

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



صورتجلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد (M.A)

نام و نام خانوادگی دانشجو: مهدی شجر در تاریخ: ۱۳۸۸/۶/۱۵ رشته: حسابداری

از پایان نامه خود با عنوان: بررسی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده غیرعادی سهام

با درجه و نمره دفاع نموده است.

با درجه	و نمره	دفاع نموده است.
نام و نام خانوادگی اعضاء هیات داوری	سمت امضاء اعضاء هیات داوری	
۱- جناب آقای دکتر غلامرضا سلیمانی	استاد راهنما	
۲- جناب آقای دکتر رضا صداقت	استاد مشاور	
۳- دکتر هاشم ولی پور	استاد داور	

مراتب فوق مورد تأیید است.

مدیر / معاونت پژوهشی

مهر و امضاء



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد مرودشت

دانشکده علوم انسانی - گروه حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد
گرایش: مالی

عنوان

بررسی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده غیرعادی سهام

استاد راهنما

جناب آقای دکتر غلامرضا سلیمانی

استاد مشاور

جناب آقای دکتر رضا صداقت

نگارش

مهدی شجر

زمستان ۱۳۸۸

تقدیم به

روح پاک اُسْطوره خویبها، زنده یاد رحمن دیرمجال

"با کتاب پدر بزرگ من، قصه رویش آقایی هاست"

و تقدیم به:

سردار اخلاص، گذشت و جوانمردی

شهید مرتضی دیرمجال

سپاسگزاری

جا دارد که از کلیه اساتید، همکاران، دوستان و عزیزانی که بنده را در تدوین و نگارش این پایان نامه، به هر نحو یاری رسانیده اند تشکر و قدر دانی نمایم.

ابتدا جناب آقای دکتر غلامرضا سلیمانی، آندیشمند بزرگ حسابداری ایران که با وجود محدودیت های زمانی که موجود بود، از هیچ گونه راهنمایی و ارشاد دریغ ننوده و همواره از طریق حضوری، ایمیل و یا تماس تلفنی، نقطه نظرات مشاوره ای خود را در این راستا به بنده بیان می نمودند.

جناب آقای دکتر رضا صداقت با مشاوره های ارزنده شان مرا در تدوین هر چه بهتر این پایان نامه یاری رسانده اند. جناب آقای دکتر جواد مرادی، مدیر گروه قبلی و جناب آقای دکتر هاشم ولی پور مدیر گروه فعلی و استاد داور بنده، گذشته از این که استاد گرانقدرم بوده، حقیقتاً به عنوان یک دوست ارزنده و دلسوز نه تنها در این پایان نامه بلکه در تمامی مراحل تحصیلی به هر نحو مورد الطاف ایشان قرار گرفته ام؛ به تمامی این عزیزان درود می فرستم.

ضمن یادآوری این مطلب که دورانی که در حال تدوین این پایان نامه بودم همانند دوره تحصیلی مقطع کارشناسی ارشد، سخت ترین و بحرانی ترین دوران زندگی ام محسوب گردید؛ چالش های حاصل از مسائل مالی - اقتصادی شدید و ایجاد حادثه ای غیر مترقبه، مسیر زندگی مرا به کلی دگرگون ساخت و تنها فریاد رس من یگانه یزدان بزرگ بود و تعدادی محدود از بزرگان با بزرگواری نامحدود! دوستان و بزرگانی نظیر جناب آقای مهندس حسن سلطانی (ریاست محترم دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیریز)، جناب آقای مهندس رحیم شجر (مدیریت بخش شماره سه معادن کرومیت استان کرمان)، جناب آقای محمد امین (ذیحساب فرمانداری شهرستان نیریز) و سرکار خانم آسیه اسماعیلی (عضو شورای علمی - پژوهشی مسائل سیاسی و استراتژیک خاور میانه)؛ خالصانه ترین عشق خود را به اینان تقدیم می دارم و... جاویدان باد رهروان راه نیک.

چکیده

بررسی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده غیرعادی سهام

نگارش:

مهدی شجر

این پژوهش رابط بین برخی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده غیر عادی سهام را بررسی و مدلی برای پیش بینی بازده غیر عادی ارائه کرده است. هدف های علمی این تحقیق تأثیر گذاری متغیرهای بنیادی منتخب بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همچنین توجه حسابدارها و حسابرسان در شفاف سازی متغیرهای بنیادی می باشد. هدف کاربردی آن کمک به تحلیل گران بازار بورس اوراق بهادار تهران در انتخاب سهام های مناسب برای سرمایه گذاری از طریق ارائه عواملی است، که با بازده های غیر عادی سهام در بورس تهران رابطه داشته است.

داده های پژوهش، ترکیبی از متغیرهای مالی ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در خلال ۵ سال (۱۳۸۶-۱۳۸۲) اخیر میباشد (روی هم ۵ متغیر). روش شناختی تحقیق، روش پس رویدادی و برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون و همبستگی استفاده شده است.

تغییر در هر یک از متغیرهای گزینش شده برای هر شرکت در هر سال به علایم خوب (و بد) طبقه بندی و امتیاز یک (صفر) به انها اختصاص یافته است. مجموعه امتیاز اکتسابی هر شرکت (بیش از ۵ امتیاز) وضعیت قوت شرکت را نشان میدهد. این مجموعه در مدل پژوهش، امتیاز مالی نامیده شده است. نتیجه پژوهش نشان داد که تغییرات در سود اوری، حسابهای دریافتنی و حاشیه سود ناخالص، با بازده غیر عادی سهام رابطه معنی داری دارد. سه متغیر یاد شده ۵۱٪ تغییرات در بازده غیر عادی را توضیح میدهند.

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
	فصل اول : کلیات تحقیق
۱-۱	مقدمه ۱
۲-۱	بیان موضوع ۲
۳-۱	هدف تحقیق ۳
۴-۱	اهمیت و ضرورت انجام تحقیق ۳
۵-۱	فرضیه های تحقیق ۴
۶-۱	تعریف اصطلاحات و واژه ها ۵
۷-۱	خلاصه فصل اول ۵
	فصل دوم : مبانی و پیشینه تحقیق
۱-۲	مقدمه ۶
۲-۲	تئوری مدرن پورتفوی ۶
۱-۲-۲	ریسک گریزی ۷
۳-۲	مدل قیمت گذاری دارایی ها ۸
۴-۲	تئوری بازار سرمایه ۸
۱-۴-۲	تدوین تئوری بازار سرمایه ۱۰

۵-۲ مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای	۱۰
۱-۵-۲ تحقیقات تجربی و انتقادات وارده بر CAPM	۱۰
۱-۱-۵-۲ نسبت سود به قیمت	۱۱
۲-۱-۵-۲ اندازه شرکت	۱۱
۳-۱-۵-۲ برگشت بازده در بلند مدت	۱۲
۴-۱-۵-۲ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۱۲
۵-۱-۵-۲ اهرم	۱۲
۲-۵-۲ تغییر دیدگاه	۱۳
۶-۲ مدل سه عاملی فاما و فرنچ	۱۴
۱-۶-۲ انتقادات	۱۵
۱-۱-۶-۲ داده کاوی	۱۵
۲-۱-۶-۲ اشتباه انتخاب	۱۶
۳-۱-۶-۲ برآورد بتا	۱۶
۲-۶-۲ پاسخ به انتقادات	۱۷
۳-۶-۲ توجیحات	۱۸
۷-۲ تئوری قیمت گذاری آربیتراژ	۲۰
۸-۲ مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای مبتنی بر مصرف CCAPM	۲۲
۹-۲ الزمات فرضیه بازار کارا	۲۳
۱۰-۲ تحقیقات مشابه انجام شده	۲۴
۱-۱۰-۲ تحقیق پاسکال	۲۴
۲-۱۰-۲ تحقیق آباربانل	۲۵
۳-۱۰-۲ تحقیق ژوزف	۲۶
۱۱-۲ سایر تحقیقات انجام گرفته خارجی پیرامون عوامل موثر بر بازده غیر عادی سهام	۲۹

۲-۱۱-۱ تحقیق بلاک، جنس و شولز	۲۹
۲-۱۱-۲ تحقیق فاما و مکبث	۲۹
۲-۱۱-۳ فاما و فرنیچ	۳۰
۲-۱۱-۴ فاما و دیویس	۳۰
۲-۱۱-۵ گانول و سی گال	۳۰
۲-۱۱-۶ سواد آجیلی	۳۰
۲-۱۱-۷ جان گریفین	۳۱
۲-۱۱-۸ گونکالوس و گری	۳۲
۲-۱۱-۹ هونک چاو، کی چاو و جی ساووناگ	۳۲
۲-۱۱-۱۰ بار تولیدی و پییر	۳۲
۲-۱۲-۱ تحقیقات انجام شده در ایران پیرامون عوامل موثر بر بازده غیر عادی سهام	۳۳
۲-۱۲-۲ ۱- هاشم ولی پور و بهروز حاکمی	۳۳
۲-۱۲-۲ ۲- سالومه بخشنده، علی زینل همدانی	۳۳
۲-۱۲-۲ ۳- زهرا موسی کاشی	۳۴
۲-۱۲-۲ ۴- فرهاد حنیفی	۳۴
۲-۱۲-۲ ۵- احمد ظریف فرد و محمد حسین قائمی	۳۴
۲-۱۲-۲ ۶- علی ثقفی و محمد جواد سلیمی	۳۵
۲-۱۳-۱ خلاصه فصل دوم	۳۵

فصل سوم: روش تحقیق

۳-۱ مقدمه	۳۶
۳-۲ فرضیه های تحقیق	۳۶
۳-۳ قلمرو تحقیق	۳۷

۳-۳-۱ قلمرو موضوعی	۳۷
۳-۳-۲ قلمرو مکانی	۳۷
۳-۳-۳ قلمرو زمانی	۳۷
۳-۴ جامعه آماری و نحوه نمونه گیری	۳۸
۳-۵ روش شناختی تحقیق	۳۸
۳-۶ روشهای مورد نظر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها	۳۸
۳-۷ طراحی مدل	۳۹
۳-۸ نرم افزار مورد استفاده	۴۰
۳-۹ متغیرهای تحقیق	۴۰
۳-۱۰ اندازه گیری متغیر های تحقیق	۴۱
۳-۱۰-۱ موجودی ها	۴۱
۳-۱۰-۲ حسابهای دریافتنی	۴۱
۳-۱۰-۳ حاشیه سود ناخالص	۴۲
۳-۱۰-۴ جمع کل دارایی ها	۴۲
۳-۱۰-۵ تغییرات سودآوری	۴۲
۳-۱۱ محدودیت ها و تنگناهای تحقیق	۴۲
۴-۱۲ خلاصه مطالب فصل سوم	۴۳

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۴-۱ مقدمه	۴۴
۴-۲ روش تجزیه و تحلیل داده ها	۴۴
۴-۳ نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها	۴۷
۴-۴ خلاصه فصل	۵۱

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۵-۱ نتیجه گیری	۵۲
۵-۲ پیشنهادات تحقیق	۵۵
۵-۲-۱ پیشنهادات حاصل از نتایج تحقیق	۵۵
۵-۲-۲ پیشنهادات برای تحقیقات آتی	۵۵
۵-۳ خلاصه مطالب فصل پنجم	۵۶
پیوست (الف)	۵۷
منابع فارسی	۶۲
منابع انگلیسی	۶۳

فصل اول

کلیات

۱-۱ مقدمه

یکی از مهمترین و گسترده ترین تحقیقات بازارهای مالی، تشریح رفتار بازده سهام است. دستاورد این تحقیق ارائه مدل هایی است، که دستخوش انتقادها و حمایت های گوناگونی بوده است. یکی از معروف ترین این مدل ها، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM)^۱ می باشد. نتایج پژوهشهای دو دهه گذشته در امریکا، ژاپن و سایر کشورهای پیشرفته حاکی از این است که این مدل توانایی لازم برای پیش بینی بازده سهام را ندارد. این یافته ها نشان می دهد، که متغیرهایی همچون اندازه، نسبت سود به قیمت، نسبت جریان نقدی به قیمت سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، بازده سهام را بهتر از مدل CAPM پیش بینی می کند.^۲

در این تحقیق، مفید بودن کاربرد تجزیه و تحلیل بنیادی^۳ سهام در شناسایی سهام پر بازده بررسی می شود. در تجزیه و تحلیل بنیادی سهام، استفاده از داده های مالی گذشته و حال شرکت ها، نظیر سود و رشد شرکت، موقعیت رقابتی آن و برخی ملاحظات اقتصادی در نظر گرفته می شود. به بیان دیگر، در این تحقیق، اثر برخی از متغیرهای حسابداری بر بازده سهام، مورد بررسی قرار می گیرد.

این متغیرها که از آنها به عنوان متغیرهای بنیادی^۴ نام برده می شود، بیشتر بر اساس تحقیقات پیشین و شرایط حاکم بر بازار بورس ایران انتخاب شده اند. این متغیرها ابتدا توسط لو و تیاگاراجان(۱۹۹۳)* مورد استفاده قرار گرفتند که شامل دوازده متغیر بنیادی بود. پس از آن نیز بارها توسط سایر محققان به عنوان متغیرهای بنیادی مورد استفاده تحلیل گران بازار سرمایه بوده است.

^۱ - Cpital Assets Pricing Model

^۲ - chan,k.c.,chen,n.and hsieh,d.,1985,"an exploratory investigation of the firm si2 effect,"journal of financial economics, 14,1447-1484;keim,d.b.,1985,"dividend yields and stock returns:IMPLICATION OF ABNORMAL JANUARY RETURNS , "journal of financial economic , 14, 427-465

^۳-FUNDAMENTAL ANALYSIS

^۴- FUNDAMENTAL VARIABLES

*Leo & Tiagarajan(1993)

با توجه به شرایط موجود در ایران و توانایی استخراج داده های گوناگون از صورت های مالی و شباهت نسبی نتایج حاصله، پنج متغیر می باشد که در ادامه به تشریح آنها پرداخته می شود. در صورتیکه کاربرد مفاهیم تجزیه و تحلیل بنیادی منجر به یک بازدهای غیر عادی شود. نشان می دهد که یا بازار غیر کار است، یا اینکه مدل قیمت گذاری دارائی های مورد استفاده، داری اشکال می باشد. به عبارت دیگر در صورتی که شواهد نشان دهد که کاربرد متغیرهای بنیادی انتخاب شده، منجر به یک بازده غیرعادی می شود، انعکاس نیافتن فوری اطلاعات در دسترس عموم را نشان می دهد و این قیمت گذاری نادرست بازار، به عنوان توجیهی برای استفاده از تجزیه و تحلیل بنیادی می شود. در این فصل ابتدا به بیان موضوع تحقیق، ارائه سؤال تحقیق، هدف تحقیق، اهمیت و ضرورت انجام تحقیق، فرضیه های تحقیق، روش تحقیق، تعاریف عملیاتی متغیرها، و در نهایت خلاصه ای از مطالب فصل پرداخته می شود.

۱-۲ بیان موضوع

بازار سرمایه یکی از نهادهایی است، که می تواند نقش بسزایی در جذب منابع سرگردان جامعه به سوی سرمایه گذاری تجاری داشته باشد. اما تداوم این نقش به وجود بازاری منسجم و شفاف بستگی دارد، که در آن قیمت ها براساس ارزش واقعی شرکتها تعیین می شود و بر این اساس یکی از مهمترین راهکارهای حفظ بازار سرمایه، دستیابی به عواملی است، که بتوان براساس آن به ارزش ذاتی سهام شرکتها دست یافت و با توجه به اهمیت این موضوع، تحقیقات فراوانی در ادبیات مدیریت مالی و حسابرسی انجام شده است. شارپ (۱۹۶۴)^۱، لیتنر (۱۹۶۵)^۲ و موسین (۱۹۶۶)^۳ براساس چهارچوب مارکوویتز، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) را ارائه کردند. در ابتدا تحقیقات تجربی از این مدل حمایت کردند، اما فاما و فرنچ (۱۹۹۲) دو تحقیق انجام دادند که سودمندی این مدل را زیر سؤال بردند و تا بحال همواره این مدل و مدل ارائه شده توسط فاما و فرنچ دستخوش حمایت ها و انتقادهای فراوانی بوده است. در کنار این دو تحقیق اصلی، تحقیقات دیگری در راستای شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام انجام شده است. یک دسته از این تحقیقات، تحقیقاتی است، که در مورد استفاده از تجزیه و تحلیل بنیادی انجام شده است، که با تحقیقی که توسط لو و تیاکارجان (۱۹۹۳) انجام گرفت، شروع شد.

¹ Sharpe, W. 1964 "capital Asset Prices: A theory of market Equilibrium under conditions of Risk" *Journal of Finance* 19 No 3 (September 1964): 425-442

² Lintner, J. 1965, "Security prices, Risk and manimal Gains from Diversification", *Journal of Finance* 20, no4 (December 1965): 587-615

³ Mossin, J. 1966 "Equilibrium in a capital Asset Market", *Econometrika* 34 No4 (October 1966) 768-783

هدف همه این تحقیقات شناسایی عواملی است که با بازده سهام ارتباط دارند. در این تحقیق نیز اثر بعضی از این عوامل بنیادی بر بازده سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. این متغیرها که شامل اطلاعاتی در مورد تغییر در سود، موجودیها، حسابهای دریافتی، حاشیه سود ناخالص، و جمع دارائی‌ها می‌باشد، عمدتاً براساس مقیاس فروش تعریف می‌شوند و با استفاده از یک تحلیل آماری رگرسیون، اثر آنها بر بازده غیر عادی سنجیده می‌شود.

۱-۳ هدف تحقیق

عمده تحقیقات انجام شده در جهت شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام، داده‌های بازار و مالی را مورد آزمون قرار داده‌اند. هدف تحقیق حاضر که تحت عنوان شناسایی متغیرهای حسابداری تأثیرگذار بر بازده غیر عادی سهام می‌باشد، را می‌توان در قالب دو هدف علمی و کاربردی ذکر کرد. هدف‌های علمی این تحقیق، تأثیر گذاری متغیرهای بنیادی منتخب بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همچنین توجه حسابداریها و حسابرسیان در شفاف سازی متغیرهای بنیادی می‌باشد. هدف کاربردی آن، کمک به تحلیل گران بازار بورس اوراق بهادار تهران در انتخاب سهام‌های مناسب برای سرمایه گذاری از طریق ارائه عواملی است، که با بازه‌های غیر عادی سهام در بورس تهران رابطه داشته است.

۱-۴ اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

گذر از اقتصاد توسعه نیافته به اقتصاد توسعه یافته نیازمند سرمایه و سرمایه گذاری است. از این رو در فرایند گذر، از یک سو تأمین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و از سوی دیگر تخصیص مطلوب این منابع، شرط لازم موفقیت اقتصادی است. براین اساس باید برای جلب و جذب منابع مالی کوشید. بازار سرمایه یکی از نهادهایی است، که می‌تواند نقش بسزایی در این راستا داشته باشد، یعنی وجوه سرگردان جامعه را به سمت سرمایه گذاریهای مولد سوق می‌دهد. اما تداوم این نقش به وجود بازاری منسجم و سازمان یافته و در عین حال شفاف بستگی دارد، که در آن قیمت‌های سهام براساس ارزش واقعی شرکتهای تعیین می‌شود. سرمایه و سهامی که قیمت آن بالاتر از ارزش ذاتی آن است، یعنی عدم تخصیص بهینه منابع و کسب نکردن بازدهی مورد انتظار و حتی تحمل زیان توسط سرمایه‌گذار، بدین ترتیب تداوم این نقش زیر سؤال می‌رود و اهمیت عواملی که در تعیین ارزش واقعی سهام نقش دارند، مشخص می‌شود. از طرف دیگر با یک نگرش فردی

می توان گفت که در یک جامعه نرمال تمام افراد در پی بالا بردن رفاه خویش هستند، بنابراین طبیعی است، که سرمایه گذاران در پی فرصت های سرمایه گذاری باشند که بازده سرمایه گذاری آنها را به حداکثر برساند. در نتیجه به ابزاری نیاز دارند، که بتواند بازده یک سرمایه گذاری را پیش بینی کند. همین نیاز است که موجب به وجود آمدن مدل هایی برای پیش بینی بازده سهام شده است. با توجه به اهمیت موضوع، جای هیچگونه تعجب نیست که این نوع تحقیقات، از گسترده ترین تحقیقات بازار مالی است. ضرورت انجام این تحقیق هم از همین منظر مشخص می شود و اهمیت انجام آن وقتی دوچندان می شود، که بدانید که همه تحقیقاتی که در ایران انجام شده و عمده تحقیقاتی که در خارج از کشور انجام شده است، به داده های بازار و داده های مالی و یا ترکیبی از آن ها به عنوان عوامل تأثیر گذار بر بازه سهام تأکید داشته اند. حال آنکه این تحقیق، متغیرهای حسابداری را به عنوان عوامل تأثیر گذار بر بازده غیر عادی سهام مورد آزمون و بررسی قرار می دهد.

۱-۵ فرضیه های تحقیق

سوال اصلی این تحقیق عبارت است از اینکه آیا هر یک از ۵ متغیر بنیادی حسابداری (به شرح تعریف شده در بخش متغیرهای پژوهش) با بازده های سهام، ارتباط معنی داری دارند؟ و برای این سوال فرضیه های زیر ارائه و مورد آزمون قرار گرفت:

- ۱- تغییرات موجودی کالا با بازده غیر عادی سهام معنی دار است.
- ۲- تغییرات حساب های دریافتنی با بازده غیر عادی سهام معنی دار است.
- ۳- تغییرات حاشیه سود ناخالص با بازده غیر عادی سهام معنی دار است.
- ۴- تغییرات سود آوری با بازده غیر عادی سهام معنی دار است.
- ۵- تغییرات کل داراییها با بازده غیر عادی سهام معنی دار است.
- ۶- محاسبه امتیاز مالی برای شرکت ها و استفاده از آن در انتخاب سهام منجر به کسب بازده غیر عادی سهام می شود.

۱-۶ تعریف اصطلاحات و واژه ها

بازده غیر عادی سهام

منظور از بازده غیر عادی، تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار سهام عادی است.

بازده واقعی سهام

بازده واقعی سهام به صورت کلی از تفاوت قیمت سهام در اول و آخر دوره به اضافه جریانهای نقدینگی در طول دوره بر روی قیمت سهام در ابتدای دوره بدست میآید.

بازده واقعی هر سهم عادی با توجه به موارد زیر تعیین میشود:

الف: نوسان قیمت سهم در طول دوره سرمایه گذاری

ب: سود نقدی هر سهم

پ: مزایای ناشی از حق خرید سهام

ت: سود سهمی یا سهام جایزه

متغیرهای بنیادی:

منظور از متغیرهای بنیادی، اقلام مهم و اساسی صورتهای مالی است نظیر: داراییها، سود و فروشها

تجزیه و تحلیل بنیادی:

منظور از تجزیه و تحلیل بنیادی، بررسی اثر متغیرهای بنیادی بر روی متغیر وابسته (بازده غیر عادی سهام) است.

۱-۷ خلاصه مطالب فصل اول

در این فصل ابتدا مقدمه ای بر موضوع تحقیق ارائه شد و مسئله تحقیق، هدف تحقیق و دو بعد علمی کاربردی و اهمیت انجام تحقیق تشریح گردید. در ادامه به فرضیات تحقیق، روش تحقیق، معرفی متغیرهای تحقیق و همچنین جامعه آماری پرداخته شد. در فصل دوم مبانی نظری و پیشینه تحقیق مورد بررسی قرار میگیرد.

فصل دوم

مبانی و پیشینه تحقیق

۲-۱ مقدمه

همان طور که در فصل اول اشاره شد، همیشه سرمایه گذاران به دنبال ابزاری بوده اند تا بتوانند بازده یک سرمایه گذاری را پیش بینی کنند و وجود همین نیاز بوده که باعث ارائه مدل های مختلفی جهت پیش بینی بازده سهام و عوامل موثر بر آن شده است .

در این فصل ابتدا در بخش اول به صورت مختصر سیر تاریخی تئوری های ارائه شده و تحقیقاتی که منجر به ارائه مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای (CAPM) - اولین مدل قابل قبول جهت پیش بینی بازده سهام- شده، مرور شود. در ادامه به انتقادات وارد شده بر این مدل و تحقیقات تجربی که شواهدی دال بر نادرست بودن آن ارائه می کنند، پرداخته می شود. مدل سه عاملی فاما و فرنچ و انتقادات وارد بر آن و پاسخ های ارائه شده در جهت رفع نیاز آنها در پایان این بخش مورد اشاره قرار می گیرد.

بخش دوم این فصل به ارائه توضیحی در مورد بازارهای کارا و الزامات آن برای تجزیه و تحلیل بنیادی و تفکیکی می پردازد تشریح این بحث از آن جهت ضرورت پیدا می کند که متغیر های مورد استفاده این تحقیق از طریق تجزیه و تحلیل بنیادی بدست می آیند و پیش فرض این تحقیق هم آن است که با استفاده از این تجزیه و تحلیل می توان به بازده غیر عادی دست یافت در ادامه بخش دوم به تشریح چند نمونه از تحقیقات انجام شده مرتبط با این موضوع پرداخته می شود.

۲-۲ تئوری مدرن پورتنوی

یکی از پیشرفت های اساسی در زمینه سرمایه گذاری طی دهه های اخیر شناخت این مسئله است که ایجاد پورتنوی سرمایه گذاری بهینه، به سادگی ترکیب چند نوع اوراق بها دار با ویژگی های ریسک - بازده

دلخواه نمی باشد، به بیان دقیق تر در پورتفوی بهینه باید رابطه بین سرمایه گذاریها مورد توجه قرار گیرد. شناخت این رابطه در ایجاد پورتفوهایی که از تئوری پورتفوی، منتج شده مهم می باشد. بعضی فرضیه های اصلی این تئوری باید روشن شود.

یکی از فرضیات اصلی در تئوری پورتفوی این است که سرمایه گذار می خواهد بیشترین بازدهی را از سرمایه گذار خود در یک سطح معین از ریسک بدست آورد. برای اینکه به درستی این فرضیه پیاده شود، چند اصل اساسی باید مد نظر قرار گیرد.

اول، پورتفوی باید شامل تمام دارای ها و بدهی ها باشد نه تنها شامل سهام یا حتی اوراق بها دار قابل داد و ستد، بلکه باید شامل اقلامی از قبیل اتومبیل، خانه و سرمایه گذارهایی که کمتر داد و ستد می شوند، باشد؛ طیف کامل سرمایه گذاریها باید مورد توجه قرار گیرد، زیرا بازده حاصل از این سرمایه گذاریها، دارای کنش مقابل هستند، و این رابطه بین بازده داراییها در پورتفوی مهم است. به همین دلیل یک پورتفوی خوب به سادگی انتخاب سرمایه گذاریهایی که به تنهایی خوب هستند به دست نمی آید.

۲-۲-۱ ریسک گریزی

تئوری پورتفوی فرض میکند که سرمایه گذاران اصولاً ریسک گریز هستند، بدین معنی که به هنگام انتخاب از بین دو دارایی با بازدهی یکسان، آنها دارایی با ریسک کمتر را انتخاب می کنند. بنابراین سرمایه گذاران رابطه مستقیمی را بین بازدهی مورد انتظار و ریسک پیش بینی شده قائل می باشند.

اگر چه تفاوت های بین تعاریف مشخص از ریسک و عدم اطمینان وجود دارد، اما در اغلب نوشته های مالی دو تعریف که مترادف هم می باشد گرفته شده است. یک تعریف ریسک عبارت است از "عدم اطمینان نسبت به وقوع رخداد های آینده"، تعریف دیگر عبارت است از "احتمال رخداد وقایع نامطلوب".

در دهه ۵۰ و اوایل دهه ۶۰ جامعه سرمایه گذار در رابطه باریسک صحبت میکرد، اما روش اندازه گیری مشخصی بر سر آن وجود نداشت، با وجود این، برای ایجاد مدل پورتفوی، سرمایه گذاران مجبور بودند که متغیر ریسک را کمی کنند. مدل پورتفوی بوسیله هری مارکوویتز^۱ ارائه گردید. او توانست روش اندازه گیری نرخ بازدهی مورد انتظار برای مجموعه ای از دارایی ها و ریسک مورد انتظار آنها را به دست آورد. مارکوویتز نشان داد که واریانس نرخ باز دهی یک روش معنی داری برای اندازه گیری ریسک پورتفوی بر پایه یک مجموعه از فرضیات منطقی می باشد و فرمول محاسبه واریانس پورتفوی را بدست آورد. این فرمول برای محاسبه واریانس پورتفوی، علاوه بر اینکه اهمیت تنوع بخشی سرمایه گذاری برای کاهش ریسک کلی پورتفوی را مشخص می کند، نشان می دهد که چگونه به نحو موثری، تنوع بخشی انجام پذیرد.

^۱ - Harry Markowitz

نرخ بازدهی مورد انتظار بررسی یک پورتفوی عبارت است از میانگین موزن نرخ های مورد انتظار هر یک از سرمایه گذارهای موجود در پورتفوی. فرمول محاسبه بازدهی مورد انتظار برای پورتفوی $E(R_{port})$ عبارت است از:

$$E(R_{port}) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

که در آن W_i در صد دارائی i در پورتفوی و $E(R_i)$ نرخ بازدهی مورد انتظار دارائی i می باشد. واریانس یا انحراف معیار اندازه گیری تغییر نرخ های بازدهی ممکن R_i ، از نرخ بازدهی مورد انتظار $[E(R_i)]$ بدین ترتیب به دست می آید:

$$Var(\sigma^2) = \sum_{i=1}^n [R_i - E(R_i)]^2 P_i$$

$$SD(\sigma) = \sqrt{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R_i)]^2 P_i}$$

که p_i احتمال نرخ های بازدهی ممکن می باشد.

۲-۳ مدل قیمت گذاری دارائی ها

به دنبال ارائه تئوری پورتفوی بوسیله مار کویتز، دو تئوری مهم دیگر برای بدست آوردن مدلی برای ارزیابی دارائی های دارای ریسک ارائه گردید. در این قسمت به تئوری بازار سرمایه، تئوری قیمت گذاری دارائی های سرمایه ای (CAPM) تئوری قیمت گذاری آربیتراژ (ABT) پرداخته می شود.

۲-۴ تئوری بازار سرمایه

به دلیل اینکه تئوری بازار سرمایه بر اساس مدل پورتفوی مارکوویتز شده است فرضیات مدل پورتفوی بعلاوه فرضیات زیر در اینجا برقرار می باشد:

۱- نام سرمایه گذاران: سرمایه گذاران کارایی هستند که در مدل مارکوویتز تعریف شده اند، بطوریکه می خواهند به نقاط بهینه بر روی مرز کارا برسند. قرار گرفتن بر روی نقطه ای از مرز کارا و انتخاب یک پورتفوی مشخص به منحنی مطلوبیت و سرمایه گذاری بستگی دارد.

۲- سرمایه گذاران می توانند هر مقدار پول که می خواهند با شرح بازدهی بدون ریسک قرض بگیرند یا بدهند. به بیان روشن تر همیشه امکان قرض دادن با نرخ بدون ریسک اسمی بوسیله خریداران اوراق بهادار

بدون ریسک از قبیل اسناد خزانه وجود دارد. همیشه امکان قرض گرفتن با این نرخ وجود ندارد، اما با آزمودن قرض گرفتن با نرخ های بهره بالاتر نیز تغییری در نتایج حاصله پدید نیامد.

۳- تمام سرمایه گذاران انتظارات یکسان دارند، به عبارت دیگر آنها توزیعات احتمال یکسانی را بر سر نرخ های بازدهی آینده تخمین می زنند. ممکن است دوباره به این فرض اشکال وارد شود. از آن جایی که تفاوت بین انتظارات زیاد نمی باشد، تاثیرات اندک می باشد.

۴- تمام سرمایه گذاران افق سرمایه گذاری یکسان دارند (از قبیل یکماه، یکسال یا...) مدل می تواند با فرض افق سرمایه گذاری مشابه تدوین گردیده و سپس نتایج آن تعمیم یابد. تفاوت در افق سرمایه گذاران موجب تغییر در ریسک اندازه گیری و ورود دارایی های بدون ریسک به سرمایه گذاری ها می شود.

۵- تمام دارائیه بصورت نامحدود قابل تقسیم هستند، یعنی اینکه امکان خرید و فروش قسمتی از دارایی یا پورتهوی وجود دارد. این فرض این امکان را می دهد که گزینه های سرمایه گذاری به عنوان یک منحنی پیوسته مورد بحث قرار می گیرند. اما باید گفت که نبود این فرض تاثیر کمی بر روی تئوری خواهد داشت.

۶- هیچ گونه مالیات و هزینه نقل و انتقال بر روی خرید و فروش دارائیه وجود ندارد. در اغلب موارد این یک فرض منطقی می باشد، مثلاً همه صندوق های بازنشستگی از پرداخت مالیات معاف هستند و هزینه های نقل و انتقال کمتر از ۱٪ اغلب ابزارهای مالی است. با وجود اینکه اگر این فرض در نظر گرفته شود نتایج تعدیل می یابد، اما قابل توجه نمی باشد.

۷- هیچ گونه تورم یا تغییری در نرخ های بهره وجود ندارد یا اینکه کاملاً قابل پیش بینی اند. این یک فرض کاملاً منطقی بوده و نتایج، قابل تعدیل خواهد بود.

۸- بازارهای سرمایه در تعادل هستند، بدین معنی که تمام سرمایه گذاریها دقیقاً با توجه به سطح ریسکشان جهت گذاری می شوند.

دو نکته حائز اهمیت:

اول اینکه عدم فرض خیلی از آنها تاثیر بسیار اندکی بر روی مدل دارد و کاربرد اصلی و نتایج بحث را تغییر نمی دهد. ثانیاً اینکه یک مدل بر اساس فرضیاتی که بر آنها بنا شده مورد قضاوت قرار نمی گیرد، بلکه بر اساس روش توضیحی آن و اینکه چگونه می تواند به ما در پیش بینی رفتارها در جهان واقع کمک کند، مورد ارزیابی واقع شود. در نتیجه اگر این یک تئوری و کاربرد آن به ما در پیش بینی و توضیح نرخ های بازدهی بسیاری از دارائی ها کمک کند، مفید خواهد بود؛ حتی اگر بعضی از فرضیات آن غیر منطقی باشد به بیان بهتر وجود فرضیات تئوری برانگیز در راستای اهداف مدل بی اهمیت می باشند.