



فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری
سال اول / شماره اول / بهار ۱۳۹۱

مقایسه بازدهی روش های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران

غلامرضا اسلامی بیدگلی

دانشیار و عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ایران

سعید فلاح پور

استادیار و عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ایران

بهار سیزواری

کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران، ایران (مسئول مکاتبات)

تاریخ دریافت: ۹۰/۲/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۱/۳/۲۸

چکیده

روش سرمایه گذاری در بازار سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، در این زمینه دو استراتژی وجود دارد: سرمایه گذاری در سهام ارزشی و سرمایه گذاری در سهام رشدی (مقیمی، ۱۳۸۰). شناخت نسبت‌های مالی که قادر به تفکیک این دو استراتژی هستند برای محققین و سرمایه گذاران بازار سهام حائز اهمیت است، زیرا به آن ها کمک می کند دید بهتری از عملکرد سهام، روش های مختلف انتخاب سهام مناسب و کسب بازدهی بالاتر با ریسک کمتر، به دست آورند.

هدف از این تحقیق بررسی چگونگی عملکرد سهام ارزشی و سهام رشدی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ می باشد، به این منظور پرتفوی های سهام ارزشی و رشدی تشکیل شده بر اساس نسبت‌های مدل شش عاملی هاگن به اضافه نسبت قیمت به عایدات (P/E) برای بازه زمانی مورد مطالعه تشکیل و مورد بررسی قرار می گیرد، سپس بازدهی منتج از این پرتفوها با درصد رشد شاخص بورس (به عنوان شاخص رکود یا رونق بازار) مقایسه می گردد. نتایج حاصل نشان دهنده این است که معمولاً در سال های رکود، پرتفوی های ارزشی و در سال های رونق پرتفوی های رشدی بازدهی بالاتری داشته اند.

واژه‌های کلیدی: سرمایه گذاری ارزشی، سرمایه گذاری رشدی، نسبت قیمت به عایدات، مدل شش عاملی هاگن، بازدهی سرمایه گذاری.

۱- مقدمه

روش انتخاب سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه دو استراتژی مختلف گزینش وجود دارد، که عبارتند از سرمایه‌گذاری ارزشی^۱ و سرمایه‌گذاری رشدی^۱. هدف از این تحقیق بررسی این موضوع می‌باشد که آیا در بورس اوراق بهادار تهران، سهام ارزشی می‌تواند بازده بالاتری از سهام رشدی به دست آورد؟ یکی از روش‌های تشخیص سهام ارزشی از سهام رشدی مدل ۶ عاملی هاگن است. این مدل برای تفکیک سهام رشدی از سهام ارزشی از ۶ عامل (فاکتور) استفاده می‌کند: [هاگن، رابرت ۱۳۸۶،

- (۱) نرخ رشد دارایی‌ها؛
 - (۲) نرخ رشد ارزش دفتری (نرخ رشد حقوق صاحبان سهام)؛
 - (۳) نسبت قیمت به ارزش دفتری P/B؛
 - (۴) نسبت قیمت به فروش P/S؛
 - (۵) نسبت بازده دارایی‌ها ROA؛
 - (۶) نسبت بازده ارزش دفتری (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) ROE؛
- به علت اهمیت نسبت قیمت به عایدات (P/E) در تفکیک سهام رشدی از سهام ارزشی، این نسبت به مدل اضافه گردیده است.

شناخت نسبت‌های مالی که می‌توانند در انتخاب سهام ارزشی مؤثر باشند و نیز بررسی این موضوع که آیا سهام ارزشی انتخاب شده به وسیله‌ی این نسبت‌ها می‌توانند بازدهی بالاتری ایجاد کنند، برای محققین و سرمایه‌گذاران این رشته از اهمیت بالایی برخوردار است. اهمیت این موضوع برای محققین از این لحاظ می‌باشد که به آن‌ها کمک می‌کند درک بهتری از عملکرد بازار و امکان وجود عوامل ناکارایی در بازار داشته باشند و اهمیت آن برای سرمایه‌گذاران نیز از این جهت است که آن‌ها را در یافتن روش‌های مناسب برای انتخاب سهام برنده و راه‌های کسب بازدهی بالاتر کمک می‌کند.

۲- مبانی علمی و پیشینه تحقیق

۲-۱- سهام رشدی و سهام ارزشی

سهام رشدی سهامی هستند که ارزششان (قیمت بازارشان) نسبت به معیارهایی چون جریان نقدی، عایدی (سود)، سود تقسیمی و یا ارزش دفتری فعلی، بالاتر از میانگین این معیارها در بازه زمانی مورد نظر است و سهام ارزشی سهامی هستند که ارزششان (قیمت بازارشان) با توجه به این معیارها پایین تر از میانگین در بازه زمانی مورد نظر می باشد. سهام رشدی نسبت به سطوح جاری عایدات و سود تقسیمی هر سهم قیمت های بالایی دارند و بازار انتظار دارد سهام رشدی گران در آینده رشدی سریع تر از نرخ میانگین داشته باشند. این انتظار احتمالاً بر این مبنا است که در گذشته، رشدی سریعتر از میانگین داشته اند. بنابراین رشد سریعتر از رشد میانگین در عایدات گذشته نیز از خصایص سهام رشدی گران می باشد. عکس این امر در مورد سهام ارزشی ارزان صادق است.

طبق تعریف گراهام و داد، سهام ارزشی به سهامی اطلاق می گردد که قیمت بازار آن ها در مقایسه با یک معیار سنجش بنیادی، پایین باشد. معیارهای بنیادی متفاوتی برای گزینش سهام ارزشی وجود دارند، به عنوان مثال شرکت هایی که سهامشان زیر ارزش دفتری معامله می شوند، سهامی که دارای نسبت قیمت به درآمد پایین می باشند و یا آن دسته سهامی که نسبت قیمت به فروش آن ها پایین می باشد. [Graham and Dodd, 1934]

۲-۲- پیشینه تحقیق

سرمایه گذاری در سهام ارزشی یا سرمایه گذاری ارزشی، یک استراتژی در سرمایه گذاری است که برگرفته از نظرات و ایده های بن گراهام و دیوید داد در باب سرمایه گذاری می باشد. اولین کتابی که به بیان نظرات این دو نظریه پرداز مالی پرداخت و اساس سرمایه گذاری ارزشی را به وجود آورد در سال ۱۹۳۴ با عنوان "تحلیل اوراق بهادار" منتشر شد. [Graham and Dodd, 1934] پژوهش های مختلفی در این زمینه صورت گرفته است:

تحقیقات انجام شده در خارج کشور از سال ۱۹۶۸

نام محقق و سال انجام	نتایج حاصل از تحقیق	داده های مورد بررسی
نیکلسون ۱۹۶۸	پرتفوی با بالاترین نسبت قیمت به سود ۳۲ درصد افزایش قیمت داشته است و پرتفوی با پایین ترین نسبت قیمت به سود ۹۰ درصد افزایش قیمت داشته است. یعنی هرچه نسبت قیمت به سود پایین تر باشد بازده سهام بیشتر است.	درآمد سالانه و ارتباط آن با میانگین قیمت سهام طی بازه زمانی ۱۹۳۷ تا ۱۹۶۳ برای ۱۸۹ شرکت از صنایع مختلف شامل بانک، بیمه، حمل و نقل.
سانجوی باسو ۱۹۷۷	سهام ارزشی عملکرد بسیار بهتری نسبت به سهام رشدی دارند و یک میلیون دلار سرمایه گذاری در سهام ارزشی بیش از دو برابر سهام رشدی، بازدهی ایجاد می کند.	عملکرد سرمایه گذاری سهام فهرست شده در بورس نیویورک از سال ۱۹۵۷ تا ۱۹۷۱ در مقایسه با نسبت قیمت به سود آن ها.
ریچارد تالر و ورنر اف. ام. دوپونت ۱۹۸۵	در ۱۷ ماه پس از تشکیل پورتفوی ها، بدترین سهم ها حدود ۱۷ درصد بیش از شاخص بازدهی کسب کردند و ستارگان نورانی گذشته به سرعت محو شدند و بازدهی آن ها طی همین دوره، ۶ درصد کمتر از شاخص بود. آن ها همچنین نگهداری سه ساله پورتفوی ها را بررسی کردند و دریافتند که سهام «بد» گذشته، در دوره های سه ساله به عملکرد بهتر خود ادامه می دهند.	قیمت سهام از دسامبر ۱۹۳۲ تا دسامبر ۱۹۷۷. ۳۵ سهمی که در بورس نیویورک بدترین عملکرد را در پنج سال گذشته داشتند و ۳۵ سهمی که در پنج سال قبل ستارگان بازار بودند.
راجر ایوتسون ۱۹۸۶	سهام دارای نسبت قیمت به ارزش دفتری پایین، با نسبت دو به یک بهتر از سهام رشدی با نسبت قیمت به ارزش دفتری بالا، بازدهی ایجاد کرده است. سهام ارزشی در مقایسه با کل بازار بیش از ۷۵ درصد بازدهی بالاتر داشته است.	پورتفوی های دهگانه از بورس سهام نیویورک، در ۱۰ گروه با وزن یکسان براساس نسبت های P/E و P/BV در بازه زمانی سال های ۱۹۶۷ تا ۱۹۸۴.
ماريو لويس ۱۹۸۹	سهام با P/E پایین با تفاوت بسیار زیاد بر سهام رشدی برتری دارد.	سهام بورس لندن از سال ۱۹۶۱ تا ۱۹۸۵ براساس نسبت قیمت به سود در پنج گروه مرتب شده است.
جکوبس و لوی ۱۹۸۹	اگر سهام با P/E پایین با تأثیر عوامل دیگری مانند نسبت فروش به قیمت سنجیده شوند باز هم نتیجه مثبت خواهد بود. تأثیر اندازه کوچک شرکت ها نیز در دوره مورد بررسی اهمیت بیشتری بر روی بازده بیشتر از متوسط بازده طبیعی دارد.	داده های قیمت سهام، ارزش بازار سهام، عایدی هر سهم، سود تقسیمی در یک دوره ۱۰۸ ماهه از ژانویه ۱۹۷۸ الی دسامبر ۱۹۸۶.
کیم ۱۹۹۰	برای سهام با بازده مثبت، دو نوع ارتباط بین بازده و متغیرهای اندازه و P/E وجود دارد، اولاً بازده بطور معکوس با ارزش بازار مرتبط است، پرتفوی سهام شرکت های کوچکتر با P/E پایین دارای متوسط بازده بالاتری نسبت به پرتفوی سهام شرکت های بزرگتر با P/E بالا هستند.	بازده، قیمت، تعداد سهمی که یک شرکت منتشر کرده و در دست مردم است از سال ۱۹۵۱ تا ۱۹۸۶.
بارتون بیگز ۱۹۹۱	سهام ارزان در بازارهای مختلف از سهام گران تر و از شاخص ها پیش بینی می گیرد.	بازدهی سرمایه گذاری ارزشی با معیار قیمت به ارزش دفتری پایین را در نقاط مختلف جهان بررسی می کند. حدود ۸۰ درصد سهام مورد مطالعه به خارج از ایالات متحده مربوط می شوند.

نام محقق و سال انجام	نتایج حاصل از تحقیق	داده های مورد بررسی
یوجین فاما و کن فرنج ۱۹۹۲	میانگین بازده سهام گران، پایین و میانگین بازده سهام ارزان، بالاست.	دو متغیر " ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام " و " ارزش بازار " در دوره زمانی بین سال های ۱۹۶۰ تا ۱۹۹۰ شامل کلیه سهامی که در بورس نیویورک، بورس آمریکا و بازار خارج از بورس نزدیک معامله شده بود.
فولر، هیوبرتز و لوینسون ۱۹۹۳	شرکت هایی با بالا ترین P/E (سهام ارزشی ارزان) دارای بیشترین بازدهی و شرکت هایی با کمترین P/E (سهام رشدی گران) دارای کمترین بازدهی بودند.	نسبت P/E در طی دوره زمانی ۱۹۹۰-۱۹۷۳.
کاپول، ردلی و شارپ ۱۹۹۳	بازده مرتبط با پرتفوی های سهام با نسبت B/P بالا نسبت به بازده پرتفوی های سهام با نسبت B/P پایین متفاوت بوده است و سهام ارزشی بهتر از سهام رشدی طی این دوره زمانی عمل کرده است. بنابراین، سهام با B/P بالا، بازده های بالاتری در مقایسه با سهام با B/P پایین طی دوره زمانی مشخص شده به دست آورده است.	دوره زمانی مورد بررسی از ژانویه سال ۱۹۸۱ تا ژوئن سال ۱۹۹۲ بود و نسبت مورد استفاده در این بررسی B/P که بر مبنای آن پرتفوی ها تشکیل شدند.
لاکونیشوک، اشلیفر و ویشنی ۱۹۹۴	در یک بازار بیش از حد واکنشی، «سهام های ارزشی ارزان» نسبت به دیگر سهام ها در طبقه هم اندازه خود، عملکرد بالاتر و «سهام های رشدی گران» عملکرد پایین تری دارند.	پورتفوی هایی از سهام معامله شده در بورس نیویورک بر اساس ارزش دفتری به قیمت بازار از دوره ۱۹۶۸ تا ۱۹۷۲ شروع شد و تا دوره پنج ساله آخر، ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹، ادامه یافت.
هاریس و مارستون ۱۹۹۴	شرکت هایی که B/MV بالاتری دارند، همواره بازده سهام بالاتری نیز دارند و نقش بتا در توضیح بازده ضعیف به نظر می رسد.	تأثیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B/MV) را بر روی بازده سنجیدند و تأثیر بتا را نیز آزمون نمودند.
لاپورتا ۱۹۹۶	سهام رشدی گران تمایل به رشد بسیار کندتری نسبت به قبل دارند و سهام ارزشی میل به رشد سریع تر.	تخمین مورد توافق همه در مورد سود هر سهم در هر سال و سال قبل حدود ۹۰۰ شرکت در بازار بورس نیویورک و ایالات متحده در بازه زمانی ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۱.
لاپورتا، لاکونیشوک، شلايفر و ویشنی ۱۹۹۷	به طور متوسط درآمد اعلام شده برای سهام رشدی ناخوشایند و برای سهام ارزشی خوشایند است و تفاوت هایشان به لحاظ آماری بسیار قابل توجه است.	نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار شرکت ها در بورس نیویورک، بورس ایالات متحده و بورس نزدیک طی سال های ۱۹۹۲ تا ۱۹۷۱.
دشو ۱۹۹۷ و اسلون	سهام گران تمایل دارند در آینده کندتر از گذشته رشد کنند و سهام ارزان تمایل به رشد سریع تر دارند.	سهام معامله شده در بورس نیویورک و ایالات متحده را در دوره ۱۹۶۷ تا ۱۹۹۱ با توجه به نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار هر سهم، طبقه بندی کرده و سپس دهک هایی تشکیل دادند.
جنسن، جانسون و مرکز ۱۹۹۷	رابطه عوامل اندازه و قیمت به ارزش دفتری با بازده سهام معنادار می باشد. علاوه بر این اهمیت این عوامل به شرایط پولی جامعه مرتبط می گردد. آن ها اهمیت و پیوستگی تأثیر شرکت های کوچک و (P/B) پایین را فقط در دوره ای که سیاست های پولی انبساطی اجراء می گردد پیدا کردند. در دوره اجرای سیاست های پولی انقباضی نه تنها اندازه شرکت، بلکه (P/B) شرکت نیز بطور پیوسته با بازده مرتبط نبوده است.	تأثیر اندازه و نسبت قیمت به ارزش دفتری را بر روی بازده سهام آزمایش نمودند. نمونه آن ها شامل همه شرکت هایی بوده است که سهام عادی دارند. آن ها نمونه ای از سال ۱۹۶۵ الی ۱۹۹۴ را در نظر گرفتند.

نام محقق و سال انجام	نتایج حاصل از تحقیق	داده های مورد بررسی
شیلر و کمپبل ۱۹۹۸	نسبت بالای قیمت به بازده بازار به رشد کم در قیمت آتی سهام منجر می شود. در واقع نسبت های بالای P/E معمولاً به رشد سریع عایدات هر سهم در آینده منتهی نمی شوند.	برای هر سال سه متغیر تغییرات قیمت، تغییرات در درآمد و نسبت قیمت به بازده شاخص در طی سال های ۱۸۸۰ تا ۱۹۸۹.
فاما و فرنچ ۱۹۹۸	به ازای هر یک از شاخص‌ها، از این دیدگاه حمایت شد که سهام ارزشی بازده‌های بالاتری از سهام رشدی کسب کرده است.	آن‌ها نسبت های E/P و M/B و C/P و D/P را به عنوان شاخص های ارزش برگزیدند و پرتفوی‌های مساوی را بر مبنای این نسبت ها در آغاز هر سال تشکیل داده و سپس بازده این پرتفوی‌ها را طی دوره زمانی ۱۹۹۵-۱۹۷۵ محاسبه کردند.
جیمز پورتریا ۱۹۹۸	قیمت های سهام در تمام دنیا رفتار مشابه دارند. بدترین سهم های امروز بهترین های فردا و دردانه های امروز، ترشیده های فردا خواهند شد.	قیمت های ماهانه سهام شرکت ها را از ۱۹۲۶ تا ۱۹۸۵.
شن ۲۰۰۰	نسبت قیمت به سود بالا، درآمد سرمایه گذاری ها و عملکرد بازار سهام کوتاه مدت را کاهش می دهد.	نسبت P/E و بازار سهام ایالات متحده در بازه ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۰.
گروت و گسپر ۲۰۰۲	رابطه‌ای قوی بین اندازه شرکت و بازده و رابطه‌ای قابل توجه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با بازده مشاهده شد و سهام ارزشی، متوسط بازده بیشتری نسبت به سهام رشدی دارد. بنابراین متوسط بازدهی بیشتر سهام ارزشی را در بازارهای نوپدید آسیا می‌توان یک پدیده محلی ویژه محسوب کرد.	رابطه بین بازده مورد انتظار سهام، اندازه شرکت و نسبت B/M.
هالیت گانسن و کاران ۲۰۰۳	پرتفوی‌های رشدی نسبت به پرتفوی‌های ارزشی عملکرد بهتری داشته است و بنابراین با نتایج کشورهای توسعه یافته و نوپدید مطابقت نداشت. این بررسی نشان می‌دهد که سیاست‌های سرمایه‌گذاری در بورس سهام استانبول به ساختار خاص بازار و وضعیت اقتصادی آن وابسته است و با توجه به این که ساختار بازار و ویژگی های بنیادی سهام مبادله شده در این بورس با بازارهای دنیا متفاوت است، نتایج دیگری نیز حاصل شد.	دوره زمانی مورد استفاده در این بررسی سال های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۸ بود و پرتفوی‌های سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت M/B در شرکت های پذیرفته شده در بورس استانبول تشکیل شد.
ویگلند ۲۰۰۴ و آبرونز	تغییرات نسبت قیمت به سود در پیش بینی بازده آتی موثر است. چون سطح بالای نسبت قیمت به سود ممکن است از آینده مطمئن برای بازده سهام خبر ندهد.	رابطه نسبت قیمت به سود و بازده سهام را در بازار سهام ایالات متحده را بررسی کردند. متغیرهای تحقیق شامل قیمت سهام، تورم، نسبت قیمت به سود، سود، بازده سهام و رشد درآمد واقعی است. بازه زمانی این تحقیق سال های ۱۸۸۱ تا ۱۹۹۳ است.
لاکونیشوک، ویشنی و شلايفر ۲۰۰۴	سهام دارای نسبت P/E پایین از سال ۱۹۶۹ تا ۲۰۰۲ بازدهی بسیار بالاتری نسبت به سهام رشدی داشته است.	نسبت P/E از سال ۱۹۶۹ تا ۲۰۰۲.
فاما و فرنچ ۲۰۰۷	پرداخت سود نقدی بیشترین سهم را در بازدهی سهام ارزشی در قیاس با سهام رشدی داشته است. همچنین سود نقدی بالاترین سهم بازدهی را در شرکت هایی با ارزش بازاری بالا در قیاس با شرکت هایی با ارزش بازاری پایین داشته است.	برای سال های ۲۰۰۶-۱۹۲۷ متوسط بازده مرکب سالانه و اجزای تشکیل دهنده آن (سود نقدی هر سهم، رشد نسبت P/B و رشد ارزش دفتری) را مورد توجه قرار دادند.

تحقیقات انجام شده در داخل کشور از سال ۱۳۷۸

نام محقق و سال انجام	نتایج حاصل از تحقیق	داده های مورد بررسی
فرزاد ایوانی ۱۳۷۸	پرتفوی با پایین ترین نسبت $\frac{M}{B}$ دارای بازده بیشتری نسبت به پرتفوی با بالاترین نسبت $\frac{M}{B}$ نیست و نسبت $\frac{M}{B}$ و بازده بصورت خطی با یکدیگر رابطه ندارند.	بازده سهام عادی و نسبت $\frac{M}{B}$ (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران طی سال های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۷.
زهره موسوی کاشی ۱۳۷۸	با اطمینان ۹۵ درصد نمی توان بین اندازه شرکت و بازده ارتباط خطی برقرار کرد و بین ضریب P/E و بازده ارتباط خطی ضعیف وجود دارد و با استفاده از ضریب تعیین می شود بیان کرد که ضریب P/E، ۱۰/۰۵ درصد تغییرات در بازده را توضیح می دهد.	اندازه شرکت و بازده سرمایه سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل یک دوره ۵ ساله از فروردین ۱۳۷۱ الی اسفند ۱۳۷۵.
علیرضا مرتضوی نیا ۱۳۸۵	برای این که قیمت سهام عادلانه باشد باید P/E آن با نرخ رشدش برابر باشد و اگر $PEG < 1$ باشد قیمت سهم نسبت به نرخ رشد سود آن بالاست؛ بنابراین فروش آن پیشنهاد می شود و اگر $PEG > 1$ باشد، بازار قیمت پایینی برای سهم در نظر گرفته است بنابراین خرید آن پیشنهاد می شود.	بررسی مقایسه ای بازده سهام عادی در پرتفویهای ایجاد شده براساس استراتژی های P/E، PEG، PEKG، PEDKG.
میشم شاه بنده ۱۳۸۵	فاکتور اندازه شرکت برای تشخیص سهام رشدی و ارزشی از یکدیگر مناسب نمی باشد. همچنین بازده سهام ارزشی از سهام رشدی در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر می باشد.	بازده و صرف ریسک در بورس اوراق بهادار تهران با جمع آوری اطلاعات مورد نیاز ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس در فاصله زمانی فروردین ۱۳۸۰ تا اسفند ۱۳۸۴.
علی مالکی قمی ۱۳۸۹	در سال های رونق بازار، پرتفوی های رشدی و در سال های رکود بازار، پرتفوی های ارزشی بازدهی بالاتری داشته اند.	نسبت های قیمت به عایدات، قیمت به ارزش دفتری و قیمت به فروش، نسبت قیمت به عایدات

با توجه به تحقیقات انجام شده در خارج و داخل کشور و همچنین هدف از این تحقیق، در ذیل به بیان فرضیه های تحقیق و در ادامه به آزمون این فرضیات و نتایج حاصل می پردازیم.

۳- فرضیه های تحقیق

- متوسط بازدهی سهام P/E بالا، با متوسط بازدهی سهام P/E پایین، تفاوت معناداری دارد.
- متوسط بازدهی سهام P/S بالا، با متوسط بازدهی سهام P/S پایین، تفاوت معناداری دارد.
- متوسط بازدهی سهام با P/B بالا، با متوسط بازدهی سهام با P/B پایین، تفاوت معناداری دارد.
- متوسط بازدهی سهام با ROA بالا، با متوسط بازدهی سهام با ROA پایین، تفاوت معناداری دارد.

- متوسط بازدهی سهام با ROE بالا، با متوسط بازدهی سهام با ROE پایین، تفاوت معناداری دارد.
- متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد بالای دارایی‌ها، با متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد پایین دارایی‌ها، تفاوت معناداری دارد.
- متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد بالای ارزش دفتری، با متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد پایین ارزش دفتری، تفاوت معناداری دارد.

۴- روش شناسی تحقیق

این تحقیق کاربردی بوده و مکان تحقیق بورس اوراق بهادار تهران و جامعه آماری آن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که صورت‌های مالی حسابرسی شده آن‌ها برای سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ موجود باشد به غیر از:

(۱) شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی؛

(۲) شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ماه ختم نمی‌شود.

شرط اول شرکت‌هایی را که ارزش‌گذاری آن‌ها بر اساس روش ارزش خالص دارایی‌ها (NAV) است حذف می‌کند و شرط دوم سبب می‌شود که اطلاعات حسابداری برای همه شرکت‌های نمونه در دوره‌های زمانی مشابه در دسترس باشد، زیرا تاریخ انتخاب پرتفوی سهام، آخر شهریور ماه هر سال در نظر گرفته شده است و تنها شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود و مجامع آن‌ها در تابستان برگزار می‌گردد، صورت‌های مالی حسابرسی شده و سود تقسیمی شان در پایان شهریورماه مشخص می‌باشند.

داده‌های تحقیق، اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ هستند که نسبت‌های P/B، P/E، ROE، ROA، P/S، رشد دارایی‌ها و رشد ارزش دفتری به کمک آن‌ها محاسبه می‌شوند. برای محاسبه این نسبت‌ها و بازدهی سهام، به قیمت سهام در تاریخ ۳۱ شهریور هر سال، مقدار سود تقسیمی و میزان افزایش سرمایه نیاز است. به همین دلیل دوره نگهداری پرتفوی از ۳۱ شهریور تا

۳۱ شهریور سال بعد در نظر گرفته شده است تا میزان سود تقسیمی که در مجمع تعیین می گردد، مشخص باشد. این اطلاعات از طریق بانک اطلاعات ره آورد نوین تهیه شده اند و پس از اطمینان حاصل کردن از دقت این اطلاعات، داده های مربوطه تهیه و دسته بندی شده اند. ارقام صورت های مالی حسابرسی شده شرکت هایی که شرایط ذکر شده را دارا باشند برای سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ مورد استفاده قرار می گیرند و سپس نسبت های زیر محاسبه می شوند:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان شهریور سال انتخاب نمونه}}{\text{پیش بینی سود هر سهم در تاریخ تشکیل پرتفوی}}$$

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان شهریور سال انتخاب نمونه}}{\text{ارزش دفتری هر سهم شرکت با استفاده از صورت های مالی}}$$

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان شهریور سال انتخاب نمونه}}{\text{فروش یا درآمد هر سهم شرکت با استفاده از صورت های مالی مجمع}}$$

$$ROA = \frac{EBIT - Tax}{\text{میانگین کل دارایی شرکت}}$$

$$ROE = \frac{\text{سود خالص بعد از مالیات}}{\text{میانگین حقوق صاحبان سهام شرکت}}$$

$$\text{رشد دارایی ها} = \frac{[\text{دارایی شرکت در سال } n] - [\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)]}{\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)}$$

$$\text{رشد حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } n - \text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } (n-1)}{\text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } (n-1)}$$

در این تحقیق برای هر سال چهارده پرتفوی سهام تشکیل می شود؛ یعنی یک پرتفوی ارزشی و یک پرتفوی رشدی برای هر یک از نسبت های بالا. به این منظور کل شرکت های نمونه برای هر سال بر اساس هر معیار از کوچکترین به بزرگترین مرتب می شوند. سپس ادرصد بالا و پایین حذف می شود که در نهایت ۲۰۰ شرکت باقی می ماند، این ۲۰۰ شرکت چارک بندی شده و چارک اول و چهارم برای تشکیل پرتفو های ارزشی و رشدی انتخاب می گردند. بدین ترتیب ۵۰ شرکت دارای کمترین مقدار برای هر نسبت به عنوان پرتفوی ارزشی و ۵۰ شرکت با بیشترین

مقادیر به عنوان پرتفوی رشدی انتخاب می‌شوند. به این ترتیب دو پرتفوی متشکل از سهم های ارزشی و رشدی را به همراه بازدهی های یک ساله مربوط به هر سهم برای هر معیار خواهیم داشت. این فرایند برای تمامی نسبت های مدل ۶ عاملی هاگن انجام خواهد شد. آزمون آماری مورد استفاده در این تحقیق، آزمون مقایسه میانگین ها برای نمونه های مستقل براساس آماره «t» است. آزمون مقایسه میانگین ها برای نمونه های مستقل برای مقایسه بازدهی سهام پرتفوی های تشکیل شده بر اساس معیار های مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد. در پایان جدول معناداری تفاوت های میانگین بازدهی ها برای معیارهای مختلف سهام ارزشی و سهام رشدی تشکیل می‌شود.

۵- نتایج تحقیق و تحلیل آن

۵-۱- نتایج آزمون فرضیه اول:

فرضیه ۱- متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد بالاتر دارایی ها، با متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد پایین تر دارایی ها، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LAG} = \mu_{HAG}$$

$$H_1: \mu_{LAG} \neq \mu_{HAG}$$

نگاره ۱- نتایج آزمون فرضیه اول

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار رشد دارایی ها						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	-۰/۳۵	-۴/۰۰	-۴۰/۳۲	-۲۴/۵۷	۳/۴۳	-۶/۳۶
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	ارزشی	رشدی
Sig.(2-tailed)	۰/۹۶۸	۰/۸۲۶	۰/۰۰۸	۰/۰۹۴	۰/۸۵۲	۰/۵۵۱
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	غیر معنادار	غیر معنادار	معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار

آزمون آماری فرضیه اول، نشان داد که متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد بالاتر دارایی ها و سهام با نرخ رشد پایین تر دارایی ها، تنها در سال ۱۳۸۵، تفاوت معناداری دارند و برای تمامی سال ها به جز سال ۱۳۸۷ این متوسط برای پرتفوی های رشدی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر

متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی تنها در سال ۱۳۸۵ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال متوسط بازدهی سهام رشدی از متوسط بازدهی سهام ارزشی بالاتر بوده است.

۲-۵- نتایج آزمون فرضیه دوم:

فرضیه ۲- متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد بالاتر ارزش دفتری، با متوسط بازدهی سهام با نرخ رشد پایین تر ارزش دفتری، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LBG} = \mu_{HBG}$$

$$H_1: \mu_{LBG} \neq \mu_{HBG}$$

نگاره ۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار رشد ارزش دفتری						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	۲/۶۳	-۶/۸۸	-۵۱/۳۱	-۳۹/۸۳	-۳/۳۰	-۲۰/۷۳
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	ارزشی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی
Sig.(2-tailed)	۰/۷۹۷	۰/۶۶۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۸۷۲	۰/۳۳۶
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	غیر معنادار	غیر معنادار	معنادار	معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار

آزمون فرضیه دوم، نشان می دهد تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با نرخ رشد ارزش دفتری بالا و پرتفوی های با نرخ رشد ارزش دفتری پایین برای سال های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ این متوسط برای پرتفوی های رشدی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی تنها در سال های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال ها متوسط بازدهی سهام رشدی از متوسط بازدهی سهام ارزشی بالاتر بوده است.

۳-۵- نتایج آزمون فرضیه سوم:

فرضیه ۳- متوسط بازدهی سهام با P/B بالا با متوسط بازدهی سهام با P/B پایین، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LPB} = \mu_{HPB}$$

$$H_1: \mu_{LPB} \neq \mu_{HPB}$$

نگاره ۳- نتایج آزمون فرضیه سوم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار P/B						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	۱۴/۰۴۸	-۱۹/۰۷	۸/۸۸۳	۲۸/۴۲	۳۵/۰۸۳	۷۱/۲۲۵
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	ارزشی	رشدی	ارزشی	ارزشی	ارزشی	ارزشی
Sig.(2-tailed)	۰/۰۹۳	۰/۱۱۸	۰/۳۳۲	۰/۰۴۷	۰/۰۰۵	۰/۰۰۱
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	غیر معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار	معنادار	معنادار	معنادار

آزمون فرضیه سوم، نشان می‌دهد که تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با P/B بالا و پرتفوی های با P/B پایین برای سال‌های ۱۳۸۶، ۱۳۸۷، و ۱۳۸۸ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی این سال ها به جز سال ۱۳۸۴ این متوسط برای پرتفوی های ارزشی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی در سال‌های ۱۳۸۶، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال ها متوسط بازدهی سهام ارزشی از متوسط بازدهی سهام رشدی بالاتر بوده است.

۴-۵- نتایج آزمون فرضیه چهارم:

فرضیه ۴- متوسط بازدهی سهام با P/S بالا با متوسط بازدهی سهام با P/S پایین، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LPS} = \mu_{HPS}$$

$$H_1: \mu_{LPS} \neq \mu_{HPS}$$

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه چهارم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار P/S						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	۲۱/۸۴۸	-۱/۶۶	۶/۱۱۴	۲۷/۴۳۵	۳۰/۱۱۷	۴۳/۹۱
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	ارزشی	رشدی	ارزشی	ارزشی	ارزشی	ارزشی
Sig.(2-tailed)	۰/۰۲۰	۰/۸۵۰	۰/۵۴۲	۰/۰۶۲	۰/۰۱۴	۰/۰۳۲
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار	معنادار	معنادار

آزمون فرضیه چهارم، نشان می دهد که تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با P/S بالا و پرتفوی های با P/S پایین برای سال های ۱۳۸۳، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی این شش سال به جز سال ۱۳۸۴ این متوسط برای پرتفویهای ارزشی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی در سال های ۱۳۸۳، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال ها متوسط بازدهی سهام ارزشی از متوسط بازدهی سهام رشدی بالاتر بوده است.

۵-۵- نتایج آزمون فرضیه پنجم:

فرضیه ۵- متوسط بازدهی سهام با P/E بالا با متوسط بازدهی سهام با P/E پایین، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LPE} = \mu_{HPE}$$

$$H_1: \mu_{LPE} \neq \mu_{HPE}$$

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه پنجم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار P/E						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	۲۹/۱۵۵	۱۴/۲۸۳	-۱۲/۶۱	۰/۵۹۰	۶۲/۰۹۲	۵۰/۵۱۶
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	ارزشی	ارزشی	رشدی	ارزشی	ارزشی	ارزشی
Sig.(2-tailed)	۰/۰۰۰	۰/۱۶۶	۰/۳۳۲	۰/۹۵۷	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	معنا دار	معنا دار	غیر معنادار	غیر معنادار	معنا دار	معنا دار

آزمون فرضیه پنجم، نشان می دهد که تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با P/E بالا و پرتفوی های با P/E پایین برای سال های ۱۳۸۳، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی این سال ها به جز سال ۱۳۸۵ این متوسط برای پرتفویهای ارزشی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی در سال های ۱۳۸۳، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال متوسط بازدهی سهام ارزشی از متوسط بازدهی سهام رشدی بالاتر بوده است.

۵-۶- نتایج آزمون فرضیه ششم:

فرضیه ۶- متوسط بازدهی سهام با ROA بالاتر، با متوسط بازدهی سهام با ROA پایین تر، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LROA} = \mu_{HROA}$$

$$H_1: \mu_{LROA} \neq \mu_{HROA}$$

نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه ششم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار ROA						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	-۷/۲۰۱	-۶۱/۴۱	-۲۰/۰۳	-۳۱/۸۲	-۸/۲۱	-۴۸/۱۰
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی
Sig.(2-tailed)	۰/۵۳۵	۰/۰۰۰	۰/۱۷۹	۰/۰۰۷	۰/۶۸۳	۰/۰۱۹
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	غیر معنادار	معنادار	غیر معنادار	معنادار	غیر معنادار	معنادار

آزمون فرضیه ششم، نشان می دهد که تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با ROA بالا و پرتفوی های با ROA پایین برای سال های ۱۳۸۴، ۱۳۸۶ و ۱۳۸۸ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی این سال ها این متوسط برای پرتفوی های رشدی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی در سال های ۱۳۸۴، ۱۳۸۶ و ۱۳۸۸ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال متوسط بازدهی سهام رشدی از متوسط بازدهی سهام ارزشی بالاتر بوده است.

۵-۷- نتایج آزمون فرضیه هفتم:

فرضیه ۷- متوسط بازدهی سهام با ROE بالاتر، با متوسط بازدهی سهام با ROE پایین تر، تفاوت معناداری دارد.

$$H_0: \mu_{LROE} = \mu_{HROE}$$

$$H_1: \mu_{LROE} \neq \mu_{HROE}$$

نگاره ۷- نتایج آزمون فرضیه هفتم

مقایسه میانگین بازدهی پرتفوی های سهام ارزشی و سهام رشدی بر اساس معیار ROE						
سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
تفاوت میانگین بازدهی ها	-۷/۷۲۲	-۵۲/۲۸	-۴۹/۶۲	-۲۸/۴۶	-۳/۶۳۱	-۲۰/۷۳
برتری بازدهی سهام ارزشی یا رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی	رشدی
Sig.(2-tailed)	۰/۴۷۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۱۱	۰/۸۶۰	۰/۳۳۷
معنادار بودن تفاوت بازدهی ها در سطح معناداری ۰/۰۵	غیر معنادار	معنادار	معنادار	معنادار	غیر معنادار	غیر معنادار

آزمون فرضیه هفتم، نشان می دهد که تفاوت میان میانگین بازدهی های پرتفوی های با ROE بالا و پرتفوی های با ROE پایین برای سال های ۱۳۸۴، ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ تفاوت معناداری دارند و برای تمامی این سال ها این متوسط برای پرتفوی های رشدی بالاتر بوده است، به عبارت دیگر متوسط بازدهی سهام رشدی و متوسط بازدهی سهام ارزشی در سال های ۱۳۸۴، ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ با یکدیگر برابر نبوده و در این سال متوسط بازدهی سهام رشدی از متوسط بازدهی سهام ارزشی بالاتر بوده است.

۵-۸- بررسی ارتباط میان بازدهی سهام رشدی و ارزشی و رونق و رکود بازار

بررسی تفاوت بازدهی های ایجاد شده در نگهداری یک ساله پرتفوی های سهام ارزشی و رشدی برای سال های مختلف نشان می دهد که جهت تفاوت این ارقام بازدهی برای سال های مختلف متفاوت است. برای توضیح این تفاوت ها و با توجه به مباحث تئوریک، توضیحی که می توان مطرح کرد این است که ممکن است با توجه به رکود و رونق بازار سهام در هر سال، هر کدام از سهام ارزشی و رشدی، بازدهی بالاتری داشته باشند. برای بررسی این فرضیه، درصد تغییرات مقدار شاخص (شاخص قیمت و بازده نقدی و شاخص کل) بورس اوراق بهادار تهران به عنوان معیار تعیین رونق یا رکود بازار انتخاب گردید. درصد تغییرات شاخص طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ به صورت زیر است.

نگاره ۸- درصد تغییرات شاخص کل و شاخص قیمت و بازده نقدی سال های ۸۸-۸۳

درصد تغییرات شاخص ها						سال
۸۸-۸۹	۸۷-۸۸	۸۶-۸۷	۸۵-۸۶	۸۴-۸۵	۸۳-۸۴	
۶۱/۲۹	-۱۳/۱۲	۲۸/۵۳	۲/۹۳	-۱۴/۲۸	-۱۶/۳۶	شاخص کل
۶۱/۱۲۹	-۹/۵۳	۴۳/۴۶	۱۸/۱۲	-۴/۷۰	-۸/۴۸	شاخص قیمت و بازده نقدی

میانگین درصد تغییرات شاخص از سال ۸۳ تا ۸۸ برای شاخص های قیمت و بازده نقدی و شاخص کل به ترتیب، ۱۶/۶۷ درصد و ۸/۱۶ درصد می باشد. با توجه به این مقادیر میانگین، سال هایی که در آن درصد رشد شاخص بالاتر از میانگین باشد، به عنوان سال رونق و سال هایی که در آن درصد رشد شاخص زیر میانگین باشد، به عنوان سال رکود شناسایی می شوند.

۶- نتیجه گیری و بحث

در تحقیق حاضر ابعاد مختلف استراتژی سرمایه گذاری ارزشی و رشدی مورد بررسی قرار گرفته است. هدف اساسی از انجام این تحقیق تعیین این موضوع است که کدام سهم (سهم رشدی یا سهم ارزشی) در بورس اوراق بهادار تهران بازدهی بالاتری دارد؟ از مقایسه نتایج بدست آمده از مقایسات میانگین های بازدهی های پرتفوی های ارزشی و رشدی تشکیل شده با توجه به معیارهای شش گانه مدل، نسبت P/E و رونق یا رکود هر سال می توان جدول ۹ ارائه داد.

با توجه به جدول ۹ می توان نتیجه گرفت که نسبت P/E بیشترین موفقیت را در شناسایی پرتفوی های ارزشی و رشدی با بازدهی های متمایز دارد، پس از آن نسبت های P/S، ROA و ROE و سپس نسبت های P/B، رشد ارزش دفتری و در نهایت نسبت رشد دارایی ها قرار دارند. همچنین، با توجه به معناداری و ایجاد بازدهی های برتر پرتفوی های سهام ارزشی و رشدی و مقایسه آن ها با رونق یا رکود بازار در آن سال می توان نتیجه گرفت که در سال های رونق بازار، پرتفوی های رشدی و در سال های رکود بازار، پرتفوی های ارزشی، بازدهی های بالاتری ایجاد کرده اند.

نگاره ۹- مقایسه سال های رونق و روکود بازار با برتری پرتفوی های ارزشی یا رشدی

سال	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
شاخص قیمت و بازده نقدی	روکود	روکود	رونق	رونق	روکود	رونق
شاخص کل	روکود	روکود	روکود	رونق	روکود	رونق
رشد دارایی ها	رشدی ×	رشدی ×	رشدی √	رشدی ×	ارزشی ×	رشدی ×
رشد ارزش دفتری	ارزشی ×	رشدی ×	رشدی √	رشدی √	رشدی ×	رشدی ×
قیمت به ارزش دفتری	ارزشی ×	رشدی ×	ارزشی ×	ارزشی √	ارزشی √	ارزشی √
قیمت به فروش	ارزشی √	رشدی ×	ارزشی ×	ارزشی ×	ارزشی √	ارزشی √
قیمت به عایدات	ارزشی √	ارزشی ×	رشدی ×	ارزشی ×	ارزشی √	ارزشی √
بازده دارایی ها	رشدی ×	رشدی √	رشدی ×	رشدی √	رشدی ×	رشدی √
بازده ارزش دفتری	رشدی ×	رشدی √	رشدی √	رشدی √	رشدی ×	رشدی ×

×: معنا دار نیست √: معنا دار است

رینر و لیتل در کتاب «رشد درهم و برهم» خود که در سال ۱۹۶۶ منتشر کردند، در مقایسه سهام ارزشی و رشدی به این نتیجه رسیدند که تصور سهامداران مبنی بر اینکه رشد برتر شرکت ها در گذشته لزوماً در آینده هم تکرار خواهد شد، تصویری خلاف است و شواهدی مبنی بر اینکه رشد سود هر سهم در آینده، به گذشته مرتبط است، وجود ندارد. آن ها همچنین بیان می دارند که در سرمایه گذاری رشدی، رشد آتی بیشتر به عنوان پاداش بورس بازی مطرح است تا پاداش سرمایه گذاری. رینر و لیتل همچنین بررسی کردند که آیا در شرکت های یک صنعت خاص، رشد گذشته می تواند خبر از رشد در آینده بدهد. پاسخ آن ها به این پرسش هم منفی است. یعنی در یک صنعت خاص هم، رشد گذشته نمی تواند رشد آینده را تضمین کند [Rayner, A. C. &

Little, I.M., 1966]

فاما و فرنچ در سال ۱۹۹۲ در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که سهام گران دارای ریسک بالا و بازدهی کم و سهام ارزان دارای ریسک کم و بازدهی بالا می باشند [Fama, E. & French, K., (1992), pp. 427-466]. این موضع گیری چالشی بود برای مفروضات مالی مدرن. یافته های پژوهش حاضر، نتیجه گیری فاما و فرنچ را به صورت مشروط و البته صرفاً در مورد بازدهی های

سهام مورد تایید قرار می دهند. طبق یافته های این پژوهش در سال های رکود بازار، سهام ارزان و ارزشی، بازدهی بیشتری ایجاد می کند.

هاگن ۲۰۰۱ بیان می کند که بطور کلی، در اواخر دهه ۱۹۲۰ بازار یک جهش نسبتاً کوچک با سرمایه گذاری در سهام رشدی داشت. در طول دهه های ۱۹۳۰ و ۱۹۴۰ و اکثر سال های دهه ۱۹۵۰ سرمایه گذرای بر پایه سهام رشدی، پروژه ای نامطلوب تلقی می شد. اما در آخرین مراحل رکود بزرگ بازار در دهه ۱۹۹۰، سرمایه گذاری در سهام رشدی تغییر مسیر داد. سرمایه گذاری بر پایه رشد آتی پیش بینی شده یکبار دیگر در عمل پذیرفته شد و همچنان تا امروز باقی ماند [Haugen, R., 2001]. با نگاه به وضعیت رونق و رکود بازار سهام ایالات متحده متوجه می شویم که نتیجه گیری هاگن، به مقدار زیادی با نتایج پژوهش حاضر انطباق دارد. در ایالات متحده هم در طول دهه ۲۰ و قبل شروع بازار رکودی در سال ۱۹۲۹، سرمایه گذاری رشدی توجه زیادی را به خود جلب کرده بود. از سال ۱۹۲۹ دوره رکود آغاز شد و تا حدود دو دهه بعد ادامه یافت. در تمام این مدت سرمایه گذاری رشدی جذابیت قبلی خود را از دست داده بود و تا حدودی با بدبینی به آن نگاه می شد. این بدبینی به سرمایه گذاری رشدی ادامه پیدا کرد تا اینکه پس از گذر از رکود سال های اول دهه ۱۹۸۰ و ورود به دور جدید از رونق طولانی بازار، در دهه ۱۹۹۰، بار دیگر سرمایه گذاری رشدی مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفت.

همانطور که مشخص است، الگویی که توسط هاگن به تصویر کشیده می شود، با نتایج مقایسه بازدهی ها و رونق یا رکود بازار در تحقیق حاضر، همخوانی دارند. یعنی، طی سال های رونق بازار بورس اوراق بهادار، پرتفوی های انتخاب شده بر اساس معیارهای رشدی، بازدهی بیشتری ارائه می کنند. اما طی سال های رکود بازار، پرتفوی های سهام ارزشی بازدهی بهتری به دست می آورند.

فاما و فرنچ، در تحقیق خود در سال ۱۹۹۲، دریافتند که نسبت قیمت به ارزش دفتری در مقایسه با نسبت قیمت به عایدات، اندکی بهتر بازدهی های مقطعی را توضیح می دهد. نتیجه گیری از پژوهش حاضر به صورت توصیفی، نسبت قیمت به عایدات را در توضیح بازدهی ها، موثرتر از نسبت قیمت به ارزش دفتری نشان می دهد. همانطور که قبلاً هم توضیح داده شد، برخی مشکلات مفهومی درباره استفاده از ارزش دفتری به عنوان معیاری برای ارزش وجود دارد.

ارزش دفتری تغییرات ارزش بازار دارایی ها را نادیده می گیرد و هزینه های انجام شده برای تحقیق و توسعه را نیز لحاظ نمی کند. سیگل و پالمر در پژوهش خود در که سال ۲۰۰۸ بر روی بازه زمانی ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۶ انجام دادند، موفقیت نسبت قیمت به ارزش دفتری در توضیح بازدهی را کمتر از نسبت قیمت به عایدات می دانند [Siegel J.J., Palmer R.E., 2008, p.178]، لذا نتیجه گیری پژوهش حاضر موید یافته آن ها می باشد.

با توجه به یافته های تحقیق حاضر می توان پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی به شرح زیر ارائه کرد:

- نسبت های ارزشی و رشدی بر اساس صورت جریان های نقدی مورد بررسی قرار گیرد.
- با افزایش دامنه زمانی پژوهش، تعمیم پذیری الگوی ارائه شده در مورد رابطه بازدهی پرتفوی های ارزشی و رشدی و رونق یا رکود بازار در سطح وسیع تر و به صورت استنباطی مورد بررسی قرار گیرد.
- بازدهی پرتفوی های ارزشی و رشدی تشکیل شده بر اساس معیارهای ترکیبی مورد بررسی قرار گیرد.
- در پژوهش های آتی می توان شاخصه های مالی رفتاری و اثر آن ها بر سرمایه گذاری های ارزشی و رشدی را مورد بررسی دقیق قرار داد.
- با توجه به الگوی پیشنهاد شده در رابطه با انطباق نسبی برتری سرمایه گذاری های ارزشی و رشدی با وضعیت رشد شاخص بازار، می توان پیشنهاد کرد که در پژوهش های آتی استفاده از نسبت های ارزشی و رشدی برای پیش بینی تشکیل حباب مورد بررسی قرار گیرد.
- استفاده از مدل های تفکیک سهام رشدی و ارزشی دیگر با عوامل بیشتر .

فهرست منابع

- (۱) ایوانی، فرزاد (۱۳۷۸). رابطه بین بازده سهام عادی و نسبت M/B (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.

- ۲) شاه بنده، میثم (۱۳۸۵). مقایسه شرکت های دارای سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.
- ۳) قالیباف اصل، حسن؛ بابالویان، شهرام؛ جولا، جعفر (۱۳۸۷). "مقایسه بازدهی سهام رشدی با سهام ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار"، سال اول، شماره ۳، صص ۱۱۱-۱۳۴.
- ۴) مالکی قمی، علی (۱۳۸۹). مقایسه بازدهی روش های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۵) مرتضوی نیا، علیرضا (۱۳۸۵). بررسی مقایسه ای بازده سهام عادی در پرتفویهای ایجاد شده براساس استراتژی های مختلف، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.
- ۶) مقیمی، سید محمد (۱۳۸۰). "سازمان و مدیریت رویکردی پژوهشی"، نشر ترمه، تهران، صص ۳۶.
- ۷) موسوی کاشی، زهره (۱۳۷۸). بررسی تاثیر اندازه بر بازده سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه شهید بهشتی .
- ۸) هاگن، رابرت (۱۳۸۶). "نظریه های مالی نوین"، ترجمه اسلامی بیدگلی، غلامرضا، و دیگران، انتشارات دانشگاه تهران.
- 9) Basu, S., (1977), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, 32(3), pp. 663-682.
- 10) Biggs, Barton M., (1991), "Ben Graham Would Be Proud," *Morgan Stanley & Co.*
- 11) Campbell, J. Y. & Shiller, R., (1998), "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook", *Journal of Portfolio Management*, 24(2), pp. 1-20.
- 12) Capaul C., Rowley I., Sharpe W.F., (1993), "International Value and Growth Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, 49(1), pp. 27-36.
- 13) De Bondt, Werner F. M.; Thaler, Richard, "Does the Stock Market Overreact? ", *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, *Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual*

- 14) Meeting American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1984. (Jul., 1985), pp.793-805.
- 15) Dechow, P. & Sloan, R., (1997), "Returns to Contrarian Investment Strategies: Tests of Native Expectations Hypotheses" , Journal of Financial Economics, 43(1), pp. 3-27.
- 16) Fama, E. & French, K., (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", The Journal of Finance, 47(2), pp. 427-466.
- 17) Fama, E. & French, K., (1998), "Value Versus Growth: The International Evidence", The Journal of Finance, 53(6), pp. 1975-1999.
- 18) Fama, E. & French, K.,(2007),, "The Anatomy of Value and Growth Stock Returns", Financial Analysts Journal, July 2007, pp. 44-54.
- 19) Fuller, R. & Huberts, L. & Levinson, M., (1993), "Returns to E/P Strategies, Higgledy Piggledy Growth, Analysis' Forecast Errors, and Mooted Risk Factors", The Journal of Portfolio Management, 19(2), pp.13-24.
- 20) Groot and Gasper.,(2002) "Further Evidence On Asian Stock Returns Behavior",Emerging Markets Review.vol 3,issue.
- 21) Graham and Dodd. (1934). Security Analysis: Principles and Technique, 1E. New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.
- 22) Harris, R. & Marston, F., (1994), "Value Versus Growth Stock: Book-To- Market, Growth and: Beta, (2003)", Financial Analysts journal, 50(5), pp. 18-24.
- 23) Halit Gonence and Mehmet Baha Karan., "Do Value Stocks Earn Higher Returns Than Growth Stocks in an Emerging Market?Evidence From The Istanbul Stock Exchange",Journal of International Financial management and Accounting 14.
- 24) Haugen, R., (2001), The Inefficient Stock Market: What Pays Off and Why, 2nd ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall Inc.
- 25) Ibbotson, Roger,(1986), "Decile portfolios of the New York Stock Exchange, 1967-85",Yale School of Management.
- 26) Jacobs, B.I. & Levy, K., (1989), "Forecasting the size effect", Financial Analysts Journal, 45(3), pp.38-54.
- 27) Jensen, G. R. & Mercer, J.M & Johnson, R. R., (1997),"New Evidence on size and price-to-Book Effects on stock Returns", Financial Analysts Journal, 53(6), pp. 34-42.
- 28) Keim, D.B ., (1990), "A look at the effects of firm size and P/E ratio on stock returns", Financial Analysts journal, 46(2), pp. 56-57.
- 29) Lakonishok, J. & Schleifer, A. & Vishny, R., (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", Journal of Finance, 49(5), pp.1541-1578&85-224.
- 30) La Porta, R., (1996), "Expectations and the Cross-Section of Stock Returns", Journal of Finance, 51(5), pp. 1715-1742.
- 31) La Porta, R. & Lakonishok, J. & Shleifer, A. & Vishny, R., (1997), "Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency", Journal of Finance, 52(2), pp. 859-874.
- 32) Mario, Levis,(1989), "Market size, P/E Ratios, Dividend Yield and Share Price",University of Bath, United Kingdom.

- 33) Nicholson, S.F., (1968), "Price-Ratios in Relation to Investment Results", Financial Analysts Journal, 24(1), pp. 105-109.
- 34) Rayner, A. C. & Little, I.M., (1966), Higgledy Piggledy Growth Again, Oxford: Basil Blackwell.
- 35) Shen, P., (2000), "The P/E Ratio and Stock Market Performance", Federal Reserve Bank Of Kansas City, Economic Reviews Fourth Quarter 2000, pp.23-36.
- 36) Siegel J.J., Palmer R.E., (2008), Stocks for the long run, 4th ed., McGrawHill, p.178.
- 37) Summers, Lawrence;Porterbb,James,(1998), "Mean Reversion in Stock Prices, Evidence and Implications".
- 38) Weigand, R. Irons, R., (2004), "The Market P/E Ratio: Stock Returns, Earnings, and Mean Reversal", Journal of Portfolio Management,42(2), pp. 1-46.

یادداشت‌ها

¹ Value Investing

² Growth Investing