

بررسی حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت
های همتا با تاکید بر نقش محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و نسبت تمرکز
بازار در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احد کوشان

کارشناس ارشد حسابداری، مدرس دانشگاه (نویسنده مسئول)

ahad.koushan@gmail.com

ابوالفضل فرشاد شادباد

دانشجوی دکتری حسابداری و مدرس دانشگاه

Farshad6171@gmail.com

مریم السادات کمانی نژاد

کارشناس ارشد حسابداری، مدرس دانشگاه

محمد حسن عبادی

کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت های همتا با تاکید بر نقش محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و نسبت تمرکز بازار در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. براین اساس صورتهای مالی سالانه ۱۵۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته است. روش آزمون فرضیه ها در این پژوهش، روش داده های ترکیبی (پانلی) بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان می دهد سرمایه گذاران نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا در بورس اوراق بهادار تهران حساسیتی ندارند ولی سهم بازار شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد، و همچنین محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد.

واژگان کلیدی: حساسیت سرمایه گذاری، قیمت سهام شرکت های همتا، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام، نسبت تمرکز در بازار

مقدمه:

یکی از مهمترین تصمیمات اقتصادی، تصمیمات سرمایه گذاری است. اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ای است که آن را به یکی از اهرم های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. شناخت عوامل موثر بر رشد سرمایه گذاری از یک سو موجب کاهش حجم نقدینگی های سرگردان و تورم شده و از سوی دیگر با افزایش سطح عملکرد شرکت منجر به افزایش سرمایه گذاری می گردد. یکی از مهمترین عوامل اثر گذار بر رشد سرمایه گذاری، عدم وجود اطلاعات نامتقارن در بازارهای سرمایه می باشد، زیرا اخذ تصمیمات سرمایه گذاری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است.

در یک بازار کارا، قیمت های اوراق بهادار در هر لحظه از زمان منعکس کننده تمامی اطلاعات موجود و در دسترس بازار می باشد و بازار هیچ گونه اطلاعات مربوط با اهمیتی را نادیده نمی گیرد؛ به عبارت دیگر هرگونه اطلاعات مربوط با اهمیتی که وارد بازار می شود به سرعت توسط معامله گران و تحلیل گران بازار مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد و به صورتی صحیح در قیمت های اوراق بهادار منعکس می شود (نوننهال نهر و همکاران، ۱۳۸۶). بازار سرمایه در عمل، نمیتواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکتهای در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (مسأله نمایندگی). در چنین حالتی، سرمایه گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را ندارند (لیلانند، ۱۹۹۷). قیمت سهام نشان دهنده محصول نهایی یک سرمایه می باشد لذا سرمایه گذارهای شرکت بر این قیمت حساسیت بیشتری دارند. از طرفی قیمت سهام شرکتهای همتا نیز می تواند بر تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر گذار باشد (اوزوگون و همکاران، ۲۰۱۳).

همانگونه که می دانیم قیمت سهام شرکت دارای محتوای اطلاعاتی بوده و اطلاعات شرکت را به بیرون ارائه می دهد. از طرفی شرکتهای توسط شرکتهای دیگر احاطه شده اند یا به نوعی با شرکتهای دیگر در ارتباط می باشند. قیمت سهام شرکتهای همتا حاوی اطلاعاتی می باشد که اطلاعات خصوصی در باره فاکتورهای تاثیر گذار بر قیمت سهام آنها را بیان می کند که خود شرکت نیز با آن عوامل روبرو خواهد بود لذا سرمایه گذارای شرکت بر قیمت سهام شرکتهای همتا نیز حساس می باشند از طرفی در ساختار انحصار چند جانبه ی بازار محصول و در موقعیت مطلوب سودآوری، شرکت ها به منظور از بین بردن انحصار و همچنین افزایش سودآوری خود، استراتژی حداکثر سازی تولید را پیاده کرده و بدین منظور، بدهی های خود را افزایش می دهند (برندر و لوپس، ۱۹۸۶). این نظریه در موقعیت های نامساعد اقتصادی نیز کاربرد دارد که باعث می شود شرکت ها تولید خود را متوقف کرده و سودآوری خود را کاهش دهند. (پاندی، ۲۰۰۴) در این بین اگر شرکت رقابت محصولات خود با

محصولات سایر شرکت های همتا را از دست بدهد افت شدید قیمت سهام، بازده و غیره را در بر خواهد داشت . از طرفی مدیریت با بررسی قیمت سهام شرکتهای همتا می تواند در مورد تصمیم گیری های خود تعدیلاتی انجام دهد . مدیران بر این اعتقاد هستند که قیمت سهام شرکتهای همتا دارای محتوای اطلاعاتی می باشد که به بازار ارائه می شود از طرفی با بررسی قیمت سهام شرکتهای همتا می تواند توان و عملکرد شرکتهای همتا را مورد سنجش قرار دهد و میزان سرمایه گذاری شرکت را تعدیل یا افزایش دهد. برخی معتقدند که مدیران شرکتهای زمانی که قیمت سهام شرکت های همتا کاهش می یابد اقدام به افزایش سرمایه گذاری خود می کنند تا سهم بازار بیشتری را تصاحب کنند . قیمت سهام شرکتهای همتا دارای اطلاعات خصوصی در مورد عوامل موثر بر آنها می باشند. از آنجایی که شرکتهای در معرض عواملی همانند عوامل تاثیرگذار بر شرکتهای همتا می باشند لذا اطلاعات موجود در قیمت سهام شرکتهای همتا می تواند برای مدیران شرکت مفید و آموزنده باشد . از طرفی در صنایع با رقابت بالا یک مدیر ارزش بیشتری بر اطلاعات صادر شده توسط قیمت سهام شرکتهای همتا دارد زیرا رقابت بالا در صنعت باعث خواهد شد که شرکتهای در معرض آسیب بیشتری در قبال تغییر در قیمت سهام شرکتهای همتا قرار میگیرند(اوزوگون، ربلو، ۲۰۱۳). با توجه به مطالب ارائه شده در این تحقیق با بررسی تاثیر رقابت بازار محصول و حساسیت سرمایه گذاریهای شرکت بر قیمت سهام می خواهیم به این پرسشها پاسخ دهیم که آیا سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا حساسیت دارد ؟ و آیا محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و رقابت در بازار بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت های همتا تاثیر دارد؟

ادبیات و چهارچوب نظری تحقیق

چن و همکاران(۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ارزشمندی اطلاعات و حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت های همتا پرداختند ، همگام به این ایده که مجموع قیمتتهای سهام یک سری اطلاعات جدید به مدیریت ارائه می دهد و ایشان در تحقیق خود نشان دادند که حساسیت سرمایه گذاریهای شرکت نسبت به قیمت سهام زمانی که قیمت سهام بر پایه ی اطلاعات می باشد بیشتر است .

جانگ و همکاران(۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی کنترل مالکیت بر حساسیت سرمایه گذاری بر قیمت سهام پرداختند . ایشان برای تحقیق خود از اطلاعات ۲۸۲۲ شرکت در ۲۲ کشور آسیای شرقی و اروپای غربی استفاده کردند . همچنین از معیار کیوتوبین جهت اندازه گیری حساسیت سرمایه گذاری بهره جستند . نتایج تحقیق ایشان نشان داد که رابطه معکوس و معنی داری بین کنترل مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری وجود دارد .

هانگ (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر هموار سازی سود بر حساسیت قیمت سهام پرداختند. ایشان برای اندازه گیری هموارسازی سود از مدل ایکل استفاده کردند و برای اندازه گیری حساسیت سرمایه گذاری نسبت به قیمت سهام از کیوتوبین بهره جستند. همچنین برای آزمون فرضیات از رگرسیون چندگانه استفاده کردند. نتایج تحقیق نشان داد که هموار سازی سود دارای تاثیر منفی بر حساسیت سرمایه گذاری بر قیمت سهام می باشد.

اوزوگون و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیق به بررسی رابطه بین حساسیت سرمایه گذاریهای شرکت بر قیمت سهام شرکتهای همتا با تاکید به محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا و رقابت در بازار محصول پرداختند. ایشان جهت اندازه گیری حساسیت سرمایه گذاری نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا از مدل کیو توبین استفاده کردند و همچنین جهت اندازه گیری رقابت در بازار از معیار تمرکز بازار که با استفاده از شاخص هرfindال هریشمن اندازه گیری می شود استفاده کردند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که افزایش رقابت در بازار محصول و رشد سریع و سرمایه بیشتر بر حساسیت سرمایه گذاریهای شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر گذار می باشد.

فرضیه های پژوهش

در هر تحقیق علمی، محقق ناگزیر است برای پاسخ سوال تحقیق خود، پاسخی فرضی تهیه کند و تصویری از چگونگی مسائل در ذهن خود بسازد. بنابراین در این تحقیق برای بررسی رابطه بین حساسیت سرمایه گذاریهای شرکت بر قیمت سهام شرکتهای همتا با تاکید به محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا و رقابت در بازار محصول در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فرضیه هایی به شکل زیر صورت بندی شده است:

✓ فرضیه اصلی اول پژوهش: سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا حساسیت دارد

✓ فرضیه اصلی دوم پژوهش: محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد.

✓ فرضیه اصلی دوم پژوهش: سهم بازار شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد.

قلمرو زمانی پژوهش

محدوده‌ی زمانی تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به عملکرد سال‌های مالی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ می باشد. در این پژوهش با توجه به شرایط متغیرها از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک برای رسیدن به نمونه استفاده گردیده که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر است:

۱. تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته، و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲. شرکتهای نایبستی سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند.

۳. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.

۴. شامل شرکتهای سرمایه گذاری، لیزینگ، هلدینگ و بانکها به سبب ماهیت خاص فعالیت آنها نباشد.

۵. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکتهای مورد نظر در بازه زمانی این پژوهش منفی نباشد.

۶. شرکت مورد بررسی دارای وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد

۷. اطلاعات شرکتهای قرار گرفته در نمونه در این بازه زمانی در دسترس داشته باشد.

پس از حذف سیستماتیک تعداد ۱۵۳ شرکت به عنوان شرکت نمونه انتخاب گردید. که حذفیات اعمال شده به شرح جدول زیر می باشد.

روش شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف جز تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی پس رویدادی می باشد.

متغیرهای تحقیق و نحوه سنجش آنها

در این تحقیق جهت محاسبه برخی متغیرهای کلیدی تحقیق از مدلها و روشهای مناسبی استفاده شده است که در این بخش به تشریح آنها می پردازیم.

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل آماری به شرح زیر استفاده می گردد :

(مدل ۱)

$$I_{ijt} = \alpha_j + \beta_1 * Q_{ijt-1} + \beta_2 * RELPEERQ_{jt-1,-i} + \gamma_1 * CONTROL_{it}^{FIRM} + \gamma_2 * CONTROL_{jt,-i}^{Peer} + \varepsilon_{ijt}$$

(مدل ۲)

$$I_{ijt} = \alpha_j + \beta_1 * Q_{ijt-1} + \beta_2 * RELPEERQ_{jt-1} + \beta_3 Ic_{jt-1} + \beta_4 * RELPEERQ_{jt-1} * Ic_{jt-1} + \beta_5 * CONTROL_{it}^{FIRM} + \beta_6 * CONTROL_{jt,-i}^{Peer} + \varepsilon_{ijt}$$

(مدل ۳)

$$I_{ijt} = \alpha_j + \beta_1 Q_{ijt-1} + \beta_2 RELPEERQ_{jt-1}^m + \beta_3 Competition_{jt-1} + \beta_4 Competition_{jt-1} * RELPEERQ_{jt-1} + \beta_5 * CONTROL_{it}^{FIRM} + \beta_6 * CONTROL_{jt,-i}^{Peer} + \varepsilon_{ijt}$$

که در فرمول فوق I_{ijt} میزان سرمایه گذاری شرکت و Q_{ijt-1} نشان دهنده کیوتوبین می باشد $RELPEERQ_{jt-1,-i}$ نشان دهنده میزان افزایش در Q شرکت در مقایسه با شرکتهای همتا، در این مدل ضریب β_2 نشان دهنده میزان حساسیت سرمایه گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا می باشد.

متغیر مستقل :

قیمت سهام شرکتهای همتا

در این تحقیق به پیروی از تحقیقات اوزوگون و همکاران (۲۰۱۳) ابتدا برای هر شرکت معادله زیر را محاسبه می کنیم

$$RELQ_{ijt} = Q_{ijt} - \hat{Q}_{jt}$$

 Q_{ijt} = کیوتوبین شرکت \hat{Q}_{jt} = میانگین کیوتوبین صنعت

پس از محاسبه $RELQ_{ijt}$ ، میانگین وزنی $RELQ_{ijt}$ شرکتهای همتا را به دست می آوریم بدین معنا که $RELQ_{ijt}$ تمام

شرکتهای همتا به جز خود شرکت محاسبه می شود. که این شاخص به عنوان شاخص قیمت سهام شرکتهای همتا به کار می

رود.

Q توبین

در این تحقیق به پیروی از مطالعات چن و همکاران (۲۰۰۷) اوزوگون و ربلو (۲۰۱۳) از معیار کیوتوبین جهت بررسی حساسیت سرمایه گذاری بر قیمت سهام استفاده شده است. این معیارها، به طور گسترده ای توسط سایر محققان، استفاده شد. توبین در سال ۱۹۷۸، پس از تحقیق سال قبل خود که انتقاداتی را نسبت به Q مطرح کرده بود، تعدیلاتی را در مدل قبلی به وجود آورد و نسخه جدیدی از Q را ارائه کرد. در این نسخه، Q، از تقسیم ارزش بازار شرکت، به ارزش جایگزینی دارایی های شرکت به دست می آید در این تحقیق، نسبت Q توبین (MTB)، با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$Q = MT + \frac{TA - BVOE}{TA}$$

که در آن :

MT: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛

TA: جمع دارایی ها؛

BVOE: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است

\hat{Q}_{jt} = میانگین کیوتوبین صنعت می باشد. در این تحقیق برای به دست آوردن میانگین کیوتوبین صنعت ابتدا کیوتوبین تمام شرکتهای عضو در صنعت مورد نظر را به دست آورده و سپس میانگین آنها به عنوان میانگین کیوتوبین صنعت آورده می شود.

متغیر وابسته :

سرمایه گذاری شرکت: در این تحقیق به پیروی از تحقیقات عربصالحی و اشرف (۱۳۹۰) از نسبت تغییرات در مبلغ خالص داراییهای طی سال به خالص داراییها در ابتدای سال استفاده می شود.

متغیر میانجی :

متغیر میانجی در این تحقیق نسبت تمرکز و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا می باشد.

نسبت تمرکز (CR)

نسبت تمرکز درصدی از سهم بازار است که مربوط به بزرگترین شرکت های فعال در صنعت است. بزرگترین شرکت های فعال در صنعت را با m نمایش می دهند و m را معمولاً ۴ در نظر می گیرند. همچنین نسبت تمرکز در صنعت را با علامت CR_m نمایش می دهند مثلاً به صورت CR_4 . به عبارت دیگر نسبت تمرکز را می توان به صورت زیر نیز بیان نمود.

$$CR_m = S_1 + S_2 + S_3 + \dots + S_m$$

که در اینجا S_i نمایش دهنده سهم بازار شرکت i ام است.

اگر نسبت تمرکز مطابق محاسبات بالا، به صفر نزدیک باشد، این بدان معناست که صنعت در حال مطالعه بسیار رقابتی است و سطح رقابت در این صنعت به قدری بالا می باشد که ۴ تولید کننده و فروشنده بزرگ فعال در بازار سهم قابل توجهی از بازار ندارند و سهم بازار بین فروشندگان مختلف توزیع شده است. و بر عکس اگر این عدد به یک نزدیک شود، به معنای قدرتمند بودن ۴ رقیب بزرگ بازار است.

رایج است که اگر CR_4 برای صنعت یا محصولی کوچکتر از ۴۰ درصد باشد، آن صنعت را صنعتی رقابتی می دانند که تعداد زیادی شرکت با سهم بازار اندک در آن حضور دارند، در سوی دیگر اگر CR_1 بیش از ۹۰ درصد باشد، آن صنعت انحصاری ارزیابی خواهد شد. (ستایش، ۱۳۹۰)

محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا :

به پیروی از کولینز و همکاران (۱۹۹۴) و دونو و همکاران (۲۰۰۳) و مارهوف (۲۰۱۳) به منظور اندازه گیری محتوای اطلاعاتی قیمت سهام از بازده سهام جاری به عنوان معیاری از سود غیرعادی دوره جاری و تغییر در سود مورد انتظار آینده می باشد که محتوای اطلاعاتی به عنوان شاخص توانایی بازده سهام جاری به عنوان ردیابی سود مورد انتظار آینده تعریف می گردد. که به وسیله که R^2 تحلیل رگرسیون معادله زیر می باشد :

$$r_i = \alpha + \beta_0 uce_t + \sum_t \beta_2 \Delta E_t (fe_{t+1}) + \varepsilon$$

که در مدل فوق:

ΔE_t : تغییر در سود مورد انتظار (جهت اندازه گیری این معیار به پیروی از درنو و همکاران (۲۰۰۳) و لندهولم و میرز (۲۰۰۲) از تفاوت بین سود سال جاری و بازده سال جاری استفاده می گردد.

r_i = بازده سالانه شرکت

UCE_t = سود جاری غیر مترقبه (جهت اندازه گیری این متغیر بر اساس مطالعات لو و زاروین (۱۹۹۹) لوند هولم و میرز (۲۰۰۳) از تفاوت بین سو سال جاری و سال قبل استفاده می شود.

پس از به دست آوردن R^2 شرکتهای نمونه در مرحله بعدی میانگین R^2 را برای هر صنعت محاسبه می کنیم. سپس برای به دست آوردن $Info$ شرکت به صورت زیر عمل می کنیم :

میانگین $Info$ شرکت ها صنعت $Info$ - شرکت $Info =$

و همچنین برای به دست آوردن $Info$ شرکتهای رقیب به صورت زیر عمل می کنیم

$Info$ شرکت مورد نظر - جمع $Info$ تمام شرکتهای همتا $Info\ peer =$

متغیر کنترلی :

در این تحقیق به منظور کنترل سایر عوامل احتمالی موثر بر حساسیت سرمایه گذارهای شرکت نسبت به قیمت سهام، از این متغیرها استفاده شده است :

متغیرهای کنترلی شرکت :

۱- اندازه شرکت:

جهت اندازه گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی داراییهای شرکت استفاده می گردد.

۲- جریان وجوه نقد عملیاتی

چنانچه جریان وجوه نقد عملیاتی کم باشد سرمایه گذاری های شرکت نیز کاهش می یابد لذا در این تحقیق از جریان وجوه نقد عملیاتی به عنوان متغیر کنترلی استفاده می شود که به صورت زیر اندازه گیری می شود :

$$cf = \frac{\text{cash flow from operating activities}}{\text{beginning of year book assets}}$$

که در معادله فوق :

$cash\ flow\ from\ operating\ activitis =$ جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی

ارزش دفتری داراییهای اول دوره = *beginning of year book assets*

۳- ترغیب مدیران :

بسیاری از محققان بر این عقیده می باشند که برخی از سرمایه گذاری ها می تواند در جهت ترغیب مدیریت صورت بگیرد. مدیران با پیش بینی هایی که نسبت به بازده سهام ارائه می دهند می توانند سرمایه گذاریهای شرکت را بیشتر ترغیب نمایند در این تحقیق جهت اندازه گیری این متغیر از نسبت قیمت سهام به سود شرکت استفاده می شود به لحاظ نظری، P/E یک سهم به ما می گوید که سرمایه گذاران چند ریال حاضرند به ازای هر ریال سود یک شرکت پرداخت نمایند. به همین جهت به آن ضریب سهام نیز می گویند که به صورت زیر اندازه گیری می شود :

$$RRoa = \frac{P}{E}$$

که در معادله فوق

$$E = \text{سود}$$

$$P = \text{قیمت سهام.}$$

متغیرهای کنترلی صنعت:

۱- سرمایه گذاری در صنعت در سال قبل:

جهت اندازه گیری این متغیر از جمع مخارج سرمایه ای سالهای قبل تمام شرکتهای عضو در هر صنعت استفاده میشود. که میانگین به دست آمده به عنوان سرمایه گذاری در صنعت در سال قبل اندازه گیری می شود.

۲- جریان وجوه نقد عملیاتی شرکتهای همتا:

جهت اندازه گیری جریانهای وجوه نقد عملیاتی شرکتهای همتا همانند معادله جریانهای وجوه نقد عملیاتی برای شرکت عمل خواهد شد و در نهایت جریانهای وجوه نقد عملیاتی به دست آمده در معادله فوق برای تمام شرکتهای به جز شرکت مورد نظر جمع میانگین آن به دست می آید.

۳-ترغیب مدیران شرکتهای همتا :

جهت اندازه گیری این متغیر نیز همانند متغیر کنترلی ترغیب مدیران عمل می شود بدین صورت که ترغیب مدیران شرکتهای به دست آمده به جز شرکت مورد نظر باهم جمع و میانگین آن به دست می آید.

یافته های تحقیق

آمار توصیفی

تحلیل توصیفی متغیرهای مستقل و متغیر تحقیق در جدول شماره ۱ نتایج تحلیل توصیفی شامل میانگین، میانه، واریانس و انحراف معیار متغیرهای مستقل تحقیق بین سالهای ۸۸ تا ۹۳ آمده است.

در روشهای توصیفی، پژوهشگر درصد این است که با استفاده از ارائه جداول و استفاده از شاخصهای آمار توصیفی، به توصیف داده های پژوهش پرداخته شود تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند(خاکی، ۱۳۸۶).

شاخصهای آماری پژوهش در جدول(۲-۴) ارائه شده است:

جدول(۲-۴): شاخصهای آماری متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	مینیم	ماکزیم
حساسیت سرمایه گذاری	۰.۲۵۱۸	۰.۰۶۵۲	۰.۰۱۸۲۵	۰.۶۷۴۱
قیمت سهام شرکتهای رقیب	۰.۳۱۸۷	۰.۰۴۴۸۵۹	۰.۰۳۲۱	۰.۴۱۸۷
نسبت تمرکز بازار	۰.۳۲۶۶	۰.۱۱۳۱	۰.۱۱۷۳	۰.۷۴۱۲
محتوای اطلاعاتی قیمت سهام	۰.۲۴۱۹	۰.۰۲۹۸	۰.۰۴۱۵	۰.۶۰۳۲
رشد شرکت	۰.۶۹۸	۰.۰۶۵۲	۰.۳۳۲۱	۳.۸۲
جریان وجه نقد عملیاتی	۰.۲۹۷۶	۰.۴۳۹۱	-۰.۶۹۵۱	۲.۹۸۱
اهرم شرکت	۰.۵۷۲۶	۰.۱۶۶۴۴	۰.۰۴۵۴	۰.۹۶۵۲
ترغیب مدیران	۰.۶۲۸۱	۰.۵۵۵۲۴	۰.۳۲۱۵۲	۲.۸۷۷۶
سرمایه گذاری در صنعت سال قبل	۰.۱۹۵۲	۰.۳۲۹۸	۰.۰۳۲۹	۰.۴۱۸۵
جریان وجه نقد عملیاتی شرکتهای همتا	۰.۲۶۳۲	۰.۱۲۸۸۵	-۰.۳۶۲۵	۰.۵۲۵۹
ترغیب مدیران شرکتهای همتا	۰.۴۱۹۸	۰.۱۵۲۸۹	۰.۰۳۲۹۵	۰.۷۴۱۹

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها :

آزمون نرمال بودن داده ها

جهت استفاده از آزمون ها و روش های پارامتریک می بایست داده های تحقیق نرمال باشند، در غیر این صورت، باید از روش های ناپارامتریک به منظور تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیات استفاده گردد

برای بررسی نرمال بودن توزیع نمرات متغیرها از آزمون کولموگروف_ اسمیرنوف استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون نرمال بودن توزیع متغیر است. اگر سطح معنی داری آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر تایید شده و نتیجه گرفته می شود که توزیع متغیر مورد نظر نرمال می باشد.

(جدول ۲) : نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

عنوان	تعداد	آماره Z کولموگروف - اسمیرنوف	سطح معنی داری
حساسیت سرمایه گذاری شرکت	۹۱۸	۰,۴۳۷	۰,۰۸۳

چون در تحلیل رگرسیون نرمال بودن متغیر وابسته مد نظر قرار می گیرد، با توجه به سطوح معنی داری به دست آمده نتیجه گرفته می شود که حساسیت سرمایه گذاری شرکت دارای توزیع نرمال می باشند. (سطح معنی داری بزرگتر از ۰/۰۵).

آزمون فرضیه های تحقیق

۱-۱- تحلیل فرضیه اول:

فرضیه ۱-۱ بیان می دارد که: سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکت های همتا حساسیت دارد قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی F^۲ لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده های تلفیقی یا الگوی داده های تابلویی به کار گرفته می شود.

نتایج جدول (۳) نشان می دهد با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰,۰۵ بیان می دارد که استفاده از الگوی داده های تابلویی برای تحقیق فرضیه فوق مناسب تر می باشد. سپس آزمون با استفاده از اثرات تصادفی و اثرات ثابت انجام می گردد که با استفاده از آزمون هاسمن جهت استفاده از هر یک از آزمونها تصمیم گیری می شود. در این فرضیه با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا اثرات ثابت پذیرفته می شود.

قابل اتکاء بودن نتایج حاصل از تخمین های روش داده های تابلویی در صورتی پذیرفته می شود که یکی از اصلی ترین مباحث مربوط فروض کلاسیک و اولیه که همان عدم وجود ناهمسانی واریانس می باشد، مورد قبول واقع شود. در این قسمت وضعیت مدل از نظر ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار می گیرد. در این روش نتایج حاصل از تخمین در دو حالت بدون وجود ناهمسانی و با وجود ناهمسانی با استفاده از روش LR مورد آزمون قرار می گیرد با توجه به جدول زیر می توان دید که به دلیل اینکه ناهمسانی واریانس کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا می توان نتیجه گرفت که ناهمسانی واریانس وجود ندارد که جواب نهایی به صورت زیر می باشد.

جدول شماره (۳) : جدول نتایج رگرسیون فرضیه ۱-۱

متغیر	ضرب	آماره Z	sig
مقدار ثابت	26.85614	14.38960	0.0000
قیمت سهام شرکتهای همتا	0.096928	0.496457	0.6198
رشد شرکت	0.240916	1.296940	0.0195
جریان وجه نقد عملیاتی	2.631199	12.66923	0.0000
اهرم شرکت	0.054801	0.320907	0.7484
ترغیب مدیران	-0.049706	-0.399514	0.6897
سرمایه گذاری در صنعت سال قبل	-1.476882	-1.616747	0.1065
جریان وجه نقد عملیاتی شرکتهای همتا	5.466521	1.872786	0.0616
ترغیب مدیران شرکتهای همتا	0.502243	1.237681	0.2163
F لیمر	آزمون هاسمن	ناهمسانی واریانس	
۴,۶۸	۷,۷۴	۱,۱۴	۰,۰۰۰

نتایج آزمون فوق نشان می دهد که سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا حساسیت ندارد و از بین متغیرهای کنترلی رشد شرکت و جریان وجه نقد عملیاتی دارای رابطه معنی داری هستند

فرضیه ۲

فرضیه ۲ تحقیق بیان می دارد که: محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد .

نتایج جدول (۴) نشان می دهد با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰.۰۵ بیان می دارد که استفاده از لگوی داده های تابلویی برای تحقیق فرضیه فوق مناسب تر می باشد. در این فرضیه با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰.۰۵ می باشد لذا اثرات ثابت پذیرفته می شود.

با توجه به جدول زیر می توان دید که به دلیل اینکه ناهمسانی واریانس کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا می توان نتیجه گرفت که ناهمسانی واریانس وجود ندارد که جواب نهایی به صورت زیر می باشد.

جدول شماره (۴): جدول نتایج رگرسیون فرضیه ۲

متغیر	ضرب	آماره Z	sig
مقدار ثابت	2.189336	4.943852	0.0000

0.8021	3.095899	1.433212	قیمت سهام شرکتهای همتا
0.0020	0.356021	0.132526	محتوای اطلاعاتی قیمت سهام
0.0010	3.294284	0.388241	قیمت سهام شرکتهای همتا* محتوای اطلاعاتی قیمت سهام
0.1060	1.618910	0.069684	رشد شرکت
0.0000	6.128391	0.211291	جریان وجه نقد عملیاتی
0.7338	0.340254	0.008786	اهرم شرکت
0.2779	-1.086059	-0.205995	ترغیب مدیران
0.1655	-1.388571	-0.842796	سرمایه گذاری در صنعت سال قبل
0.9993	0.000867	7.219405	جریان وجه نقد عملیاتی شرکتهای همتا
0.1240	1.540261	0.324986	ترغیب مدیران شرکتهای همتا
ناهمسانی واریانس		آزمون هاسمن	F لیمر
۰,۰۰۰	۱,۷۴۸	۰,۰۰۰۱	۱,۶۵۱
			۰,۰۰۰
			۲,۷۷

نتایج آزمون فوق نشان می دهد که محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتهای همتا بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد. و از بین متغیرهای کنترلی فقط جریان وجه نقد عملیاتی دارای رابطه معنی داری با حساسیت سرمایه گذاران است.

فرضیه ۳

فرضیه فرعی ۲ تحقیق بیان می دارد که: سهم بازار شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد.

نتایج جدول (۵) نشان می دهد با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰.۵۰ بیان می دارد که استفاده از لگوی داده های تابلویی برای تحقیق فرضیه فوق مناسب تر می باشد. در این فرضیه با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰.۵۰ می باشد لذا اثرات ثابت پذیرفته می شود.

با توجه به جدول زیر می توان دید که به دلیل اینکه ناهمسانی واریانس کمتر از ۰.۰۵ می باشد لذا می توان نتیجه گرفت که ناهمسانی واریانس وجود ندارد که جواب نهایی به صورت زیر می باشد.

متغیر	ضریب	آماره Z	sig
قیمت سهام شرکتهای همتا	1.584348	1.323446	0.1863
سهم بازار شرکت	0.559676	0.789519	0.0002
قیمت سهام شرکتهای همتا* سهم بازار شرکت	0.968465	2.062762	0.0396
رشد شرکت	0.030450	0.043579	0.1653
جریان وجه نقد عملیاتی	0.099198	1.399596	0.1622
اهرم شرکت	0.086338	1.003854	0.3159
ترغیب مدیران	-0.046944	-1.394262	0.1638
سرمایه گذاری در صنعت سال قبل	-0.280956	-1.266777	0.2058
جریان وجه نقد عملیاتی شرکتهای همتا	0.305246	0.391196	0.6958
ترغیب مدیران شرکتهای همتا	0.099230	1.044880	0.2966
F لیمر	آزمون هاسمن		ناهمسانی واریانس
۶,۹۸	۵,۸۷	۰,۰۱۲	۳,۷۶
۰,۰۱۲			۰,۰۰۰

نتایج آزمون فوق نشان می دهد نسبت تمرکز بازار بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر دارد .

نتایج حاصل از یافته های تحقیق

همانگونه که نتایج فرضیات تحقیق نشان داد سرمایه گذاری شرکت بر قیمت سهام شرکتهای همتا دارای حساسیت نمی باشد. با توجه به مبانی نظری تحقیق انتظار می رفت که میزان و سطح سرمایه گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا حساس باشد که در این تحقیق چنین نتیجه ای مشاهده نگردید دلیل این امر را میتوان وضعیت اقتصادی نا بسامان کشور دانست. به توجه به تورم موجود در کشور بیشتر شرکتهای در سرمایه گذاری های خود با احتیاط عمل می کنند چون بنا به تحریمهای موجود امکان عدم سود حاصل از سرمایه گذاری های شرکت وجود دارد. لذا همانگونه که یافته های تحقیق نشان داد چنین رابطه ای مشاهده نگردید از طرفی نیز دیگر نتایج حاصل از فرضیه دوم نشان داد که محتوای اطلاعاتی شرکتهای رقیب بر میزان حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای همتا تاثیر گذار می باشد دلیل این امر را می توان در واکنشهای بازار بر اطلاعات و استفاده مدیران شرکتهای از این اطلاعات به عنوان معیاری برای تصاحب بازار عنوان کرد که همانگونه که نتایج فرضیه سوم تحقیق نیز نشان داد نسبت تمرکز بازار نیز بر حساسیت سرمایه گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتهای رقیب تاثیر گذار می باشد که دلیل این امر می تواند حساسیت سهامداران و مدیریت به میزان سهم بازار خویش باشد که همواره در کمین افزایش سهم بازار خود هستند که در صورتی که رقابت بیشتری وجود داشته باشد با افزایش یا کاهش قیمت سهام شرکتهای رقیب که دارای محتوای اطلاعاتی می باشد و علامتهایی را به مدیران دیگر شرکتهای سهامداران می دهد اقدام به افزایش سرمایه گذاری های خود و افزایش سهم بازار خویش نمایند.

پیشنهادهای کاربردی تحقیق

با توجه به بررسی ادبیات این تحقیق و هم چنین اجرای مرحله به مرحله تحقیق و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نکات مبهم و پیچیده ای یافت شده است. برخی از این موارد مربوط به سازمان بورس اوراق بهادار و برخی نیز مربوط به سرمایه گذاران بازار اوراق بهادار ایران می باشد. علاوه بر این، بر اساس یافته های این تحقیق پیشنهادهایی برای محققین آتی جهت انجام بررسی های بیش تر یافت شده اند که در این بخش هر یک از این موارد به صورت جداگانه مطرح می شوند.

الف) بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می شود بورس اوراق بهادار تهران در رتبه بندی شرکتها از لحاظ ۱۰ شرکت برتر بورس نسبت تمرکز بازار و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را نیز به عنوان معیار مهم مد نظر قرار دهد.

الف) اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران:

۱- محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بر حساسیت سرمایه گذاری های شرکت نسبت به قیمت سهام شرکتها تاثیر دارد. لذا پیشنهاد می گردد در انتخاب سرمایه گذاری های خود به محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکتها توجه نمایند و شرکتهایی را انتخاب نمایند که محتوای اطلاعاتی آنها بیشتر می باشد.

محدودیت های تحقیق :

۱- پیامدهای احتمالی ناشی از اثرات تورم بر داده ها مالی و وجه نقد و داشتن زمانهای متفاوت تاسیس برای واحدهای تجاری و در نهایت تحصیل اقلام داراییهای شرکت در زمانهای مختلف بوده که باعث کاهش کیفیت قابلیت مقایسه ای اقلام می شود و بر نتایج پژوهش اثر گذاشته و تعمیم نتایج را با محدودیت هایی همراه می سازد، نادیده گرفته شده است.

۲- عدم کنترل بعضی از عوامل موثر بر نتایج پژوهش از جمله تاثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی ، شرایط سیاسی ، عمر شرکتها ، نوع صنعت ، وضعیت اقتصادی جهانی ، قوانین و مقررات خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثر بگذارد.

۳- با توجه به اینکه صورتهای مالی میان دوره ای ارائه شده در بورس تهران حسابرسی نشده اند، این امر می تواند احتمالا بر نتایج حاصل از پژوهش تاثیر گذار باشد

منابع

منابع داخلی

کاشانی پور، محمد. راسخی، سعید. تقی نژاد، بیژن. رسائیان، امیر. (۱۳۸۹)، بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفتهای حسابداری، دوره دوم، شماره ۲.

سرلک، نرگس، قنبری، علی محمد، خدشناس، محمد حسن (۱۳۸۷) تاثیر هموارسازی سود بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام " فصلنامه نظریه های نوین حسابداری شماره 6

ستایش محمدحسین؛ کارگر فرد جهرمی محدثه (۱۳۹۰) " بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه " فصلنامه پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره اول، پاییز ۱۳۹۰ صص ۹-۴۱

قلی زاده، محمد حسن؛ مشکلی، مهدی قاسمی شمس، معصومه (۱۳۹۲) " رابطه افق سرمایه گذاران نهادی بر روی حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی " پایان نامه . کارشناسی ارشد - دانشگاه گیلان - دانشکده ادبیات و علوم انسانی. 1392.

نمازی، محمد؛ ابراهیمی شهلا (۱۳۹۱) " بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام " پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱، بهار ۱۳۹۱، صص ۹-۲۷.

منابع خارجی

Arsalan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (۲۰۰۶). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity. *Emerging Markets Review*. ۳۳۸-۳۲۰, (۴)۷

Brander, J. A., and T. R., Lewis, (1986), "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 956-970

Chen, Q., I. Goldstein, and W. Jiang, ۲۰۰۷, Price informativeness and investment sensitivity to stock price, *Review of Financial Studies* ۲۰, ۶۵۰-۶۱۹

Collins, D. W., Khotari, S. P., Shanken, J., Sloan, R. G., 1994. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous returns' earnings association. *Journal of Accounting and Economics* 18, 289-324.

Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., Zarowin, P., 2003. Does greater firm specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research* 41, 797-836.

Hovakimian, A., & Hovakimian, G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. *European Financial Management* 15(1), 47-65.

Leland, H., & Pyle, D. (1997). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32(2), 371-387.

Lang, M., Lins, K., Miller, D., (2003). ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41, 317-345.

2nd International Conference on Modern Research's in

Management, Economics & Accounting

Kualalumpur - Malaysia / 15 Dec 2016

Lev. B., Zarowin, P., 1999. The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37,353-385.

Marhfor, Ahmed; M'Zali, Bouchra; Charest, Guy(2013)" Stock price informativeness and analyst coverage
"Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration [Volume 30, Issue 3](#), pages 173–188, September 2013

Ozoguz Arzu, Rebello, Michael(2013)" Information, competition, and investment sensitivity to peer stock prices" *emerald*-2013

Pandey, I. M., (2004), "Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence from Malaysia", *Asia Pacific Journal of economics and Business*, Vol. pp. 78-91.