

## بررسی عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی سهام در بورس منطقه‌ای اصفهان

مجیدرضا داوری<sup>۱</sup>

مهدی ابزری<sup>۲</sup>

محسن مهدوی‌نیا<sup>۳</sup>

نحوه انتخاب سهم در بازار بورس اوراق بهادار یکی از مسائل مهم سرمایه‌گذاران در این بازارها می‌باشد. از یک سو، اگر سرمایه‌گذاران در انتخاب سهم به طور منطقی تصمیم‌گیری نمایند می‌توانند به بازدهی بالاتر از میانگین دست یابند. از سوی دیگر، استفاده از روش‌های صحیح و علمی در انتخاب سهم از سوی سهامداران به کاهش نوسان‌ها و در نتیجه توسعه و رونق بازار بورس منجر خواهد شد. پژوهش حاضر یک تحقیق توصیفی-پیمایشی و از شاخه میدانی است. در این تحقیق عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی سهام در بورس منطقه‌ای اصفهان با ۳ فرضیه اصلی و ۱۵ فرضیه فرعی مورد بررسی قرار گرفته است. برای جمع‌آوری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش یک نمونه آماری ۱۲۸ نفری متشکل از سهامدارانی که در بورس منطقه‌ای اصفهان حضور داشته‌اند به طور اتفاقی انتخاب و بین آنها پرسشنامه توزیع گردید. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای مورد بررسی در سطح اقتصاد در ارزیابی و انتخاب سهم سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر بسزایی ندارند، اما تمام متغیرهای مورد بررسی در سطح صنعت مورد توجه سهامداران بوده و بین متغیرهای در نظر گرفته شده در سطح شرکت نیز موقعیت رقابتی، تجزیه و تحلیل مالی و تجزیه و تحلیل سودآوری مورد توجه بوده اما متغیرهای کیفیت مدیریت و کارایی عملیات شرکت چندان در تصمیم سهامداران تأثیرگذار نیستند.

**واژه‌های کلیدی:** تحلیل بنیادی، تحلیل تکنیکی، تجزیه و تحلیل سطح اقتصاد، تجزیه و تحلیل سطح صنعت، تجزیه و تحلیل سطح شرکت.

platinum2014@yahoo.com

mabzari32@yahoo.com

۱. مدیر عامل بانک تجارت.

۲. عضو هیأت علمی دانشگاه اصفهان.

۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی).

### ۱. مقدمه

سرمایه‌گذاران می‌بایست بررسی‌های وسیعی هنگام خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند، زیرا آنها نقدی‌ترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. اگر آنها بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عایدشان نخواهد شد. این موضوع بیشتر در کشورهایی مطرح است که بازار اوراق بهادار (بورس) کارایی ندارند. در کشورهایی که بورس اوراق بهادار کارایی ندارند به بررسی وسیع در مورد اوراق بهادار نیازی نیست، زیرا قیمت بازار سهام نزدیک به ارزش ذاتی (واقعی) اوراق بهادار است. به عبارت دیگر، قیمت بازار اوراق بهادار شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است (جهانخانی و عبده‌تبریزی، ۱۳۷۲).

یک سرمایه‌گذار هنگام خرید یا فروش سهم ممکن است عوامل مختلفی را در نظر بگیرد. مطالعات نشان می‌دهند که سرمایه‌گذارانی که با استفاده از حدس و گمان معامله می‌کنند یا حداقل دست به معاملات پرریسک می‌زنند منفعت کمی می‌برند. بنابراین، برای انجام یک سرمایه‌گذاری موفق و کسب سود مناسب تجزیه و تحلیل اوراق بهادار هنگام انتخاب و خرید سهم لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

فنون تجزیه و تحلیل سهام به دو دسته تجزیه و تحلیل بنیادی و تجزیه و تحلیل تکنیکی تقسیم می‌گردد. تحلیلگران بنیادی در پی تعیین ارزش ذاتی یا واقعی سهم از طریق تحلیل متغیرهای مربوط به سطوح اقتصاد، صنعت و شرکت بوده و با مقایسه آن با ارزش بازار تصمیم به خرید یا فروش سهم می‌گیرند، اما تحلیلگران تکنیکی بیشتر به تغییرات قیمت سهام در گذشته و پیش‌بینی آن در آینده توجه دارند.

در کشورهایی همچون ایران که بازار سرمایه کارایی ندارند، قیمت بازار اوراق بهادار با ارزش ذاتی آن تفاوت قابل ملاحظه‌ای داشته و در نتیجه بهتر است شخص سرمایه‌گذار از تجزیه و تحلیل بنیادی جهت ارزیابی یک سهم استفاده نماید. به دلیل اهمیت موضوع فوق تحقیق حاضر به دنبال شناسایی میزان تأثیرگذاری متغیرهای مطرح در تحلیل بنیادی در ارزیابی و انتخاب سهم سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان می‌باشد.

### ۲. بیان مسأله

فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از دو جزء تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفلیو تشکیل می‌شود. تجزیه و تحلیل اوراق بهادار که به عنوان اولین مرحله در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مطرح است شامل ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه

می‌باشد. به این منظور، رابطه میان ریسک و بازده بررسی شده و قیمت آینده اوراق بهادار تعیین می‌گردد.

فنون تجزیه و تحلیل و ارزیابی سهام عادی معمولاً به دو دسته تجزیه و تحلیل بنیادی و تجزیه و تحلیل تکنیکی (فنی) تقسیم می‌شوند. از میان این دو روش، تحلیل تکنیکی بیشتر برای بازارهای شفاف و کارا مناسب است، زیرا در این بازارها تمام اطلاعات در نمودار سهام خود را به نحو بارزی نشان می‌دهند و نیاز چندانی به داشتن اطلاعات خام برای پیش‌بینی قیمت سهام نیست. این روش در بورس اوراق بهادار ایران که مدام تحت تأثیر تصمیمات دولتی و مسائل سیاسی افت و خیز می‌کند و از این جهت علایم اشتباهی به تحلیلگران می‌دهد مناسب نیست. بنابراین، تحلیل بنیادی در شرایط فعلی بورس اوراق بهادار تهران و بورس‌های منطقه‌ای وابسته به آن روش مناسب‌تری برای تجزیه و تحلیل اوراق بهادار می‌باشد.

### ۳. پیشینه تحقیق

تحقیقات بسیاری بر معیارهای تصمیم‌گیری سهامداران در ارزیابی و انتخاب سهم در داخل و خارج کشور انجام شده است، اما به طور اخص تحقیقی بر متغیرهای مطرح در هر سه سطح تحلیل بنیادی صورت پذیرفته است. در ادامه به چندین مورد از پژوهش‌های مرتبط انجام شده در این زمینه اشاره می‌شود.

آقایی و مختاریان در تحقیق خود تحت عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر چهار متغیر سود هر سهم، افزایش سرمایه انجام گرفته توسط شرکت‌ها، سود نقدی هر سهم و مشاوره و توصیه کارگزاران بر تصمیم سهامداران پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که سود هر سهم، سود نقدی هر سهم و مشاوره و توصیه کارگزاران در تصمیم سهامداران مؤثر می‌باشند اما افزایش سرمایه انجام گرفته توسط شرکت‌ها تأثیری در تصمیم آنها ندارد (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳).

هادوی‌نژاد در پایان‌نامه خود تحت عنوان "شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار تهران (محدود به شرکت‌های سیمان) با استفاده از رویکرد MADM" به رتبه‌بندی معیارهای مورد توجه سهامداران در ارزیابی و انتخاب سهم با استفاده از رویکرد تصمیم‌گیری چندشاخصه پرداخت. به این منظور، وی ۲۴۴ معیار را در قالب سه عامل داخلی، خارجی و اهداف سرمایه‌گذار از طریق پرسشنامه مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که مهم‌ترین

معیارهای مؤثر عبارتند از سیاست‌ها و مقررات اقتصادی، نسبت‌های مالی مربوط به سود سهم و توجه به اجرای طرح‌های تحقیق و توسعه و چگونگی آنها (هادوی‌نژاد، ۱۳۸۳).

توکلی محمدی در سال ۱۳۸۳ تحقیقی تحت عنوان "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیلگران مالی در خصوص پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران" انجام داده است. پاسخ دهندگان به پرسشنامه شامل کارگزاران بورس، تحلیلگران مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری بانک‌های تجاری بوده‌اند. از پاسخ‌دهندگان درخواست شد تا اهمیت نسبی استفاده از تکنیک‌های تجزیه و تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکی و تجزیه و تحلیل پرتفوی را برای پیش‌بینی بازار در کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و انتخاب سهم مشخص نمایند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهند که تحلیلگران و مدیران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأکید بیشتری بر تکنیک‌های سنتی یعنی تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکی نسبت به تکنیک‌های جدید یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل پرتفوی دارند (توکلی محمدی، ۱۳۸۳).

ابزری، صامتی و دلبری در سال ۱۳۸۱ در تحقیقی تحت عنوان "کاربرد مدل فرایند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) در تعیین معیارهای مؤثر بر انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی و رتبه‌بندی تعدادی از معیارهای مطرح در تحلیل تکنیکی و بنیادی پرداختند. جامعه آماری این تحقیق را کارشناسان سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس تشکیل می‌دادند. بر اساس نتایج به دست آمده از این تحقیق، کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تحلیل بنیادی را بر تحلیل تکنیکی ترجیح داده و مهم‌ترین معیارهای مورد توجه آنها به ترتیب عبارتند از سود تقسیمی هر سهم، سود هر سهم و نسبت قیمت به درآمد (ابزری، صامتی و دلبری، ۱۳۸۱).

حامدیان در سال ۱۳۷۹ در پایان‌نامه خود تحت عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و تصمیم سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار ایران" به مطالعه عوامل مختلفی در رفتار قیمت سهام و رفتار سرمایه‌گذاران پرداخته است. این عوامل عبارتند از درآمد هر سهم، سود نقدی هر سهم، افزایش سرمایه انجام شده توسط شرکت‌ها، نوع مالکیت اکثریت (دولتی، خصوصی، عمومی)، محصولات انحصاری برخی شرکت‌ها، توصیه و مشاوره کارگزاران. این مطالعه از نوع پرسشنامه‌ای بوده و جامعه آماری آن ۸۶ نفر بوده است. نتایج این تحقیق وجود تأثیر تمام عوامل بجز توصیه و مشاوره کارگزاران را در امر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد (حامدیان، ۱۳۷۹).

محمدرضایی در سال ۱۳۷۹ در پایان‌نامه خود تحت عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم خریداران سهام عادی در بازار بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های سهامی عام و سودآوری آنها بر تصمیم خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار

تهران پرداخته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد خریداران سهام در بورس بر اساس تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و روش‌های قدیمی تصمیم نگرفته و بیشتر تحت تأثیر مسائلی مانند وضعیت اقتصادی و سیاسی کشور، سیاست‌های دوره‌ای بورس، دسترسی به اطلاعات محرمانه از شرکت‌ها، بالابودن تقاضا برای محصولات شرکت، سودآوری شرکت، سیاست پرداخت سود و موارد دیگر قرار دارد (محمدرضایی، ۱۳۷۹).

فرخ‌نیا در سال ۱۳۷۹ در پایان‌نامه خود تحت عنوان "نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار" به بررسی نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت خرید و فروش سهام پرداخته است. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس در تصمیم‌گیری نسبت به خرید و فروش و قیمت سهام از الگوی خاص مبتنی بر روش‌های علمی و تکنیکی استفاده نمی‌کنند. مهم‌ترین دلایل این امر، کم بودن دانش تخصصی، نواقص سیستم اطلاع‌رسانی بورس، عدم رضایت بازده و ناهماهنگی درآمدهای تضمینی سایر سرمایه‌گذاری‌ها از جمله بانک‌ها، اوراق مشارکت و بازار پیش فروش خودرو و تلفن همراه می‌باشد که در بازار سهام تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌گذارد (فرخ‌نیا، ۱۳۷۹).

سامی در سال ۱۳۷۶ در پایان‌نامه خود تحت عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر تجزیه و تحلیل سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران" به مطالعه میزان استفاده شرکت‌های سرمایه‌گذاری از تحلیل بنیادی در انتخاب سهم پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای تجزیه و تحلیل سهام عادی به متغیرهای اقتصادی و صنعت خاص توجه نداشته و تنها متغیرهای سطح شرکت را مورد توجه و استفاده قرار می‌دهند (سامی، ۱۳۷۶).

چن، کیم و کیم در سال ۲۰۰۵ در تحقیقی تحت عنوان "اثر نیروهای اقتصادی و غیراقتصادی کلان بر بازده سهام هتل‌ها" به بررسی رابطه میان این عوامل و بازده سهام هتل‌های پذیرفته‌شده در بورس تایوان پرداختند. آنها در این تحقیق متغیرهای عرضه پول، نرخ رشد محصولات صنعتی، تورم مورد انتظار، تغییرات نرخ بیکاری و پراکندگی بازده را مورد بررسی قرار دادند. تجزیه و تحلیل رگرسیون صورت گرفته توسط آنها نشان داد که از میان متغیرهای فوق تنها متغیرهای عرضه پول و نرخ بیکاری به طور قابل ملاحظه‌ای بر تغییرات بازده سهام هتل‌ها تأثیرگذار هستند. از سوی دیگر، تمام متغیرهای غیراقتصادی کلان مورد نظر که عبارتند از انتخاب ریاست جمهوری، زمین‌لرزه ۹۲۱ و حمله به عراق در سال ۲۰۰۳ تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر بازده سهام هتل‌ها داشته‌اند (چن، کیم و کیم، ۲۰۰۵).

موهانرام در سال ۲۰۰۳ در تحقیق خود تحت عنوان "آیا تحلیل بنیادی برای سهام‌های رو به رشد مؤثر است؟" به بررسی میزان موفقیت تحلیل بنیادی برای سهام‌های رو به رشد یا سهام‌های دارای ارزش دفتری به ارزش بازار پایین پرداخته است. به این منظور، وی شاخصی بر مبنای ترکیب عوامل بنیادی سنتی مانند جریان‌های نقدی و معیارهای سنجش مناسب برای شرکت‌های رو به رشد مانند ثبات سودآوری و میزان فعالیت‌های مربوط به تحقیق و توسعه، ایجاد نموده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تحلیل بنیادی می‌تواند حتی شرکت‌های رو به رشد نیز مناسب باشد. علاوه بر آن، نتایج این تحقیق این موضوع را که اوراق بهادار دارای ارزش بازار به ارزش دفتری پایین در آینده بازده بهتری خواهند داشت، تأیید نکردند (موهانرام، ۲۰۰۳).

بکویت در سال ۲۰۰۱ در تحقیقی تحت عنوان "انتخاب سهم در شش بازار غیرآمریکایی بزرگ" مسأله انتخاب سهم را در شش کشور استرالیا، کانادا، فرانسه، آلمان، ژاپن و انگلستان مورد بررسی قرار داد. وی در این مطالعه از ۸ معیار استفاده نموده است که عبارتند از نسبت قیمت به جریان نقدی، نسبت قیمت به درآمد، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت نرخ سرمایه‌گذاری مجدد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت نرخ سرمایه‌گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در یک سال، نسبت نرخ سرمایه‌گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در پنج سال گذشته و نسبت نوسان یک سال گذشته در قیمت استفاده کرده است. دوره زمانی مطالعه از سال ۱۹۸۵ تا پایان فصل دوم ۱۹۹۷ بوده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که ترکیب اطلاعات در معیارهای مورد استفاده در استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری به ارائه یک مدل چند متغیره در شناسایی اوراق بهادار با بازده مورد انتظار بالا و پایین در بازارهای شش‌گانه می‌انجامد (بکویت، ۲۰۰۱).

اسکویرس در سال ۱۹۹۸ به بررسی انتخاب سهام از دیدگاه گراهام و داد<sup>۱</sup> پرداخته است. در این تحقیق ۱۰ شاخص در چهار طبقه قرار دارند که عبارتند از نرخ رشد پنج سال (شامل فروش درآمد هر سهم و ارزش دفتری هر سهم)، نسبت‌های سودآوری پنج سال (شامل بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود)، نسبت‌های اهرم مالی پنج سال (شامل حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها، نرخ پوشش بهره و جریان نقدی به بدهی)، شاخص‌های قیمت‌گذاری در پنج سال (شامل قیمت به درآمد و قیمت به ارزش دفتری). آنگاه این شاخص‌ها در مورد شرکت‌های فعال در یک صنعت محاسبه شده و در مورد هر شرکت، نرخ رشد، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های اهرم مالی با

---

1. Graham & Dodd

یکدیگر ترکیب شده و معیاری به اسم عملکرد نامیده شد و این عملکرد با قیمت گذاری مقایسه شده و بر مبنای آن سهام برتر برای خرید شناسایی شد (اسکویرس، ۱۹۹۸).

آچور، هاروی، هاپکینز و لانگ در سال ۱۹۹۸ در تحقیقی تحت عنوان "انتخاب سهم در بازارهای نوظهور: استراتژی‌های پرتفلیو برای مالزی، مکزیک و آفریقای جنوبی" موضوع انتخاب سهم را در بازارهای نوظهور مذکور مورد بررسی قرار دادند. آنها در این مطالعه، ۲۸ معیار مختلف را برای انتخاب سهم در نظر گرفتند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در فرایند سرمایه‌گذاری، انتخاب سهم از انتخاب کشور مهم‌تر است و می‌بایست در انتخاب معیارها دقت کرد (آچور، هاروی، هاپکینز و لانگ، ۱۹۹۸).

وونگ و چونگ در سال ۱۹۹۸ در تحقیق خود تحت عنوان "روش مدیریت سرمایه‌گذاری در هنگ کنگ: پیش‌بینی بازار و انتخاب سهم" به بررسی روش‌های مورد استفاده تحلیلگران مالی در پیش‌بینی بازار و ارزیابی سهم پرداختند. آنها در این تحقیق، ۱۲۰۰ نفر از تحلیلگران مالی فعال در بازار بورس هنگ کنگ را به عنوان نمونه مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که تحلیلگران بازار بورس هنگ کنگ بیشتر روش‌های قدیمی تحلیل بنیادی و تکنیکی را مورد استفاده قرار داده و کمتر از روش تحلیل پرتفلیو استفاده می‌کنند (وونگ و چونگ، ۱۹۹۸).

مخرجی، هات و کیم در سال ۱۹۹۷ در تحقیقی تحت عنوان "تحلیل بنیادی بازده سهام‌های کره‌ای" به بررسی ارتباط بین بازده سهام و متغیرهای بنیادی پرداختند. به این منظور، ارتباط بازده سالانه سهام را طی دوره (۱۹۸۲-۱۹۹۳) با چند متغیر بنیادی مطالعه کردند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که رابطه مثبتی بین ارزش دفتری به قیمت سهام، نسبت فروش به قیمت و نسبت بدهی به سرمایه با بازده سهام و رابطه منفی بین اندازه شرکت با بازده سهام وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق آنها نشان داد که رابطه معناداری بین نسبت درآمد به قیمت و بتا با بازده سهام وجود دارد (مخرجی، هات و کیم، ۱۹۹۷).

بائی و دوال در سال ۱۹۹۶ در تحقیقی تحت عنوان "تجزیه و تحلیل تجربی تأثیر عوامل صنعت و شرکت در بازده سهام صنعت هوا-فضای آمریکا" به بررسی رابطه بازده سهام شرکت‌های هوا-فضای آمریکا با متغیرهای منتخب صنعت و شرکت از طریق بکارگیری مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای چندشاخصه پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون صورت گرفته توسط آنها نشان می‌دهد که شاخص ۵۰۰ شرکت استاندارد اند پورز و مخارج صنایع دفاع به طور قابل ملاحظه و مستقیمی با بازده سهام شرکت‌های صنعت هوا-فضا ارتباط دارد (بائی و دوال، ۱۹۹۶).

#### ۴. سؤالات تحقیق

##### ۴-۱. آیا متغیرهای سطح اقتصاد بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارند؟

- آیا میزان تولید ناخالص ملی بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا نرخ تورم بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا نوسان‌های بودجه دولت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا نرخ ارز و نوسان‌های آن بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا نرخ بهره و نوسان‌های آن بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟

##### ۴-۲. آیا متغیرهای سطح صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارند؟

- آیا ثبات فروش و سودآوری صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا میزان دخالت دولت در صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا مراحل چرخه عمر صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا میزان ارزشبری صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا موقعیت رقابتی صنعت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟

##### ۴-۳. آیا متغیرهای سطح شرکت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارند؟

- آیا موقعیت رقابتی شرکت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا کیفیت مدیریت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا کارایی عملیات شرکت بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا تجزیه و تحلیل ساختار مالی بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟
- آیا تجزیه و تحلیل سودآوری بر انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر دارد؟

#### ۵. روش تحقیق

با توجه به اینکه در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات علاوه بر مصاحبه و پرسشنامه از اسناد، مدارک، کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها و همچنین پایگاه‌های اطلاعاتی اینترنتی نیز جهت جمع‌آوری اطلاعات در خصوص تاریخچه و ادبیات موضوع پژوهش استفاده شده و هدف آن بررسی عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی سهام از طریق مراجعه به آنها است، بنابراین پژوهش حاضر بر اساس ماهیت و روش تحقیقی توصیفی - پیمایشی است.

جامعه آماری این پژوهش را تمام سهامدارانی که در بورس منطقه‌ای اصفهان حضور داشته و به خرید و فروش سهم می‌پردازند، تشکیل می‌دهند. جهت تعیین حجم نمونه یک مطالعه مقدماتی با توزیع پرسشنامه بین ۳۰ نفر از سهامداران انجام شد که از این طریق با برآورد واریانس نمونه اولیه در سطح ۹۵ درصد حجم نمونه از طریق فرمول زیر ۱۲۸ نفر بدست آمد.

$$n = \frac{Z_{\alpha}^2 \times S^2}{d^2} \quad (1)$$

n: حداقل حجم نمونه

$$Z_{\alpha/2}: \text{سطح اطمینان ۹۵ درصد} = 1/96$$

$$d: \text{درصد خطای مجاز} = 0/06$$

$$S^2: \text{واریانس نمونه اولیه} = 0/12$$

در این تحقیق عمده‌ترین ابزارهای گردآوری اطلاعات، کارت مصاحبه (راهنمای مصاحبه مقدماتی) و پرسشنامه می‌باشد. از مصاحبه به منظور بررسی دیدگاه سهامداران در خصوص عوامل مؤثر بر ارزیابی و انتخاب سهم پیش از تنظیم پرسشنامه استفاده شده است و از پرسشنامه برای تعیین درستی یا رد فرضیه‌ها بهره گرفته شده است. در این خصوص پرسشنامه محقق ساخته مناسبی در سه بخش به صورت طیف لیکرت طراحی گردیده است. بخش اول شامل پرسش‌هایی در مورد ویژگی‌های افراد پاسخ‌دهنده (سؤالات عمومی)، بخش دوم در برگیرنده سؤالات کنترلی به منظور ارزیابی صحت پاسخ‌های داده شده به سؤالات تخصصی و بخش سوم نیز شامل سؤالات تخصصی می‌باشد که در راستای فرضیات تحقیق طراحی شده‌اند.

در این پژوهش برای بررسی روایی پرسشنامه از روایی صوری استفاده شده است. به این صورت که پرسشنامه به تعدادی از صاحب‌نظران و استادان مربوطه از جمله استاد راهنما و مشاور داده شد و از آنها در مورد هر سؤال و در خصوص ارزیابی فرضیه مربوطه نظرخواهی گردید که به اتفاق پرسشنامه را تأیید نمودند. برای آزمون پایایی از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد. با استفاده از نرم‌افزار SPSS ضریب آلفای کرونباخ برای پاسخ‌های داده شده توسط سهامداران در مطالعه مقدماتی، عدد ۰/۹۴۵ به دست آمد که بیانگر پایایی پرسشنامه می‌باشد.

**۵-۱. تحلیل بنیادی**

تحلیل اساسی یا بنیادی عبارت است از ارزیابی اطلاعات موجود در صورت‌های مالی، گزارش‌های مربوط به صنعت و عامل‌های اقتصادی به منظور تعیین ارزش ذاتی<sup>۱</sup> شرکت (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). طرفداران این نوع تحلیل تأکید دارند که در هر لحظه اوراق بهادار منفرد ارزش ذاتی دارند و این ارزش با درآمد آن سهام ارتباط دارد (فاما، ۱۹۶۲).

به این ترتیب، تحلیلگران ارزش ذاتی قیمت جاری سهام را تابعی از ارزش تنزیل شده جریان درآمدهای آینده یا نسبت قیمت به درآمد می‌دانند. آنها با تعیین نرخ رشد درآمد و پیش‌بینی درآمد سال آینده، قیمت ذاتی سهام را برای دوره جاری تخمین زده و با مقایسه آن با قیمت‌های واقعی، به انجام معاملات اقدام می‌کنند (نمازی، ۱۹۸۵).

تجزیه و تحلیل بنیادی می‌تواند با دو رویکرد بالا به پایین<sup>۲</sup> و پایین به بالا<sup>۳</sup> صورت گیرد (جونز، ۲۰۰۲). در ادامه، هریک از این دو رویکرد مورد بحث قرار خواهند گرفت.

**۵-۱-۱. رویکرد پایین به بالا**

در رویکرد پایین به بالا سرمایه‌گذاران مستقیماً بر پایه‌ها یا بنیان‌های شرکت تمرکز می‌نمایند. تحلیل اطلاعات در خصوص محصولات شرکت، موقعیت رقابتی آن و وضعیت مالی آن منجر به تخمینی از سودهای بالقوه شرکت و در نهایت، ارزش آن در بازار می‌گردد.

در این رویکرد، تأکید بر یافتن شرکت‌هایی با چشم‌انداز و دورنمای رشد بلندمدت مناسب و انجام تخمین‌های صحیح از سود می‌باشد. به منظور سازماندهی این تلاش‌ها تحقیقات بنیادی پایین به بالا اغلب به دو طبقه سرمایه‌گذاری رو به رشد<sup>۴</sup> و سرمایه‌گذاری ارزشی<sup>۵</sup> تقسیم شده است (جونز، ۲۰۰۲).

سهام رو به رشد<sup>۶</sup> این انتظار را در سرمایه‌گذار به وجود می‌آورد که رشد بالاتری از میانگین بازار در درآمد و ارزش خواهد داشت که به عنوان نتیجه‌ای از نسبت‌های بالای قیمت به درآمد می‌باشد. سرمایه‌گذاران انتظار دارند این سهام‌ها در آینده خوب عمل نمایند و تمایل دارند قیمت

---

1. Intrinsic Value  
2. Top-Down Approach  
3. Bottom-Up Approach  
4. Growth Investment  
5. Value Investment  
6. Growth Stocks

بالاتری برای این رشد مورد انتظار پرداخت نمایند. از سوی دیگر، سهام ارزشی<sup>۱</sup> با ترازنامه قوی و دارایی‌های ارزان شناخته می‌شود.

#### ۵-۱-۲. رویکرد بالا به پایین

رویکرد بالا به پایین عکس رویکرد پایین به بالا است. در این رویکرد به ترتیب اقتصاد بازار، صنعت و شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. نخست، تحلیل اقتصاد و بازار اوراق بهادار برای تعیین اینکه آیا هم اکنون زمان مناسبی برای اختصاص وجوه اضافی به سهام است، صورت می‌گیرد. سپس، تجزیه و تحلیل صنایع و بخش‌ها به منظور تعیین اینکه کدام یک بهترین چشم‌انداز را در آینده دارد و سرانجام، تجزیه و تحلیل شرکت‌ها صورت می‌گیرد (جونز، ۲۰۰۲). در ادامه، هر یک از این سه سطح به ترتیب مورد بحث قرار می‌گیرند.

#### ۵-۱-۲-۱. تجزیه و تحلیل اقتصاد

بازار سهام بخش مهم و حیاتی از کل اقتصاد به شمار می‌رود. واضح است که ارتباط قوی میان بازار سهام و اقتصاد وجود دارد. اگر شرایط اقتصادی نامناسب باشد عملکرد بیشتر شرکت‌ها و در نتیجه بازار سهام نیز ضعیف خواهد بود. برعکس، اگر شرایط اقتصادی مناسب باشد عملکرد شرکت‌ها نیز بهتر خواهد بود و در نتیجه شرایط بهینه اقتصادی در بازار سهام متبلور خواهد شد (جونز، ۱۳۸۲).

در تجزیه و تحلیل اقتصاد عوامل بیشماری از قبیل تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ پس‌انداز، نرخ بیکاری، کسری یا مازاد بودجه، نرخ مالیات، نرخ ارز، میزان صادرات و واردات، تراز پرداخت‌ها و غیره می‌بایست مورد بررسی قرار گیرند. سرمایه‌گذار می‌بایست بررسی نماید که عوامل فوق چه تغییراتی در بازار بورس و به ویژه در قیمت سهام به وجود خواهند آورد.

#### ۵-۱-۲-۲. تجزیه و تحلیل صنعت

دومین مرحله در تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل صنعت<sup>۲</sup> است. سرمایه‌گذار پس از اینکه تشخیص داد اقتصاد و بازار برای سرمایه‌گذاری جذاب است میان صنایع موجود به تحلیل می‌پردازد تا صناعی را که از چشم‌انداز بهتری برخوردار بوده و در آنها فرصت‌هایی در سال‌های آتی دیده می‌شود، انتخاب نماید. اهمیت این تحلیل با توجه به عملکرد صنایع مختلف طی سال‌ها روشن می‌گردد. این تحلیل به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا در چه صناعی سرمایه‌گذاری کنند و از

1. Value Stocks  
2. Industry Analysis

کدام یک دوری گزینند. سرمایه‌گذارانی که صنعت‌های در حال رشد را انتخاب می‌کنند و موقعیت خود را حفظ می‌نمایند معمولاً نسبت به سرمایه‌گذارانی که صنایعی را انتخاب می‌کنند که در بلندمدت دارای عملکرد ضعیف هستند بازده بهتری کسب می‌نمایند.

یکی از روش‌های مفید برای تحلیل صنایع، تجزیه و تحلیل آنها براساس مراحل چرخه عمر است. هدف در این روش، ارزیابی سلامت عمومی و موقعیت فعلی صنعت می‌باشد. روش دیگر، تجزیه و تحلیل کیفی ویژگی‌های صنعت است که به سرمایه‌گذاران در ارزیابی چشم‌انداز آتی یک صنعت کمک می‌نماید (جونز، ۲۰۰۲).

#### ۵-۲-۳. تجزیه و تحلیل شرکت

همان‌طور که اشاره شد در روش بالا به پایین تحلیلگر یا سرمایه‌گذار پس از بررسی متغیرهای اقتصادی و وضعیت صنایع مختلف شرکت‌های موجود در آن صنعتی را که دارای رشد و چشم‌انداز مناسب هستند تحلیل می‌نماید. تحلیل بنیادی در سطح شرکت شامل تحلیل متغیرهای اصلی مالی برای تخمین ارزش ذاتی شرکت می‌باشد. این متغیرها شامل فروش، حاشیه سود، استهلاک، نرخ مالیات، منابع مالی، گردش دارایی‌ها و عوامل دیگر است. تحلیل‌های بعدی می‌توانند شامل موقعیت رقابتی شرکت در آن صنعت، روابط کارگری، تغییرات تکنولوژیکی، مدیریت، رقابت خارجی و غیره باشند. نتیجه نهایی تحلیل بنیادی شرکت داده‌هایی است که برای تخمین قیمت سهام مورد نیاز می‌باشند (جونز، ۱۳۸۲).

#### ۵-۲. تجزیه و تحلیل داده‌ها

داده‌های بدست آمده از طریق پرسشنامه از طریق نرم‌افزار SPSS تجزیه و تحلیل شدند. سؤالات فرعی تحقیق در قالب سه سؤال اصلی (متناسب با سه سطح تحلیل بنیادی بالا به پایین) مورد آزمون قرار گرفتند. برای آزمون این فرضیه‌ها، فرض  $H_1$  به این صورت بیان شد که میانگین نمره پاسخ‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگتر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره پاسخ‌ها کوچکتر یا مساوی ۳ می‌باشد. پذیرش فرضیه  $H_1$  به معنای تأیید فرضیه و پذیرش فرضیه  $H_0$  به معنای رد فرضیه می‌باشد.

نتایج آزمون سؤالات فرعی مربوط به سؤال اصلی اول پژوهش که در آنها پنج متغیر میزان تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، کسری یا مازاد بودجه، نرخ ارز و نرخ بهره (نرخ سود بانکی) مورد بررسی قرار گرفتند به شرح جدول زیر می‌باشند:

سوالات	میانگین	t	درجه آزادی	p
تولید ناخالص ملی	۱/۸۶۷۲	-۱۳/۹۸	۱۲۷	۰/۰۰۰
نرخ تورم	۲/۵۷۸۱	-۴/۷۶۹	۱۲۷	۰/۰۰۰
نوسان‌های بودجه دولت	۲/۳۹۸۴	-۶/۶۰۹	۱۲۷	۰/۰۰۰
نرخ ارز و نوسان‌های آن	۲/۵۷۸۱	-۴/۴۰۳	۱۲۷	۰/۰۰۰
نرخ سود بانکی و نوسان‌های آن	۲/۹۴۵۳	-۰/۶۷۵	۱۲۷	۰/۵۰۱

مأخذ: نتایج تحقیق.

سطح معناداری p بدست آمده برای چهار متغیر میزان تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، کسری یا مازاد بودجه و نرخ ارز کوچکتر از ۰/۰۵ است اما از آنجایی که فاصله اطمینان بدست آمده منفی می‌باشد، فرض  $H_1$  رد و فرض مقابل آن یعنی  $H_0$  پذیرفته می‌شود. در خصوص متغیر نرخ بهره نیز به دلیل بزرگتر بودن سطح معناداری بدست آمده از ۰/۰۵ فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود. به طور کلی می‌توان از این آزمون‌ها نتیجه گرفت که متغیرهای اقتصادی مورد آزمون در این پژوهش تأثیر بسزایی در ارزیابی و انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان ندارند.

نتایج آزمون سوالات فرعی مربوط به سؤال اصلی دوم پژوهش که در آنها پنج متغیر ثبات فروش و سودآوری صنعت، دخالت دولت در صنعت، عمر صنعت، میزان ارزبری صنایع و موقعیت رقابتی صنعت مورد بررسی قرار گرفتند به شرح جدول زیر می‌باشند:

سوالات	میانگین	t	درجه آزادی	p
ثبات فروش و سودآوری صنعت	۳/۵۷۸۱	۸/۰۵۶	۱۲۷	۰/۰۰۰
دخالت دولت در صنعت	۳/۶۷۵۸	۹/۶۷۶	۱۲۷	۰/۰۰۰
عمر صنعت	۳/۳۳۵۹	۳/۵۶۲	۱۲۷	۰/۰۰۱
میزان ارزبری صنایع	۳/۲۱۸۸	۲/۲۴۸	۱۲۷	۰/۰۲۶
موقعیت رقابتی صنعت	۳/۵۸۵۹	۷/۵۴۴	۱۲۷	۰/۰۰۰

مأخذ: نتایج تحقیق.

سطح معناداری p بدست آمده برای هر پنج متغیر ثبات فروش و سودآوری صنعت، دخالت دولت در صنعت، عمر صنعت، میزان ارزبری صنایع و موقعیت رقابتی صنعت کوچکتر از ۰/۰۵ است

و فاصله اطمینان نیز مثبت می‌باشد. بنابراین، فرض  $H_1$  رد و فرض مقابل آن یعنی  $H_0$  پذیرفته می‌شود و در نتیجه با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت که متغیرهای سطح صنعت مورد آزمون در این پژوهش در ارزیابی و انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان مؤثر می‌باشند. نتایج آزمون سؤالات فرعی مربوط به سؤال اصلی سوم پژوهش که در آنها پنج متغیر موقعیت رقابتی شرکت، کیفیت مدیریت شرکت، کارایی عملیات شرکت، تجزیه و تحلیل ساختار مالی و تجزیه و تحلیل سودآوری شرکت مورد بررسی قرار گرفتند به شرح جدول زیر می‌باشند:

سؤالات	میانگین	t	درجه آزادی	p
موقعیت رقابتی شرکت	۳/۷	۱۲/۱۸۱	۱۲۷	۰/۰۰۰
کیفیت مدیریت شرکت	۲/۶۸۴۹	-۳/۳۵۲	۱۲۷	۰/۰۰۱
کارایی عملیات شرکت	۳/۰۲۶	۰/۳۱۴	۱۲۷	۰/۷۵۴
تجزیه و تحلیل ساختار مالی شرکت	۳/۱۸۱۶	۲/۱۳۱	۱۲۷	۰/۰۳۵
تجزیه و تحلیل سودآوری شرکت	۳/۹۴۰۱	۱۵/۵۹۲	۱۲۷	۰/۰۰۰

مأخذ: نتایج تحقیق.

سطح معناداری p بدست آمده برای متغیر کارایی عملیات شرکت بزرگتر از ۰/۰۵ است و بنابراین، فرض  $H_1$  رد و فرض مقابل آن یعنی  $H_0$  پذیرفته می‌شود و در نتیجه با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت کارایی عملیات شرکت در انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر ندارد.

سطح معناداری p بدست آمده برای متغیر کیفیت مدیریت شرکت کوچکتر از ۰/۰۵ است اما چون فاصله اطمینان بدست آمده منفی می‌باشد، بنابراین فرض  $H_1$  رد و فرض مقابل آن یعنی  $H_0$  پذیرفته می‌شود. در نتیجه با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت کیفیت مدیریت شرکت در انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیر ندارد.

سطح معناداری p بدست آمده برای سه متغیر موقعیت رقابتی شرکت، تجزیه و تحلیل ساختار مالی شرکت و تجزیه و تحلیل سودآوری شرکت کوچکتر از ۰/۰۵ است و فاصله اطمینان نیز مثبت می‌باشد. بنابراین، فرض  $H_1$  رد و فرض مقابل آن یعنی  $H_0$  پذیرفته می‌شود و در نتیجه با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت که متغیرهای فوق در ارزیابی و انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان مؤثر می‌باشند.

## ۶. نتایج تحقیق

### ۶-۱. آمار توصیفی

با توجه به نتایج آمار توصیفی، ۹۰/۶ درصد از نمونه آماری این پژوهش را آقایان تشکیل می‌دهند که این موضوع نشان‌دهنده حضور کم‌رنگ خانم‌ها در بازار بورس منطقه‌ای اصفهان می‌باشد. همچنین، ۷۱/۹ درصد سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان دارای سنین زیر ۴۰ سال هستند که در این میان سهامداران دارای سنین ۳۰ سال و کمتر ۵۰ درصد از کل نمونه آماری را تشکیل می‌دهند. این نتایج حاکی از آن است که سهامداران حاضر در بورس منطقه‌ای اصفهان را جمعیت نسبتاً جوانی تشکیل می‌دهند. همچنین، ۴۹/۳ درصد سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان دارای مدرک تحصیلی لیسانس و فوق لیسانس و بالاتر هستند که ۴۳ درصد از افراد حجم نمونه را افراد دارای مدرک لیسانس تشکیل می‌دهند. این امر نشان از بالا بودن سطح تحصیلات سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان می‌باشد. در خصوص رشته تحصیلی سهامداران، ۳۷/۵ درصد از افراد نمونه در رشته‌های فنی و مهندسی تحصیل کرده‌اند و بعد از آن افراد دارای تحصیلات در رشته‌های علوم اداری و اقتصاد قرار دارند که ۲۱/۹ درصد حجم نمونه را تشکیل می‌دهند. این نتایج نشان از استقبال افراد دارای تحصیلات در رشته‌های فنی و مهندسی و علوم اداری و اقتصاد برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و حضور در بورس دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، ۸۴/۴ درصد از افراد نمونه دارای سابقه کمتر از ۳ سال در زمینه سرمایه‌گذاری در بورس و سهام هستند که در این میان ۵۴/۷ درصد از آنها دارای سابقه بین ۱ تا ۳ سال هستند. این نتایج حاکی از آن است که اغلب سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان دارای سابقه زیادی در زمینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار نیستند که عامل اصلی این مسئله، عدم وجود بازار بورس در شهر اصفهان تا پیش از زمستان سال ۱۳۸۲ می‌باشد. همچنین، ۴۵/۳ درصد از افراد نمونه دارای شغل آزاد هستند و در انتها، نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد که ۷۵ درصد سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان در کلاس‌های آموزشی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت نکرده‌اند که این امر می‌تواند به دلیل عدم برگزاری مناسب این کلاس‌ها و یا هزینه‌های بالای شرکت در این دوره‌ها باشد.

### ۶-۲. آمار استنباطی

نتایج حاصل از آزمون سؤال اصلی اول تحقیق بیانگر عدم توجه سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان به متغیرهای مورد بررسی در سطح اقتصاد به هنگام ارزیابی و انتخاب سهم می‌باشد. در رابطه با این

سؤال، ۵ سؤال فرعی مورد بررسی و آزمون قرار گرفتند که نتایج حاصل از آنها تأییدکننده نتیجه فوق می‌باشد. به عبارت دیگر، با توجه به جدول (۱) می‌توان نتیجه گرفت که هیچ یک از متغیرهای در نظر گرفته شده برای این سطح از تحلیل بنیادی تأثیر قابل ملاحظه و معناداری بر ارزیابی و انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان ندارد. همچنین، با توجه به میانگین نمرات مربوط به این عوامل می‌توان نتیجه گرفت از بین ۵ متغیر در نظر گرفته شده، نرخ سود بانکی دارای بیشترین میانگین و تولید ناخالص ملی دارای کمترین میانگین می‌باشند که این امر می‌تواند ناشی از شناخته شده تر بودن متغیر نرخ سود بانکی و ناشناخته و پیچیده تر بودن متغیر تولید ناخالص ملی برای سهامداران باشد.

نتیجه آزمون سؤال اصلی دوم تحقیق نشان می‌دهد که سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان به عامل صنعت و متغیرهای مربوط به آن در هنگام ارزیابی و انتخاب سهم توجه دارند. در این رابطه هر ۵ متغیر بررسی شده در این سطح که به عنوان سؤالات فرعی مطرح شده‌اند مورد تأیید قرار گرفته‌اند. میانگین نمرات مربوط به متغیر ثبات فروش و سودآوری (سؤال فرعی ۴-۲-۱) که با میزان فروش و نوع محصولات صنعت سنجیده شده است نشان می‌دهد که این عامل تأثیر بسیاری بر تصمیم سهامداران به هنگام ارزیابی و انتخاب سهم دارد به گونه‌ای که با توجه به نتایج بدست آمده این عامل از لحاظ اهمیت و تأثیرگذاری در رده چهارم بین تمام عوامل مورد بررسی در این تحقیق قرار گرفته است.

میانگین نمرات مربوط به سؤال فرعی (۴-۲-۲) یعنی دخالت دولت در صنعت نیز که با تعیین قیمت محصولات صنعت توسط دولت و حمایت دولت از صنعت مورد سنجش قرار گرفته نشان می‌دهد که این عامل تأثیر بسیاری در انتخاب سهم توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان دارد. در این راستا، با توجه به نتایج بدست آمده عامل دخالت دولت در صنعت از بین تمام عوامل مورد بررسی در رده سوم از لحاظ اهمیت و تأثیرگذاری قرار دارد. این امر به دلیل نقش زیاد و با اهمیت دولت در اقتصاد کشور و تأثیراتی است که دخالت‌های دولت بر بازده و ریسک شرکت‌های موجود در یک صنعت دارد، اما از بین پرسش‌های پشتیبانی‌کننده این سؤال با توجه به نتایج بدست آمده نقش متغیر حمایت دولت بیشتر از تعیین قیمت محصولات صنعت توسط دولت است که این امر به دلیل نقش مثبت و مؤثر حمایت دولت در کاهش ریسک و افزایش بازده سهام شرکت‌های یک صنعت می‌باشد.

میانگین نمرات مربوط به متغیرهای عمر صنعت و میزان ارزشبری صنایع (سؤالات فرعی ۴-۲-۳ و ۴-۲-۴) نشان می‌دهد که این دو عامل نسبت به دو عامل قبلی یعنی سودآوری و عمر صنعت از درجه اهمیت کمتری برخوردار بوده و کمتر به هنگام انتخاب سهم مورد توجه سهامداران هستند. با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان نتیجه گرفت که از بین پرسش‌های پشتیبانی‌کننده (سؤال فرعی ۴-۲-۵) میزان صادرات محصولات صنعت نسبت به برخورداری صنعت از مزیت رقابتی دارای تأثیر بیشتری در ارزیابی و انتخاب سهم در بورس منطقه‌ای اصفهان می‌باشد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که سهامداران نسبت به شرکت‌هایی که دارای صادرات هستند دید بهتری داشته و خرید سهام آنها را ترجیح می‌دهند.

نتایج حاصل از آزمون سؤال اصلی سوم تحقیق نشان می‌دهد که هر چند تأثیر دو عامل کیفیت مدیریت و کارایی عملیات مورد تأیید قرار نگرفتند اما این سؤال در کل مورد تأیید قرار گرفته و در کل می‌توان نتیجه گرفت سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان هنگام ارزیابی و انتخاب سهم به تجزیه و تحلیل متغیرهای سطح شرکت توجه دارند.

موقعیت رقابتی شرکت (سؤال فرعی ۴-۳-۱) در ارزیابی سهام توسط سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان مورد توجه می‌باشد و با توجه به میانگین پرسش‌های پشتیبانی‌کننده این سؤال به روشنی پیداست که از بین متغیرهای در نظر گرفته شده برای بررسی این سؤال فرعی میزان فروش محصولات شرکت بیشتر مورد توجه سهامداران می‌باشد.

عامل کیفیت مدیریت نیز علیرغم اهمیتی که در تعیین ارزش سهام دارد در بورس منطقه‌ای اصفهان چندان مورد توجه نیست که این امر می‌تواند به دلیل عدم وجود اطلاعات درست و شفاف در این مورد، عدم آگاهی سهامداران از میزان اهمیت این عامل و یا عملکرد ناموفق مدیران در ارائه صحیح صورت‌های مالی باشد.

با توجه به میانگین نمرات مربوط به پرسش‌های پشتیبانی‌کننده (سؤال فرعی ۴-۳-۳)، بین متغیرهای در نظر گرفته شده برای ارزیابی میزان تأثیر کارایی عملیات بر انتخاب سهم، درصد استفاده از ظرفیت تولیدی بیشتر مورد توجه و نظر سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان قرار دارد. به نظر می‌رسد یکی از دلایل اصلی رد یا عدم تأیید قرار نگرفتن این سؤال (سؤال ۴-۳-۳) عدم وجود اطلاعات دقیق و صحیح در خصوص متغیرهای تعیین‌کننده کارایی عملیات شرکت‌ها باشد.

جدول (۳) نشان می‌دهد که تجزیه و تحلیل بدهی یا ساختار سرمایه شرکت در ارزیابی و انتخاب سهم مورد توجه و استفاده سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان بوده و از لحاظ اهمیت در رده هشتم در تمام عوامل مورد بررسی در تحقیق قرار دارد. با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان

نتیجه گرفت که از بین چهار نسبت در نظر گرفته شده برای ارزیابی این سؤال نسبت‌های توان پرداخت بهره و جاری بیشتر مورد توجه و استفاده سهامداران به هنگام ارزیابی و انتخاب سهم قرار دارند.

همچنین، می‌توان نتیجه گرفت که مهم‌ترین عامل مورد توجه و تأثیرگذار در تصمیم خرید سهامداران بورس منطقه‌ای اصفهان، تجزیه و تحلیل سودآوری می‌باشد. به گونه‌ای که در بین تمام عوامل مورد بررسی در این تحقیق، این عامل در رده اول از لحاظ اهمیت و تأثیرگذاری در انتخاب سهم قرار دارد. در این میان سود هر سهم، نسبت قیمت به درآمد و سود تقسیمی سه متغیر بسیار مهم در تصمیم‌گیری سهامداران برای خرید یک سهم می‌باشند. بنابراین، با توجه به نتایج بررسی این عامل و عامل قبلی یعنی تأثیر تجزیه و تحلیل ساختار بدهی لزوم ارائه به موقع صورت‌های مالی درست و شفاف به منظور بهبود تصمیم‌گیری سهامداران بسیار لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

نتایج حاصل از آزمون توکی نشان می‌دهد که متغیرهای تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نوسان‌های بودجه دولت، نرخ ارز، عمر صنعت، میزان ارزشی صنایع، موقعیت رقابتی شرکت، کارایی عملیات، تجزیه و تحلیل بدهی و تجزیه و تحلیل سودآوری اثر بیشتری بر تصمیم خرید خانم‌ها نسبت به آقایان دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت میزان آشنایی خانم‌ها با متغیرهای فوق و تأثیراتشان بر ارزش سهام بیشتر از آقایان است که این موضوع می‌تواند به دلیل بالاتر بودن تحصیلات خانم‌های حاضر در بورس اوراق بهادار نسبت به میانگین تحصیلات آقایان حاضر در بورس باشد. همچنین، عامل کارایی عملیات تأثیر بیشتری بر تصمیم‌گیری افراد دارای ۳۰ سال و کمتر نسبت به افراد دارای ۳۱ تا ۴۰ سال سن دارد. این مسأله نشان از بالاتر بودن توان تجزیه و تحلیل و آگاهی سهامداران دارای سن ۳۰ سال و کمتر دارد که این امر می‌تواند به دلیل بالاتر بودن سطح تحصیلات این دسته از افراد باشد.

همچنین، نتایج حاصل از آزمون توکی نشان می‌دهند که افراد دارای مدرک لیسانس، فوق لیسانس و بالاتر توجه بیشتری به عوامل تولید ناخالص ملی، کارایی عملیات و کیفیت مدیریت نسبت به افراد دارای مدرک دیپلم و پایین‌تر دارند. این موضوع به دلیل آشنایی بیشتر این دسته از سهامداران با عوامل مذکور بوده و نشان از سطح آگاهی بالاتر و حرفه‌ای‌تر بودن آنها دارد.

بر اساس نتایج حاصل از آزمون توکی می‌توان نتیجه گرفت که افراد دارای تحصیلات در رشته‌های مدیریت، حسابداری و اقتصاد در تصمیم‌گیری‌های مربوط به ارزیابی و انتخاب سهم توجه بیشتری به عامل تولید ناخالص ملی نسبت به افراد فاقد رشته تحصیلی خاص دارند که این مسأله طبیعی بوده و دلیل عمده آن، آشنایی بیشتر این دسته از سهامداران با این متغیر نسبت به افراد فاقد

رشته تحصیلی (دیپلم و پایین تر) می باشد. همچنین، این عامل تأثیر بیشتری بر تصمیم افراد دارای تحصیلات در رشته های علوم پایه نسبت به افراد دارای تحصیلات در رشته های فنی و مهندسی، سایر رشته ها و افراد فاقد رشته تحصیلی خاص دارد.

علاوه بر این، با توجه به نتایج حاصل از آزمون توکی می توان نتیجه گرفت که عامل کیفیت مدیریت بیشتر مورد توجه و استفاده افراد تحصیل کرده در رشته های مدیریت، حسابداری و اقتصاد، علوم پایه و فنی و مهندسی نسبت به افراد فاقد رشته تحصیلی خاص قرار دارد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت بین میزان آشنایی و آگاهی از اهمیت این عامل با رشته تحصیلی افراد رابطه مستقیمی وجود دارد و در نتیجه، توجه به عامل کیفیت مدیریت با افزایش تعداد افراد تحصیل کرده در سطح لیسانس و بالاتر افزایش خواهد یافت.

نتایج تحقیق نشان می دهند که تفاوت معناداری بین سهامداران براساس نوع شغل و سابقه سرمایه گذاری در بورس وجود ندارد. علیرغم تصور اولیه از وجود تفاوت معنادار بین سهامداران با توجه به سابقه سرمایه گذاری آنها در بورس، نتایج حاصل از بررسی های انجام شده هیچ تفاوت معناداری بین سهامداران نشان نمی دهند. از این مسأله می توان نتیجه گرفت که رابطه مستقیم و معناداری بین مدت حضور در بورس و معیارهای مورد نظر در انتخاب سهم وجود ندارد. این امر می تواند به دلیل حضور بیشتر جوانان که اغلب دارای تحصیلات عالی هستند، باشد. این دسته از سرمایه گذاران هر چند دارای تجربه و سابقه حضور کمتر نسبت به افراد میان سال و مسن هستند اما چون از سطح تحصیلات بالاتری برخوردارند توانسته اند خلاء ناشی از تجربه و سابقه را به این وسیله از بین ببرند و حتی بهتر از سهامداران با سابقه عمل نمایند.

سهامداران آموزش دیده یا به عبارت دیگر، سهامدارانی که در کلاس های آموزش سرمایه گذاری شرکت کرده اند به متغیرهای ثبات فروش و سودآوری صنعت، موقعیت رقابتی شرکت و تجزیه و تحلیل ساختار مالی در ارزیابی و انتخاب سهم توجه بیشتری دارند. با توجه به نتایج فوق می توان نتیجه گرفت که این کلاس ها در آشنا کردن سهامداران با متغیرهای مطرح در سطح اقتصاد و تعدادی از متغیرهای مهم سایر سطوح همچون کیفیت مدیریت و کارایی عملیات چندان موفق عمل نکرده اند. بنابراین، لزوم توجه بیشتر از سوی مؤسسات آموزشی که در زمینه بورس و سهام فعالیت می کنند به آشنا کردن سهامداران و سرمایه گذاران با متغیرهای استراتژیک که دید بلندمدت را به همراه می آورند، لازم و ضروری می باشد.

با توجه به نتایج تحقیق، مهم ترین عامل تأثیرگذار بر تصمیم خرید سهامداران در بورس منطقه ای اصفهان تجزیه و تحلیل سودآوری و در بین متغیرهای مربوط به آن سود هر سهم نسبت

قیمت به درآمد و سود تقسیمی هر سهم می‌باشند و کم اهمیت‌ترین عامل تأثیرگذار در تصمیمات مربوط به ارزیابی و خرید سهام در بورس منطقه‌ای اصفهان عامل تولید ناخالص ملی است.

## ۷. پیشنهادات

### ۷-۱. پیشنهادهایی به سازمان بورس اوراق بهادار و دولت

- از آنجایی که وضعیت اقتصادی کشور با عملکرد بازار بورس رابطه‌ای نزدیک داشته و عملکرد بورس نیز به نحوه رفتار سهامداران بستگی دارد، بنابراین لزوم برگزاری کلاس‌های آموزشی جهت آشناتر کردن سهامداران با مباحث سرمایه‌گذاری و انتخاب سهم بسیار لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

- به دلیل اهمیت صورت‌های مالی شرکت‌ها در ارزیابی و انتخاب سهم، بورس اوراق بهادار می‌بایست شرکت‌ها را ملزم نماید تا به موقع صورت‌های مالی درستی را در اختیار این سازمان جهت اطلاع‌رسانی به سهامداران قرار دهند.

- به بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود اطلاعات صحیح و دقیقی را در مورد مدیریت شرکت‌ها و به ویژه میزان تجربه و سوابق آنها در اختیار سهامداران به منظور اتخاذ تصمیمات صحیح‌تر قرار دهد.

- استفاده از وسایل ارتباط جمعی به ویژه رادیو و تلویزیون برای آشناتر کردن سهامداران با فنون تحلیل و ارزیابی سهام و به ویژه تحلیل بنیادی می‌تواند در افزایش آگاهی سهامداران بسیار مؤثر باشد.

- از آنجایی که خانم‌های تحصیل کرده نسبت به خانم‌های تحصیل نکرده دارای انگیزه بیشتری برای حضور در بازار بورس هستند، اتخاذ سیاست‌هایی به منظور جذب خانم‌ها در بازار بورس مطابق نتایج بدست آمده در این تحقیق می‌تواند به بهبود معیارهای انتخاب سهم و حرفه‌ای‌تر شدن رفتار سهامداران منجر گردد.

- بورس اوراق بهادار می‌تواند با نظارت بر عملکرد مؤسسات فعال در زمینه آموزش سرمایه‌گذاری به بهبود عملکرد این مؤسسات و در نتیجه آشناتر شدن سهامداران با نکات مهم در ارزیابی و انتخاب سهم کمک نماید که این امر می‌تواند به افزایش دید بلندمدت نسبت به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار منجر گردد.

- بورس اوراق بهادار می‌تواند با فرستادن اطلاعات مهم در زمینه فنون انتخاب سهم به ویژه تحلیل بنیادی و همچنین، رویدادهای سیاسی و اقتصادی مهم به پست الکترونیکی سهامداران به افزایش آگاهی آنها و در نتیجه بهبود تصمیماتشان کمک نماید.
- بورس اوراق بهادار می‌تواند با حمایت از محققین و اساتید مالی و سرمایه‌گذاری مطالعات کاربردی بیشتری در مورد نیازها و انتظارات سهامداران و نحوه رفتار آنها در بورس انجام دهد و با شناسایی نواقص و کاستی‌ها موجود در جهت رفع آنها اقدام نماید.
- از آنجایی که سهامداران تحصیل کرده نسبت به سهامداران فاقد تحصیلات عالی به‌تر به متغیرهای مهم در تحلیل بنیادی توجه دارند، بنابراین بورس اوراق بهادار می‌تواند با انجام تبلیغات و جذب دانشجویان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، به بهبود معیارهای انتخاب سهم، افزایش دید بلندمدت سهامداران و در نتیجه عملکرد بهتر سازمان بورس کمک نماید.
- بورس اوراق بهادار می‌تواند با اجرای برنامه‌ها و سیاست‌های حمایتی همچون استقرار نظام حاکمیت شرکتی به افزایش اعتماد و در نتیجه بهبود معیارهای انتخاب سهم کمک نماید.
- بورس اوراق بهادار با اجرای برنامه‌هایی از رانت‌خواری و بوجود آمدن حباب قیمت‌ها که منجر به ایجاد جو عدم اعتماد و دید کوتاه‌مدت در سرمایه‌گذاری می‌گردد جلوگیری نماید تا از این طریق گرایش سهامداران به استفاده از معیارهای درست و علمی افزایش یابد.
- دولت می‌بایست با شفاف کردن سیاست‌های اقتصادی و سیاسی و ارائه دورنمای روشن به بهبود دید و افزایش اعتماد سهامداران و در نتیجه عملکرد بهتر آنها در ارزیابی و انتخاب سهم کمک نماید.
- از آنجایی که دخالت دولت در انتخاب سهم توسط سهامداران نقش زیادی دارد، دولت می‌بایست از دخالت‌های غیرضروری که به کاهش علاقه سهامداران به خرید سهام خاص می‌انجامد خودداری نماید.
- دولت می‌تواند با حمایت از بورس اوراق بهادار در افزایش و بهبود فرهنگ سهامداری و رونق این بازار کمک نماید.

## ۲-۷. پیشنهادهایی به سهامداران

- سهامداران هنگام ارزیابی و انتخاب سهم به متغیرهای کلان اقتصادی توجه بیشتری داشته باشند.
- سهامداران به عامل مدیریت که نقش زیادی در تعیین ارزش سهام دارد توجه و دقت نظر بیشتری داشته باشند.

- کارایی عملیات شرکت که با نسبت فروش به دارایی‌ها، تولید سرانه و میزان استفاده از ظرفیت تولیدی نشان داده می‌شود می‌بایست بیشتر مورد توجه سهامداران قرار گیرد.
- از توجه صرف به حجم معاملات و روند قیمت‌ها خودداری نموده و بیشتر از معیارهای علمی و درست استفاده نمایند.
- از تجارب افراد متخصص بیشتر استفاده نموده و مشورت با افراد آگاه را در هنگام ارزیابی و خرید سهم فراموش نمایند.
- صورت‌های مالی ارائه شده توسط شرکت‌ها را بیشتر مورد توجه قرار داده و در این کار از افراد متخصص نظرخواهی نمایند زیرا این صورت‌ها اطلاعات زیادی به همراه دارند.
- به نوع محصولات شرکت‌ها ( مصرفی یا صنعتی بودن) توجه بیشتری داشته باشند.
- به روش‌های تأمین مالی و نوع منابع مالی شرکت‌ها توجه بیشتری نمایند.
- به هنگام ارزیابی و انتخاب سهم به وضعیت رقاباتی که در یک صنعت و صنعت‌های جایگزین فعالیت می‌نمایند توجه بیشتری داشته باشند.
- صورت‌های مالی شرکت‌ها را با سال‌های قبل همان شرکت‌ها مقایسه نمایند.
- به روند سوددهی و میزان فروش محصولات شرکت توجه و دقت نظر بیشتری داشته باشند.
- نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده صاحبان سهام را در انتخاب سهم مدنظر قرار دهند.
- به میزان عمر صنعت و شرکت توجه بیشتری نمایند زیرا این عامل می‌تواند در سودآوری و ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر زیادی داشته باشد.
- میزان ارزشبری صنایع و وابستگی آنها به مواد اولیه خارجی را در ارزیابی و انتخاب سهم بیشتر مورد توجه قرار دهند.
- در صورت امکان در کلاس‌های آموزش سرمایه‌گذاری شرکت نمایند.
- با حضور در مجامع بیشتر و بهتر در جریان تصمیمات هیأت مدیره شرکت‌ها قرار گیرند.
- به شایعات و خبرهایی که منتشر می‌شود توجه نکنند اما در مورد آنها تحقیق نمایند.
- در ارزیابی و انتخاب سهم چندین معیار را مدنظر قرار دهند.
- در انتخاب سهم از توجه صرف به نظر دوستان و آشنایان و جو بازار خودداری نمایند.
- از داشتن دید کوتاه‌مدت در سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار خودداری نموده و بیشتر به این نوع از سرمایه‌گذاری با دید میان‌مدت و بلندمدت بنگرند.
- از تحلیل بنیادی در انتخاب سهم بیشتر استفاده نمایند زیرا احتمال موفقیت آنها بیشتر می‌گردد.

بررسی عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی سهام ... ۲۹

- به مزیت‌های رقابتی صنایع (مواد اولیه ارزان در داخل کشور، بازار مصرف خوب، نیروی کار متخصص و ...) توجه بیشتری نمایند.
- به میزان بدهی شرکت‌ها (نسبت بدهی) و توان پرداخت آن (نسبت پرداخت بهره) توجه بیشتری نمایند.
- با اطلاعات و آگاهی اقدام به انتخاب و خرید سهم نمایند و هرگز بدون بررسی کامل و جامع اقدام به خرید یا فروش نکنند.

## منابع

- آقای، محمدعلی و امید مختاریان (۱۳۸۳)، "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۶، صص ۲۶-۳.
- ایزری، مهدی، صامتی، مجید و مهدی دلبری (۱۳۸۱)، "بررسی معیارهای مؤثر بر انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار بر اساس مدل فرایند تحلیل سلسله مراتبی (AHP)"، *مجله برنامه و بودجه*، شماره ۵، صص ۲۸-۳.
- توکل‌محمدی، محمد (۱۳۸۳)، "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیلگران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران"، *مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت (جلد دوم)*، تهران: دبیرخانه کنفرانس بین‌المللی مدیریت.
- جونز، چارلز پارکر (۱۳۸۲)، *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوریخوش، تهران: نشر نگاه دانش.
- جهانخانی، علی و حسین عبده‌تیریزی (۱۳۷۲)، "نظریه بازار کارای سرمایه"، *تحقیقات مالی*، شماره ۱، صص ۲۳-۷.
- حامدیان، مهدی (۱۳۷۹)، *بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و تصمیم سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار ایران*، پایان‌نامه چاپ نشده کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- راعی، رضا و احمد تلنگی (۱۳۸۳)، *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته*، تهران: انتشارات سمت.
- سامی، رسول (۱۳۷۶)، *فاکتورهای مؤثر بر تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری سهام عادی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری*، پایان‌نامه چاپ نشده کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- نمازی، محمد (۱۳۸۲)، *بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران*، تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- هادوی‌نژاد، مصطفی (۱۳۸۳)، *شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار تهران (محدود به شرکت‌های سیمان) با استفاده از رویکرد MADM*. پایان‌نامه چاپ نشده کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق.
- Achour, D., Harvey, C. R., Hopkins, G. & C. Lany (1998), "Stock Selection in Mexico", Retrieved from: Google.Com.
- Bae, S. C. & G. J. Duvall (1996), "An Empirical Analysis of Market and Industry Factors in Stock Returns of U.S. Aerospace Industry", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol.9, No.2, PP. 85-98.

- Beckwith, J. (2001), "Stock Selection in Six Major Non-U.S. Markets", *Journal of Investing*, Vol. 9, No. 2, PP. 37-44.
- Chen, M. H., Kim, W. G. & H. J. Kim (2005), "The Impact of Macroeconomic and Non-Macroeconomic Forces on Hotel Stock Returns", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 24, No. 2, PP. 243-258.
- Fama, E. F. (1962), "Random Walk in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, PP. 55-59.
- Jones, C. P. (2002), *Investment Management and Analysis* (8th ed.), New York: John Wiley & Sons.
- Mohanram, P. S. (2003), "Is Fundamental Analysis Effective for Growth Market", Retrieved from: Google.Com.
- Mukherji, S., Dhatt, M. S. & Y. H. Kim (1997), "A Fundamental Analysis of Korean Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, No.25, PP. 75-80.
- Squyres, J. G. (1998), "A Quick Peek According to Graham and Dodd", *Journal of Financial Statement Analysis*, Fall, PP. 79-83.
- Wong, M. C. & Y. Cheung (1998), "The Practice of Investment in Hong Kong: Market Forecasting and Stock Selection", *International Journal of Management Science*, No.27, PP. 451-465.