

ارزیابی روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی

احمد یعقوب نژاد^۱

مریم السادات شیرازی^۲

چکیده

سرمایه گذاری یکی از عناصر اصلی رشد اقتصادی به حساب می آید و بازار سرمایه نقش بسیار مهمی در تخصیص بهینه منابع و سرمایه‌های ملی ایفا می‌نماید. نقش اصلی بورس اوراق بهادار، جذب منابع سرگردان در جامعه و هدایت آنها به سمت فعالیت های ارزش آفرین است. اما این مهم منوط به وجود کارایی بازارهای سرمایه است. برای دستیابی به اهداف اشاره شده، لازم است که بازار سرمایه دارای کارایی های تخصیصی، عملیاتی و اطلاعاتی باشد. زمانی بازار از کارایی تخصیصی برخوردار است که بتواند به بهترین وجه سرمایه‌های موجود را در طرح‌ها و یا شرکت‌هایی که در اقتصاد کشور دارای مزیت نسبی هستند، قرار دهد. بازارهایی که کارایی عملیاتی بیشتری دارند، از سرعت، دقت و تسهیل مبادلات بیشتری برخوردار هستند و هزینه انجام معاملات در پایین‌ترین سطح است. این نوع کارایی، منجر به افزایش سرعت نقد شوندگی دارایی‌ها (اوراق بهادار) خواهد شد. منظور از کارایی اطلاعاتی این است که اطلاعات در اختیار همگان قرار می‌گیرد. در بازار کارا قیمت سهام در بازار سرمایه با توجه به عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و هیچ قاعده مشخصی وجود

^۱ دکتری مدیریت بازرگانی گرایش مالی - استادیار - عضو هیئت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - نویسنده اصلی

و مسئول مکاتبات yaghoob_Acc@yahoo.com

^۲ کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

maryam1may@yahoo.com

ندارد که بیان‌کننده رفتار قیمت سهام باشد. این تحقیق برای ارزیابی روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی انجام گرفته است. با توجه به اینکه در سالهای اخیر، اقدامات مختلفی در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران برای بهبود کارایی اطلاعاتی صورت گرفته است، انتظار می‌رود که این اقدامات بتواند کارایی اطلاعاتی را در بازار سرمایه ایران بهبود بخشد. برای آزمون این فرضیه، همبستگی تغییرات قیمت بعنوان شاخص عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی اساسی شامل: سود هر سهم، سود نقدی هر سهم، ارزش شرکت، بازده سرمایه‌گذاری و بازده حقوق صاحبان سهام، طی یک دوره شش‌ساله با استفاده از داده‌های ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج نشان داده است که همبستگی بین متغیرهای مستقل با تغییرات ارزش سهام در همه سال‌های مورد مطالعه معنی‌دار نبوده و همبستگی در بین متغیرها با گذشت زمان بهبود نیافته است.

واژگان کلیدی

کارایی اطلاعاتی، بازار سرمایه، تغییرات قیمت، سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، کیو توین، کارایی بازار

مقدمه

بازار سرمایه نقش بسیار مهمی در تخصیص بهینه منابع و سرمایه‌های ملی ایفا می‌نماید. وظیفه اصلی بازار سرمایه به حرکت انداختن موثر سرمایه‌ها و تخصیص بهینه منابع است. در یک بازار کارآ، قیمت اوراق بهادار، منعکس‌کننده مجموعه‌ای از تمامی اطلاعات موجود بوده به نحوی که اطلاعات جدید به سرعت بر روی اوراق بهادار منعکس می‌شود و سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده اوراق بهادار در آینده دارند تصمیم‌گیری می‌نمایند (پایگاه آریا بورس)^۱. تحقیقات تجربی در رابطه با کارآیی بورس اوراق بهادار در کشورهای مختلف نشان داده است که رفتار قیمت اوراق بهادار بعنوان معیاری جهت تعیین کارآیی بازار است. لوین (۱۹۹۷) با ترکیب نظریه‌های موجود در زمینه نقش بخش مالی (مانند بازار سرمایه) در رشد اقتصادی چارچوبی ارائه داده است که طبق آن بخش مالی که به خوبی رشد یافته باشد، با پنج عمل تخصیص منابع را تسهیل می‌کند: به حرکت در آوردن پس‌انداز، تسهیل مدیریت ریسک، شناسایی بهتر فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری، نظارت بر مدیران و منضبط کردن آنان، و تسهیل مبادلات کالا و خدمات. از نتایج مهم حاصل از بهبود بخش مالی، افزایش شفافیت اطلاعات قابل ارائه توسط شرکت‌ها است. شفافیت همچنین برای رشد و توسعه جوامع ضروری است. علاوه بر موارد پیش‌گفته در مورد اهمیت شفافیت، این ویژگی اطمینان می‌دهد که منافع حاصل از ایجاد ثروت در سطح کل بازار و به صورت عادلانه توزیع می‌شود و تنها در اختیار عده اندکی از مشارکت‌کنندگان قرار نمی‌گیرد (تجویدی، ۱۳۸۶).

در یک بازار کارآ، رفتار قیمت اوراق بهادار نباید از الگوی خاصی تبعیت کرده و تغییرات متوالی قیمت‌های اوراق بهادار باید مستقل از یکدیگر بوده و از تئوری "گام تصادفی" تبعیت نماید. برای تمامی کشورهایی که دارای نظام مالی پیشرفته و بازارهای سرمایه و پولی توسعه یافته هستند، کارآ بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است، چرا که در صورت کارآ بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص

^۱ - www.aryabourse.com

سرمایه، که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌پذیرد. به علت نقش با اهمیتی که بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌نماید، توجه خاصی به بررسی کارایی این بازارها شده و با گذشت زمان روش‌های بکار گرفته شده در این بررسی‌ها پیشرفت نموده و محققین با موشکافی بیشتر و در نظر گرفتن کلیه عوامل و فاکتورهای مربوط به کارایی این بازارها، به نتایج قابل توجهی دست یافته‌اند. اتخاذ سیاست‌های صحیح در رابطه با بازار سرمایه با توجه به نتایج بدست آمده از این مطالعات می‌تواند گامی مثبت در بهبود عملکرد بازار سرمایه و تخصیص بهینه منابع باشد. دستیابی به یک ساختار مطلوب تأثیر زیادی در تأمین سرمایه شرکت‌ها و رشد سرمایه‌گذاری در کشور می‌شود.

در طول چند سال گذشته اقدامات و تغییراتی به منظور بهبود شرایط محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران از جمله: افزایش حجم و ارزش داد و ستد سهام، افزایش شمار خریداران، راه اندازی بورسهای منطقه‌ای، اصلاح ساختار سازمانی، ایجاد مدیریت امور تالارهای داد و ستد منطقه‌ای، راه اندازی تالار فرعی داد و ستد بورس و داد و ستد ارزی بورس، اجرای مقررات نظام جدید پذیرش شرکتها در بورس، راه اندازی شبکه اطلاع‌رسانی و شبکه الکترونیک اداری بورس، بهسازی سازو کار اجرایی داد و ستد، نگهداری سهام در بورس، بازنگری و تدوین سیاست افشای اطلاعات و استانداردهای مربوط در بورس، بازنگری و تدوین مقررات جامع معاملات متکی به اطلاعات درونی در بورس، تدوین مقررات جذب سرمایه‌های خارجی در بورس و ... انجام گرفته است. بنابراین انتظار می‌رود، در پی تغییرات اعمال شده، کارایی بازار سرمایه بهبود یافته باشد. این تحقیق روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران را با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی ارزیابی می‌نماید.

اهداف پژوهش

در این تحقیق اهداف مختلف مد نظر است. هدف آرمانی تحقیق، افزایش اطلاعات در مورد وضعیت کارایی بازار سرمایه کشور و تولید پیشینه تحقیق برای بازار سرمایه کشور است که پیامد آن می‌تواند به ساختار مناسب بازار سرمایه کمک نماید. هدف کاربردی تحقیق، ارزیابی نتیجه اقدامات و تغییرات ایجاد شده در محیط بازار سرمایه و نقش آن در کارایی بازار سرمایه است که در صورت بهبود وضعیت بازار سرمایه می‌توان با ادامه اقدامات به سطح مطلوب دست یافت و در صورت موثر نبودن اقدامات انجام گرفته، برنامه ریزی های دیگری در زمینه بهبود بازار سرمایه انجام داد. همچنین ارایه راهکارها و پیشنهادها جهت بالا بردن کارایی بازار سرمایه از دیگر اهداف کاربردی تحقیق است که از نتایج تحقیق، موسسات آموزشی و تحلیل گران مالی، سرمایه گذاران و مدیران سرمایه گذاری، سازمان بورس اوراق بهادار، سازمان حسابرسی، وزارت امور اقتصاد و دارایی، سازمان خصوصی سازی و... به منظور ارزیابی اقدامات به عمل آمده در خصوص افزایش کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه استفاده نمایند. از زمان تاسیس بورس اوراق بهادار و شروع مجدد فعالیت آن پس از پیروزی انقلاب اسلامی اقدامات مختلفی در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است تا بورس اوراق بهادار در ایفای نقش اصلی که جذب و هدایت پس اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در اقتصاد به سوی مسیرهای بهینه آن است، به گونه ای که منجر به تخصیص بهینه منابع مالی شود.

جهت بهبود شرایط محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران، از دهه گذشته اقدامات و تغییراتی ایجاد شده است. از آن جمله می‌توان به مواردی همچون راه اندازی بورس های منطقه ای و تالار فرعی دادوستد بورس و داد و ستد ارزی بورس، راه اندازی شبکه اطلاع رسانی و شبکه الکترونیک اداری بورس، ایجاد مدیریت امور تالارهای داد و ستد منطقه ای، اجرای مقررات نظام جدید پذیرش شرکتها در بورس، اصلاح ساختار سازمانی، "بهسازی سازو کار اجرایی داد و ستد، تسویه، پایاپای و نگهداری سهام در بورس"، بازنگری و تدوین سیاست افشای اطلاعات و استانداردهای مربوط در بورس، بازنگری و تدوین مقررات جامع

معاملات متکی به اطلاعات درونی در بورس، تدوین مقررات جذب سرمایه های خارجی در بورس، افزایش حجم و ارزش داد و ستد سهام، افزایش شمار خریداران، پیگیری سیاستهای اصولی اتخاذ شده در جهت افزایش شفافیت و قاعده مندی شیوه های موثر نظارتی، گرایش شرکت ها به افزایش سرمایه، کاهش میزان سود سهام پرداختی، عرضه اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی، گسترش خصوصی سازی و عرضه سهام شرکت های دولتی و اجرای بخشی از برنامه راهبردی بورس اوراق بهادار تهران که در راستای تخصیص بهینه منابع، تشکیل حداکثر سرمایه و خلق ارزش و ایجاد اشتغال در سه محور (۱) توسعه بازار سرمایه، (۲) ایجاد حداکثر شفافیت در بازار و (۳) اعمال معاملات عادلانه از طریق حاکمیت نیروی بازار و سایر موارد، اشاره کرد.

در نتیجه انتظار می رود که این اقدامات انجام گرفته در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران، بتواند کارایی اطلاعاتی را در بازار سرمایه ایران بهبود بخشد. بخشی از اطلاعات مورد نیاز بازار سرمایه از طریق انتشار صورتهای مالی تامین می گردد. به منظور پاسخ به این سوال که آیا اقدامات بعمل آمده در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار منجر به بهبود کارایی اطلاعاتی شده است، همبستگی تغییرات قیمت بعنوان شاخص عکس العمل سرمایه گذاران به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی اساسی طی یک دوره شش ساله مورد آزمون قرار گرفته است. انتظار می رود این همبستگی طی دوره مطالعه بهبود یافته باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نگاهی گذرا به سه دهه قابل تفکیک در فعالیت بورس اوراق بهادار تهران نشان دهنده آن است که کارایی در فعالیت این بورس از کمترین جایگاه برخوردار بوده است. بررسی بحث کارایی بازار سرمایه، مربوط به دوران حیات مجدد بورس اوراق بهادار تهران است که با آغاز اولین دوره برنامه پنج ساله توسعه اقتصادی، اجتماعی و سیاسی کشور همزمان شده است. کلیه تحقیقات انجام شده در مورد وضعیت کارایی بازار سرمایه از فقدان سطح ضعیف کارایی در بورس اوراق بهادار تهران، خبر می دهند. به عبارت دیگر، بورس اوراق بهادار تهران حتی

از سطح ضعیف کارایی که حداقل میزان کارایی تعریف شده در بازار سرمایه است نیز برخوردار نیست. مهمترین پیامد چنین وضعیتی، عدم تخصیص بهینه منابع مالی کشور به بخش های سودآور اقتصادی برای رشد و توسعه کشور است. تخصیص غیربهینه منابع مالی کشور سبب اتلاف منابع مالی شده که نتایج زیان باری را برای اقتصاد کشور دربرخواهد داشت. با توجه به آمارهایی زیر، نقش بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با سایر بورس های معتبر و مطرح، آشکار می شود: در کشور آلمان ۵۸ درصد از سرمایه گذاری ها از طریق فروش سهام و اوراق بهادار در بورس تامین می شود. این رقم در انگلیس برابر ۳۸ درصد، در مالزی ۲۷ درصد، در کره جنوبی ۱۹ درصد و در ایران، تنها ۵ صدم درصد از سرمایه گذاری ها از طریق فروش سهام و اوراق مشارکت، صورت می گیرد. واقعیت بازار سهام مدرن، این است که میزان بورس بازی کورکورانه بیشتر از بورس بازی منطقی است و این نوع بورس بازی در بازار، مسلط است (عباسی ۱۳۸۴، ۴۱).

یدالله مکرری تأثیر گزارش های مالی میان دوره ای بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، عمار قارونی نقش انتشار صورت های مالی میان دوره ای بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رضا محمودی پژوهشی پیرامون رابطه بین متغیرهای مالی و قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (طی سال های ۱۳۷۸-۱۳۷۲)، سیویل احمدزاده گزارش های مالی میان دوره ای و پایان دوره ای در بازار بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه و پژوهش قرار داده اند.

بازار کارآ، بازاری است که قیمت دارائیهها در این بازار انعکاس دهنده تمامی اطلاعات مربوط به آن دارائیهها می باشد. در چنین بازاری اطلاعات و اخبار مربوط به سهام به سرعت منتشر می شود و اثر آنها به سرعت در قیمت سهام در بازار پدیدار می شود. کارایی از واژه های کشنده در اقتصاد است. مثلاً در بازارهای مالی و سهام یک معنی آن این است که بازار از نظر "عملیاتی" با کارایی عمل کند. به این معنی که معاملات بورس با سرعت، اعتماد و با حداقل هزینه صورت گیرند. به نوع دیگری از کارایی در بازار سهام "کارایی تخصیصی" می گویند. این کارایی به معنی آن است که بازار وقتی از کارآمدی بهره مند است که به

گونه ای عمل کند تا منابع و "جوه" در جایی اختصاص یابند که بیشترین بهره وری و بهره مندی را در پی داشته باشد. بالاخره نوع سوم و آخرین نوع کارآیی در بازار سهام به نام "کارآیی اطلاعاتی" معروف است. این کارآیی به این معنی است که قیمت سهام در بازار اوراق بهادار باید بر پایه و بر مبنای "بهترین" اطلاعات در دسترس تعیین شود. عموماً برای پیش بینی قیمت های آتی سهام، یک سری اطلاعات را بازار در اختیار بازیگران و عاملان بازار سهام قرار می دهد و یک سری را عاملان بازار خود به دست می آورند. برای آن که بازار سهام از نظر تخصیص منابع کارآ باشد، باید از نظر اطلاعاتی کارآ باشد، چرا که تصمیمات عقلانی در آن بازار بر مبنای عکس العمل یا پاسخ تصمیم سازان بازار نسبت به "قیمت"ها اتخاذ می شود. بنابراین سلامت تولید، توزیع و مصرف اطلاعات بازار با درستی قیمت های بازار پیوندی ناگسستنی دارند و کارآیی بازار را شکل می دهند. کارآیی اطلاعاتی از مهمترین عناصر یک بازار کارآمد است و منظور از آن سرعت عکس العمل و پاسخ بازار در مقابل اطلاعات است. اگر بازار از نظر اطلاعات کارآ باشد، قیمت ها در آن بازار به سرعت و به موقع نسبت به اطلاعات جدید خود را تعدیل می کنند. به نحوی که عاملان بازار نمی توانند با بهره گیری از آن اطلاعات و چسبندگی قیمت های بازار سود اضافی پایداری برای خود کسب کنند. درجه کارآیی اطلاعاتی بازار سهام بستگی به قدرت و سرعت آن تعدیلات دارد. اگر قیمت جاری سهام فقط بازتاب اطلاعات گذشته باشد، نوع ضعیف کارآیی بر بازار حاکم است و اگر پایه اطلاعاتی عاملان بازار تمامی اطلاعات در دسترس عموم باشد سود انتظارات عاملان را کم و کیف تحلیل اطلاعات و پیش بینی ها شکل می دهد و بازار را از نظر کارآیی اطلاعاتی نیمه قوی می نامند. بالاخره، بازاری از نظر کارآیی اطلاعاتی قوی است که قیمت ها در مقابل حتی اطلاعاتی که در دسترس عموم هم نیست پاسخ سریع می دهد و نمی گذارد رانت جویی شکل بگیرد. به هرحال بازار کارآی سهام فرض را بر این می گذارد که سرمایه گذاران در بورس اطلاعات خود را در "بهترین" مدل قیمت گذاری سهام به کار می گیرند. بهترین در اینجا به معنی آن است که مدل انتخابی آنها را شرایط بازار تعیین کرده است. بنابراین بازار مالی کشور باید محیط را برای انتخاب بهترین مدل مهیا سازند

تا رفتار بازار و فرد عقلانی شود و بازار نقش اصلی خود را در حوزه‌های دیگر و اقتصاد ملی ایفا کند (یزدان پناه، ۱۳۸۲).

آنچه باعث شکل‌گیری و تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌شود، اطلاعاتی است که به نحوی به این بازار مربوط می‌شوند. این اطلاعات می‌تواند شامل هرگونه اطلاعاتی باشد که از منابع مختلف منتشر و به گونه‌ای تغییراتی را در بازار سرمایه به وجود می‌آورند. هر سرمایه‌گذار، بنابر نوع انتظاراتی که بر پایه این اطلاعات، برای خود شکل می‌دهد، نرخ بازده مورد انتظار خود را تعیین کرده و بر همین اساس، جهت انجام معاملات، قیمت‌های پیشنهادی خود را ارائه می‌دهد. بدیهی است که نوسان این اطلاعات و مهمتر این که، غیرشفاف بودن آنها، باعث عدم شکل‌گیری صحیح انتظارات شده و در نهایت، به شکل‌گیری قیمت‌های کاذب و غیر واقعی در بازار، خواهد انجامید. سرمایه‌گذاران بازار سرمایه بر اساس بازده‌های مورد انتظار (انتظارات) و میزان ریسک‌پذیری خود، وارد معامله‌ای می‌شوند که هم خریدار و هم فروشنده، قبل از انجام معامله، انتظار کسب سود دارند. به طور قطع، در چنین بازاری، نوع اطلاعاتی که باعث شکل‌گیری انتظارات شده، حائز اهمیت بوده و به طور کلی، وجود اطلاعات ناهمگون آنها، باعث شکل‌گیری سریع معاملات خواهد شد. در چنین شرایطی، معاملات به گونه‌ای شکل می‌گیرد که پس از انجام معامله، انتظارات قبل از معامله با واقعیتی که بعد از معامله اتفاق می‌افتد، بسیار متفاوت خواهد بود، زیرا همان ناهمگونی اطلاعات باعث شده تا روند معامله، غیرشفاف شده و به عبارتی نوعی رانت اطلاعاتی ایجاد خواهد شد. چنین بازاری تنها به نفع سرمایه‌گذارانی عمل خواهد کرد که در معادله نابرابر اطلاعات، به منابع اطلاعاتی خاصی وابسته‌اند و بر پایه همین اطلاعات، وارد بازی برد- باخت سرمایه‌گذاری خواهند شد. چنین بازاری صرفاً انحصاری عمل کرده و برای عده‌ای خاص می‌باشد که نه تنها باعث رونق و توسعه اقتصادی کشور نمی‌شوند بلکه توزیع ناعادلانه ثروت و تجمع آن در دست عده‌ای خاص را نتیجه خواهد داد (عباسی، ۱۳۸۴، ۴۱).

از نظر مفهومی مقدار کمی شفافیت را می‌توان با دقت اطلاعات دریافت شده که خود تابعی از مربوط بودن اطلاعات است و کیفیت اطلاعات سنجد. تلاش‌هایی که اخیراً برای اندازه‌گیری شفافیت انجام شده است از معیارهایی مانند فساد، بحران مالی؛ هموار سازی سود استفاده کرده است. با وجود این نمی‌توان این عوامل را کاملاً به عدم شفافیت نسبت داد. بوش من، پیوتروسکی و اسمیت (۲۰۰۳) چارچوبی برای مفهومی کردن و اندازه‌گیری شفافیت شرکت‌ها تدوین کرده‌اند که طبق آن شفافیت شرکت‌ها سه عنصر اصلی دارد: (۱) گزارشگری مالی (اختیاری و اجباری)؛ (۲) انتشار اطلاعات از طریق رسانه‌ها و اینترنت؛ (۳) کسب اطلاعات محرمانه و ارسال آن از طریق تحلیلگران مالی، سرمایه‌گذاران نهادی و افراد داخل شرکت. همچنین در پژوهش‌های متعددی که در زمینه اندازه‌گیری عناصر مختلف شفافیت انجام شده است، از معیارهای زیر استفاده شده است: در ارتباط با مورد اول از معیارهایی مانند میزان افشای اطلاعات از طریق پانوشت در صورت‌های مالی، افشای اطلاعات در مورد حاکمیت شرکتی، افشای هویت سهامداران عمده و مدیران، بموقع بودن گزارشات مالی (Bushman and et, al, 2003).

در ادبیات مالی، معیارهای مشخصی جهت اندازه‌گیری کارایی بازاری تعریف شده است. بازار سهام افزون بر تأمین نقدینگی برای سهام‌صادر شده شرکت‌ها، وظیفه مهم‌تری نیز برعهده دارد و آن ارزیابی مداوم شرکت‌ها و تخصیص وجوه بین آنها است. (Man 1993, 20) قیمت‌های بازار سهام در حقیقت، راهنما برای جریان‌یافتن وجوه به داخل شرکت‌ها است؛ به این صورت که وجوه بیشتر، به سمت شرکت‌هایی که سوددهی بیشتر و ریسک کمتری دارند، جریان می‌یابد (نظریه کارایی تخصیصی^۱). لازمه این کار این است که قیمت‌ها ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند؛ بنابراین، کارایی قیمت‌گذاری^۲ یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به‌شمار می‌آید.

¹ - Allocatinal Efficiency

² - Pricing Efficiency

تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی پدید می‌آید که کارایی اطلاعاتی^۱ وجود داشته باشد (Obaidullah, 2002)؛ برای مثال، در بازار ثانویه انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک شرکت ممکن است باعث تغییر ارزش ذاتی سهم شود. این تغییر ارزش، تعدیل قیمت را به همراه دارد. حال اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا باشد، این تعدیل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود. کارایی اطلاعاتی بدین معناست که هیچ وقفه‌ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته باشد و یکی از شرایط لازم جهت کارایی قیمت‌گذاری شمرده می‌شود. نظریه کارایی اطلاعاتی قوی بیان می‌کند که قیمت‌ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند؛ بنابراین، حتی داشتن اطلاعات نهانی شرکت نیز باعث به‌دست‌آوردن هیچ‌گونه بازده اضافی نخواهد شد (Saunders and cornet, 2001, 249).

کارایی عملیاتی^۲، شرط دیگر کارایی قیمت‌گذاری به‌شمار می‌آید. طبق نظریه کارایی عملیاتی، معاملات باید با کمترین هزینه ممکن انجام شود. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت می‌شود؛ بنابراین، هرگونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت انتشار و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرایند پردازش اطلاعات به‌وسیله سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت‌گذاری)، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار به‌شمار می‌آید. بازار کارا، بازاری پایدار است که در تسلط سهامداران منطقی قرار دارد و احتمال نوسانات شدید قیمت در آن بسیار کم است.

کارایی بازار را می‌توان در صورت وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع آن بر قیمت‌ها، محقق دانست. با توجه به این‌که در یک بازار کارا قیمت‌های سهام بر پایه تمامی اطلاعات در دسترس به دست می‌آید، قیمت‌ها به ارزش‌های ذاتی بسیار نزدیک می‌شوند و شاخص مناسبی برای نمایندگی ارزش واقعی اوراق بهادار هستند. در چنین بازاری، ناکافی بودن اطلاعات نیز در شکل‌گیری قیمت‌ها نشان داده می‌شود و سبب نوعی قیمت‌گذاری غیر واقعی در بازار می‌شود. کارا بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است،

¹ - Informational Efficiency

² - Operational Efficiency

چرا که در صورت کارا بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه، که مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود (جهان‌خانی و عبده تبریزی ۱۳۷۲، ۷).

در دنیای مالی، سه نوع کارایی در بازار سرمایه^۱ وجود دارد که عبارتند از: (۱) کارایی اطلاعاتی^۲، (۲) کارایی تخصیصی^۳ و (۳) کارایی عملیاتی^۴. کارایی عملیاتی، اشاره به تسهیل و سرعت مبادلات در بازار دارد، که از طریق آن بازارهای سرمایه امکان ملاقات خریداران و فروشندگان را ممکن می‌سازند. این نوع کارایی، منجر به افزایش سرعت نقد شوندگی دارایی‌ها می‌شود. بازارهایی دارای کارایی تخصیصی می‌باشند، که در آن پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بهره‌وری نهایی سرمایه، تأمین مالی می‌شوند (Frankfurter & McGoun, 1996, 61).

اگر اطلاعات تازه‌ای به اطلاع عمومی برسد، قیمت‌ها، متناسب با جهت اطلاعات یاد شده، تغییر خواهد کرد. اگر بازار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت باشد و عکس‌العمل لازم را نشان ندهد؛ یعنی، تحلیل‌کننده‌ای در بازار برای ارزیابی و بررسی اثر اطلاعات جدید بر قیمت نباشد، طبعاً آن بازار کارایی نخواهد داشت (جهان‌خانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲: ۸). کارایی اطلاعاتی به نوبه خود به سه شکل ضعیف^۵ نیمه قوی^۶ تقسیم می‌شود (Frankfurter & McGoun, 1996, 60).

بنابراین، اطلاعات در بازارهای سرمایه باید به نحوی باشد که تمامی سرمایه‌گذاران امکان دسترسی به اطلاعات را داشته باشند. با توجه به مطالب فوق می‌توان بیان نمود که در صورت نبود ساختاری مناسب برای ارائه و افشای اطلاعات در بازارهای مالی، سرمایه‌های افراد عادی که در این بازارها اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، همواره مورد مخاطره قرار خواهد گرفت (احمدزاده، ۱۳۸۷، ۲۳).

1 - Capital Market Efficiency
 2 - Informational Efficiency
 3 - Allocational Efficiency
 4 - Operational Efficiency
 5 - Weak Form
 6 - Semi- Strong Form

فرضیه های پژوهش

با توجه به اینکه بازار سرمایه به دو بازار اولیه و بازار ثانویه تقسیم می‌شود و در بازار اولیه اوراق بهادار برای اولین بار معامله می‌شود و شرکت‌ها سرمایه‌مورد نیاز خود را از آن جا به دست می‌آورند و در بازار ثانویه اوراق بهادار قدیمی و موجود، مجدداً دست به دست شده و مورد معامله قرار می‌گیرد، بنابراین هرچند هدف اصلی تخصیص مطلوب و بهینه منابع در بازار اولیه است، اما چنین امری عملی نیست، مگر این که بازار ثانویه از کارایی لازم برخوردار باشد. از این رو در تمام کشورها سعی می‌شود تا با اقدامات مختلف کارایی بازار سرمایه افزایش یابد، طی چند سال گذشته در کشور ایران نیز اقدامات مناسبی به عمل آمده است. این تحقیق به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا اقدامات به عمل آمده در محیط عملیاتی بازار سرمایه منجر به بهبود کارایی اطلاعات بازار سرمایه شده است یا خیر؟ به منظور پاسخ به این سؤال اصلی، فرضیه‌های زیر مورد آزمون قرار گرفته است.

- بین تغییرات قیمت هر سهم و سود هر سهم (EPS) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.
- بین تغییرات قیمت هر سهم و سود تقسیمی هر سهم (DPS) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.
- بین تغییرات قیمت هر سهم و ارزش شرکت (شاخص Q توبین) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.
- بین تغییرات قیمت هر سهم و نرخ بازده مجموع دارایی‌های (ROI) آن در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.
- بین تغییرات ارزش هر سهم و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) آن در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

متغیرهای پژوهش و تعاریف نظری و عملیاتی آنها

در پژوهش حاضر شش متغیر مورد مطالعه قرار گرفته است که یکی از متغیرها وابسته و پنج متغیر دیگر مستقل هستند. تغییرات ارزش سهام شرکت های مورد مطالعه، متغیر وابسته تحقیق است که رابطه متغیرهای مستقل با آن مورد مطالعه و ارزیابی قرار می گیرد. منظور از قیمت سهام، قیمت تعدیل شده و سالانه هر شرکت است. متغیرهای مستقل تحقیق شامل: سود هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (DPS)، ارزش شرکت (Q)، نرخ بازده مجموع دارایی ها (ROI) و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) که تصور می رود بر روی متغیر ارزش سهام تاثیر گذار هستند.

نرخ بازده مجموع دارایی ها (سرمایه گذاری ها)¹

نرخ بازده مجموع دارایی ها میزان سود به ازای هر ریال سرمایه گذاری شده در شرکت را نشان می دهد. به سخن دیگر، این نسبت محاسبه می کند که به طور متوسط در برابر هر ریال سرمایه گذاری شده، چه مقدار بازده نصیب شرکت می شود. پس بازده مجموع سرمایه گذاری ها، بهره وری سرمایه را در شرکت نشان می دهد. بدیهی است که افزایش حجم سرمایه گذاری ها به خودی خود، موجب افزایش ثروت سهامداران نمی شود بلکه باید دید سرمایه گذاری ها تا چه اندازه ای در بالا بردن سود موثر است. این نسبت از دیدگاه استفاده از تسهیلات اعتباری نیز می تواند کاربرد زیادی داشته باشد، چراکه اصولاً "اگر نرخ بهره تسهیلات دریافتی از بازده مجموع دارایی ها بیشتر باشد، دریافت وام صرفه اقتصادی نخواهد داشت و حتی ممکن است در برخی موارد، شرکت در بازپرداخت تسهیلات دریافتی با مشکل مواجه شود.

کل دارائیاها / سود خالص = (ROI) نرخ بازده سرمایه گذاریها

¹ - ROI

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (بازده ارزش ویژه)^۱

با استفاده از نسبت فوق رابطه بین سود و ارزش ویژه شرکت مشخص می‌شود. زمانیکه شرکتی وام‌های کوتاه مدت و بلند مدت داشته باشد، در صورتی به ثروت سهامداران افزوده می‌شود که نسبت بازده سرمایه‌گذاری از نرخ بهره این وام‌ها بیشتر باشد در این صورت مزاد نسبت بازده نسبت به نرخ هزینه وام به سهامداران شرکت تعلق می‌گیرد. نسبت فوق متداول‌ترین نسبتی است که برای اندازه‌گیری بازدهی سرمایه‌گذاری مالکین استفاده می‌شود. این نسبت نشان می‌دهد که شرکت در مقابل سرمایه‌گذاری سهامداران چند درصد به آنها سود می‌دهد. به عبارتی سود شرکت در ازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. هدف مدیریت قاعدتاً تحویل حداکثر بازده برای سرمایه‌گذاران سهامداران در شرکت می‌باشد بنابراین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام بهترین معیار یگانه برای سنجش موفقیت شرکت در دستیابی به هدف مزبور می‌باشد (شباهنگ، ۱۳۷۶، ۲۹۹). در این تحقیق مقادیر متغیر مستقل نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (بازده ارزش ویژه) از طریق فرمول زیر استخراج شده است.

حقوق صاحبان سهام / سود خالص = (ROE) بازده حقوق صاحبان سهام

بازده سرمایه (ROI): بازده سرمایه شرکت نسبتی است که از تقسیم سود عملیاتی بر دارایی‌های بکار رفته در ایجاد درآمد بدست می‌آید. این نسبت همچنین از حاصلضرب گردش مجموع دارایی‌ها در فروش بدست می‌آید. (هامپتون، ۱۳۷۵، ۷۶) فرمول محاسبه این نسبت به صورت زیر است:

(مجموع داراییها/ سود قبل از کسر مالیات) = (مجموع دارایی‌ها/ فروش) * (فروش/ سود قبل از کسر مالیات) = (ROI)

^۱ - ROE

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)

این نسبت حاکی از میزان سودآوری موسسه بوده و بازده متعلق به صاحبان سهام را نشان می دهد. این نسبت بیانگر درجه توانایی شرکت جهت پرداخت سود قابل تقسیم بین سهامداران عادی می باشد. (هامپتون، ۱۳۷۵: ۸۰) و بصورت زیر محاسبه می شود:

$$ROE = \frac{\text{سود پس از کسر مالیات}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

سود تقسیمی هر سهم (DPS)

این نسبت نشان دهنده مبلغ سودی است که شرکت بابت هر سهم پرداخت می کند. سود تقسیمی هر سهم به معنی سودی است که در مجمع عادی سالیانه از طرف سهامداران جهت تقسیم پیشنهاد می گردد. در نهایت می توان گفت سود تقسیمی هر سهم مبلغ سود دریافت شده از شرکت می باشد.

تعداد سهام شرکت / سود سهام پیشنهادی در مجمع = (DPS) سود تقسیمی هر سهم

سود هر سهم (EPS)

سودی که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک سهم عادی به دست آورده است. این عدد از متداول ترین نسبت های مالی است که محاسبه و تجزیه و تحلیل می شود. برای محاسبه این نسبت، مقدار "سود پس از کسر مالیات" را بر تعداد سهام عادی که در دست سهام داران است تقسیم می کنند.

تعداد سهام شرکت / سود پس از کسر مالیات = (EPS) سود هر سهم

شاخص Q توبین

مدل توبین در واقع توسط جیمز توبین و ویلیام برنارد در سال ۱۹۶۸ ارائه شد. آن ها سعی می کردند تا توضیح دهند که چگونه بازارهای مالی، سرمایه گذاری را نظم بخشیده و

این که چگونه می‌توان به یک سرمایه‌گذار برای یافتن بازارهای جذاب و غیر جذاب از نقطه نظر ارزش یاری رساند. بر اساس این مدل، یک شرکت در صورتی که ارزشش در بازار بالا رود اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد کرد و در حالی که ارزش آن کاهش یابد از سرمایه‌گذاری خود خواهد کاست. نسبت Q تو بین عبارتست از ارزش بازار یک شرکت بعلاوه بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت آن تقسیم بر دارایی‌های آن شرکت. بنابر این Q تو بین به عنوان یک شاخص ارزشیابی بیان گر آن است که نسبت ارزش کلی سهام در بازار و دارایی‌های مرتبط به آن باید در حدود یک باشد. وقتی Q کمتر از یک است شرکت در معرض قبضه مالکیت بوده و وقتی Q بیشتر از یک است شرکت می‌باید اقدام به سرمایه‌گذاری نماید، زیرا بازار ارزش آن را بیش از سرمایه‌گذاریش برآورد می‌کند. کیو تو بین برابر با نسبت ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری شرکت است که به نوعی نشان دهنده میزان ارزش شرکت است.

ارزش دفتری شرکت / ارزش بازار شرکت = ارزش شرکت

روش تحقیق و روش آماری

این پژوهش در حوزه مدیریت مالی و در مورد سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و بورس اوراق بهادار تهران و دامنه بین سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ انجام گرفته است. روش تحقیق بر اساس هدف کاربردی و با توجه به روش توصیفی و همبستگی انجام گرفته است. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد که حائز شرایط زیر هستند: (۱) حداقل تا پایان سال ۱۳۷۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛ (۲) صورت حساب سالی مالی پایان سال یعنی آخر اسفند ماه باشد و (۳) اطلاعات و داده‌های مربوط به متغیرهای مورد مطالعه را در طول سال‌های مورد مطالعه (۱۳۸۴-۱۳۷۹) داشته باشد. با توجه به شرایط لحاظ شده تعداد ۱۰۲ شرکت، جامعه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهد. با توجه به اینکه تمامی شرکت‌های جامعه آماری طبق تعریف، انتخاب شده است، بنابراین نمونه آماری تحقیق را همان جامعه آماری تحقیق تشکیل می‌دهد

و واحد نمونه شرکت است. اما از این دیدگاه که اطلاعات مربوط به تعدادی از سالها انتخاب شده و مورد مطالعه قرار گرفته است، بنابراین واحد نمونه را سال های مورد مطالعه تشکیل می دهد. در این تحقیق اطلاعات ۶ سال شرکت ها طی سالهای ۱۳۷۹ تا سال ۱۳۸۴ به صورت هدفدار انتخاب شده است. برای گردآوری اطلاعات و داده های آماری از اسناد و مدارک موجود در بورس اوراق بهادار و سایر نمایه گر ها استفاده شده است که این روش نیز جزو منابع ثانویه است. به طور کلی ابزار گردآوری تحقیق حاضر را منابع ثانویه شامل مطالعات کتابخانه و اسناد سازمانی تشکیل می دهد. در این تحقیق شش متغیر اندازه گیری شده است که مقیاس اندازه گیری همه آنها نسبی است. با توجه به اینکه اطلاعات آماری و داده های شرکت های مورد مطالعه از صورت های مالی و آمارهای رسمی استخراج شده است که داده ها از سرند حسابرسی و حسابدار مستقل نیز رد شده است، بنابراین دارای اعتبار است و با توجه به اینکه متغیرهای تحقیق براساس واحدهای اندازه گیری استاندارد گردآوری و به عنوان ابزار مناسب خصیصه های مورد نظر را سنجش کرده است، دارای روایی است.

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 متغیر ها، مناسب ترین آزمون برای پاسخ به فرضیه های تحقیق، آزمون همبستگی است. در نتیجه برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های تحقیق از آزمون همبستگی اسپیرمن به دلیل پراکندگی زیاد و گسترده مقادیر و وجود داده های بسیار بزرگ مثبت و منفی در بین مشاهدات که نیازی به رعایت مفروضه های آزمون پارامتریک ندارد، استفاده شده است.

یافته های پژوهش

در این پژوهش ابتدا هر یک از پنج فرضیه آزمون شده است. با توجه به اینکه هدف مطالعه ارزیابی روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه

گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی است، بنابراین همبستگی بین متغیرهای هر فرضیه، در هر یک از سالهای مورد مطالعه نیز به تفکیک بررسی و آزمون شده است. در بررسی فرضیه ها، آزمون اسپیرمن بکار رفته است. فرضیه های تحقیق و نتایج به صورت زیر است:

فرضیه اول: بین تغییرات قیمت هر سهم و سود هر سهم (EPS) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

همبستگی اسپیرمن با مقدار ۰/۲۰۸ در سطح ۰/۰۱ خطا معنی دار است. در نتیجه می توان ادعا کرد که رابطه بین دو متغیر در دوره مورد مطالعه مثبت و معنی دار است. نتایج همبستگی بین تغییرات ارزش سهام و سود هر سهم به تفکیک در طول سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ نشان داده است که روند زمانی شش سال، ارتباط بین دو متغیر نوسان زیادی دارد. در نتیجه اطلاعات موجود بیانگر این است که اطلاعات بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه گذاران نسبت به سود هر سهم کارا نیست.

همبستگی بین تغییرات قیمت سهام و سود هر سهم طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۴

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
ضریب همبستگی اسپیرمن	۰/۱۹۳	۰/۱۵۸	۰/۳۰۵	۰/۲۱۴	۰/۳۲۲	۰/۱۱۵
سطح خطا (sig.)	۰/۰۲۶	۰/۰۵۷	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰	۰/۱۲۶
نتیجه آزمون (همبستگی بین دو متغیر)	معنی دار است.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار نیست.

نتیجه: روند مشخص و رو به بهبودی مشاهده نمی شود، اگر چه بیشترین همبستگی در سال ۸۱ و ۸۳ مشاهده شده است، اما در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۴ به ترتیب همبستگی ۰/۱۹۳ و ۰/۱۱۵ است. از این رو فرضیه اول تأیید نمی شود.

فرضیه دوم: بین تغییرات قیمت هر سهم و سود تقسیمی هر سهم (DPS) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

شدت همبستگی اسپیرمن با مقدار $0/164$ در سطح $0/01$ خطا معنی دار است. در نتیجه می توان ادعا کرد که رابطه بین دو متغیر در دوره مورد مطالعه مثبت و معنی دار است. همبستگی بین این دو متغیر در هر یک از سالهای مورد مطالعه به تفکیک بررسی شده و نتایج نشان دهنده این است که روند زمانی شش سال، ارتباط بین دو متغیر نوسان زیادی دارد. در نتیجه اطلاعات موجود بیانگر این است که اطلاعات بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه گذاران نسبت به سود نقدی هر سهم کارا نیست.

همبستگی بین تغییرات قیمت سهام و سود تقسیمی هر سهم طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۴

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
ضریب همبستگی اسپیرمن	$0/193$	$0/087$	$0/257$	$0/199$	$0/182$	$0/027$
سطح خطا (sig.)	$0/026$	$0/191$	$0/004$	$0/022$	$0/033$	$0/392$
نتیجه آزمون (همبستگی بین دو متغیر)	معنی دار است.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار نیست.

نتیجه: روند مشخص و رو به بهبودی مشاهده نمی شود، اگر چه بیشترین همبستگی در سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ مشاهده شده است، اما در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۴ به ترتیب همبستگی $0/193$ و $0/026$ است. از این رو فرضیه دوم تأیید نمی شود.

فرضیه سوم: بین تغییرات قیمت هر سهم و ارزش شرکت (شاخص Q توبین) در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

شدت همبستگی اسپیرمن با مقدار $0/180$ در سطح $0/01$ خطا معنی دار است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه بین دو متغیر در دوره مورد مطالعه مثبت و معنی دار است. همبستگی بین این دو متغیر در هر یک از سالهای مورد مطالعه به تفکیک بررسی شده و نتایج آزمون بیانگر این است که در روند زمانی شش سال، ارتباط بین دو متغیر نوسان زیادی دارد. در نتیجه اطلاعات موجود بیانگر این است که اطلاعات بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش شرکت کارا نیست.

همبستگی بین تغییرات قیمت سهام و ارزش شرکت طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۴

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
ضریب همبستگی اسپیرمن	۰/۱۲۱	۰/۰۷۳	۰/۲۴۴	۰/۲۵۸	۰/۱۷۰	۰/۰۵۱
سطح خطا (sig.)	۰/۱۱۲	۰/۲۳۲	۰/۰۰۶	۰/۰۰۴	۰/۰۴۴	۰/۳۰۳
نتیجه آزمون (همبستگی بین دو متغیر)	معنی دار نیست.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار نیست.

نتیجه: روند مشخص و رو به بهبودی مشاهده نمی‌شود، اگر چه بیشترین همبستگی در سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ مشاهده شده است، اما در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۴ به ترتیب همبستگی $0/121$ و $0/051$ است. از این رو فرضیه سوم تأیید نمی‌شود.

فرضیه چهارم: بین تغییرات قیمت هر سهم و نرخ بازده مجموع دارایی های (ROI) آن در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

شدت همبستگی اسپیرمن با مقدار ۰/۱۵۷ در سطح ۰/۰۱ خطا معنی دار است. در نتیجه می توان ادعا کرد که رابطه بین دو متغیر در دوره مورد مطالعه مثبت و معنی دار است. همبستگی بین این دو متغیر در هر یک از سالهای مورد مطالعه به تفکیک بررسی شده و نتایج آزمون نشان داده است که روند زمانی شش سال، ارتباط بین دو متغیر نوسان زیادی دارد. در نتیجه اطلاعات موجود بیانگر این است که اطلاعات بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه گذاران نسبت به بازده سرمایه گذاری هر سهم کارا نیست.

همبستگی بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده مجموع دارایی ها طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۴

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
ضریب همبستگی اسپیرمن	۰/۱۴۰	۰/۰۰۶	۰/۳۱۷	۰/۲۸۳	۰/۱۳۳	۰/۰۶۹
سطح خطا (sig.)	۰/۰۸۰	۰/۴۷۶	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۹۲	۰/۲۴۵
نتیجه آزمون (همبستگی بین دو متغیر)	معنی دار نیست.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار است.	معنی دار نیست.

نتیجه: روند مشخص و رو به بهبودی مشاهده نمی شود، اگر چه بیشترین همبستگی در سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ مشاهده شده است، اما در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۴ به ترتیب همبستگی ۰/۱۴۰ و ۰/۰۶۹ است. از این رو فرضیه چهارم تأیید نمی شود.

فرضیه پنجم: بین تغییرات ارزش هر سهم و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) آن در هر سال همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و این همبستگی طی دوره مورد مطالعه بهبود یافته است.

شدت همبستگی اسپیرمن با مقدار ۰/۱۴۲ در سطح ۰/۰۱ خطا معنی دار است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه بین دو متغیر در دوره مورد مطالعه مثبت و معنی دار است. همبستگی بین این دو متغیر در هر یک از سالهای مورد مطالعه به تفکیک بررسی شده است و نتایج آزمونها بیانگر این است که در روند زمانی شش سال، ارتباط بین دو متغیر نوسان زیادی دارد. در نتیجه اطلاعات موجود بیانگر این است که اطلاعات بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به بازده صاحبان هر سهم مالی کارا نیست.

همبستگی بین تغییرات قیمت سهام و تغییرات نسبت بازده حقوق صاحبان سهام طی

سالهای ۱۳۷۹ - ۱۳۸۴

سال	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
ضریب همبستگی اسپیرمن	۰/۱۸۹	۰/۱۱۷	۰/۲۴۷	۰/۰۹۸	۰/۱۶۴	۰/۰۶۱
سطح خطا (sig.)	۰/۰۲۹	۰/۱۲۰	۰/۰۰۶	۰/۱۶۴	۰/۰۴۹	۰/۲۷۳
نتیجه آزمون (همبستگی بین دو متغیر)	معنی دار است.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار نیست.	معنی دار است.	معنی دار نیست.

نتیجه: روند مشخص و رو به بهبودی مشاهده نمی‌شود، اگر چه بیشترین همبستگی در سال ۱۳۸۱ و ۱۳۷۹ مشاهده شده است، اما در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ به ترتیب همبستگی ۰/۱۱۷ و ۰/۰۶۱ است. از این رو فرضیه پنجم تأیید نمی‌شود.

نتیجه‌گیری و بحث

در بازار کارا قیمت سهام در بورس با توجه به عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. در واقع هیچ قاعده مشخصی وجود ندارد که بیان‌کننده رفتار قیمت سهام باشد ولی چند عامل مشخص که موثر بر تغییر قیمت سهام به سمت بالا یا پایین است وجود دارد. این عوامل در سه دسته کلی متغیرهای بنیادی، متغیرهای تکنیکی و متغیرهای احساسی قرار می‌گیرند. در یک بازار کارا، قیمت سهام در درجه نخست تحت تاثیر عوامل بنیادی تعیین می‌شود که از ترکیب دو متغیر اساسی سود هر سهم و نسبت قیمت به سود هر سهم به دست می‌آید. متغیرهای تکنیکی در واقع ترکیبی از شرایط بیرونی هستند که بر عرضه و تقاضای سهام تاثیر می‌گذارند. متغیرهای احساسی شرایط روانی فعالان بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند. در این تحقیق تغییرات ارزش سهام با استفاده از متغیرهای بنیادی شامل شاخص‌های سود هر سهم، سود نقدی هر سهم، ارزش شرکت، بازده سرمایه‌گذاری هر سهم و بازده صاحبان هر سهم بررسی شده است. نتایج نشان داده است که بازار سرمایه ایران کارا نیست، به نظر می‌رسد که این ناکارایی به وسیله علوم روانشناسی و اجتماعی قابل توصیف است. نتایج بررسی نشان داده است که سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی روند افزایشی ندارد. این نتیجه بیانگر ناکارایی بودن بازار سرمایه در ایران است. بازارهای مالی، مثل هر ساز و کار دیگر، برای کارا شدن نیاز به ابزارهایی دارد. چنانچه این ابزارها فراهم نباشد، پاره‌ای عملیات ممکن است به‌سادگی انجام‌پذیر نگردند و یا حتی غیرقابل اجرا شوند. هر عملی چنانچه ابزار آن فراهم باشد به‌درستی و سهولت انجام‌پذیر خواهد بود و در غیر این صورت انجام کار با اشکال مواجه می‌شود و حتی ممکن است شرایط انجام آن فراهم نشود. بنابراین پیشنهاد می‌گردد که علل این مشکلات به شکل عمیق‌تر جستجو گردد و با تدوین قوانین مناسب و نظارت کامل مشکلات مربوط به ناکارایی بازار سرمایه برطرف گردد. با توجه به اینکه نبود شفافیت و کارایی بازار سرمایه، افراد با احتیاط زیادی به سوی سرمایه‌گذاری در این بازار حرکت می‌کنند و ترجیح می‌دهند تا دارایی‌های خود را در بازارهای فیزیکی سرمایه‌گذاری کنند، که

این امر به اقتصاد کشور آسیب می‌رساند. شرکت‌ها با توجه به شرایط موجود تمایل چندانی به انتشار اطلاعات خود ندارند. از سوی دیگر با وجود این که حساب‌برسان بندهای مختلفی را در گزارش خود می‌نویسند، اما هیچ‌گونه ضمانت اجرایی در این خصوص وجود ندارد و هیچ‌کس مسوول اجرای بندهای موجود در گزارش نیست. وجود همین معضلات بازار را با عدم کارایی مواجه می‌کند. برای رسیدن به کارایی مطلوب، پیشنهاد می‌گردد که فرضیاتی مشخص شود و در راستای رسیدن به آن تلاش صورت گیرد. برای رسیدن به بازار سرمایه کارا برقراری شرایط بازار رقابت ضروری بنظر می‌رسد. حضور تعداد زیاد عرضه‌کننده و تقاضاکننده در بازار سرمایه و نبودن مانع و شرط و شروط بازار سرمایه را به سوی کارا شدن هدایت نماید. با توجه به اینکه کیفیت اطلاعات مالی با تغییرات ارزش سهام در ارتباط قوی نیست، نشان دهنده عدم استقلال رای در بازار سرمایه است و این اطلاعات بیانگر این است که عوامل واقعی که باید تغییرات آن‌ها بر روی قیمت‌ها تأثیر بگذارند، برای همه شناخته شده نیست. بنابراین پیشنهاد می‌گردد که اطلاعات به صورت شفاف در اختیار سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران قرار گیرد.

پیشنهادها

- ۱) برای مطالعه موضوع تحقیق شرکت از صورت‌های مالی سالهای مختلف استفاده گردد و نتایج گروه‌ها با یکدیگر مورد مقایسه قرار گیرد.
- ۲) برای افزایش اعتبار درونی و بیرونی دامنه سالهای مورد مطالعه بلند مدت انتخاب گردد.
- ۳) برای مطالعه تغییرات قیمت سهام از متغیرهای مستقل دیگر که انتظار می‌رود بر تغییرات قیمت سهام تأثیر گذار هستند، استفاده گردد.
- ۴) برای بررسی موضوع تحقیق از مدل دیگر مانند: همبستگی پیاپی، تجزیه و تحلیل طیفی، استراتژی دوره نگهداری مشخص و آزمون گردش استفاده گردد.

منابع و مأخذ

- ۱) احمدزاده، سیویل، (۱۳۸۴)، "ارزیابی اثرات گزارشات مالی میان‌دوره‌ای و پایان دوره‌ای بر نوسانات قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
- ۲) نصرالهی، زهرا، (۱۳۸۳)، "آزمون کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهشی علوم انسانی دانشگاه اصفهان، شماره ۱۶
- ۳) عباسی، عباس، (۱۳۸۴)، "ارزیابی کارایی بازار سرمایه در ایران"، نشریه اقتصاد گلستان، شماره ۴۱
- ۴) یزدان پناه، احمد، (۱۳۸۲)، "اطلاعات، عقلانیت اقتصادی و کارایی در بورس"، روزنامه همشهری، شماره ۳۱۴۶
- ۵) شباهنگ، رضا، (۱۳۷۶) "مدیریت مالی"، انتشارات سازمان حسابرسی، جلد یک
- ۶) جهانخانی، علی و حسین عبده تبریزی، (۱۳۷۲)، "نظریه بازار کارای سرمایه"، تحقیقات مالی، سال اول شماره ۱
- 7) Bushman, R., Piotroski, J. and Smith, A. (2003). "What Determines Corporate Transparency?", Unpublished Paper, University of Chicago
- 8) Man, Z, (1993), "Management system of the Islamic share Market, Model and its Implementation in Malasia", A seminar. presented in the national conference on Islamic management, UTM, Jobor Bahru Malasia
- 9) Mohammad Obaidullah, (2002),. "Ethics and Efficiency in Islamic Stock Market". International Journal of Islamic Financial services, volume 3, No 2
- 10) Saunders & cornet, (2001), "Financial Markets and Institutions" McGraw Hill
- 11) strong, robert a. (2000), portfolio construction, v & protection, 2d. ed., south-western callege.
- 12) 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.