

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده ادبیات و علوم انسانی

## پایان نامه کارشناسی ارشد

بررسی نقش سهام ارزشی و رشدی در بازده و سودآوری شرکتها  
(شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار)

از:

محدثه طالب زاده مقدم

استاد راهنما:

دکتر محمد حسن قلیزاده

زمستان 1390

تقدیم بہ پدر بزرگم

کہ کلامش چراغی است در راہم

و یادش نگارہ ای است بر قلمم...

جسارت من است که قصد آن دارم تا با کوششی ناقابل، قدردان محبت های بیدریغ بسیاری باشم:

پدر و مادرم

که این کار آن قدر عبث است، که گنجاندن بجز در کوزه!  
و اگر حکم ادب نبود، هر این جسارت را بر و دروانمی داشتم.

دستبوسان، ستم

و اساتید راقدر و رانامیه، علی الخصوص آقایان دکتر قلی زاده، دکتر مشکلی و جناب آقای روحی، که آموختند تا بیا موزم،

و این مختصر، بارهمنی های آنان میسر نبود،

که به قول مولانا:

کار بی استاد واهی ساختن  
جاهلان جان، خواهی باختن

افتخار شایردستان را دارم

و در پایان

مشکری کوچک، به پاس محبت های بزرگ دوستانم، که نیاوردن نشان ریشه در این وایمه دارد که،

هر بر آما بیافزایم، از آما کار ام...

قدردانان، ستم

## فهرست مطالب

### فصل اول: کلیات تحقیق

بخش اول .....	2
1-1- مقدمه .....	2
2-1- بیان مسأله .....	3
3-1- ضرورت انجام تحقیق .....	5
4-1- اهداف تحقیق .....	5
5-1- سؤال اصلی و فرضیه‌های تحقیق .....	6
6-1- قلمرو تحقیق .....	6
1-6-1- قلمرو موضوعی .....	6
2-6-1- قلمرو مکانی .....	6
3-6-1- قلمرو زمانی .....	7
7-1- متدولوژی تحقیق .....	7
8-1- روش جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌ها .....	7
9-1- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات .....	8
10-1- محدودیت‌های تحقیق .....	8
11-1- تعریف عملیاتی واژه‌ها و اصطلاحات تحقیق .....	9
11-1- ساختار تحقیق .....	10

### فصل دوم: ادبیات، مباحث نظری و سوابق موضوع

بخش اول .....	12
1-2- مقدمه .....	12

12	2-2- ادبیات نظری تحقیق
12	2-2-1- تاریخچه
16	2-2-2- مطالعات مشهور فاما و فرنچ
21	2-3- سهام‌های قیمتی (ارزشمند) و رشدی
21	2-3-1- طبقه‌بندی متداول در زمینه سهام
22	2-3-2- سهام ارزشی
22	2-3-3- سهام رشدی
23	2-3-4- تفاوت سهام رشدی و سهام ارزشی
24	2-4- نسبت قیمت به ارزش دفتری
25	2-5- اندازه شرکت
25	2-6- مفهوم ریسک در بازارهای مالی
26	2-6-1- منابع ریسک
26	2-6-1-1- ریسک بازار
26	2-6-1-2- ریسک تجاری
27	2-6-1-3- ریسک مالی
27	2-6-1-4- ریسک صنعت
27	2-6-2- انواع ریسک
27	2-6-2-1- ریسک غیرسیستماتیک (غیربازار)
28	2-6-2-2- ریسک سیستماتیک (بازار)
28	2-6-3- ضریب بتا ( $\beta$ )
29	2-7- پیشینه‌ی تحقیق
30	2-7-1- بخش اول: تحقیقات صورت گرفته پیرامون بازدهی سهام ارزشی و رشدی
30	2-7-1-1- پژوهش‌های خارجی

- 31 ..... 2-1-7-2 پژوهش‌های داخلی
- 31 ..... 2-7-2 بخش دوم : تحقیقات صورت گرفته پیرامون تأثیر اندازه بر بازدهی سهام
- 31 ..... 1-2-7-2 پژوهش‌های خارجی
- 34 ..... 2-2-7-2 پژوهش‌های داخلی
- 34 ..... 3-7-2 بخش سوم: تحقیقات صورت گرفته پیرامون تأثیر نسبت قیمت به ارزش دفتری بر بازدهی سهام
- 34 ..... 1-3-7-2 پژوهش‌های خارجی
- 35 ..... 2-3-7-2 پژوهش‌های داخلی
- 40 ..... 11-2 نتیجه‌گیری

### فصل سوم: روش تحقیق

- 42 ..... بخش اول: کلیات روش تحقیق
- 42 ..... 1-3 مقدمه
- 42 ..... 2-3 روش تحقیق
- 42 ..... الف) نوع تحقیق بر مبنای هدف
- 43 ..... ب) نوع تحقیق بر مبنای روش
- 44 ..... 3-3 تدوین فرضیات تحقیق
- 45 ..... 4-3 روش آزمون فرضیه‌ها
- 45 ..... 5-3 جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری
- 46 ..... 6-3 جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌ها
- 47 ..... 7-3 روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و تکنیک‌های آماری مورد استفاده
- 48 ..... بخش اول
- 48 ..... 1-7-3 روش انجام تحقیق
- 49 ..... 2-7-3 - آزمون تحلیل واریانس یک طرفه (ANOVA)

51	بخش دوم
51	3-7-3 مدل تحلیلی تحقیق
52	3-7-4 مسائل مورد توجه در تخمین مدل
52	3-7-5 نرمال بودن
53	3-7-6 خود همبستگی
54	3-7-7 هم خطی
54	3-7-8 مانایی و ایستایی
56	بخش دوم: مدل داده‌های تلفیقی و روش‌های تخمین
56	3-8-8 مدل داده‌های تلفیقی
57	3-8-1 مدل داده‌های تلفیقی ایستا
59	3-8-2 مدل داده‌های تلفیقی پویا
60	3-9-9 تکنیک‌های تخمین سیستم معاملات
60	3-9-1 روش حداقل مربعات معمولی (OLS)
61	3-9-2 روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)
61	3-9-3 روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)
62	3-10-10 انتخاب مدل نامناسب در داده‌های تلفیقی ایستا
63	3-11-11 خلاصه و نتیجه‌گیری فصل

### فصل چهارم: تجزیه و تحلیل اطلاعات

65	4-1 مقدمه
65	بخش اول
66	4-2 آمار توصیفی
67	4-3 بررسی نرمال بودن متغیرها



- 4-4- آمار استنباطی ..... 67
- 4-4-1- آزمون فرضیه‌های پژوهش ..... 68
- 4-4-1-1- آزمون فرضیه اول ..... 69
- 4-4-1-2- آزمون فرضیه دوم ..... 70
- 4-4-2- آزمون فرضیات تحقیق بدون در نظر گرفتن اندازه شرکت‌ها ..... 70
- بخش دوم ..... 72
- 4-5- مطالعه‌ی توصیفی داده‌های تحقیق ..... 72
- 4-6- نتایج آزمون‌های اولیه و تخمین‌ها ..... 74
- 4-6-1- آزمون چاو (Chow) ..... 75
- 4-6-1-1- خروجی آزمون چاو فرضیه‌ی سوم ..... 75
- 4-6-1-2- خروجی آزمون چاو فرضیه‌ی چهارم ..... 76
- 4-6-2- آزمون هاسمن ..... 76
- 4-6-2-1- خروجی آزمون هاسمن فرضیه‌ی سوم ..... 77
- 4-6-2-2- خروجی آزمون هاسمن فرضیه‌ی چهارم ..... 77
- 4-7- آزمون فرضیه‌ها بر حسب مدل‌های تعیین شده ..... 78
- 4-7-1- آزمون فرضیه‌ی سوم ..... 78
- 4-7-2- آزمون فرضیه‌ی چهارم ..... 80
- 4-8- آزمون مانایی ..... 82
- 4-9- سایر یافته‌های تحقیق ..... 84
- تخمین و بررسی مدل با توجه به اثر دو متغیر مستقل تحقیق بر متغیر وابسته بصورت همزمان ..... 84
- 4-10- خلاصه و نتیجه‌گیری ..... 87

## فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادها

- 89-1-5 مقدمه ..... 89
- 89-2-5 خلاصه تحقیق و ادبیات موضوع ..... 89
- 90-3-5 فرضیات و نتایج آزمون‌ها ..... 90
- 91-4-5 نتیجه‌گیری و پیشنهادها ..... 91
- 93-1-4-5 پیشنهادهای کاربردی: ..... 93
- 94-2-4-5 پیشنهادهای پژوهشی: ..... 94

## منابع و مأخذ

- 96-الف) منابع فارسی ..... 96
- 98-ب) منابع خارجی ..... 98

## پیوست‌ها

- 101-پیوست‌ها و ضامم ..... 101

## فهرست جداول

- 37-جدول 1-2 خلاصه‌ی تحقیقات صورت گرفته پیرامون بازدهی سهام ارزشی و رشدی ..... 37
- 38-جدول 2-2 خلاصه‌ی تحقیقات صورت گرفته پیرامون تأثیر اندازه بر بازدهی سهام ..... 38
- 39-جدول 3-2 خلاصه‌ی تحقیقات صورت گرفته پیرامون تأثیر نسبت قیمت به ارزش دفتری بر بازدهی سهام ..... 39
- 66-جدول 4-1 آمار توصیفی ..... 66
- 67-جدول 2-4 نتایج بررسی نرمال بودن متغیرها (آزمون KS) ..... 67
- 68-جدول 3-4 شش پرتفوی تشکیل شده از ترکیب اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری ..... 68
- 69-جدول 4-4 نتایج آزمون تحلیل واریانس متغیرهای فرضیه اول ..... 69
- 70-جدول 5-4 نتایج آزمون تحلیل واریانس متغیرهای فرضیه دوم ..... 70

- جدول 4-6 مقایسه میانگین بازدهی سهام ارزشی و رشدی ..... 71
- جدول 4-7 مقایسه میانگین ریسک سهام ارزشی و رشدی ..... 71
- جدول 4-8 معرفی و تفکیک نمادهای استفاده شده برای متغیرهای مدل ..... 72
- جدول 4-9 آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ..... 73
- جدول 4-10 خروجی آزمون چاو فرضیه‌ی سوم ..... 75
- جدول 4-11 خروجی آزمون چاو فرضیه‌ی چهارم ..... 76
- جدول 4-12 خروجی آزمون هاسمن فرضیه‌ی سوم ..... 77
- جدول 4-13 خروجی آزمون هاسمن فرضیه‌ی چهارم ..... 77
- جدول 4-14 اولین تخمین مدل اول ..... 78
- جدول 4-15 بهترین تخمین مدل اول ..... 79
- جدول 4-16 اولین تخمین مدل دوم ..... 80
- جدول 4-17 بهترین تخمین مدل دوم ..... 81
- جدول 4-18 نتایج آزمون ریشه واحد فرضیه سوم ..... 83
- جدول 4-19 نتایج آزمون ریشه واحد فرضیه چهارم ..... 83
- جدول 4-20 خروجی آزمون چاو فرضیه‌ی ترکیبی ..... 84
- جدول 4-21 خروجی آزمون هاسمن فرضیه‌ی ترکیبی ..... 85
- جدول 4-22 اولین تخمین مدل ترکیبی ..... 85
- جدول 4-23 بهترین تخمین مدل ترکیبی ..... 86
- جدول 4-24 نتایج آزمون مانایی مدل ترکیبی ..... 87

#### نمودارها

- نمودار 2-1 سیر تحول تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری ..... 14
- نمودار 2-2 نتایج مطالعات فاما و فرنچ بین سال‌های 1960 تا 1990 ..... 18

## بررسی نقش سهام ارزشی و رشدی در بازده و سودآوری شرکت‌ها (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

### چکیده

در دنیای نوین ادبیات مالی، شناخت و درک بیشتر و وسیعتر بازار سرمایه و اجزا و عوامل مرتبط آن کاملاً ضروری است. امروزه سهام رشدی و ارزشی یکی از موضوعات بسیار مهم در بازار سرمایه محسوب می‌شود. در تحقیق حاضر به مطالعه نقش و اثر سهام رشدی و سهام ارزشی در بازده (بازدهی کل) و نیز بررسی ادعای وجود اختلاف بین بازده دو نوع سهم فوق در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نمونه آماری پژوهش شامل 70 شرکت در طی دوره زمانی 1385 لغایت 1389 بوده است. در این تحقیق برای مطالعه اثر نوع سهام بر هر یک از عوامل بازدهی از آنالیز واریانس و نیز از مدل داده‌های تلفیقی ایستا و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در عین وجود رابطه مثبت بین اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری با بازدهی سهام، سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی دارای بازدهی بالاتری می‌باشد. همچنین بر اساس نتایج تحقیق حاضر می‌توان ادعا کرد در بازار سرمایه ایران، متغیر نسبت قیمت به ارزش دفتری با وجود داشتن رابطه مثبت و معنی‌دار آماری با متغیر وابسته بازدهی، به لحاظ آنکه باعث کاهش قدرت تبیین مدل می‌شود، نمی‌تواند در توضیح تفاوت بازدهی در طول دوره پنج ساله تحقیق به عنوان یک متغیر مؤثر بکار گرفته شود، این در حالی است که مدل مبتنی بر اندازه می‌تواند مدل مناسبی بر تبیین چنین تفاوتی باشد. همچنین قدرت پیش‌بینی‌کنندگی ریسک سیستماتیک بازار توسط سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی از برتری خاصی برخوردار نمی‌باشد. بنابراین تفاوت معنی‌داری بین ریسک دو نوع سهام مشاهده نگردید.

### واژگان کلیدی:

بازدهی کل، اندازه شرکت، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به ارزش دفتری، سهام رشدی، سهام ارزشی

# فصل اول

## کلیات تحقیق

## بخش اول

### 1-1- مقدمه

تأثیر بازار اوراق بهادار در توسعه اقتصادی یک کشور امری بدیهی است. یکی از وظایف اساسی در این بازار، به جریان انداختن سرمایه‌ها و تخصیص مطلوب منابع می‌باشد. یک عامل بسیار مهم که تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عامل بازده سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد. هر چند پیش‌بینی آینده با استفاده از روند گذشته، کاری دقیق نبوده و نیاز به حفظ شرایط یکسان دارد و تطبیق صددرصدی نتایج گذشته با روند آتی بازار سهام، امکان‌پذیر نمی‌باشد، لیکن در حالت کلی، اگر بتوان این بازده را پیش‌بینی کرد و مدل‌هایی برای پیش‌بینی بازده سهام ارائه داد، در واقع شرایط مطمئن‌تری در بازار سرمایه ایجاد می‌گردد و تمایل سرمایه‌گذاران به فعالیت در بازار و رونق بخشیدن به آن را افزایش می‌دهد. با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیقات، مبتنی بر عدم کارایی بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران ایرانی کمتر به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی تمایل دارند و این نشان دهنده عدم اطمینان و شناخت آن‌ها از بازارهای مالی است. با توجه به شرایط اقتصادی در ایران و عدم تمایل به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، محققان بایستی تمام تلاش خود را در ارائه تحقیقاتی منظم و شفاف در خصوص بازده سهام در بازار بورس تهران که بزرگ‌ترین بازار بورس ایران است بنمایند. در همین راستا پژوهش حاضر درصدد بررسی نقش سهام ارزشی و رشدی بر روی بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار در سال‌های گذشته پرداخته است تا از طریق تجزیه و تحلیل رفتار این دو نوع سهام، این امکان را به سرمایه‌گذاران بدهد با دید وسیع‌تری نسبت به انتخاب پرتفوی مورد نظر بپردازند.

## 1-2- بیان مسأله

گذر از اقتصاد توسعه‌نیافته به اقتصاد توسعه‌یافته، به سرمایه و سرمایه‌گذاری نیازمند است. از این رو، در فرایند گذار، تأمین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص مطلوب این منابع به کاراترین بخش‌ها، شرط لازم برای موفقیت اقتصادی است. از سوی دیگر، با یک نگرش فردی می‌توان گفت که در هر جامعه عادی، همه‌ی افراد به دنبال افزایش رفاه خود هستند؛ بنابراین طبیعی است که سرمایه‌گذاران، در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی باشند که بتوانند با استفاده از آن بیشترین بازده را کسب نمایند [حجازی و فاطمی، 1387].

ادبیات بازارهای کارا، شواهد تقریباً جامعی را پیرامون اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری ارائه کرده است که این متغیرها می‌توانند به توصیف بازدهی (علاوه بر بتا) کمک نمایند. مطابق با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>1</sup>، بازده مورد انتظار از یک سهام عادی توسط بازده بدون ریسک و صرف ریسک تعیین می‌شود؛ صرف ریسک نیز تابعی از بتا است. بر اساس این نظریه، سرمایه‌گذاران در بازار، با سرمایه‌گذاری بر روی یک پرتفوی، تنها ریسکی را که می‌پذیرند و بازار هم در مقابل آن ریسک پاداش می‌دهد، ریسک سیستماتیک (بتا) می‌باشد. ولیکن شواهد اخیر نشان می‌دهد که علاوه بر بتا، نسبت قیمت به ارزش دفتری و اندازه شرکت نیز در بازار، قیمت‌گذاری می‌شوند. سهامی که بنا به دلایلی، به غیر از امکان رشد عایدات بالقوه، پایین‌تر از ارزش ذاتی قیمت‌گذاری می‌شوند؛ به نظر می‌رسند که از نسبت قیمت به ارزش دفتری پایینی برخوردار هستند. در مقابل آن دسته از سهامی که نرخ رشد بالایی در میزان فروش و سودآوری دارند؛ از نسبت قیمت به ارزش دفتری بالایی برخوردارند.

لکن چنین به نظر می‌رسد که نسبت قیمت به ارزش دفتری پایین، گاهی می‌تواند بدین مفهوم باشد که سهام در بازار ارزان و بالا بودن آن به مفهوم گران بودن آن سهام است. به همین خاطر برخی از سرمایه‌گذاران موقع خرید، استراتژی شتاب<sup>2</sup> را در

---

1- Capital Asset Pricing Model (CAPM)

2- Momentum Strategy: عنوان می‌کند سهامی که در گذشته روند صعودی داشته‌اند؛ در آینده نزدیک بازدهی خوبی خواهند داشت.

پیش می‌گیرند تا سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری بالایی را خریداری کنند و با این فرض که سهام برنده<sup>1</sup> در آینده نیز برنده است، منتفع گردند. برخی دیگر نیز از استراتژی معکوس‌گرایی<sup>2</sup> پیروی می‌کنند؛ به این معنی که سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری پایین را با این فرض که سهام شرکت‌های کوچک در آینده بازده بالاتری را کسب خواهند نمود، می‌خرند. بنابراین، برای سرمایه‌گذاران مهم است که در چه نوع سهامی سرمایه‌گذاری کنند تا به بازدهی مطلوب دست یابند.

در حال حاضر نیز، بسیاری از سرمایه‌گذاران به دنبال معیاری برای مقایسه سهام با یکدیگر و انتخاب بهترین‌ها هستند، با توجه به تحقیقات انجام گرفته، شواهد جدیدی درباره بهترین سهام موجود برای سرمایه‌گذاری در بازار، چگونگی افزایش سرمایه شرکت‌ها، چگونگی تعیین مقررات برای ابزارها و چگونگی تخمین هزینه سرمایه شرکت‌ها کشف شده است. این شواهد به صورت توده‌ای از اطلاعات ارزشمند برای سرمایه‌گذاری در آمده است که سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از آن‌ها به عملکرد گذشته شرکت‌ها، واکنش بسیاری نشان داده و "سهام رشدی"<sup>3</sup> و "سهام ارزشی"<sup>4</sup> را قیمت‌گذاری می‌کنند.

در همین راستا در تحقیق حاضر با الهام از نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط فاما و فرنچ و برخی نتایج بدست آمده در داخل و خارج کشور، تأثیر سهام ارزشی (با نسبت قیمت به ارزش دفتری پایین) و سهام رشدی (با نسبت قیمت به ارزش دفتری بالا) بر بازدهی را، مقایسه و به طور مشخص به بررسی دو موضوع زیر پرداخته شده است:

الف- آیا تفاوت معنی داری بین میانگین بازدهی (بازدهی کل) و ریسک دو نوع سهم ارزشی و رشدی وجود دارد؟

ب- آیا رابطه معنی داری بین اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری و میانگین بازدهی (بازدهی کل) وجود دارد؟

1- سهام برنده به سهامی اطلاق می‌شود که عملکرد آنها طی یک دوره، بهتر از متوسط بازار باشد.

2- Contrarian Strategy: عنوان می‌کند برای غلبه بر بازار، می‌بایست سهام برنده قبلی را فروخته و سهام بازنده قبلی را خریداری کرد.

3 - Growth stock

4 - Value stock



### 1-3- ضرورت انجام تحقیق

تصمیم‌گیری در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری و اجرای هر پروژه‌ای، امری استراتژیک برای کلیه‌ی افراد حقیقی و حقوقی در هر جامعه‌ای است. هدف از این مطالعه، بررسی بازده پرتفوی‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌باشد. با توجه به تفاوت‌های موجود در سهام ارزشی و رشدی، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، نیازمند منابعی جهت کسب اطلاع از نتایج سرمایه‌گذاری در سهام‌های مختلف و تفاوت موجود در بازده هر سبد سهام جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاریشان می‌باشند. این کار علاوه بر این‌که به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا با اطمینان بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، تأثیر به‌سزایی در جهت تصمیم‌گیری به منظور انتخاب سهم سرمایه‌گذاری و ایجاد پرتفوی مناسب و سودآور دارد.

بنابراین با توجه به شرایط اقتصادی در ایران و عدم تمایل به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، انجام تحقیقات در این زمینه در جهت شکوفایی و رونق هر چه بیشتر بازار سرمایه ایران امری لازم و ضروری می‌باشد.

### 1-4- اهداف تحقیق

این تحقیق علیرغم این‌که بار یک وظیفه‌ی علمی به عنوان پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد را به دوش می‌کشد تحقق اهداف زیر را نیز می‌تواند به دنبال داشته باشد:

- 1) بررسی نتایج تحقیقات و مطالعات مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بازار سرمایه ایران
- 2) شناسایی تأثیرات سهام ارزشی و رشدی بر بازدهی شرکت‌ها
- 3) دادن مشاوره علمی در جهت انتخاب پرتفوی‌های مناسب سهام بر مبنای استانداردهای کمی و داده‌های تلفیقی  
(پنل دلتا)
- 4) افزایش اطمینان و کمک به سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام مناسب به منظور دستیابی به بازدهی و سودآوری

برتر

### 1-5- سؤال اصلی و فرضیه‌های تحقیق

پرسش اصلی پژوهش این است " آیا تأثیر سهام ارزشی بر میزان بازدهی شرکت با تأثیر سهام رشدی بر بازدهی شرکت با هم متفاوت است؟ "

در راستای بررسی بیشتر و دقیقتر این سؤال اساسی، چهار فرضیه برحسب میانگین بازدهی کل سهام، متوسط ریسک سهام، اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به شرح زیر صورتبندی گردیده و بر پایه داده‌های آماری مربوط، آزمون شده است.

فرضیه 1- تفاوت معنی‌داری بین میانگین بازدهی کل سهام ارزشی و رشدی وجود دارد.

فرضیه 2- تفاوت معنی‌داری بین میانگین ریسک سهام ارزشی و رشدی وجود دارد.

فرضیه 3- رابطه‌ی معنی‌داری بین بازده کل سهام با اندازه شرکت وجود دارد.

فرضیه 4- رابطه‌ی معنی‌داری بین بازده کل سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری وجود دارد.

### 1-6-1- قلمرو تحقیق

#### 1-6-1-1- قلمرو موضوعی

موضوع این تحقیق مربوط به بررسی تأثیرات دو نوع سهام ارزشی و رشدی بر بازدهی شرکت‌ها می‌باشد که مشخصاً شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در برمی‌گیرد.

#### 1-6-2- قلمرو مکانی

مکان تحقیق، بازار سرمایه ایران، مشخصاً " بورس اوراق بهادار تهران " می‌باشد.

### 1-6-3- قلمرو زمانی

مطالعات ابتدایی این کار از زمستان 1389 آغاز شده است. اطلاعات مالی بازار سرمایه ایران، در بازه زمانی 1385 تا 1389 جمع‌آوری شده است.

### 1-7- متدولوژی تحقیق

این پژوهش دارای رویکردی کاربردی بوده و به لحاظ ماهیت و روش از نوع آزمون فرضیه و نوع تحقیق یا نوع استراتژی مورد استفاده، توصیفی پیمایشی است.

### 1-8- روش جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌ها

برای تدوین بخش نظری و معرفی مدل‌های مورد استفاده در این پژوهش، از اطلاعات مندرج در اسناد و مدارک موجود شامل کتاب‌ها، مقاله‌ها، گزارش‌های پژوهشی و پایان‌نامه‌های مرتبط با موضوع استفاده شده است. داده‌های کمی مورد نیاز برای انجام پژوهش نیز با توجه به متغیرهای مورد نظر از منابع متعدد شامل داده‌های منتشر شده توسط سازمان و شرکت بورس، بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز و پارس پرتفیو (رهاورد نوین) به دست آمده است. شایان ذکر است که برای آزمون فرضیه‌ها، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و ترسیم نمودارها از نرم افزارهای Excel و PASW statistics 18 و Eviews 6 استفاده شده است.

### 1-9- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

بررسی و تجزیه و تحلیل داده‌ها در این تحقیق در دو بخش انجام شده است: در بخش اول به منظور آزمون دو فرضیه‌ی اول از روش تحلیل واریانس با استفاده از نرم افزار PASW statistics 18 کمک گرفته شده است. همچنین در بخش دوم برای آزمون دو فرضیه‌ی بعدی، از روش داده‌های تلفیقی ایستا<sup>1</sup> استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا با کمک نرم افزار Eviews پس از انجام آزمون چاو و آزمون هاسمن و انتخاب روش اثرات ثابت، تصادفی یا Pooled اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS)<sup>2</sup> گردید.

### 1-10- محدودیت‌های تحقیق

- در خصوص داده‌های تحقیق، وجود برخی مقررات و الزامات اجرایی نظیر اعمال حجم مبنای، دامنه نوسان قیمت و نحوه محاسبه قیمت‌های پایانی در عمل مانع از این می‌شود که تغییرات قیمت‌ها (به ویژه نوسانات اندک) و به تبع آن بازده سهام انعکاس واقعی خود را داشته باشد و در نتیجه به کارگیری تعدادی از متغیرها را با اشکال مواجه می‌سازد و نیز کارآیی و دقت برخی از متغیرهای مهم و متداول نظیر ریسک سیستماتیک را که به نوعی با بازده سهام شرکت‌ها و بازده کل بازار مرتبط هستند کاهش می‌دهد.
- همچنین در خصوص داده‌های تحقیق می‌توان بیان داشت وجود برخی محدودیت‌ها در سیستم گردآوری داده‌ها، پردازش اولیه و ارائه اطلاعات مربوط به معاملات، به نوعی انجام مطالعات دقیق در کلیه حوزه‌های مربوط به بورس اوراق بهادار تهران را با مشکل مواجه می‌سازد که محقق در این راستا تمامی تلاش خود را به منظور جمع‌آوری اطلاعات دقیق داشته است.

---

1- Static Panel data

2- Estimated Generalized Least Square(EGLS)