



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی مدیریت مالی

تاثیراندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و

روند حرکت سهام

بر بازده موزون سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر داریوش فروغی

استاد مشاور:

دکتر هادی امیری

پژوهشگر:

بهاره خوررسانی فر

شهریور ماه ۱۳۹۰

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات و

نوآوری‌های ناشی از پژوهش موضوع این پایان نامه

متعلق به دانشگاه اصفهان است.

سپاسگزاری

خدای را سپاس که به من توفیق اعطا نمود که پژوهش حاضر را به انجام برسانم. در راستای انجام این پژوهش همواره مورد لطف و عنایت عزیزانی بوده‌ام که بر خود لازم می‌دانم مراتب قدردانی خود را نسبت به آنها ابراز نمایم.

با خالصانه ترین مراتب تقدیر و تشکر از:

- اساتید ارجمند راهنما و مشاور، جناب آقایان دکتر داریوش فروغی و دکتر هادی امیری که همواره در طی این پژوهش دلسوزانه دانش و تجربیات ارزنده خویش را جهت به سرانجام رسیدن این پژوهش در اختیار اینجانب قرار دادند.
 - اساتید گرانقدر داور جناب آقایان دکتر مهدی عرب صالحی و دکتر عزت الله کیانی که با دقت فراوان این پژوهش را مطالعه و داوری نموده‌اند.
 - معاونت محترم پژوهشی دانشکده علوم اداری و اقتصاد، جناب آقای دکتر رنجبریان و مدیریت محترم گروه حسابداری دانشگاه اصفهان، جناب آقای دکتر عرب صالحی که همواره بنده را مورد لطف و محبت خود قرار داده‌اند.
 - اساتید محترم گروه حسابداری دانشگاه اصفهان که همواره از دریای علم و معرفتشان بهره برده‌ام.
 - کارشناسان محترم گروه حسابداری که همواره موجبات تسهیل کارها را فراهم نموده‌اند.
 - دوستان عزیزم سرکار خانم‌ها نگار روان مهر، سولماز سلامی، بهناز گلشیرازی و آقای پدرام صدری که با راهنمایی‌های ارزنده خود سهم عمده‌ای در افزایش غنای پژوهش حاضر داشته‌اند.
 - خانواده‌ی خوب و مهربانم جناب آقای جمشید خورسندی فر و محمد قرنیان اصفهانی و سرکار خانم‌ها زهرا علیشاهی، ستاره خورسندی فر که صمیمانه بنده را در انجام پژوهش حاضر یاری نمودند.
- از ایزد منان توفیق روزافزون برای تمامی این عزیزان و سروران آرزو دارم.

بهاره خورسندی فر

پاییز ۱۳۹۰

فرصت ها چونان پاره های ابر در گذرند ، پس فرصت های نیک را دریابید.

تقدیم ویژه به :

پدر و مادر عزیزتر از جانم

خواهر دلسوز و فداکارم

و

همسر مهربانم

چکیده

یکی از مهم ترین عواملی که در بازار سرمایه مورد توجه سرمایه گذاران قرار دارد بازده سهام است. در این راستا بازده بازار، اندازه شرکت ،نسبت ارزش دفتری به بازاری ،نسبت سودبه قیمت و روند حرکت سهام از مهم ترین عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام هستند. در بررسی تاثیر این عوامل بر بازده سهام مدل های تک عاملی مانند مدل قیمت

گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل‌های چندعاملی مانند مدل فاما و فرنچ و مدل چهار عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌ها ایجاد شده است. در مدل چهار عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌ها تاثیر چهار عامل بازار، اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازاری و روند حرکت سهام بر بازده بررسی شده است.

این پژوهش به بررسی ارتباط متقابل عوامل اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازاری و روند حرکت در تاثیر بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با تشکیل ۲۷ پرتفوی بر مبنای ارتباط متقابل سه عامل مذکور در هر ماه و تکرار این فرایند در طی ۷۲ ماه دوره‌ی پژوهش نهایتاً ۱۹۴۴ پرتفوی تشکیل و مورد بررسی و انجام آزمون رگرسیون چند جمله‌ای به روش داده‌های تلفیقی قرار گرفت.

نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که تاثیر عامل نسبت ارزش دفتری به بازاری بر بازده سهام پرتفوی شرکت‌های کوچک و هم‌چنین تاثیر عامل روند حرکت سهام بر بازده سهام پرتفوی شرکت‌های کوچک و متوسط مثبت بوده است.

واژه های کلیدی : بازده سهام، روند حرکت سهام، پرتفوی برنده، پرتفوی بازنده، نسبت ارزش دفتری به بازاری

فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه.....	۱
۲-۱- بیان مساله پژوهش.....	۲
۳-۱- اهداف پژوهش.....	۵
۴-۱- اهمیت و ارزش پژوهش.....	۶
۵-۱- فرضیه های پژوهش.....	۶
۶-۱- جامعه آماری و روش نمونه گیری.....	۷
۷-۱- روش پژوهش.....	۷
۸-۱- ابزار گردآوری داده ها.....	۱۰
۹-۱- ابزار تجزیه و تحلیل.....	۱۰
۱۰-۱- کلید واژه ها.....	۱۰
۱۱-۱- خلاصه.....	۱۲

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲- مقدمه.....	۱۳
۲-۲- بازده.....	۱۴
۲-۲-۱- تعریف بازده.....	۱۵
۲-۲-۲- روش های محاسبه بازده.....	۱۵
۲-۲-۳- روش های تقریبی محاسبه نرخ بازده با در نظر گرفتن کلیه منافع سهام داران.....	۱۷
۲-۲-۴- بازده مورد انتظار پرتفوی.....	۱۹
۲-۲-۵- عوامل موثر بر بازدهی.....	۲۰
۲-۲-۱-۵- اندازه شرکت.....	۲۰
۲-۲-۲-۵- نسبت ارزش دفتری به بازاری.....	۲۱
۲-۲-۳-۵- نسبت سود به قیمت سهام.....	۲۴
۲-۲-۴-۵- روند حرکت سهام.....	۲۴
۲-۲-۱-۴-۵- انواع روند حرکت سهام.....	۲۶

۲۸	..... پژوهش های مرتبط با روند حرکت سهام
۲۹	..... دلایل پدیده‌ی روند حرکت سهام
۳۷	..... مدل های پیش‌بینی بازده سهام
۳۸	..... مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۴۰	..... آربیتراژ
۴۳	..... آزمون فاما و فرنچ (۱۹۹۲)
۴۴	..... آزمون فاما و فرنچ (۱۹۹۳)
۴۶	..... آزمون فاما و فرنچ (۱۹۹۶)
۴۸	..... مدل چهار عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌ها
۴۹	..... مروری بر مطالعات پیشین
۵۰	..... ۱- مطالعات خارجی
۵۳	..... ۲- مطالعات داخلی
۵۷	..... ۵- خلاصه

فصل سوم: روش پژوهش

۵۸	..... ۱-۳ مقدمه
۵۹	..... ۲-۳ نوع پژوهش
۵۹	..... ۳-۳ جامعه آماری
۶۰	..... ۴-۳ قلمرو پژوهش
۶۰	..... ۱-۴-۳ قلمرو موضوعی
۶۰	..... ۲-۴-۳ قلمرو مکانی
۶۰	..... ۳-۴-۳ قلمرو مکانی
۶۰	..... ۵-۳ روش نمونه‌گیری و حجم نمونه
۶۱	..... ۶-۳ نحوه‌ی گردآوری اطلاعات
۶۱	..... ۷-۳ ابزار تجزیه و تحلیل
۶۱	..... ۸-۳ فرضیه‌های پژوهش
۶۲	..... ۹-۳ متغیرهای پژوهش

عنوان	صفحه
۱۰-۳- مدل پژوهش.....	۶۲
۱۱-۳- مراحل محاسبه متغیرها.....	۶۳
۱-۱۱-۳- جمع آوری داده ها.....	۶۳
۲-۱۱-۳- نحوه‌ی پرتفوی‌بندی شرکت های نمونه.....	۶۴
۳-۱۱-۳- نحوه‌ی محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش.....	۶۵
۱۲-۳- روش شناختی آماری و انواع آزمون های آماری مورد استفاده در پژوهش.....	۶۸
۱-۱۲-۳- آزمون F لیمر.....	۶۹
۲-۱۲-۳- تحلیل رگرسیون.....	۷۰
۳-۱۲-۳- آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون.....	۷۰
۴-۱۲-۳- آزمون F (معنی داری مدل).....	۷۰
۵-۱۲-۳- ضریب تعیین.....	۷۱
۱۳-۳- بررسی نقض فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک.....	۷۱
۱-۱۳-۳- خود همبستگی.....	۷۱
۲-۱۳-۳- هم خطی.....	۷۲
۱۴-۳- خلاصه فصل.....	۷۳

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱-۴- مقدمه.....	۷۴
۲-۴- آمار توصیفی.....	۷۵
۳-۴- فرضیه های پژوهش.....	۷۶
۴-۴- نتایج برآورد مدل پژوهش.....	۷۶
۵-۴- آزمون فرضیه اول.....	۸۰
۶-۴- آزمون فرضیه دوم.....	۸۲
۷-۴- آزمون فرضیه سوم.....	۸۴
۸-۴- آزمون فرضیه چهارم.....	۸۶
۹-۴- آزمون فرضیه پنجم.....	۸۷
۱۰-۴- بررسی نهایی نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش.....	۸۹
۱۱-۴- خلاصه.....	۹۰

عنوان

صفحه

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۹۱	۱-۵- مقدمه
۹۲	۲-۵- خلاصه موضوع پژوهش
۹۳	۳-۵- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش
۹۴	۴-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول
۹۴	۵-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم
۹۵	۶-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه سوم
۹۶	۷-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه چهارم
۹۶	۸-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه پنجم
۹۷	۹-۵- محدودیت های پژوهش
۹۷	۱۰-۵- پیشنهادهای پژوهش
۹۷	۱-۱۰-۵- پیشنهادهای مبتنی بر یافته های پژوهش
۹۷	۲-۱۰-۵- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی
۹۹	۱۱-۵- خلاصه
۱۰۰	پیوست ها
۱۱۷	منابع و مأخذ

فهرست جداول

صفحه	عنوان
۷۵	جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.....
۷۷	جدول ۴-۲: خلاصه نتایج آزمون F لیمر برای بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱).....
۷۸	جدول ۴-۳: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیون.....
۸۱	جدول ۴-۴: تفاوت بتای شرکت های کوچک و بزرگ.....
۸۳	جدول ۴-۵: تفاوت بتای شرکت های رشدی و ارزشی.....
۸۵	جدول ۴-۶: تفاوت بتای شرکت های برنده و بازنده.....
۸۹	جدول ۴-۷: نتایج آزمون فرضیه های پژوهش.....
۹۳	جدول ۵-۱: نتایج آزمون فرضیه های پژوهش.....

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

سرمایه گذاران در بازار سهام سعی دارند عواملی را که بر بازده و ریسک سهام اثر گذار می‌باشند شناسایی کنند. از مهم ترین عوامل تاثیر گذار بر بازده سهام شرکت‌ها اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازاری و روند حرکت سهام می‌باشد. در این پژوهش به بررسی تاثیر این ارقام بر بازده سهام پرداخته می‌شود. این فصل به ارائه توضیحات کلی درباره پژوهش حاضر اختصاص داده شده است. لذا در ادامه شرح و بیان مسئله پژوهش، اهداف پژوهش، اهمیت و ارزش پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری و روش نمونه گیری، روش پژوهش، ابزار گردآوری داده‌ها، ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها و در نهایت واژگان کلیدی پژوهش ارائه می‌شود.

۱-۲- شرح و بیان مساله پژوهشی

سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به کسب سود بیشتر و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری‌های خود هستند. به همین دلیل اقدام به تشکیل پرتفوی می‌کنند تا از طریق متنوع کردن سرمایه‌گذاری‌های ریسک را کاهش دهند یا برای سطح معینی از ریسک، بیشترین بازده را کسب نمایند. با تشکیل پرتفوی، ریسک غیر سیستماتیک حذف می‌شود. انتخاب پرتفوی بهینه نیازمند برآوردی از دو عامل ریسک سیستماتیک و بازده اوراق بهادار است. طی سالیان متمادی مدل‌های مختلفی برای ارزیابی ریسک و بازده پرتفوی مطرح گردیده است (مجتهدزاده و طارمی، ۱۳۸۵).

به عنوان مثال مدل CAPM^۱ که توسط شارپ^۲ (۱۹۶۴)، لینتر^۳ (۱۹۶۵) و بلاک^۴ (۱۹۷۲) ارائه شد و ادعا می‌کند که بتای بازار تنها عامل ریسک برای توضیح نوسان‌های منطقی بازده می‌باشد. پژوهش‌های بعدی توسط ریچانم^۵ (۱۹۸۱)، چن و دیگران^۶ (۱۹۸۶)، لاکنیشک و شاپیرو^۷ (۱۹۸۶) و فاما و فرنچ^۸ (۱۹۹۲) سوالات شک برانگیزی را در مورد این مدل ایجاد کرد، زیرا بازده اضافی ایجاد شده در بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها به دلیل ویژگی‌های شرکت بود که نمی‌توانست توسط عامل بتا در مدل CAPM توضیح داده شود (سنگ تی^۹، ۲۰۰۳).

فاما و فرنچ با استفاده از تحلیل مقطعی در سال ۱۹۹۲ و تحلیل سری زمانی در سال ۱۹۹۶ نشان دادند که بازده اضافی در پرتفوی‌های که ایجاد می‌کردند به تفاوت میان بازده پرتفوی شرکت‌های کوچک و بازده پرتفوی شرکت‌های بزرگ و تفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های با ارزش دفتری به بازار بالا و بازده پرتفوی شرکت‌های با ارزش دفتری به بازاری پایین بستگی دارد (بلاک^{۱۰}، ۲۰۰۶).

اگر چه مدل فاما و فرنچ تاثیر عوامل جدیدی غیر از بتا را در تغییرات بازده بررسی نمود اما این مدل تاثیر روند حرکت سهام را در تغییرات بازده مورد توجه قرار نداد. استراتژی روند حرکت سهام برای اولین بار توسط جاگادیش و تیتمن^{۱۱} (۱۹۹۳) ایجاد شد. عقیده‌ی آنها بر این بود که بهتر است سهامی را که در ۳ تا ۱۲ ماه گذشته بازده خوبی دارد، نگهداری کرد و اقدام به فروش سهامی کرد که عملکرد آن در این دوره ضعیف بوده است. زیرا بازده سهام در کوتاه مدت تمایل به حرکت در یک مسیر را دارد (فرانکوئیس و دیگران^{۱۲}، ۲۰۰۴).

^۱ Capital Asset Pricing Model

^۲ Sharp

^۳ Linter

^۴ Black

^۵ Reinganum

^۶ Chen et al

^۷ Lakonishok & Shapiro

^۸ Fama & French

^۹ Cha-sheay tai

^{۱۰} Black

^{۱۱} Jegadeesh & Titman

^{۱۲} Francois et al

دو استراتژی مهم و پر کاربرد در زمینه ی تحلیل عوامل موثر بر بازده سهام در بین تحلیلگران، مدیران پرتفوی و سایر سرمایه گذاران در بازارهای نوین سرمایه دنیا شامل استراتژی معکوس^۱ و استراتژی روند حرکت سهام^۲ می باشند. در هر دوی این استراتژی ها که دقیقاً در مقابل یکدیگر قرار می گیرند، سعی می شود که با استفاده از عملکرد گذشته بازده سهام، عملکرد آتی بازده سهام، پیش بینی و با استفاده از آن بازدهی اضافی ایجاد شود. استراتژی روند حرکت سهام از فیزیک و قانون دوم نیوتن عاریت گرفته شده است و شامل حرکت در جهت مشابه بازار است و اعتقاد دارد که روند های اخیر بازده سهام ادامه پیدا می کنند. در مقابل استراتژی معکوس شامل حرکت در جهت مخالف بازار می باشد و اعتقاد دارد که روند های اخیر بازده سهام در آینده معکوس می شوند. این استراتژی ها در مقابل فرضیه کارایی بازار قرار می گیرند و آن را به چالش می کشند.

در واقع استراتژی روند حرکت سهام شامل خرید سهام آن دسته از شرکت هایی است که سود یا قیمت سهام آنها در حال افزایش است. فرض اصلی سرمایه گذاری بر اساس روند حرکت این است که اگر سهمی در طول چند دوره اخیر عملکردی بالاتر از عملکرد بازار داشته است، احتمالاً این روند را در آینده ادامه خواهد داد. استراتژی روند حرکت سهام یک استراتژی کوتاه مدت است، برای مثال انتظار می رود سهام هایی که در شش ماه قبل عملکرد خوبی داشته اند، فقط در ۶ تا ۱۲ ماه آینده نیز عملکرد خوبی داشته باشند و در دوره زمانی طولانی تر مثلاً ۱۲ تا ۲۴ ماه آینده روند حرکت سهام ادامه پیدا نمی کند و عملکرد معکوس می گردد. پس در این استراتژی سرمایه گذاران به دنبال خرید (فروش) سهام شرکت هایی بوده اند که با سود شگفت-انگیز مثبت (منفی) همراه بوده اند (تهرانی و نوربخش، ۳۵۸).

زمانی که نظریه جاگادیش و تیمن (۱۹۹۳) با نظریه فاما و فرنچ (۱۹۹۲) ترکیب گردد یک فاکتور جدید مالی به دست می آید که تاثیر آن بر بازده همانند SMB (تفاوت بازده پرتفوی شرکت های کوچک و بزرگ) و HML (تفاوت بازده پرتفوی شرکت های با B/M بالا و پایین) می تواند بررسی شود. این فاکتور WML^۳ نامیده می شود که تفاوت بازده پرتفوی شرکت های برنده (یعنی شرکت هایی که در دوره زمانی مشخص در گذشته به طور متوسط بازده بالایی داشته اند) و بازده پرتفوی شرکت های بازنده (یعنی شرکت هایی که در دوره زمانی مشخص در گذشته به طور متوسط بازده پایینی را داشته اند) می باشد. تحقیقات زیادی مانند کرهارت^۴ (۱۹۹۷)، بریو و دیگران^۵ (۲۰۰۰)، اکبو و دیگران^۶ (۲۰۰۰)، جگادیش^۷ (۲۰۰۰)، لیو و واسالو^۸

^۱ Contrarian strategy

^۲ Momentum strategy

^۳ Winner minus Loser

^۴ charhart

^۵ Brave et al

^۶ Ekbo et al

^۷ jegadeesh

^۸ Leiv & vassalow

(۲۰۰۰)، به مدل سه عاملی فاماو فرنچ این فاکتور جدید را اضافه کردند و مدل چهار عاملی FFPM^۱ را ایجاد نمودند. این مدل تاثیر چهار عامل بازده بازار، اندازه، B/M و روند حرکت سهام را در ایجاد بازده اضافی در نظر می گیرد. (فرانکوئیس و دیگران^۲، ۲۰۰۴).

در بررسی تاثیر هر کدام از این چهار متغیر بر بازده مطالعات زیادی صورت گرفته است. اندازه یکی از عوامل موثر بر سودآوری است. به این معنی که شرکت های بزرگ با برخورداری از تنوع محصول، تصاحب سهم بیشتری از بازار، صرفه جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیت های تجاری خود ریسک تجاری را کاهش و سودآوری را افزایش می دهند. همچنین شرکت های بزرگ به دلیل برخورداری از تعداد سهام بیشتر و دارا بودن سهام شناور و آزاد بیشتر ریسک قدرت نقد شوندگی سهام خود را برای سرمایه گذاران کاهش می دهند. در عین حال شرکت های بزرگ به دلایل سیاسی از انگیزه بیشتری برای مدیریت (هموارسازی) سود برخوردار بوده و به این ترتیب ریسک نوسان سود را برای سهامداران کاهش می دهند. در مجموع همه ی این عوامل سبب می شود نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران در شرکت های بزرگ در مقایسه با شرکت های کوچک کمتر گردد. در نتیجه منطقی انتظار می رود بین اندازه و بازده مورد انتظار سهام رابطه ی منفی وجود داشته باشد (باقرزاده، ۱۳۸۴).

در مورد تاثیر نسبت B/M مطالعات کمتری صورت گرفته است به این دلیل که معمولاً یافتن ارزش دفتری سهام به صورت ماهیانه امکان پذیر نیست و تنها به صورت سالانه قابل دسترسی می باشد. پایین بودن نسبت B/M به این معناست که بین ارزش دفتری و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام اختلاف چشم گیری وجود دارد، این اختلاف از یک عامل اساسی نشات می گیرد و آن این است که شرکت از دارایی های نامشهود و فرصت های رشد و توسعه ای برخوردار است. که در دفاتر شرکت منعکس نشده ولی بازار ارزش آنها را در قیمت سهام لحاظ کرده است. در مورد بالا بودن نسبت ارزش دفتری به بازار عکس این قضیه صادق است. بر این اساس پایین بودن نسبت ارزش دفتری به بازاری به معنای ریسک کمتر برای شرکت و متعاقباً نرخ بازده-مورد انتظار کمتر برای سرمایه گذاران است (ابرین و دیگران^۳، ۲۰۱۰).

در مورد تاثیر متغیر روند حرکت سهام بر بازده می توان گفت بازدهی بالای یک سهم در گذشته باعث می گردد که سرمایه گذاران بازدهی مورد انتظار بالاتری را در آینده برای آن سهم در نظر بگیرند ولی اگر بازدهی سهم در گذشته پایین باشد، سرمایه گذاران بازده چندان زیادی را انتظار ندارند.

حال با توجه به مسائل مطرح شده، این پژوهش به دنبال پاسخگویی به سوالات زیر است:

۱- آیا تاثیر عامل اندازه بر بازده موزون سهام در پرتفوی شرکت های بازنده وجود دارد؟

۲- آیا تاثیر نسبت B/M بر بازده موزون سهام در پرتفوی شرکت های کوچک وجود دارد؟

^۱ Four factor pricing model

^۲ Francoies

^۳ O'Brein et al

- ۳- آیا تاثیر روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام در پرتفوی شرکت های بزرگ وجود دارد؟
- ۴- آیا تاثیر روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام در پرتفوی شرکت های کوچک وجود دارد؟
- ۵- آیا تاثیر روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام در پرتفوی شرکت های متوسط وجود دارد؟

۱-۳- اهداف پژوهش

اهداف این پژوهش عبارتند از :

- تعیین تاثیر منفی اندازه بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های بازنده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین تاثیر مثبت نسبت B/M بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های کوچک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین تاثیر منفی روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون پرتفوی شرکت های بزرگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین تاثیر مثبت روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون پرتفوی شرکت های کوچک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین تاثیر مثبت روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون پرتفوی شرکت های متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱-۴- اهمیت و ارزش پژوهش

یکی از اهداف حسابداری ، فراهم آوردن اطلاعات برای سرمایه گذاران وسایراستفاده کنندگان به منظور اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری مناسب می باشد. یکی از ابزارهای مورد استفاده در تصمیم گیری های سرمایه گذاری پیش بینی صحیح بازده سهام است. اگر اطلاعات حسابداری برای تبیین بازده سهام سودمند باشد، در آن صورت تغییرات در داده های حسابداری باید سبب تغییر در بازده سهام شرکتها شود. بررسی عوامل تعیین کننده تغییرات بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می تواند سبب بهبود فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران وتخصیص بهینه منابع شود. در واقع با مشخص شدن عوامل تعیین کننده بازده سهام، ذهنیت سرمایه گذاران در خصوص عوامل مؤثر بر تغییرات بازده سهام اصلاح خواهد شد. در راستای تعیین عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام مدل های مختلفی ارائه شده است، تا با به کارگیری این مدل ها سرمایه گذاران بتوانند با اتخاذ تصمیم های مناسب سرمایه گذاری بیشترین بازدهی را کسب کنند. از آنجائیکه در بلندمدت با ورود اطلاعات جدید کارایی بسیاری از این مدل ها کاهش می یابد لذا ضروری است بانجام پژوهش های جدید ، تاثیر عوامل نوینی مانند روند حرکت سهام نیزمد نظر قرار گیرند.

۱-۵- فرضیه های پژوهش

این پژوهش مشتمل بر پنج فرضیه به شرح زیر است:

- اندازه بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های بازنده تاثیر منفی دارد.
- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (B/M) بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های کوچک تاثیر مثبت دارد.
- روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های بزرگ تاثیر منفی دارد.
- روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های کوچک تاثیر مثبت دارد.
- روند حرکت قیمت سهام بر بازده موزون سهام پرتفوی شرکت های متوسط تاثیر مثبت دارد.

۱-۶- جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ است.

در این پژوهش برای نمونه گیری از روش هدفمند یا حذف سیستماتیک استفاده گردیده است. به عبارت دیگر کل شرکت های عضو جامعه آماری که دارای یک سری ویژگی های مورد نظر می باشند، به عنوان نمونه انتخاب شده اند. ویژگی های مذکور به شرح زیر است:

- به منظور همگن بودن اطلاعات جزو صنایع واسطه گری مالی، بانک ها، لیزینگ و سرمایه گذاری نباشد.
- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
- کسب اطلاعات مورد نیاز به منظور محاسبه متغیرها قابل دستیابی باشد.

۱-۷- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی-همبستگی است. متغیر وابسته در این پژوهش بازده پرتفوی های سهام است و متغیر مستقل این پژوهش شامل بازده پرتفوی بازار ارزش بازار

شرکت ، نسبت ارزش دفتری به بازاری و روند حرکت قیمت سهام است. ارتباط بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی به صورت رابطه (۱-۱) می باشد:

$$WR_{p,t} = \alpha + \lambda Size_{p,t} + \eta B/M_{p,t} + \theta MOM_{p,t} + \beta_p RM_{p,t} + \varepsilon_{p,t} \quad \text{رابطه (۱-۱)}$$

$WR_{p,t}$ = میانگین موزون بازدهی پرتفوی p در ماه t با وزنی برابر ارزش بازار هر شرکت که در رابطه (۲-۱) محاسبه شده است.

$$WR_{p,t} = \frac{\sum_{i=1}^n RiWi}{\sum_{i=1}^n Wi} \quad \text{رابطه (۲-۱)}$$

R_i = بازده سهم i در پایان ماه t در پرتفوی p

W_i : وزن سهم i در پرتفوی p است که به شرح رابطه (۳-۱) به دست می آید.

رابطه (۳-۱)

$$W_i = \frac{Q_i P_i}{\sum_{i=1}^n Q_i P_i}$$

در این رابطه:

Q_i = تعداد سهام منتشره در بورس شرکت i

P_i = ارزش بازار هر سهم منتشره در بورس شرکت i در پایان ماه t

$R_{m,t}$ = بازده ماهیانه پرتفوی بازار در طول دوره مطالعه می باشد که در هر ماه برای همه پرتفوی ها برابر است و

به صورت رابطه (۴-۱) محاسبه می شود:

$$R_{m,t} = \frac{\text{شاخص بازار در ابتدا ماه } t - \text{شاخص بازار در پایان ماه } t}{\text{شاخص بازار در ابتدا ماه } t} \quad \text{رابطه (۴-۱)}$$

شاخص بازار در ابتدا ماه t - شاخص بازار در پایان ماه t

شاخص بازار در ابتدا ماه t

$M_{p,t}$ = عامل اندازه پرتفوی p در ابتدای ماه t می باشد که در هر پرتفوی از طریق لگاریتم طبیعی متوسط

ارزش بازار پرتفوی محاسبه می شود. به این صورت که برای هر پرتفوی باید تعداد سهام هر شرکت موجود در

پرتفوی در ارزش بازار هر سهم آن شرکت ضرب شود تا ارزش بازار هر شرکت به دست آید مجموع ارزش بازار

همه شرکت های موجود در پرتفوی ارزش بازاری پرتفوی است که اگر بر تعداد سهام موجود در پرتفوی

تقسیم شود متوسط ارزش بازاری هر سهم پرتفوی به دست می آید ، در نهایت لگاریتم طبیعی متوسط

ارزش بازاری پرتفوی در رابطه (۵-۱) محاسبه می شود .

Size_{p,t} = رابطه (۵-۱)

$$\ln \left(\frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{N} \right)$$

Q_i = تعداد سهام شرکت i

P_i = ارزش بازار هر سهم شرکت i

N = تعداد شرکت های موجود در پرتفوی

B/M_{pt} = عامل نسبت ارزش دفتری به بازاری پرتفوی p در ابتدای ماه t می باشد که از طریق لگاریتم طبیعی متوسط نسبت ارزش دفتری به بازاری پرتفوی محاسبه می شود. به این صورت که نسبت ارزش دفتری به بازاری تمامی شرکت های موجود در پرتفوی p محاسبه شده و مجموع آن بر تعداد شرکت های موجود در پرتفوی p تقسیم می شود تا متوسط نسبت ارزش دفتری به بازاری پرتفوی p به دست آید. سپس لگاریتم طبیعی عدد به دست آمده بر مبنای رابطه (۶-۱) محاسبه می شود.

$(B/M)_{p,t}$ = رابطه (۶-۱)

$$\ln \left(\frac{\sum_{i=1}^n B_i/M_i}{N} \right)$$

B_i/M_i = نسبت ارزش دفتری به بازاری شرکت i در پرتفوی p

N = تعداد شرکت های موجود در پرتفوی P

MOM_{pt} = عامل روند حرکت قیمت پرتفوی P در ماه t می باشد که از طریق لگاریتم طبیعی متوسط روند حرکت قیمت سهام های موجود در پرتفوی p محاسبه می شود. به این صورت که برای همه شرکت های موجود در پرتفوی p در ماه t بازدهی ۶ ماه گذشته یعنی ماه های $t-6$ تا $t-1$ محاسبه می شود. سپس مجموع بازدهی های ۶ ماه گذشته همه شرکت های پرتفوی p بر تعداد شرکت ها تقسیم می گردد تا متوسط روند حرکت قیمت پرتفوی p به دست آید. نهایتاً لگاریتم طبیعی عدد به دست آمده در رابطه (۷-۱) محاسبه می گردد.

$MOM_{p,t}$ = رابطه (۷-۱)

$$\ln \left(\frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N} \right)$$

R_i = بازدهی ۶ ماه گذشته شرکت i یعنی ماه $t-6$ تا $t-1$

N = تعداد شرکت های موجود در پرتفوی P

$\theta_2, \theta_1, \eta, \gamma, \alpha, B_p$ = ضریب عوامل در رگرسیون هستند.

یکی از ویژگی های این تحقیق تشکیل پرتفوی برای آزمون فرضیه ها است. برای این منظور در هر ماه تمام شرکت های نمونه بر مبنای اندازه، نسبت B/M و روند حرکت در پرتفوی های سه گانه طبقه بندی می

شود. یعنی در مرحله ی اول تمامی شرکتها بر اساس سرمایه گذاری بازار در ابتدای ماه که همان حاصلضرب ارزش بازاری سهام هر شرکت در تعداد سهام آن می باشد مرتب می شود ، ۳۰٪ اولیه شامل پرتفوی شرکت های بزرگ، ۴۰٪ بعدی پرتفوی شرکت های متوسط و ۳۰٪ آخر پرتفوی شرکت های کوچک می باشد. سپس تمامی شرکتها باید بر اساس نسبت B/M در ابتدای هر ماه مرتب شود، اما از آنجائیکه اطلاعات این نسبت فقط در آخر سال مالی وجود دارد ، با الهام از روش فاما و فرنچ پرتفوی بندی بر مبنای این نسبت تنها در آخر اسفند ماه (اول فروردین) هر سال صورت گرفته و برای بقیه ی ماهها به کار برده می شود. در این پرتفوی ۳۰٪ اولیه شامل پرتفوی شرکت های رشدی با B/M پایین ، ۴۰٪ بعدی پرتفوی شرکت هایی با B/M متوسط و ۳۰٪ آخر پرتفوی شرکت های ارزشی با B/M بالا می باشد. در آخرین دسته بندی تمام شرکت ها بر مبنای روند حرکت قیمت که بازدهی سهام هر شرکت در ۶ ماه گذشته است مرتب می شود، ۳۰٪ اولیه شامل پرتفوی شرکت های برنده یعنی شرکت های که بازدهی آنها در ۶ ماه گذشته بالا بوده است ، ۴۰٪ بعدی شامل پرتفوی شرکت های متوسط که بازدهی سهام آنها در این دوره متوسط بوده است و ۳۰٪ آخر شامل پرتفوی شرکت های بازنده یعنی شرکت هایی می باشد که بازدهی سهام آنها در این دوره پایین بوده است. از تقابل این سه دسته بندی ۳^۳ پرتفوی یعنی ۲۷ پرتفوی ایجاد می شود که برای هر پرتفوی ترکیبی از داده های مقطعی و سری زمانی در اختیار قرار می گیرد. لازم به ذکر است چون این پرتفوی ها ماهانه بازنگری می شوند شرکت ها می توانند بنا به تغییرات ارزش بازار ، B/M و روند حرکت قیمت سهام در پرتفوی های مختلف جابه جا شوند.

به دلیل اینکه بازه زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۷-۱۳۸۲ می باشد و در هر ماه ۲۷ پرتفوی وجود دارد، در نتیجه ۱۹۹۴^۱ مشاهده برای هر متغیر وجود دارد. که با استفاده از این مشاهدات ضریب γ به منظور بررسی تاثیر اندازه بر بازده ، ضریب η به منظور بررسی تاثیر متغیر B/M بر بازده ، ضریب θ به منظور بررسی تاثیر روند حرکت قیمت سهام بر بازده تخمین زده می شود. برای آزمون فرضیه های پژوهش برای هر پرتفوی βp متفاوتی تخمین زده خواهد شد. از مقایسه ۲۷ ضریب β تخمین زده شده، به آزمون فرضیه های این پژوهش مبادرت می شود.

۱-۸- ابزار گردآوری داده ها

روش گردآوری داده ها ، اسناد کاوی بوده و اطلاعات مورد نیاز برای مبانی نظری بامراجعه به مقالات ، مجلات و کتاب ها و سایت های حسابداری و داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها از طریق بانک های اطلاعاتی نظیر تدبیر پرداز و ره آوردنویین و صورت های مالی شرکت های مورد بررسی جمع آوری خواهد شد.

۹-۱- ابزار تجزیه و تحلیل

به منظور بررسی معناداری تک تک ضرایب از آزمون t و به منظور بررسی معناداری معادله رگرسیون از آزمون آماری F استفاده شده است. هم چنین از نرم افزارهای رایانه ای نظیر Eviews 6 و Excel نیز استفاده شده است. به علاوه پرتفوی بندی شرکت های نمونه، در محیط مجتمع Microsoft Visual Studio و با استفاده از زبان C# و بانک اطلاعاتی Access انجام شده است.

۱۰-۱- کلید واژه ها

بازده سهام (Stock Return): متوسط عایدی است که یک سرمایه گذار در یک دوره زمانی مشخص به واسطه تغییرات قیمت و منافع حاصل از مالکیت آن سهم به دست می آورد. (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳: ۱۱۴).
 روند حرکت سهام (Momentum): مفهومی در فیزیک است یعنی یک جسم در حال حرکت گرایش دارد همچنان در حرکت باقی بماند مگر اینکه نیرویی از خارج بر آن وارد شود. بنابراین یک روند قیمتی تمایل دارد که باقی بماند تا زمانی که یک نیروی خارجی جلوی آن را بگیرد. این استراتژی شامل سرمایه گذاری در جهت بازار می باشد. (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵: ۲)

پرتفوی برنده (Winner Portfolio): شامل شرکت هایی است که در دوره زمانی مشخص در گذشته میانگین بازده بالایی را دارا بوده اند. (یانگ^۱، ۲۰۰۵: ۲۶).

پرتفوی بازنده (Loser Portfolio): شامل شرکت هایی است که در دوره زمانی مشخص در گذشته میانگین بازده پایینی را دارا بوده اند. (یانگ، ۲۰۰۵: ۲۶)

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (Book-to-Market Value Ratio): از تقسیم ارزش دفتری سهام به ارزش بازاری به دست می آید و دیدگاه سرمایه گذاران را نسبت به شرکت نشان می دهد، شرکت هایی که بازده حقوق صاحبان سهام بالایی داشته باشند هر سهم را چندبرابر ارزش دفتری می فروشند. (پارسائیان، ۱۳۸۲: ۱۰۱)

سهام رشدی (Growth Stock): سهامی که قیمتش نسبت به ارزش دفتری آن بالاتر از میانگین است و بالاتر از ارزش ذاتی دادوستد می شود. (هاگن، ۲۰۰۱، ۱۲۷)

سهام ارزشی (Value Stock): سهامی که قیمتش نسبت به ارزش دفتری آن پایین تر از میانگین است و معمولاً کمتر از ارزش ذاتی معامله می شوند. (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷: ۴۵)

¹ Young