹ درصد اطمینان موجب کاهش معنادار در درصد تغییرات سرعت گردش سهام شده است.

مقایسه میانگین درصد تغییرات شاخص ۵۰ شرکت فعال نشان داده است که درصد تغییرات این شاخص هر چند در قبل از اجرای قانون جدید بیشتر بوده است، اما این تفاوت به صورت معنادار نیست. این نتیجه همچنین با مقایسه میانگین رتبه نیز تأیید شده است. بنابراین اجرای قانون جدید در بورس ایران موجب ایجاد تفاوت معنادار در درصد تغییرات شاخص ۵۰ شرکت فعال نشده است.

مقایسه میانگین درصد تغییرات شاخص کل قیمت سهام نشان داده است که درصد تغییرات این شاخص هر چند در بعد از اجرای قانون جدید بیشتر بوده است، اما این تفاوت به صورت معنادار نیست. این نتیجه همچنین با مقایسه میانگین رتبه نیز تأیید شده است. بنابراین اجرای قانون جدید در بورس ایران موجب ایجاد تفاوت معنادار در درصد تغییرات شاخص کل قیمت سهام نشده است و به عبارتی میانگین وزنی بازدهی سهام در دوره قبل و بعد از اجرای قانون دارای تفاوت معنادار نمی باشد.

مقایسه میانگین درصد تغییرات شاخص عرضه اولیه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این شاخص در دو دوره قبل و بعد از اجرای قانون جدید در بورس ایران تفاوت



محسوسی نداشته است. این نتیجه همچنین با مقایسه میانگین رتبه نیز تأیید شده است. بنابراین اجرای قانون جدید در بورس ایران موجب ایجاد تفاوت معنادار در درصد تغییرات شاخص عرضه اولیه سهام نشده است.

مقایسه میانگین درصد تغییرات شاخص عرضه ثانویه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این شاخص در دو دوره قبل و بعد از اجرای قانون جدید در بورس ایران تفاوت محسوسی نداشته است. این نتیجه همچنین با مقایسه میانگین رتبه نیز تأیید شده است. بنابراین اجرای قانون جدید در بورس ایران موجب ایجاد تفاوت معنادار در درصد تغییرات شاخص عرضه ثانویه سهام نشده است.

جدول (۱): مقایسه میانگین شاخص های بورس ایران در دوره قبل و بعد از اجرای قانون جدید

آزمون مقایسه میانگین			میانگین مشاهده شده			شاخص های مورد بررسی
تفاوت میانگین	سطح خطا	درجه آزادی	آماره t	دوره بعد	دوره قبل	
0.07845	0.000	58	6.369	0.18469	0.26314	سرعت گردش سهام
1.93357	0.185	53	1.343	-1.74500	0.18857	شاخص شرکت های برتر
-0.13024	0.890	53	-0.139	-0.00062	-0.13087	شاخص کل قیمت سهام
-0.00193	0.986	36	-0.018	0.12818	0.12625	عرضه اولیه سهام
-0.22030	0.674	36	-0.424	0.79455	0.57425	عرضه ثانویه سهام

جدول (۲): مقایسه میانگین رتبه شاخص های بورس ایران در دوره قبل و بعد از قانون جدید

میانگین رتبه مشاهده شده		تعداد مشاهده ها		سطح خطا	آماره Z	شاخص های مورد بررسی
بعد از قانون جدید	قبل از قانون جدید	بعد از قانون جدید	قبل از قانون جدید			
20.94	43.00	34	26	.000	-4.849	سرعت گردش سهام
27.41	28.83	32	23	.746	-.324	شاخص شرکت های برتر
29.22	26.30	32	23	.506	-.665	شاخص کل قیمت سهام
17.45	22.31	22	16	.107	-1.613	عرضه اولیه سهام
17.09	22.81	22	16	.117	-1.567	عرضه ثانویه سهام

فرضیه دوم تحقیق بیان می کند که: "بین عملکرد بورس اوراق بهادار تهران بعد از تصویب قانون با سایر کشورها تفاوت معناداری وجود دارد." برای پاسخ به فرضیه، فرضیه صفر و تحقیق به صورت های زیر بیان و مورد آزمون قرار گرفته است. با توجه به وجود اختلال شدید در مفروضه های آزمون مقایسه میانگین، برای آزمون این فرضیه از آزمون میانگین رتبه استفاده شده است.

فرضیه صفر: بین عملکرد بورس اوراق ایران بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها تفاوت وجود ندارد.  
فرضیه تحقیق: بین عملکرد بورس اوراق ایران بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها تفاوت وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0 : \text{mean Rank}(\text{Iran}) - \text{mean Rank}(\text{Others}) = 0 \\ H_1 : \text{mean Rank}(\text{Iran}) - \text{mean Rank}(\text{Others}) \neq 0 \end{cases}$$

این فرضیه در مورد پنج متغیر شامل: شاخص شرکت های برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام انجام گرفته و نتایج در جدول شماره ۳ نمایش شده است. نتایج آزمون مقایسه میانگین رتبه نشان داده است که درصد تغییرات سرعت گردش سهام در بعد از اجرای قانون جدید بورس ایران به صورت معنی دار کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت معنی دار بوده و میانگین رتبه شاخص دیگر کشورها با ۹۹ درصد اطمینان بزرگتر است.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص ۵۰ شرکت فعال نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در بعد از اجرای قانون جدید بورس ایران هر چند کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است اما این تفاوت معنی دار نیست. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت وجود ندارد.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص کل قیمت سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در بعد از اجرای قانون جدید بورس ایران هر چند کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است اما این تفاوت معنی دار نیست. بنابراین

بین میانگین رتبه این شاخص در بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت وجود ندارد.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص عرضه اولیه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در بعد از اجرای قانون جدید بورس ایران به صورت معنی دار کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت معنی دار بوده و میانگین رتبه شاخص دیگر کشورها با ۹۹ درصد اطمینان بزرگتر است.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص عرضه ثانویه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در بعد از اجرای قانون جدید بورس ایران به صورت معنی دار بزرگتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در بعد از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت معنی دار بوده و میانگین رتبه شاخص ایران با ۹۹ درصد اطمینان بزرگتر است.

جدول (۳): مقایسه میانگین رتبه شاخص های بورس ایران در دوره بعد از قانون جدید و همزمان در دیگر کشورها

شاخص های مورد بررسی	آماره Z	سطح خطا	تعداد مشاهده ها		میانگین رتبه مشاهده شده	
			بعد از قانون جدید ایران	همزمان در دیگر	بعد از قانون جدید ایران	همزمان در دیگر کشورها
سرعت گردش سهام	-7.335	.000	34	840	126.18	450.10
شاخص شرکت های برتر	1.187	.235	32	770	353.88	403.48
شاخص کل قیمت سهام	-.830	.407	32	792	378.27	413.88
عرضه اولیه سهام	2.247	.025	22	525	204.09	276.93
عرضه ثانویه سهام	2.411	.016	22	513	345.36	264.68

فرضیه سوم تحقیق بیان می کند که: "بین عملکرد بورس اوراق بهادار تهران قبل از تصویب قانون با سایر کشورها تفاوت معناداری وجود دارد." برای پاسخ به فرضیه، فرضیه صفر و تحقیق به صورت های زیر بیان و مورد آزمون قرار گرفته است. با توجه به وجود

اختلال شدید در مفروضه های آزمون مقایسه میانگین، برای آزمون این فرضیه از آزمون میانگین رتبه استفاده شده است.

فرضیه صفر: بین عملکرد بورس اوراق ایران قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها تفاوت وجود ندارد.  
فرضیه تحقیق: بین عملکرد بورس اوراق ایران قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها تفاوت وجود دارد.

$$\left\{ \begin{array}{l} H0 : \text{mean Rank(Iran)} - \text{mean Rank(Others)} = 0 \\ H1 : \text{mean Rank(Iran)} - \text{mean Rank(Others)} \neq 0 \end{array} \right.$$

این فرضیه در مورد پنج متغیر شامل: شاخص شرکت های برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام انجام گرفته و نتایج در جدول شماره ۴ نمایش داده شده است. نتایج آزمون مقایسه میانگین رتبه نشان داده است که درصد تغییرات سرعت گردش سهام در قبل از اجرای قانون جدید بورس ایران به صورت معنی دار کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت معنی دار بوده و میانگین رتبه شاخص دیگر کشورها با ۹۹ درصد اطمینان بزرگتر است.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص ۵۰ شرکت فعال نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در قبل از اجرای قانون جدید بورس ایران هر چند کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است، اما این تفاوت معنی دار نیست. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت وجود ندارد.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص کل قیمت سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در قبل از اجرای قانون جدید بورس ایران هر چند کوچکتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است اما این تفاوت معنی دار نیست. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت وجود ندارد.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص عرضه اولیه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در قبل از اجرای قانون جدید بورس ایران هر چند بزرگتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است اما این تفاوت معنی دار نیست. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت وجود ندارد.

مقایسه میانگین رتبه درصد تغییرات شاخص عرضه ثانویه سهام نشان داده است که درصد تغییرات این متغیر در قبل از اجرای قانون جدید بورس ایران به صورت معنی دار بزرگتر از میانگین رتبه این متغیر در کشورهای دیگر و در همان زمان است. بنابراین بین میانگین رتبه این شاخص در قبل از اجرای قانون جدید و سایر کشورها در آن دوره تفاوت معنی دار بوده و میانگین رتبه شاخص ایران با ۹۹ درصد اطمینان بزرگتر است.

جدول (۴): مقایسه میانگین رتبه شاخصهای بورس ایران و دیگر کشورها در دوره قبل از قانون جدید

شاخص های مورد بررسی	آماره Z	سطح خطا	تعداد مشاهده ها		میانگین رتبه مشاهده شده	
			قبل از قانون جدید ایران	همزمان در دیگر کشورها	قبل از قانون جدید ایران	همزمان در دیگر کشورها
سرعت گردش سهام	-4.860	.000	26	650	155.98	345.80
شاخص شرکت های برتر	-1.514	.130	23	550	235.78	289.14
شاخص کل قیمت سهام	-1.792	.073	23	564	231.89	296.53
عرضه اولیه سهام	-1.211	.226	16	378	228.72	196.18
عرضه ثانویه سهام	-4.937	.000	16	385	338.63	195.28

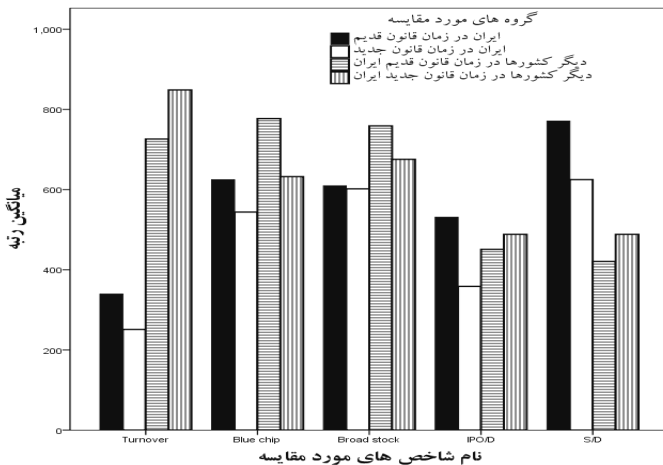
با توجه به اینکه متغیرهایی بر کنترل وجود ندارد تا تاثیر اجرای قانون جدید مورد ارزیابی قرار گیرد، بنابراین برای نتیجه گیری بهتر شاخص های مورد آزمون در بالا در سایر کشورها نیز در دوره همزمان با قانون قدیم و جدید ایران مقایسه شده است. در این بررسی نیز به دلیل وجود اختلال شدید در مفروضه های آزمون مقایسه میانگین از آزمون میانگین رتبه استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول شماره ۵ نشان داده شده است. نتایج آزمون مقایسه

میانگین رتبه نشان داده است که درصد تغییرات سرعت گردش سهام، درصد تغییرات عرضه اولیه سهام و درصد تغییرات عرضه ثانویه سهام سایر کشورها در زمان اجرای قانون قدیم در ایران به صورت معنی دار کوچکتر از زمان اجرای قانون جدید در ایران بوده است. تفاوت میانگین رتبه درصد تغییرات سرعت گردش سهام و درصد تغییرات عرضه ثانویه سهام با ۹۹ درصد اطمینان و درصد تغییرات عرضه اولیه سهام با ۹۵ درصد اطمینان افزایش یافته است.

جدول (۵): مقایسه میانگین رتبه شاخص های بورس دیگر کشورها همزمان با قبل و بعد از قانون جدید در ایران

میانگین رتبه مشاهده شده		تعداد مشاهده ها		سطح خطا	آماره Z	شاخص های مورد بررسی
دیگر کشورها همزمان با بعد	دیگر کشورها همزمان با قبل	دیگر کشورها همزمان با بعد از	دیگر کشورها همزمان با قبل از			
797.73	678.00	840	650	.000	-5.327	سرعت گردش سهام
602.37	741.88	770	550	.000	-6.556	شاخص شرکت های برتر
645.51	724.82	792	564	.000	-3.676	شاخص کل قیمت سهام
467.16	430.94	525	378	.028	-2.194	عرضه اولیه سهام
477.66	411.98	513	385	.000	-3.795	عرضه ثانویه سهام

نمودار (۱): مقایسه میانگین رتبه شاخص های مورد بررسی با توجه به گروه کشور و دوره مورد بررسی



## نتیجه گیری و بحث، پیشنهادها

سیستم مالی فعال و سالم یکی از مهمترین بسترهای مورد نیاز توسعه اقتصادی کشورهاست. اجزای سیستم مالی را نهادهای مالی، بازارهای مالی، ابزارهای مالی، قوانین و مقررات مالی و نظارت بر اجرای قوانین و مقررات مالی تشکیل می دهد. مؤسسات سپرده پذیر، مؤسسات بیمه، مؤسسات سرمایه گذاری، مؤسسات اعتباری، مؤسسات تأمین سرمایه و مؤسسات خدماتی و مشاوره مالی از نهادهای فعال در نهادهای مالی هستند. بازارهای مالی نیز به عنوان محیط های معاملاتی این سیستم تلقی شده و از دید انضباط و قانونمندی به صورت بازارهای رسمی (بورس ها) و بازارهای غیررسمی (فرا بورس ها) طبقه بندی می شوند. این بازارها از دید سررسید ابزار مورد معامله به صورت بازارهای پول (سررسید کوتاه مدت) و بازارهای سرمایه (سررسید بلندمدت) تقسیم می شوند. بازارهای مالی از دید طول عمر ابزار مورد معامله نیز به صورت بازارهای اولیه و بازارهای ثانویه طبقه بندی می شوند. ابزارهای مالی هم به عنوان یکی دیگر از اجزای سیستم مالی به صورت ابزار مالی سرمایه ای مثل سهام، ابزار مالی بدهی مثل اوراق قرضه و ابزار مالی مشتقه مثل اختیار معاملات گروه بندی می شود. از سوی دیگر قوانین و مقررات سیستم مالی برای تداوم و تقویت فعالیت این سیستم لازم است، تا امنیت و عدالت به نحوی باشد که پس اندازکنندگان کوچک و سرمایه گذاران بزرگ بتوانند با خیال راحت فعالیت کنند. برای نظارت بر اجرای قوانین و مقررات سیستم مالی نیز سازمان های خاصی در سطوح مختلف مسؤولیت های متفاوتی به عهده دارند. این نهادها صرفاً وظیفه نظارت و نه دخالت در فعالیت ها را بر عهده دارند که نمونه های آن نیز سازمان های نظارت بر عملیات نهادهای مالی، سازمان های نظارت بر عملیات در بازارهای مالی و سازمان های نظارت بر عملیات جذب منابع مالی خارجی است. سابقه فعالیت سیستم مالی در کشورهای مختلف حاکی از آن است که تخلفات و اعمال نفوذهای فراوانی در این سیستم می تواند صورت بگیرد و کارآیی آن را از بین ببرد. یکی از عوامل بسیار مهمی که می تواند بستر مناسب را برای فعالیت سالم این سیستم فراهم آورد و آن را به سمت کارآ شدن هدایت کند، تدوین قوانین و مقررات کارآمد و اعمال نظارت و کنترل

مطلوب و کارآمد بر اجرای آن است. چنانچه نظارت و کنترل مطلوب از سوی نهاد یا نهادهای مناسب اعمال نشود زمینه برای رشد و گسترش انواع تخلف ها آماده شده و این خطرناکترین عنصری است که سیستم مالی را از انجام وظایف محوله آن باز خواهد داشت. بازار بورس ایران به عنوان بازار مالی، امکانات لازم را برای انتقال پس انداز از اشخاص حقیقی و حقوقی به سایر اشخاصی که فرصتهای سرمایه‌گذاری مولد را در اختیار دارند و نیازمند منابع مالی هستند، فراهم کرده و توسعه اقتصادی کشور را از طریق توسعه متوازن بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد امکان پذیر می‌سازد. بازار سرمایه کشور به دلیل وجود خलाهای قانونی و کمبود سیستم های نظارتی مشکلات عمده ای را تجربه کرده است. با توجه به نیاز بخش مالی به ویژه بازار سرمایه کشور به حمایت مناسب در زمینه قوانین و مقررات و ایجاد پیشرفت و توسعه در زمینه های اقتصادی، در سال ۱۳۸۴ قانون جدید بازار اوراق بهادار و ایجاد سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب و از سال ۱۳۸۵ به اجرا درآمده است. اینک پس از گذشت حدود سه سال از اجرای قانون جدید در بورس ایران، عملکرد بورس ایران با استناد به شاخص های شرکت های برتر، شاخص کل قیمت سهام، سرعت گردش سهام، عرضه اولیه سهام و عرضه ثانویه سهام مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسی عملکرد، درصد تغییرات شاخص های اشاره شده در زمان قبل اجرای قانون جدید و پس از اجرای آن مقایسه شده است. برای کنترل عوامل موثر و احتمالی دیگر این شاخص ها در دوره های مشابه با شاخص های سایر کشور نیز مقایسه شده است.

نتایج بررسی نشان داده است که درصد تغییرات سرعت گردش سهام بعد از اجرای قانون در مقایسه با دوره قبل از اجرای آن کاهش یافته است در حالیکه این شاخص در مدت و دوره مشابه در سایر کشورها افزایش یافته است. هر چند قبل از اجرای قانون جدید نیز این شاخص در بورس ایران در مقایسه با سایر کشور ضعیف بوده است. درصد تغییرات شاخص ۵۰ شرکت فعال ایران بعد از اجرای قانون جدید در مقایسه با مدت مشابه با قانون قدیم کاهش داشته است، اما این کاهش معنی دار نبوده است. در ضمن در این مدت این شاخص نیز در سایر کشورها کاهش یافته است.



شاخص کل قیمت سهام بازار بورس ایران در دو دوره قبل و بعد از اجرای قانون جدید تفاوت نداشته و این شاخص در سایر کشورها در دوره مشابه کاهش یافته است. شاخص عرضه اولیه سهام بورس ایران در دوره بعد از قانون جدید کاهش یافته در حالیکه در سایر بورس ها این شاخص افزایش یافته است. همچنین شاخص عرضه ثانویه سهام بورس ایران در دوره بعد کاهش و این شاخص در سایر کشورها افزایش یافته است. این دو شاخص یعنی شاخص عرضه اولیه و ثانویه سهام در دوره قبل از قانون جدید در مقایسه با سایر کشور در حد بالا بوده و شاخص عرضه ثانویه سهام در دوره بعد از اجرای قانون نیز همچنان نسبت به سایر کشورها برتری خود را حفظ کرده است.

با توجه به گذشت زمان کوتاه از اجرای قانون جدید پیشنهاد می شود که در دوره های زمانی آتی تحقیقات مجدد صورت پذیرد و ضمناً تاثیر عوامل دیگر همانند: تغییر دولت در کشور، تحریم های جهانی، شاخص های اقتصادی و ... به صورت همزمان بر شاخص های مورد بحث کنترل و مورد مطالعه قرار گیرند. در این پژوهش عمده ترین محدودیت پائین بودن تعداد مشاهدات بدلیل گذشت زمان کم از اجرای قانون جدید است. هم چنین اطلاعات مربوط به شاخص های مورد مطالعه بعضی از کشور در سایت فدراسیون جهانی درج نشده است. از مهم ترین محدودیت های دیگر تحقیق نبود طرح مناسب برای کنترل عوامل دیگر در عملکرد بورس است.

## منابع و مأخذ

- 1) جهانخانی، علی و حسین عبده تبریزی، (۱۳۷۲)، "نظریه بازار کارای سرمایه"، تحقیقات مالی، سال اول شماره ۱.
- 2) راعی، رضا و تلنگی، احمد، (۱۳۸۳)، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، انتشارات سمت، چاپ اول.

- ۳) رهنمای رود پشتی، فریدون، نقش بازارهای مالی در توسعه اقتصادی کشور، ماهنامه علمی، آموزشی تدبیر دی ۱۳۷۷.
- ۴) شایان آرانی، شاهین، (۱۳۸۳)، "نیاز به فرهنگ سازی برای درک بهتر مهندسی مالی"، ماهنامه تدبیر شماره ۱۵۲.
- ۵) عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۶)، "مبانی بازاها و نهادهای مالی"، انتشارات آگاه، چاپ اول.
- ۶) کرلینجر، فرد، ان، (۱۳۷۴)، "مبانی پژوهش در علوم رفتاری"، مترجمان: حسن پاشا شریفی و جعفر نجفی زند، انتشارات آوای نور، چاپ دوم.
- ۷) هیبیتی، فرشاد و نیکومرام، هاشم و رهنمای رود پشتی، فریدون (۱۳۸۷)، "بازارها و نهادهای مالی"، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، چاپ اول.
- 8) Bellver. A. and Kaufmann. D, (2005), "Transparenting Transparency", Preliminary Draft
- 9) Carmichael, Jeffrey – Pomerleano, Michael (2002) -The Development and Regulation of Non-bank Financial Institutions
- 10) Frankfurter, George m. & Elton g. Mcgoun (1996), Toward Finance with Meaning, The Methodology of Finance: What it is and what it can be, Jai Press Inc.
- 11) Lev Barvch "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting policy" The Accounting Review, vol.63, No 1, 1988.
- 12) Levine, Ross (1998) –Law, Finance.and Economic Growth Journal of Financial Intermediation.
- 13) Man, Z, (1993), "Managcment system of the Islamic share Market, Model and its Implementation in Malaysia", A seminar. Presented in the National Conference on Islamic management, UTM, Jobor Bahru Malasia
- 14) Saunders & Cornet, (2001), "Financial Markets and Institutions" Mcgraw Hill
- 15) Vishwanath T., Kaufmann, D., (1999). "Towards Transparency in Finance and Governance", The World Bank, Draft.
- 16) www.world-exchange.org/WFE

10. Ozair Merav.(2004),” Essays on Growth in expected Earnings ,Returns Models And Equity Valution” A Dissertation From New York University.
11. Ohlson J.A.(1995), “Earnings, Book Value and Dividends”, Contemporary Accounting Research.
12. Ohlson J.A. (1991), “The Theory of Value and Earnings and an Introduction to the Ball-Brown Analysis”, Contemporary Accounting research.
13. Ohlson J.A. ,(2001) “Earnings, Book Value and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective”. Contemporary Accounting Research.
14. Ohlson J.A. (2003) , “On Accounting-Based valuation Formulae”, Working Paper, Stern School of Business, New York University.
15. Penman S. (2000) , “ Financial Statement Analysis “, Irwin/McGraw Hill.
16. Stober T., (1998), “Do Prices Behave as if Accounting Book Values are conservative? Cross-Sectional tests of the Felham-Ohlson (1995) valuation Models”. Working Paper, University of Notre dame.

Lastly , one can examine the impact of accounting policy on short-term and long-term growth in expected earnings, and on the growth valuation model . This may help understand if (and how) the choice of accounting policy affects value.

### **Reference**

1. Barth M.,W Beaver and W. Landsman, (1998),”Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health” , Journal of Accounting and Economics.
2. Barth M., W Beaver , J Hand and W., Landsman, (1999) “Accruals, Cash Flow and Equity Values “ . Working Paper, Stanford university.
3. Beaver w., (1998) , “Financial reporting: An Accounting revolution” 3<sup>rd</sup> ., New jersey , Prentice Hall.
4. Damodaran A., (1997), ‘Corporate Finance: Theory and Practice’, New York, Wiley Dechow P.,A. Hutton and R.,Sloan, 1999.”An Empirical Assessment of the Residual Income valuation Model”., Journal of Accounting and Economics.
5. Edwards E.O. and P.W. Bell (1961), “The Theory of Measurement of Business Income”, Berkeley, California, University of California Press.
6. Gjesdal F., (1999) . “A Steady State Growth Valuation Model: A Note on Accounting and Valuation “. Working paper , Norwegian School of Economics and Business Administration.
7. Liu j. and J.A. Ohlson, (2000) “The Feltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications” Journal of Accounting and Finance.
8. Miller M. and F. Modigliani , (1961) , “Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares” Journal of Business.
9. Myers J. (1999) “Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics”, The Accounting Review.

- As well, we obtained this result that the firm's value increases with long- term and short- term growth. This is a result one would expect – the higher the firm's growth, the greater the firm's value.
- The new information is more effective on the growth in expected earnings in comparison with new information on the expected earnings

### ***Summary and Concluding Remarks***

The paper develops an equity valuation model that relates growth in expected earnings to firm value. The paper assumes a model of Linear Information Dynamic (LID) that follows Ohlson (1995) but with an extension to permit growth.

The paper also defines two measurements of growth in expected earnings: (1) short-term growth ( $STG_t$ ), defined as the growth between next two periods and next period expected earnings; and (2) long-term growth  $LTG$ , defined as the (asymptotic) long-term growth rate in expected earnings.

The valuation function, relating price to accounting data and growth, looks like the "Permanent earnings model" adjusted for "windfall" gains/losses with growth.

Growth is factored in the valuation function with a "Multiplier" that mirrors both  $STG_t$  and  $LTG$ , and multiplies next-period expected earnings. This "Multiplier" comes into play in the valuation function, as long as the firm has above "normal" earnings.

"windfall" gains/losses convey no forecasting value on future earnings and future growth in earnings, but they do impact firm value-dollar for dollar. The impact of "windfall" gains/losses on firm value is due to their impact on book value.

The valuation function developed in this paper is consistent with the Ohlson-Juettner(2003) (OJ) model. Therefore, one can infer that the linear information dynamic(LID) presented in this paper implies the OJ model. Since the OJ analysis is silent with respect to how their valuation function connects to accounting data and accounting information.

we reached some more results with respect to the research and studies carried out in the process on this research, as well.

- Though both short-term and long-term growth impact firm value in the same direction, the magnitude of their impact is different-the impact of a change in long-term growth on the “Multiplier” is greater than the impact of a change in short-term growth. This observation implies that a change in long-term growth has a greater impact on firm value and price than a change in short-term growth. This result is consistent with practical applications-the emphasis in equity valuation is on the long-term rather on the short-term.

- The scalar  $\beta$  depends also on the cost of capital – an increase in the cost of capital,  $r$ , decrease the magnitude of  $\beta$  (i.e.,  $\frac{\partial \beta}{\partial r} < 0$ ). Thus, if one interprets  $r$  as a measurement of the firm risk, then this result indicates that the higher the risk, the lower the “value added” attributed by growth.

- The model emphasized on earnings to determine the value of company, is stronger than the model based on book value. Although each of two models can determine the company value, but only model OJ has a scientific importance, in this model, despite the book value model the information relate to the expected earnings and growth in expected earnings not subject to the abnormal earnings information, and thus the OJ model is more related to the changes and processes of the real world.

- The analysis indicates that current “windfall” gains/losses bear no forecasting value on expected abnormal earnings and growth in expected abnormal earnings.

- With respect to above results, it can be said that growth analysis is applicable only in frame work of companies which profited.(STG>0).

- With respect to the above stated results, we may say that the “growth” analysis is only within those companies applicable, which are expected to be profitable (it means STG>0).

**Test of the third hypothesis:**

Primarily we examined the normality of D's distribution. The following table illustrates related tests.

**Tests of Normality**

Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
.365	270	.000	.393	270	.000

**Conclusion:** Considering  $p < 0.05$  we can argue that there is no significant difference between the value which was computed based on the expected dividend per share and the market value in Conf. leve. This result accepts the alternative-hypothesis(H1) and rejects the null-hypothesis(H0).

In continuation of tests, we have examined hypotheses by a general method thorough another condition. In this case, instead of repeating the data of each firm 6 times, we set in the firm's 6-years data average. We averaged the computed value of each firm for 6 subsequent years for 1998-2005 and we used only one data for each firm instead of repeating the data of each firm 6 times. In this manner we observed 45 articles of data; however, in the previous section our observations included  $45 \times 6 = 270$  numbers and our results were same as those which we obtained as the results of our past tests.

**Results and findings based on Research:**

Results mentioned below can be extracted from this research hypotheses, with respect to the test-results and the statistical data :

- There is not significant difference between the computed value based on the expected dividend. and the market value
- There is not significant difference between the computed value based on the growth in expected abnormal earnings and the market value .
- There is not significant difference between the computed value based on the growth in expected earnings. and the market value.

**Third hypothesis:** First of all we computed the firm's value based on the expected earnings and growth of the earnings (based on model 3).

Then we took there is no significant difference between the computed value of firm and the market value.

Equation of model 3 :

$$P_t = \frac{R}{r} (x_t + v_{2t}) - d_t - v_{2t} + \beta(LTG^e).STG_t^e.\bar{x}_t^{e+1}$$

We mentioned dependent and independent variables of the model below:

$R=r+1$  : Cost of capital of the firm in the (t) year.

$x_t$  : Permanent earnings of the firm in the (t) year.

$d_t$  : Dividend of firm in the (t) year.

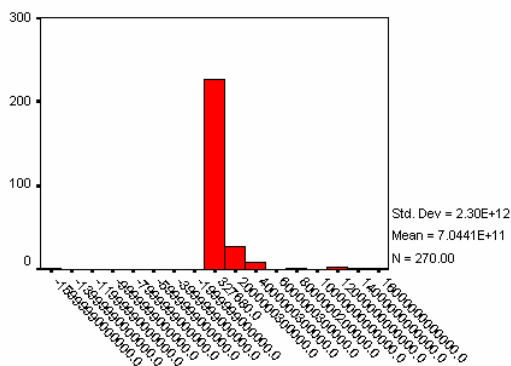
LTG : Long-term growth in the expected normal earnings of the firm in the (t) year.

STG : Short-term growth in the expected normal earnings of firm in the (t) year

$\bar{x}_t^{e+1}$  : Expected abnormal earnings of the firm in the (t+1) year.

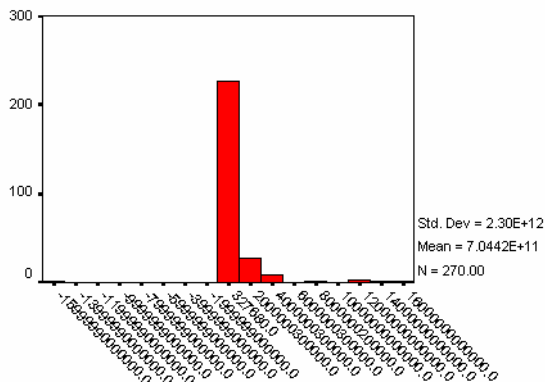
### Tests of Normality

Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
.365	270	.000	.393	270	.000



مجله مطالعات مالی / پیش شماره دوم





Neither tests (Sig<0.05) nor the diagram indicated the normal distribution of D. So that we use Wilcoxon method.

Variables:	<i>The computed value of firm</i>	
	<i>The market value of the firm</i>	
Differences	N	Rank-Sum
Negative	266	35993
Positive	4	592
Zero	0	
	Z	P
	-13.78243634	0

**Conclusion:** Considering  $p < 0.05$  we can argue that there is no significant difference between the value which was computed based on the expected dividend per share and the market value in Conf.level. This result accepts the alternative-hypothesis(H1) and rejects the null-hypothesis(H0).

مجله مطالعات مالی / پیش شماره دوم

**Conclusion:** considering  $p < 0.05$  we can argue that there is no significant difference between the value which was computed based on the expected dividend per share and the market value in Conf. leve. This result accepts the alternative-hypothesis (H1) and rejects the null-hypothesis(H0).

**Second hypothesis:** First of all we computed the company's value based on the expected abnormal earnings and growth of the abnormal earnings (based on model 2).

Then we took there is no significant difference between the computed value of firm and the market value.

Equation of model 2 :

$$P_t = \frac{R}{r} (x_t + v_{2t}) - d_t - v_{2t} + \beta(LTG).STG_t \cdot \bar{x}_t^{at+1}$$

We mentioned dependent and independent variables of the model as follows:

Dependent variable (P): the value of firm in the (t) year.

Independent variables:

$R=r+1$  : Cost of capital of the firm in the (t) year.

$x_t$  : Permanent earnings of the firm in the (t) year.

$d_t$  : Dividend of firm in the (t) year.

LTG : Long-term growth in expected abnormal earnings of the firm in the (t) year.

STG : Short-term growth in expected abnormal earnings of the firm in the (t) year

$\bar{x}_t^{at+1}$  : Expected abnormal earnings of the firm in the (t+1) year.

**Test of the second hypothesis:**

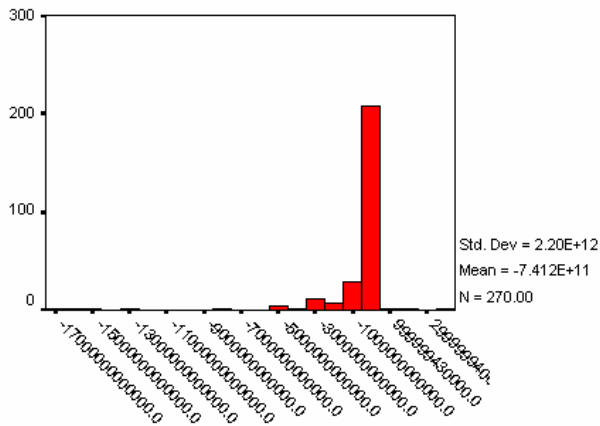
Primarily we examined the normality of D's distribution. The following table illustrates related tests:

### Tests of Normality

Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
.365	270	.000	.393	270	.000

### Tests of Normality

Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
.342	270	.000	.391	270	.000



Neither tests Sig<0.05)nor the diagram indicated the normal distribution of D. Thus we used Wilcoxon method.

#### Wilcoxon on-Test

**Variables:**

*The computed value of firm  
The Market value of firm*

Differences	N	Rank-Sum
Negative	261	35371
Positive	9	1214
Zero	0	
	<b>Z</b>	<b>P</b>
	-13.29811808	0

مجله مطالعات مالی / پیش شماره دوم

Then we arranged these differences in absolute value order. After that we computed the average of positive and negative amounts and the sum of their grades. We examined all hypotheses in company level and then in industry level. On the other hand we examined whether the computed company value is equal to real market value in Conf. leve during 1998-2005.

In terms of industry we studied only three industries which have the majority of companies. We mentioned these three companies as follows:

The industry of machinery and equipment includes five companies.

The industry of chemical product includes five companies.

The industry of other nonmetallic mineral products includes 12 companies.

**Firs hypothesis:** Firs of all we computed the value through model 1. Then we assumed that there is no significant difference between the computed value and the market value.

Equation of model 1:

$$P_{t,i} = \sum_{\tau=1}^n \frac{EDPS_{t,i}}{(1+r)^{\tau}}$$

Where:

$P_{t,i}$  = the value of (i) firm in the (t) year

$EDPS_{t,i}$  = the firm's expected DPS value in the (t) year

r = cost-of-equity capital (Discount factor).

We mentioned dependent and independent variables of the model as follows:

Dependent variable: the value of firm in the (t) year.

Independent variables: the expected dividend per share (EDPS) in the (t) year.

And Cost of capital

### Test of the first hypothesis:

Primarily we examined the normality of D's distribution. Related tests were illustrated by the following table:

### The statistical test used in research:

This research includes three hypotheses which are composed of a separate computing of the firm's value based on some variables of the sample entities. On the other hand, this model includes computing coefficients, not estimating ones. How the computed prices are applicable to real prices of the market is the matter which we are going to ponder as the next step. To study hypotheses we have to compare the computed values with market values separately for each of them. First of all we distinguish between computed values and market values as follows:

$$D_{ij} = Fv_{ij} - X_{ij}$$

Where  $Fv_{ij}$  is value the (i) company in (j) year and  $X_{ij}$  is computed the value of the (i) company in (j) year.

We will study hypotheses via T-Test if D has normal distribution thus null-hypothesis ( $H_0$ ) and alternative-hypothesis ( $H_1$ ) are as follows:

$$H_0: \mu_d \neq 0$$

$$H_1: \mu_d = 0$$

On the other hand existing no difference between computed values and market values indicates that the mean of the mentioned function equals zero so, we can argue that there is no significant difference between the computed value of company based on the study's models and the market value.

On the contrary if D doesn't have normal distribution, we will use Wilcoxon on the non-parametric method. It examines the difference between means of the two samples. Considering the variables' abnormal distribution we used Wilcoxon on method to compare computed and market values. In order to compare two samples, we compared parallel components of them and we distinguished them. This test manifests that two samples have a significant difference. We recall Wilcoxon on has no dependable and independent variables and we used them only to compute mathematical relations of the firm's value in all three models.

providing model 1 investment, later it is assumed that the calculated value of firm has no meaningful difference with the firm market value.

The firm's market value,  $P_t$ , is assumed to equal the present value of expected dividends discounted at the cost-of-equity capital,  $R$  :

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R^{-\tau} E_t[\bar{d}_{t+\tau}] \quad (\text{PVED})$$

*Hypotheses 2:* First, Firm value is calculated according to expected abnormal earnings and model 2 abnormal earnings growth, then it is assumed that firm calculated value has no meaningful difference with firm market value.

*Hypotheses 3:* First, firm value is calculated according to expected earnings and model 3 earnings growth and then it is assumed that there is no meaningful deferrer a between firm calculated value and that of firm market.

**Definitions:**

**Short-term growth ( $STG_t$ )**

$$STG_t = \frac{\bar{x}_t^{at+2} - \bar{x}_t^{at+1}}{\bar{x}_t^{at+1}} = \frac{\Delta \bar{x}_t^{at+2}}{\bar{x}_t^{at+1}}$$

And  $\Delta \bar{x}_t^{at+2}$  is the dollar (\$) amount short-term growth in expected abnormal earnings, when measured at date  $t$ .

**Long-term growth(asymptotic)growth (LTG)**

$$LTG = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{\Delta \bar{x}_t^{at+n+1}}{\bar{x}_t^{at+n}}$$

مجله مطالعات مالی / پینش شماره دوم

Accounting is assumed to satisfy the clean surplus relation; i.e., all changes in book value of net assets are reported as either income (earnings) or dividends:

$$b_t - b_{t-1} = x_t - d_t \quad \text{for all } t \geq 1 \quad (\text{CSR})$$

Dividends are declared and paid at the end of the period. They directly reduce the book value of the assets retained in the firm,  $\partial b_t / \partial d_t = -1$ , but do not influence the income earned during the period,  $\partial b_t / \partial x_t = 0$ .

The second presumption is critical. It specifies the forecasting of the sequence of expected abnormal earnings in terms of current information: (1) current abnormal earnings,  $x_t^a$ , and (2) other information  $v_t$ .

To keep the model analytically tractable, the model restricts the other information to two random variables,  $v_t = (v_{1t}, v_{2t})$  and assumes the evolution of all information follows a linear structure. Specifically, the Linear Information Dynamic (LID) is based on the following three linear recursive equations:

$$\begin{aligned} \bar{x}_{t+1}^a &= x_t^a + v_{1t} + v_{2t} + \bar{\varepsilon}_{1t+1} \\ \bar{v}_{1t+1} &= \gamma v_{1t} + \bar{\varepsilon}_{2t+1} \\ \bar{v}_{2t+1} &= \gamma v_{2t} + \bar{\varepsilon}_{3t+1} \end{aligned} \quad (\text{LID})$$

Where

$$\gamma \in [1, R) \text{ and } v_{1t} > 0.$$

The random terms,  $\bar{\varepsilon}_{jt+\tau}$  are unpredictable with mean zero,  $E_t[\bar{\varepsilon}_{jt+\tau}] = 0$ ,  $j=1,2,3$ , for all  $t$  and  $\tau > 0$ . But they may correlate with each other, and their variances/co variances may be information dependent.

**Hypotheses 1:** First the calculation of firm value is discounted according to present value of expected dividends and expense in for

positive theoretically and firm should not be investing firm . with this condition 45 firms have been examined . For holding research objective true, statistics and required information were collected in the following way :

The method of collecting information, documentary studies and reference to documents to examine and study of different aspects. Data Collecting through archival study and examining published statistics , reports and financial statements of listed firms of Tehran Stock Exchange has been done .

Finally, essential data was collected through the following methods:

1. Library
2. Examining documents and previous records (Financial Statements of the firms under study and accompanied notes).
3. Utilization of data bases named “Dena and Sahara”.

### **Research Variables:**

Running every research requires determination of all the research variables .

Variables are classified into two groups according to the role they play in the research process:

- A) Dependent variables .
- B) Independent variables .

In this research dependent variable is firm value and independent variables are dividend, cost-of-equity capital , permanent earnings ,expected abnormal earnings, short-term and long-term growth in expected abnormal earnings , expected earnings and short-term and long-term growth in expected earnings . Not to mention independent and dependent variables have been defined for the computation of model relations.

### **Hypotheses**

The first two presumption specify the class of models of interest. The first presumption is standard.



### **Objectives :**

Owner's equity valuation is based on expected earnings and often on expected earnings growth. Any kind of relevant information to the expected earnings growth is important for owners' equity valuation and effect price and expected return of firm's value , especially information related to new forecasting expected earning's growth and subsequent firm's trend. Ohlson-Juettner(2003) have based their valuation formula on the expected earnings (Capitalized), in the some direction with practical analysis of owners' equity and have added expected earnings growth to it .(both short-term and long-term growth).

The main objective of this research is to present a model for valuation of owners' equity which shows the relationship between firm value and that of accounting information and the growth in expected earnings . when we say growth , we mean short-term and long-term growth in expected earnings , so the present research have two objectives: the main objective is to represent a model for computing firm's value and examine significant difference between theoretical firm's value with market value. Generally, the research is based on firm's valuation models.

### **Methodology and data collection:**

The method of this research is empirical and the suggestions of theory are performed inductively .

In this research, some relations have been approved with computing firm's value mathematically. Not only, model's multiplier of this research are not calculated through regression and historical observations, but also they computed with mathematical relations. In order to examine owner's equity models ,we compare computed value with market value. Statistical sample of research includes listed firms in Tehran Stock Exchange .

Time period of present research encompasses eight years, since 1998 up to 2005 .

Qualified firms for the purpose of examining during the mentioned period have been ones that their ( $\beta$ ) is meaningful ,  $\beta$  should be

- Is there any relationship between expected abnormal earning growth and firm value?
- Is there any relationship between expected earnings growth and firm value?
- Does short-term and long-term growth have the same impact on firm value?

### **Literature review :**

This model first presented by feltham and Ohlson in 1991-1995 demonstrated a formula for forecasting and explaining the stocks price fluctuations . Later, in 1995, Bernard performed another research in which residual income model was used for investigating stocks price fluctuations. In fact , the relationship of owner's equity value using historical accounting data with an emphasis on the CSR<sup>1</sup> concept, goes back to the year 1936 when it was presented by Pernrich Subsequently , in 1961 economists Edwards and Bel stated that accounting information must reflect present values.

Another approach which has been followed by some of the accounting researches has been done with the correlation test between accounting information in financial statements and stock's price level such as firm's valuation which was performed by Tess and Ronald in 1986. In this approach there is an attempt to assess theoretical valuation model of owners' equity with empirical observation . For this purpose , each parts of financial statements compared with market value by correlation test. If each items in the financial statements is classified in asset-sale, revenue category, it should have principally positive relation with market value.

Conversely, if each items of financial statements is classified in liability- expense category, it must have negative relation with market value. In the year 2003 Ohlson-Juettner (OJ) Presented a valuation model which relates value to the capitalized expected earnings. This article concentrate on this valuation model.

---

<sup>1</sup> Clean Surplus Relation .

dividends impact firm value. This impact on firm value is due to the impact of non-recurring items on book value.

The valuation function presented in this paper is in accordance with the Ohlson-Juettner (2003) model.

In the valuation function presented in this research, abnormal earnings is used instead of expected abnormal earnings . This research demonstrates that valuation function can be presented in place of current earnings according to expected earnings.

### **The necessity for the research performance:**

Since determination of firm value is of great importance and forecasting is of especial importance, in this paper relation between firm value and expected earnings and their growth are examined.

In effect, the present research attempts to relate firm value to the accounting data and the growth in expected earnings. Investment analysts emphasize the expected earnings and growth in earnings are the core of firm value. Based on the previous researches, growth (especially growth in expected earnings) is considered to be an important aspect in evaluating owner's equity. Nevertheless it is obvious that in the real world, investors base their valuation theories on the accounting data, figures and firm value.

This research, explains ohlson model (1995) which has been emphasized in the past financial literature for firms performance valuation and then proposes a model for evaluating firms value and explains differences and similarities between these two models.

### **Main questions discussed in the research :**

This research is aimed at finding explanations for the following questions:

- Is there any relationship between the firm value and expected cash profit?
- Does expected earnings growth has an impact on firm value?
- Are growth parameters affect the valuation of owner's equity value?

The paper assumes an “Information Dynamic” follows the modeling in Ohlson (1995) but with an extension to permit growth and non-recurring items.<sup>1</sup>

Assuming this information dynamic the paper develops a valuation function that relates price to contemporaneous accounting data and growth. This valuation function incorporates three terms (1) “Permanent earnings model” (i.e., capitalized earnings) adjusted for non-recurring items<sup>2</sup>, (2) Current non-recurring items, and (3) a “Multiplier” that mirrors both short-term and long-term growth, which multiplies next period expected abnormal earnings.

Term (3) of the valuation function is always positive and can be interpreted as representing the “value added” attached to growth in expected earnings beyond the permanent earnings model. The analysis shows that the magnitude of the “Multiplier” is at least  $R/r^2$ , (where  $r$  is the cost of capital, and  $R$  is one plus the cost of capital), and this magnitude is increasing with long-term growth and short-term growth.

Though both short-term and long-term growth impact firm value in the same direction, the magnitude of their impact on the “Multiplier” is different – the impact of a change in long-term growth on the “Multiplier” is greater than the impact of a change in short-term growth. This observation indicates that a change in long-term growth has a greater impact on firm value and price than a change in short-term growth, and thus implies that the focus in equity valuation should be on the long-term.

In term (1) of the valuation function, current earnings are corrected for non-recurring items. This observation implies that term (1) in the valuation function represents the permanent “core” earnings - non-recurring items are transitory, and thus are excluded from the current earnings that are used for evaluating the “Permanent earnings model”.

Though non-recurring items are excluded from earnings, they do impact firm value -dollar for dollar- in the same manner that

<sup>1</sup> In this paper non-recurring items are modeled with mean zero.

<sup>2</sup> Since non-recurring items are not permanent, they are excluded from “core” earnings.

## Introduction

Accounting is considered as one of the required skills in all societies for improving financial and economic situation of organizations . This major has scientifically and academically come into existence since the beginning of 20th century . Since profit is known as one of the significant indicators for measuring the performance of an economic entity and also one of the important issues of financial management is the impact of accounting profit on firm value ; consequently profit can be considered as the proper indicator for the evaluation of owner's equity. Most investors wonder how the firm exact value can be determined . Using Improper measurement for specifying the stocks value of a firm may cause the price of firm stock deviate from the real worth, so proper model should be applied and designed for determination of firm value.

Studying the impact of accounting profit has always been considered to be significant by the researchers in the financial field and one of the basic and critical discussions in financial management has been the relation between profit and the value of owner's equity on which extensive and frequent researchers have been done.

This paper develops an equity valuation model that relates contemporaneous accounting data and growth in expected earnings to firm value, and incorporates both short-term and long-term growth in expected earnings, and non-recurring items.

Practical investment analysis emphasizes (expected) earnings and its growth as core value attributes . Analysts, managers and investors often use these value attributes along with contemporaneous accounting data to evaluate firm's future performance and its price . Though investors base their valuation assessments on these accounting data and value attributes, the question arises, as to how should one relate firm value to contemporaneous accounting data and growth in expected earnings.

In equity valuation the focus is on the income statement. Therefore , the "Permanent earnings model" seems to be the obvious starting point as an equity valuation model. As described in ohlson (1995) the "Permanent earnings model".