

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ



صورت جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد (M.A)

نام و نام خانوادگی دانشجو: لیدا محمودی در تاریخ: ۱۳۸۹/۰۶/۰۵ رشته: حسابداری

از پایان نامه خود با عنوان:

ریسک سیستماتیک، بازدهی سهام و واگرایی قیمت و ارزش ذاتی

با درجه عالی و نمره ۱۹/۵ دفاع نموده است.

سمت امضای اعضای هیات داوری

استاد راهنما

استاد مشاور

استاد داور

مدیر/معاونت پژوهشی

مهر و امضاء

نام و نام خانوادگی اعضای هیات داوری

۱- دکتر جواد مرادی

۲- دکتر سید نعمت الله موسوی

۳- دکتر هاشم ولی پور

مراتب فوق مورد تایید است



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد مرودشت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

ریسک سیستماتیک، بازده سهام و واگرایی قیمت و ارزش ذاتی

استاد راهنما:

دکتر جواد مرادی

استاد مشاور:

دکتر سید نعمت الله موسوی

نگارش:

لیدا محمودی

شهریور ۸۹

تقدیم به:

پدر

مادر

و

خواهر عزیزم

"سرو وجودشان همواره سرسبز و استوار"

وجود ناشناخته های گوناگون در هر حوزه علمی، توجه موشکافانه به آن حوزه را مجذوب ساخته و ذهن و انگیزه محققان را به تلاش برای یافتن موقعیت های نامعین و این ناشناخته ها مدد می طلبد. تحقیق راهی برای پی بردن به ناشناخته ها، شناخت دقیق تر واقعیت های جاری و روابط میان پدیده های احتمالی آینده می باشد. تحقیق حاضر کوششی است ناچیز، با هدف روشن ساختن شمعی هر چند کوچک در پهنه حسابداری در کشور عزیزمان ایران، و صد البته در حد بضاعت محقق. آنچه نطفه این تحقیق را بنا نهاد، راهی برای انجام آن یافت، و در نهایت، ادامه و تکمیل آن را میسر ساخت، تلاش گروهی بود که بر خود لازم می دانم از تمام آنها تشکر و قدردانی نمایم: _ سپاس از جناب آقای دکتر جواد مرادی که با راهنمایی های علمی، توصیه های مدبرانه، اینجانب را علاوه بر این تحقیق، در دوره تحصیل تشویق نموده اند؛

_ تشکر از جناب آقای دکتر سید نعمت الله موسوی که همواره با بردباری و متانت، مشاوره های گران بهایی را در هر چه بهتر شدن این تحقیق، ارائه نمودند؛

- قدردانی از جناب آقای دکتر هاشم ولی پور که با کمال حسن نیت، زحمت ارزیابی نهایی و داروی این پایان نامه را پذیرفتند؛

و در انتها به شکرانه همراهی دلسوزانه پدر و مادر مهربانم و از تمامی کسانی که در این تحقیق مرا مدد رساندند و نام آنها ذکر نشد، کمال تشکر را دارم.

چکیده

در حسابداری مالی، کارایی بازار کاربردهای مهمی دارد. یکی از این کاربردها، مفهوم افشای کامل اطلاعات است، به طوری که این اطلاعات به سرعت افشا شده و در قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. اما در واقعیت، بازار با شرایط رقابت کامل وجود ندارد. تحقیقات تجربی بیشماری مبتنی بر مالی رفتاری و اثرات آن بر قیمت اوراق بهادار صورت گرفته است. بطوری که علاوه بر عرضه و تقاضا، موارد دیگری چون تصمیم‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران، شرایط محیطی اقتصاد کلان و روانی حاکم بر بازار، منجر به عدم انطباق قیمت با ارزش ذاتی می‌شود و هرچه فاصله میان قیمت و ارزش ذاتی بیشتر باشد، میزان ریسک و به‌دنبال آن بازدهی کسب شده نیز بیشتر خواهد شد.

در این مطالعه با استفاده از مدل سود باقیمانده و برگرفته از تحقیق باگینسکی و والن (۲۰۰۳) به ایجاد روش حسابداری جدید دیگری در اندازه‌گیری اثر ریسک بر قیمت و بازده سهام به کمک اختلاف قیمت بازار و ارزش ذاتی سهام (تفاضل قیمت) می‌پردازیم. همچنین از سه معیار فاما و فرنچ (۱۹۹۲) (ریسک سیستماتیک، شامل بتا، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت) به عنوان فاکتورهای تعیین‌کننده ریسک استفاده نموده‌ایم.

نتایج حاکی از آن است، که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در بازار سرمایه ایران با تفاضل قیمت رابطه مستقیم و معناداری دارد. تفاضل قیمت نیز دارای رابطه مستقیم و معناداری با بازده غیرعادی است، اما توانایی بسیار اندکی در توضیح بازده غیرعادی دارد. همچنین دریافتیم که محتوای نسبی تفاضل قیمت و ریسک سیستماتیک یکسان نبوده و تفاضل قیمت نسبت به ریسک سیستماتیک، در توجیه بازده دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی نیست.

۱- فصل اول: طرح و کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه.....	۲
۱-۲- بیان و تشریح مسأله.....	۳
۱-۳- اهداف تحقیق.....	۴
۱-۴- اهمیت و ضرورت تحقیق.....	۵
۱-۵- سؤال تحقیق.....	۵
۱-۶- فرضیه تحقیق.....	۵
۱-۷- قلمرو تحقیق.....	۶
۱-۸- استفاده کنندگان از نتایج تحقیق.....	۶
۱-۹- تعاریف اصطلاحات و واژه‌ها.....	۷
۱-۱۰- ساختار کلی تحقیق.....	۷
خلاصه فصل.....	۸

۲- فصل دوم: مبانی نظری تحقیق و مروری بر مطالعات پیشین

۲-۱- مقدمه.....	۱۰
۲-۲- تحلیل پیرامون مفروضات مدل‌های سنتی.....	۱۰
۲-۲-۱- ریسک مدل.....	۱۵

- ۱۹-۲-۲-۲- انحراف اطمینان بیش از حد.....
- ۱۹-۲-۲-۳- انحراف خود اسنادی.....
- ۱۹-۲-۲-۴- انحراف تعمیم‌دهی.....
- ۲۲-۲-۲-۵- رفتارهای غیرمنطقی.....
- ۲۲-۲-۳- شکوفایی مالی رفتاری.....
- ۲۵-۲-۴- اختلاف قیمت و ارزش ذاتی.....
- ۲۶-۲-۴-۱- فروش اسقراضی سهام.....
- ۲۹-۲-۴-۲- نقش تحلیل‌گران بنیادی و تکنیکی.....
- ۲۹-۲-۴-۲-۱- روش تجزیه و تحلیل بنیادی.....
- ۳۰-۲-۴-۲-۲- روش تجزیه و تحلیل فنی.....
- ۳۱-۲-۵- بررسی مدل سه عاملی فاما و فرنچ.....
- ۳۲-۲-۶- بازده غیرعادی و مطالعات پیشین.....
- ۳۳-۲-۷- مدل سود باقیمانده و مروری بر مطالعات پیشین.....
- ۳۳-۲-۷-۱- فلتهم و اولسن.....
- ۳۴-۲-۷-۲- فرانکل و لی.....
- ۳۴-۲-۷-۳- دیچو و دیگران.....
- ۳۴-۲-۷-۴- باگینسکی.....
- ۳۶-۲-۷-۵- علی و دیگران.....
- ۳۶-۲-۷-۶- وانگ و سون.....

۲-۷-۷- کلیمزاک و زافرانسکی.....۳۶

خلاصه فصل.....۳۸

صفحه

عنوان

۳- فصل سوم: روش اجرای تحقیق

۳-۱- مقدمه.....۴۰

۳-۴- روش تحقیق.....۴۱

۳-۴-۱- نوع تحقیق.....۴۱

۳-۴-۲- روش‌شناسی تحقیق.....۴۲

۳-۲- فرضیه تحقیق.....۴۳

۳-۳- متغیرهای تحقیق و روش اندازه‌گیری آن.....۴۳

۳-۳-۱- مدل سود باقیمانده.....۴۴

۳-۳-۲- مدل سه عاملی فاما و فرنچ.....۴۷

۳-۵- جامعه آماری.....۴۸

۳-۵-۱- جمع‌آوری و نحوه پردازش داده‌ها.....۴۸

۳-۵-۲- روش‌های آماری.....۴۸

۳-۵-۲-۱- روش حداقل مربعات معمولی.....۴۸

۳-۵-۲-۲- آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته.....۵۰

۳-۵-۲-۳- آزمون فرضیه.....۵۰

۳-۵-۲-۴- آزمون استقلال داده‌ها.....۵۱

۵۱	..... Wald تست ۳-۵-۲-۵
۵۳	..... آنالیز واریانس ۳-۵-۲-۶
۵۳	..... ANOVA آنالیز واریانس ۳-۵-۲-۷
۵۴	..... رگرسیون لاجستیک ۳-۵-۲-۸
۵۵	..... آزمون هوسمر و لیمشو (آزمون مناسب بودن مدل) ۳-۵-۲-۹
۵۵	..... خلاصه فصل

صفحه

عنوان

۴- فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها

۵۷	..... مقدمه ۴-۱
۵۷	..... آمار توصیفی ۴-۲
۵۹	..... آمار استنباطی ۴-۳
۵۹	..... آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته ۴-۳-۱
۶۰	..... برازش مدل‌های رگرسیون و آزمون‌های مربوطه ۴-۳-۲
۷۹	..... خلاصه فصل

صفحه

عنوان

۵- فصل پنجم: بحث و نتیجه‌گیری

۸۱	..... مقدمه ۵-۱
۸۲	..... خلاصه و ارزیابی نتایج تحقیق ۵-۳
۸۵	..... پیشنهادهای ۵-۵

۱-۵-۵- پیشنهادهایی مبنی بر نتایج تحقیق..... ۸۵

۲-۵-۵- پیشنهادهایی برای تحقیق‌های آتی..... ۸۶

خلاصه فصل..... ۸۶

فصل اول

طرح و کلیات تحقیق

فصل اول

۱-۱- مقدمه

سال‌های متمادی است، که اوراق بهادار در بازار ایران قیمت‌گذاری و معامله می‌شود. بنابراین، کشف نحوه قیمت‌گذاری و تعیین الگوی مناسب برای آن، یکی از مباحث نوین مطرح شده در این راستا بوده است. اما همواره این سؤال عنوان می‌شود، آیا این نحوه تعیین قیمت، مبتنی بر یک الگوی منظم و سیستماتیک است یا خیر. چنان که می‌دانیم، از ویژگی‌های عمده یک بازار کارا، تأثیر صحیح اطلاعات بر قیمت‌ها، می‌باشد. به‌علاوه، در این بازار، فرض اصلی، مبتنی بر تصمیم‌گیری منطقی افراد حقیقی و حقوقی، در زمینه سرمایه‌گذاری، و تعیین صحیح قیمت‌ها در دستیابی به حداکثر بازدهی، و حداقل صرف ریسک می‌باشد. بنابراین، در صورتی که در یک بازار، قیمت‌ها، در هر لحظه از زمان، "انعکاس کامل و صحیحی" از همه اطلاعات موجود باشند، می‌توان این بازار را، بازار کارا نامید (جهانخانی و تبریزی، ۱۳۷۲). در ایران نیز، یکی از عمده مسائلی که باعث بهبود کارایی بازار می‌گردد، تعیین صحیح قیمت اوراق بهادار است. بنابراین، می‌توان با تمرکز بر این بازار، جهت تعیین مناسب‌تر قیمت، به اهداف بالقوه دست یافت. در مطالعه حاضر، با فرض صحیح بودن اطلاعات حسابداری، به بررسی پیرامون انحراف قیمت از ارزش ذاتی سهام در بازار سرمایه ایران، خواهیم پرداخت.

۱-۲- بیان و تشریح مسأله

لازم به یادآوری است که بازار سرمایه از جمله یکی از بخش‌های اقتصادی جهت انباشت سرمایه و تخصیص آن می‌باشد. بنابراین به‌طور کلی، در این بازارها، نوسانهای گسترده در همه حال موجب ورود و خروج انبوهی از سرمایه می‌شود. سرمایه‌گذاران و فعالان این بازارها در تصمیم‌گیری‌های خود بالاخص در تعیین قیمت سهام، به عواملی چون ریسک و بازده توجه می‌کنند. از منظر تئوری آنچه تعیین‌کننده قیمت سهام یک شرکت در بازار است، مجموع عرضه و تقاضا توسط خود سرمایه‌گذاران و مبتنی بر اطلاعات در دسترس آنها می‌باشد. با توجه به فرضیه بازار کارا، فرض می‌شود که میانگین عملکرد سرمایه‌گذاران، در بازار منطقی است. اما بر اساس مطالعات انجام‌شده مبتنی بر مالی رفتاری، شواهدی در خصوص رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار یافت شده است. رفتارهایی مبتنی بر تعصب، که باعث عدم تطابق موقت ارزش ذاتی و قیمت بازار سهام است که این تفاوت قیمت، به نام قیمت‌گذاری سوگیرانه^۱ شهرت یافته است.

البته انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران با دریافت اطلاعات صحیح و مناسب از منابع مختلف، رفتارهای غیرمنطقی و تعصب‌گرایانه خود را اصلاح، و اقدام به تصمیمی صحیح، جهت نزدیکی هر چه بیشتر قیمت سهام و ارزش ذاتی و حتی تطابق آن دو بر هم نمایند. در ایران نیز، موارد فوق مفروض بوده و مبانی گزارشگری مالی را تشکیل می‌دهد، لذا در تحقیق حاضر به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود، که کسب اطلاعات حسابداری (براساس شیوه گزارشگری فعلی) منجر به تجدید نظر در انتظارات و اصلاح قیمت‌ها می‌گردد؟ در صورتی که ارزش ذاتی محاسبه شده تحت عنوان یک متغیر حسابداری بر اساس اطلاعات حسابداری، با بازده سرمایه‌گذاران مرتبط باشد، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران، با کسب این اطلاعات هرگونه سوگیری و انحراف قیمت‌های بازار را حذف نمایند. همچنین آیا می‌توان از طریق دستیابی به ارزش ذاتی موفق به ارزیابی و پیش‌بینی ریسک و بازدهی مورد انتظار شد؟

¹ - Mispricing

از نتایج تحقیق حاضر می‌توان به استنباط‌هایی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران، و استفاده آنان از اطلاعات گزارشگری مالی در بازار سرمایه ایران دست یافت. بعلاوه از طریق تبیین مدل مناسب جهت تعیین ارزش ذاتی سهام، به تعیین تفاوت آن با قیمت بازار سهام، و تعیین عوامل مؤثر بر ایجاد این اختلاف قیمت، می‌پردازیم.

بنابراین، به طور خلاصه پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به سؤال زیر می‌باشد:

آیا متغیرهای حسابداری در ارزیابی ریسک شرکت و پیش‌بینی بازده سهام سودمند می‌باشند؟

۳-۱- اهداف تحقیق

از جمله اهداف این تحقیق، بررسی میزان توانایی متغیرهای حسابداری همچون ارزش ذاتی در ارزیابی ریسک و پیش‌بینی بازده می‌باشد تا بدین طریق بتوان جهت افزایش میزان آگاهی سرمایه‌گذاران در امر تجزیه و تحلیل، تایید یا رد تصمیمات قبلی و یا انجام تصمیمات جدید به نحو مطلوب و بهینه تلاش کرد. هر چند کسب عایدی بالا، یک عامل مثبت، و نوسانات، یک عامل منفی در سرمایه‌گذاری می‌باشد، اما با این حال توانایی پیش‌بینی بازده و قیمت سهام، به عنوان یک مزیت عمده برای هر سرمایه‌گذار تلقی می‌شود، بنابراین، آگاهی از عوامل تأثیرگذار در این پیش‌بینی، و نیز دستیابی به متغیرهایی جهت برآورد و تخمین مدل برای این امر، آرزوی هر سرمایه‌گذار است.

از سوی دیگر، هدف آن است که با تبیین سودمندی اطلاعات و متغیرهای حسابداری و تایید وجود رابطه بین برخی متغیرها و ریسک و بازده سهام، به تدوین‌کنندگان استانداردها و سیاست‌گذاران در این امر، در جهت تدوین و نظارت دقیق‌تر بر اطلاعات حسابداری یاری رساند.

۴-۱- اهمیت و ضرورت تحقیق

از نتایج حاصل از این تحقیق، می‌توان به اطلاعاتی پیرامون نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار منطقی آنها، در جهت افزایش کارایی بازار دست یافت. به‌علاوه می‌توان با در اختیار داشتن ارزش ذاتی، به کشف قیمت‌گذاری سوگیرانه پرداخت. بنابراین با یافتن الگوهایی جهت حذف این انحراف، می‌توان به سرمایه‌گذاران کمک نمود.

۵-۱- سؤال تحقیق

با توجه به مطالب ذکر شده در بخش‌های پیشین، این تحقیق در صدد پاسخگویی به سؤال زیر می‌باشد:

- آیا متغیرهای حسابداری همچون ارزش ذاتی (ارزش ذاتی محاسبه شده بر اساس مدل سود باقیمانده) در ارزیابی ریسک شرکت و پیش‌بینی بازده سهام سودمند می‌باشند؟

۶-۱- فرضیه تحقیق

با توجه به مسأله این تحقیق، فرضیه به صورت زیر مطرح شده است:

-متغیر تفاضل قیمت قادر به ارزیابی ریسک و پیش‌بینی بازده می‌باشد.

جهت بررسی و آزمون فرضیه فوق، از متغیرهای تفاضل قیمت، ریسک سیستماتیک و بازده سهام استفاده شده است.

۱-۲- قلمرو تحقیق

جامعه آماری تحقیق در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ می‌باشد و نمونه آماری دربرگیرنده کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری (با حذف شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری)، با اعمال محدودیت‌هایی به شرح زیر است:

۱- کلیه اطلاعات مورد نیاز به منظور محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، طی سال‌های مورد مطالعه، برای آنها از منابع مختلف نظیر انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار، نرم‌افزارهای اطلاعات مالی، کتب و نشریه‌ها و مجله‌ها در دسترس باشد.

۲- با توجه به اینکه انعکاس اطلاعات حسابداری در قیمت سهام مستلزم گذر زمان است، باید میان زمان محاسبه ارزش تفاضلی (پایان سال مالی) و محاسبه بازده سهام فاصله زمانی مناسبی در نظر گرفته شود، بدین ترتیب باید پایان سال مالی شرکت‌های نمونه ۲۹ اسفند باشد و طی دوره زمانی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳- در طی دوره تحقیق هیچگونه توقیفی در معامله سهام صورت نگرفته باشد و دوره مالی خود را در طی این مدت تغییر نداده باشند.

۱-۸- استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیق

انتظار می‌رود که در صورت تحقق اهداف مورد نظر، نتایج تحقیق، برای سازمان‌ها و اشخاص زیر قابل استفاده باشد:

(۱) سازمان بورس اوراق بهادار تهران:

به عنوان بخشی از رسالت اطلاع‌رسانی و حمایت از سرمایه‌گذاران.

(۲) تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس:

به عنوان ابزارهای انعطاف‌پذیر در تصمیم‌گیری‌های مالی و راهنمایی و مشاوره سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل.

(۳) دانشگاه‌ها و مراکز آموزش عالی و پژوهشگران علاقه‌مند:

تعیین ارزش ذاتی سهام، آشنایی با ساز و کارهای قیمت‌گذاری سهام در بورس و نحوه بهبود کارایی بورس از طریق آموزش فعالان بازار.

۹-۱- تعاریف اصطلاحات و واژه‌ها

ارزش ذاتی^۲: عبارت است از ارزش واقعی سهام که در مطالعه حاضر از مدل سود باقیمانده^۳ اولسن (۱۹۹۵) استفاده شده است.

ارزش بازار سهام^۴: ارزش اوراق بهادار، بر اساس عرضه و تقاضای ایجاد شده تعیین، و بر این اساس معامله می‌شود. تفاضل قیمت^۵: مابه‌التفاوت ارزش ذاتی سهام و ارزش واقعی آن می‌باشد.

بازده عادی^۶: حاصل جمع سود تقسیمی و تفاضل قیمت سهام در ابتدا و انتهای سال مالی، تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی.

بازده غیرعادی^۷: مابه‌التفاوت بازده عادی و مورد انتظار سهام می‌باشد.

رشد فروش^۸: عبارت است از مابه‌التفاوت قیمت فروش دوره جاری و دوره گذشته، تقسیم بر قیمت فروش دوره گذشته.

۱۰-۱- ساختار کلی تحقیق

چارچوب کلی تحقیق در فصل‌های آتی به صورت زیر خواهد بود:

🚩 فصل دوم: این فصل به طور فشرده نگاهی به مبانی نظری پشتوانه انجام این تحقیق داشته، و با بررسی

یافته‌های تجربی درباره موضوع این تحقیق و موارد مشابه، به بررسی اهمیت و تشریح تئوریک متغیرهای

² Inherent Value

³ Residual Income

⁴ Market Price

⁵ Price Differential

⁶ Return

⁷ Abnormal Return

⁸ Sales Growth

مورد استفاده می‌پردازد، و سپس پیشینه مختصری از تحقیقات انجام شده قبلی، در ارتباط با موضوع تحقیق در سطح داخلی و بین‌المللی ارائه می‌دهد.

✚ فصل سوم: در این فصل به تبیین روش تحقیق، فرضیه‌های تحقیق، تعریف عملیاتی متغیرها، جامعه آماری، روش پردازش داده‌ها، مدل‌های مورد استفاده و روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته خواهد شد.

✚ فصل چهارم: این فصل به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و اطلاعات، اختصاص یافته‌است، به طوری که در دو بخش آماره‌های توصیفی و استنباط آماری، ابتدا نگاهی کوتاه به آماره‌های پراکندگی داده‌های جمع‌آوری شده پرداخته، و سپس مدل‌های مختلف تجزیه و تحلیل رگرسیون ارائه، و نتایج آزمون‌های آماری بیان گردیده‌است.

✚ فصل پنجم: در این فصل ابتدا نتایج تشریح و مورد ارزیابی قرار گرفته، و پس از مقایسه آن با تحقیقات مشابه قبلی، به بیان محدودیت‌های احتمالی، جهت تعمیم نتایج و زمینه‌هایی برای تحقیقات آتی، پرداخته است.

خلاصه فصل

در این فصل با بیان و تشریح موضوع، مسأله بیان گردید و ضمن تبیین اهمیت و ضرورت آن، اهداف تحقیق تشریح شد. در ادامه با طرح فرضیه و روش اجرای تحقیق، برخی از اصطلاحات کلیدی مورد استفاده تعریف، و در پایان خلاصه‌ای از ساختار کلی تحقیق بیان شد.

فصل دوم

مبانی نظری تحقیق

و

مروری بر مطالعات پیشین