

مقایسه بازدهی سهام رشدی و سهام ارزشی در بازار بورس

حمید کرمی^۱، محمد علی بیاتی^۲، زهرا امیری^۳

^۱ کارشناس ارشد مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دهقان

^۲ کارشناس ارشد مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دهقان

^۳ کارشناس ارشد مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دهقان

چکیده

امروزه مفهوم سهام ارزشی و سهام رشدی در بازارهای سرمایه مختلف در سراسر جهان به عنوان یکی از استراتژی های مهم سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گرفته و به کار می روند. به طور کلی، سهام شرکت های موجود در بازار سرمایه، ممکن است در یکی از پورتفوی های سهام رشدی، سهام قیمتی و یا سهام خنثی (سهام طبیعی) قرار گیرند، در این مطالعه که به صورت مروری و به روش کتابخانه ای به مقایسه بازدهی سهام رشدی و سهام ارزشی در بازار بورس پرداخته شد، با بررسی تئوری های مختلف در این زمینه و همچنین نتایج مطالعات مختلف در مجموع می توان گفت که سهام رشدی و ارزشی در دو سوی طیف سود آوری قرار دارند. سهام رشدی در پایین این طیف و سهام ارزشی در بالای طیف مذکور قرار گرفته است. بدین ترتیب، در فرآیند تکامل شرکت ها همواره سهام رشدی به سمت سوددهی بالا و رشد سریع حرکت می کند، با توجه به مرور مطالعات صورت گرفته و تئوری های ارائه شده، به سرمایه گذاران در سهام شرکت های بورسی ایران توصیه می شود که جهت کسب بازدهی بیشتر اقدام به سرمایه گذاری در سهام رشدی بزرگ نمایند.

واژه های کلیدی: سهام رشدی، سهام ارزشی، بازده سهام.

مقدمه

در دنیای نوین امروز، شناخت و درک بهتر از بازار سرمایه و عوامل موثر بر آن تاثیر به سزایی بر روند سرمایه‌گذاری و رفتار سرمایه‌گذاران در بازار دارد. حضور دو نوع سهام ارزشی و رشدی بعنوان سهام ارزان‌قیمت و گران‌قیمت در بازار، موجب نگرانی سرمایه‌گذاران از نتیجه انتخابشان در برگزیدن پرتفوی مناسب می‌گردد، از این رو شناخت و تعریف این دو نوع سهام یکی از موضوعات مهم در مباحث مالی محسوب شده و به سرمایه‌گذاران کمک خواهد کرد که بهترین نوع پرتفوی را جهت کسب بازده بالاتر انتخاب نمایند (عبدالله زاده، ۱۳۸۹: ۴) چرا که سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم توسعه در قرن حاضر است؛ بنابراین انتخاب بهترین نوع سرمایه‌گذاری چه از بعد فردی و چه از بعد اجتماعی حائز اهمیت است. سرمایه‌گذاری در سهام را می‌توان به تقسیم کرد. برای سرمایه‌گذاران مهم سرمایه‌گذاری ارزشی و سرمایه‌گذاری رشدی دو گروه است که در کدام یک از این نوع سهام سرمایه‌گذاری کنند تا به بازده مطلوبی دست یابند. امروزه مفهوم سهام ارزشی و سهام رشدی در بازارهای سرمایه مختلف در سراسر جهان به عنوان یکی از استراتژی‌های مهم سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته و به کار می‌روند. ارزشی و رشدی بودن سهام بر اساس مفاهیم ارزش دفتری و ارزش بازاری سهام معین می‌شود (فاما و فرنچ، ۱۹۹۸) سهام شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری در آن‌ها بالا بوده، ارزشی و در مقابل سهام شرکت‌هایی که این نسبت در آن‌ها پایین می‌باشد، رشدی نامیده می‌شوند. صرفه ارزش به طور کلی به اختلاف بازده پرتفوی ارزشی و پرتفوی رشدی اطلاق می‌شود. با تایید وجود صرفه ارزش در بازارهای توسعه یافته دنیا از جمله بورس نیویورک و حتی در بازارهای نوظهور فاما و فرنچ، (۱۹۹۸) و نیز در بورس اوراق بهادار تهران (فدایی‌نژاد و عیوض‌لو، ۱۳۸۵) این انتظار می‌رود که متغیرهایی که حاوی اطلاعات تعیین‌کننده سهام ارزشی و رشدی هستند برای تشکیل پرتفو و کسب بازده ارزشمند باشند. (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷: ۳).

یکی از طبقه بندی‌های متداول در زمینه میزان ریسک‌پذیری سهام، طبقه بندی سهام بر مبنای سهام رشدی^۱ و سهام قیمتی^۲ است (پتکوا، رالیتسا و ژانگ^۳، ۲۰۰۵: ۱۹۰)، بطور کلی، سهام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه، ممکن است در یکی از پورتفوهای سهام رشدی، سهام قیمتی و یا سهام خنثی^۴ سهام طبیعی قرار گیرند. سهام خنثی، سهامی است که ممکن است برخی ویژگی‌های سهام رشدی و یا قیمتی را داشته باشد، اما جزو هیچ کدام نباشد. سهام خنثی بین سهام رشدی و قیمتی قرار دارد و ممکن است در کوتاه مدت و یا بلند مدت، به یکی از پورتفوهای سهام رشدی یا سهام قیمتی مهاجرت کند. سهام رشدی و قیمتی سهامی هستند که از نظر تأثیر عوامل اساسی در بازار سرمایه، نظیر ریسک، بازده، رونق و رکود بازار، افق زمانی، اندازه شرکت و سایر عوامل تفاوت‌های بسیاری با یکدیگر دارند. تفاوت‌های موجود بین سهام رشدی و قیمتی و عوامل تأثیرگذار بر آن‌ها، سرمایه‌گذاران را ترغیب می‌کند تا با توجه به دانش مالی نوین، حرکت نموده، با در نظر گرفتن شرایط بازار در سهام سرمایه‌گذاری کنند. در واقع، هنگام خرید و فروش سهام شرکت‌ها، متغیرها و عوامل متعددی باید مدنظر فعالان بازار سرمایه قرار گیرد که بررسی و تشخیص سهام رشدی و قیمتی یکی از موضوع‌های بسیار مهم در این زمینه است (لاکونیشک^۵، ۱۹۹۵؛ فروغی و همکاران، ۱۳۸۹).

ریسک و بازده دو عامل مهم و کلیدی در انواع سرمایه‌گذاری‌ها محسوب می‌شود. از آنجایی که سرمایه‌گذاران معمولاً ریسک‌گریزند، قیمت اوراق بهادار تابعی معکوس از ریسک آن و تابع مثبتی از بازده آن است بنابراین، هر اندازه نرخ بازده بالاتر باشد، قیمت نیز بالاتر است و برعکس، هر اندازه ریسک بالاتر باشد، قیمت پایین‌تر خواهد بود. این عبارت بدین معنی است که در یک بازار کارا، سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دارای ریسک، در برابر ریسکی که متحمل می‌شود پاداش بیشتری دریافت می‌کند؛ بنابراین اوراق بهادار با ریسک بالا، برای جبران ریسک اضافی خود باید دارای بازده بالاتری نیز باشند. در

¹ Growth Stock

² Value Stock

³ Petkova, Ralitsa & Zhang

⁴ Neutral Stock

⁵ Lakonishok,

همین راستا دغدغه اصلی بنگاه های اقتصادی در قرن حاضر عبارتست از صیانت از ارزش دارایی ها و کسب ارزش افزوده اقتصادی در فعالیتهایی که در آن مشغول هستند. این دو وظیفه و دل مشغولی باعث گردیده است تا شرکتها با بکارگیری استراتژی های ارزشی و استراتژی های رشدی بتوانند خود را ارتقا دهند (حبیبی ثمر و همکاران، ۱۳۹۴: ۴۰). طی مطالعات مختلف نشان داده شده که نوع سهام، (ارزشی یا رشدی) با میزان بازدهی متفاوتی نسبت به هم بوده اند، از جمله این مطالعات؛ پژوهش حبیبی ثمر و همکاران (۱۳۹۴) نشان داد، بین بازده و ریسک نقدشوندگی رابطه بصورت مستقیم و مثبت است و این یعنی اگر در شرکت های ارزشی سرمایه گذاری صورت گیرد، با افزایش ریسک سیستماتیک و افزایش ریسک نقدشوندگی می توان بازده مناسبی از اینگونه سهام انتظار داشت و یا مطالعاتی دیگر از جمله، فاما و فرنچ (۲۰۰۷) و... با توجه به مطالب بیان شده، در مطالعه حاضر مقایسه بازدهی سهام رشدی و سهام ارزشی در بازار بورس پرداخته می شود.

پیشینه تحقیق

مطالعات متعددی نیز در رابطه با سهام رشدی و ارزشی در ایران نیز انجام شده است. نتیجه مطالعات راعی (۱۳۸۵) که تحت عنوان بررسی عملکرد استراتژی های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد نشان داد، در طی دوره پژوهش، شرکت های رشدی در مقایسه با شرکت های ارزشی بازده بالاتری داشته اند. همچنین نتایج بیانگر بالا بودن بازده شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک است.

بنایی زاده و کردلویی (۱۳۹۲) در مطالعه ای با هدف بررسی اختلاف بین بازده دو نوع سهام رشدی و ارزشی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۸۶ و نمونه انتخابی ۸۸ شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند، در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه ها از مدل داده های تلفیقی ایستا و روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. در این پژوهش، برای بررسی ارتباط بین نسبت ارزش دفتری به بازار و بازده سهام رشدی و ارزشی، بازده سهام به سه نوع کل، سرمایه ای و نقدی و سهام رشدی و ارزشی به دو گروه کوچک و بزرگ تقسیم شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد، در گروه کوچک، وجود ارتباط بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با دو نوع بازده کل و سرمایه ای و عدم وجود ارتباط با بازده نقدی می باشد. در گروه بزرگ این ارتباط برای سهام رشدی همانند گروه کوچک و برای سهام ارزشی حاکی از عدم وجود ارتباط بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با سه نوع بازده کل، سرمایه ای و نقدی می باشد و بازده سرمایه ای سهام رشدی بزرگ تر از بازده نقدی و در سهام ارزشی خلاف این می باشد و هم چنین نتایج حاکی از بالاتر بودن بازده سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی بود.

مشکی (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «کالبدشکافی بازده نقدی و سرمایه ای سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتایج دست یافت که بین نسبت ارزش بازار به دفتر و عامل اندازه با بازده ناشی از سود سرمایه ای و بازده کل سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد ولی با بازده نقدی رابطه منفی دارد. هم چنین بازده کل و بازده ناشی از سود سرمایه ای سهام رشدی بیشتر از بازده سهام ارزشی بوده و تفاوت بازدهی این دو نوع سهام معنادار است. نتیجه دیگری که دست یافت نوعی همگرایی بین بازده نقدی و بازده سرمایه ای دو نوع سهام رشدی و ارزشی در طول زمان وجود دارد؛ و این نشان می دهد که هیچ سهمی برای همیشه به عنوان سهام رشدی یا ارزشی باقی نمی ماند.

پائوپولو^۱ (۲۰۰۹) سرمایه گذاری شرکتها و برخی ویژگیها و مشخصه های آنها را، به ویژه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، توابعی از شرایط اقتصادی و بنابراین دربرگیرنده اطلاعاتی در رابطه با رفتار بازدهی سهام می داند. وی در مطالعه خود نشان می دهد که انتخاب شرکتها به عنوان شرکت های ارزشی یا رشدی در واقع بر اساس میزان سهم آنها از سرمایه ای است که نسبت به کل سرمایه به کارگرفته شده در اقتصاد، مورد بهره وری قرار گرفته است. به این ترتیب سیاست مصرف بهینه ی سرمایه میزان تمرکز بر سرمایه را تغییر می دهد و بر ارزشیابی وجوه نقد شرکت تأثیرگذار است. سیاست مصرف بهینه ی

^۱ Puopolo

سرمایه توزیع منابع در دسترس را در اقتصاد تغییر می‌دهد، بر قیمت شرکت‌ها تأثیرگذار است و تأثیر تغییرات ناگهانی مثبت (منفی) را در سرمایه‌های شرکت‌های ارزشی (رشدی) تعدیل می‌کند و بنابراین موجب هم‌گرایی در نسبت‌های ارزش بازار به ارزش دفتری و به عبارت دیگر کوچ شرکت‌ها می‌شود. هم‌چنین وی نشان می‌دهد که منشاء صرف ارزش توانایی شرکت در ایجاد اطمینان در استفاده از سرمایه‌ی مورد استفاده است.

فاما و فرنچ (۲۰۰۷) نقش جابه‌جایی سهام بین سبد دارایی‌هایی را که بر اساس ارزش و اندازه تشکیل شده‌اند، در ایجاد صرف ارزش و صرف اندازه در بازدهی سهام مورد مطالعه قرار دادند. براساس مطالعه آن‌ها، منشأ ایجاد صرف اندازه، بازدهی مثبت فوق‌العاده‌ای است که شرکت‌هایی با اندازه کوچک ایجاد می‌کنند و به این ترتیب، به شرکت‌هایی با اندازه بزرگ تبدیل می‌شوند

پتکوا^۱ و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان «تغییرات زمانی ریسک نقدشوندگی سهام‌های رشدی و ارزشی» به بررسی اثر تغییرات زمانی ریسک نقدشوندگی بر سهام رشدی و ارزشی پرداختند. آن‌ها نشان دادند که در زمان‌های رکود سهام‌های ارزشی ریسک نقدشوندگی بالاتری را نسبت به زمان‌های رونق دارند. درحالی‌که برای سهام رشدی بر عکس است یعنی در زمان‌های رونق ریسک نقدشوندگی بالاتری را نسبت به زمان‌های رکود دارند. از طرفی در زمان رکود سهام‌های ارزشی کوچک میزان نقدشوندگی بیشتری از سهام‌های رشدی کوچک دارند. در حالی‌که در زمان رونق سهام رشدی کوچک میزان نقدشوندگی بیشتری نسبت به سهام ارزشی کوچک دارد. تحقیق آن‌ها نشان داد که در زمان رکود، سرمایه‌گذاران، سهام‌های ارزشی را نسبت به سهام‌های رشدی با شدت بیشتری می‌فروشند و این فعالیت اثرات نسبتاً بیشتری در عدم نقدشوندگی سهام‌های ارزشی خواهد داشت.

بلازنکو و یافن^۲ (۲۰۱۰)، دو پورترنوی سهام رشدی و ارزشی برای سال‌های ۱۹۷۶ الی ۲۰۰۷ تشکیل دادند. آن‌ها با استفاده از مدل ارزیابی پویای حقوق صاحبان سهام^۳، معیارهای جدیدی برای ارزیابی بازده مورد انتظار ارایه و این معیار جدید را بازده مورد انتظار رشد ثابت^۴ (SGER) نام‌گذاری کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افزایش بازده همراه با افزایش سودآوری، برای سهام ارزشی بیشتر از سهام رشدی است.

مبانی نظری

مفهوم سهام رشدی و سهام ارزشی

امروزه مفهوم سهام ارزشی و رشدی^۵ در بازارهای سرمایه مختلف در سراسر جهان به عنوان یکی از استراتژی‌های مهم سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته و به کار می‌روند. ارزشی و رشدی بودن سهام بر اساس مفاهیم ارزش دفتری و ارزش بازاری سهام معین می‌شود.

الف: سهام رشدی

سهام رشدی سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، بالاتر از میانگین بازار است. سهام رشدی متعلق به شرکت‌هایی است که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و تا حد امکان از توزیع سود خودداری می‌کنند. این شرکت‌ها عموماً دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷) دلیل اصلی سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام رشدی، سرمایه‌گذاری در رشد آینده سودهای شرکت است. سرمایه‌گذاران رشدی، به دنبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی هستند که طی دوره‌های زمانی گذشته، رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته‌اند و

¹ Petkova

² Blazenko & Yufen

³ Dynamic Equity Valuation Model

⁴ Static Growth Expected Return (SGER)

⁵ Value and Growth Stocks

بنابراین قابلیت رشد بالایی دارند. رشد با عواملی مانند افزایش سود یا میزان فروش یک شرکت اندازه‌گیری می‌شود. مدیران سهام رشدی تمایل دارند که سودی را انباشته و از پرداخت سود خودداری کنند، زیرا می‌خواهند که دوباره هرگونه وجه نقد در دسترس را در موسسه سرمایه‌گذاری کنند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاری رشدی، به طور عمده بازده سرمایه‌گذاری خود را از محل افزایش در قیمت‌های سهام به دست می‌آورند (ایوانی، ۱۳۷۸) مؤسسات رشدی گرایش به سودآوری بالا و رشد سریع دارند، در حالی که مؤسسات ارزشی از سودآوری و نرخ رشد پایین تری برخوردارند.

ب: سهام ارزشی

سهام ارزشی، سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، پایین تر از میانگین بازار است (فاما و فرنچ، ۲۰۰۳) سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، به ارزش روز شرکت توجه می‌کنند، بدون آن‌که انتظار رشد چشم‌گیر و یا تغییر عمده در سودآوری شرکت داشته باشند. به همین علت، این گونه سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاران در سهام رشدی از حاشیه اطمینان بالاتری برخوردارند (حبیبی ثمر و همکاران، ۱۳۹۴: ۴۱). در واقع سهام ارزشی نوعی از سهام است که سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری و یا دیگر شاخص‌های بنیادی آن در مقایسه با شرکت‌های مشابه آن در صنعت، کمتر است و در نتیجه، با در نظر گرفتن معیارهایی، مانند نسبت قیمت به درآمد هر سهم (P/E) و نسبت ارزش دفتری به قیمت هر سهم (B/P) سهامی با قیمت ارزان ارزیابی می‌شود. (فروغی و همکاران ۱۳۸۹). گرچه تعریف واضح و مشخصی از سهام رشدی و ارزشی وجود ندارد، بیشتر سرمایه‌گذاران در تعدادی از معیارهای کلی توافق دارند که در زیر به برخی از معیارهای سهام ارزشی اشاره شده است (کنت لیتل^۱، ۲۰۰۶)

۱. نسبت P/E چنین شرکتی در طبقه بندی بر حسب آن باید در ۱۰ درصد انتهایی قرار گیرد.
 ۲. نسبت PEG آن باید کمتر از ۱ باشد که نشان می‌دهد شرکت، زیر قیمت ارزش گذاری شده است
 ۳. دارایی‌های جاری آن، دو برابر بدهی‌های جاری باشد.
 ۴. حداقل حقوق صاحبان سهام از محل بدهی‌ها باشد.
- فاما و فرنچ (۱۹۹۸) بیان کردند، سهام ارزشی دارای ضریب حساسیت (β) نسبت D/E پایین و نسبت های (D/P, CF/P, S/P, B/P) بالاست؛ که از بین این نسبت‌ها، نسبت B/P به طور گسترده‌ای به عنوان شاخص ارزش استفاده می‌شود.

تفاوت سهام رشدی و سهام ارزشی

سهام رشدی و قیمتی در دو سوی طیف سودآوری قرار دارند. سهام رشدی در پایین این طیف و سهام قیمتی در بالای طیف مذکور قرار گرفته است. بدین ترتیب، در فرآیند تکامل شرکت‌ها همواره سهام رشدی به سمت سوددهی بالا و رشد سریع حرکت می‌کند، در حالی که سوددهی شرکت‌های قیمتی کمتر شده، با سرعت کمتری رشد کرده و به سمت سوددهی پایین حرکت می‌کند (کمپبل^۲، ۲۰۰۴) سوددهی و رشد مورد انتظار بالا به همراه بازدهی مورد انتظار پایین، باعث ایجاد نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (P/B)^۳ بالا برای سهام رشدی می‌شود، در حالی که سوددهی و رشد مورد انتظار پایین و بازدهی مورد انتظار بالا، نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (P/B) پایین را برای سهام قیمتی ایجاد می‌کند (عیس شاتو^۴، ۲۰۱۶)

با توجه به شواهد موجود، از یک سو کسب بازده بیشتر برای شرکت‌های بهره‌ورتر در پژوهش‌های مختلف مورد تایید قرار گرفته است و از سوی دیگر پژوهشگرانی از جمله پتکوا و ژانگ^۵ (۲۰۰۵) در پژوهش خود بیان کرده‌اند که شرکت‌های ارزشی

¹ ken little

² Campbell

³ Price to Book Ratio

⁴ Isah Shittu

⁵ Petkova & Zhang

نسبت به شرکت‌های رشدی دارای بهره‌وری کمتری هستند. این مفهوم توسط فاما و فرنچ (۲۰۰۶) نیز مطرح و تایید شده است. همچنین پیرجتا و پوتنن^۱ (۲۰۰۷) نیز این مطلب را گزارش کرده اند. رزنبرگ^۲ و همکاران (۱۹۸۵) در پژوهشی با عنوان شواهد متقاعد کننده برای بازار غیر کارا نشان دادند، که سود سهام دریافتی سهام قیمتی نسبت به سهام رشدی بالاتر از میانگین بازده بازار است، همچنین ایکسینگ و ژانگ^۳ (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان سهام رشدی در مقابل سهام قیمتی، محرک‌های عوامل بنیادین اقتصادی مطالعه جامعی از محرک‌های دوره ای عوامل بنیادین در اقتصاد، برای شرکت‌های قیمتی و رشدی انجام دادند. آن‌ها نشان دادند که عوامل بنیادین در شرکت‌های قیمتی، بسیار بیشتر از شرکت‌های رشدی تحت تاثیر شوک‌های اقتصادی قرار گرفته‌اند و تفاوت‌های معنی‌دار بین سهام رشدی و قیمتی در این زمینه وجود داشته است. آن‌ها همچنین نشان دادند که شرکت‌های قیمتی نسبت به شرکت‌های رشدی از انعطاف پذیری کمتر در سرمایه‌گذاری، برخوردارند.

کوچ اندازه و کوچ ارزشی - رشدی

به فرایند انتقال شرکت‌ها از یک طبقه از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به طبقه‌ی دیگر، اصطلاح یک طبقه از اندازه به طبقه‌ی دیگر «کوچ اندازه» اطلاق می‌گردد، در این راستا بازده پورترفوی متشکل از شرکت‌هایی که در دو دوره‌ی متوالی کوچ ارزشی - رشدی داشت‌ه‌اند، بازده پورترفوی متشکل از شرکت‌هایی که در دو دوره‌ی متوالی کوچ اندازه داشته‌اند و نیز بازده هر یک از سهام‌های سازنده‌ی این پورترفوی‌ها بررسی شده است. ویژگی‌های این شرکت‌ها بر اساس نسبت‌های مالی نیز مورد توجه قرار گرفته است. در نهایت با استفاده از همبستگی جزئی میان متغیرها مربوطترین نسبت‌های مالی برای شناسایی سهامی که تحت تاثیر پدیده‌ی کوچ قرار خواهند گرفت شناسایی شده است (تهرانی و خان احمدی، ۱۳۸۹: ۶)

در مطالعه‌ی کوچ ارزشی - رشدی با بررسی‌های انجام شده تأیید شده که کوچ سهام شرکت‌ها از طبقه‌ی BM بالا به پایین، در بورس اوراق بهادار تهران برای سرمایه‌گذاران بازده اضافه ایجاد خواهد کرد و منجر به بهبود عملکرد پورترفوی و افزایش ارزش شرکت خواهد شد ولی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که در دو دوره‌ی متوالی از BM پایین به بالا کوچ داشته‌اند، منفعتی برای سرمایه‌گذاران به همراه نخواهد داشت. در بررسی کوچ اندازه نیز تأیید گردید که کوچ سهام از اندازه‌ی کوچک به بزرگ افزایش ثروت سرمایه‌گذاران و افزایش ارزش شرکت را به همراه نخواهد داشت. کوچ سهام از اندازه‌ی کوچک به اندازه‌ی بزرگ نیز ثروت سرمایه‌گذاران را کاهش خواهد داد. در تعیین ویژگی‌های شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران با سرمایه‌گذاری در سهام آن‌ها از آثار پدیده‌ی کوچ منتفع خواهند شد نیز رابطه‌ی مستقیم متغیرهای نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها، نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها و نسبت سود عملیاتی به سرمایه‌ی سرمایه‌گذاری شده با متوسط بازدهی ماهیانه تأیید گردیده است. (تهرانی و خان احمدی، ۱۳۸۹: ۲۳)

تفاوت بازدهی شرکت‌هایی با ارزش بالا نسبت به ارزش پایین در بازار بورس

در بررسی تفاوت بازدهی شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پایین تا کنون مطالعات متعددی در بورس اوراق بهادار تهران، در مقاطع زمانی متفاوت انجام شده است؛ اما آن چه مغفول مانده است تغییر بازدهی شرکت‌ها با تغییر میزان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نیز تغییر بازدهی شرکت‌ها با تغییر میزان عامل اندازه در طول دوره‌های معاملاتی است. این در حالی است که مطالعات اخیر در دنیا نشان می‌دهد که علاوه بر این که چنین تغییر موقعیت‌هایی صورت می-

¹ Pirjeta & Puttonen

² Rosenberg

³ Xing Yuhang, & Zhang

پذیرد، بهره‌گیری از کوچ‌های ایجاد شده می‌تواند به کسب بازده اضافه برای سرمایه‌گذاران نیز منجر شود (تهرانی و خان احمدی، ۱۳۸۹: ۵۰)

همچنین شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های قیمتی میانگین بازده پایین‌تری دارند. بنابراین، برای دستیابی به بازده بالاتر، به صورت مداوم به سمت افزایش درآمد هر سهم در حرکت هستند. در حالی که شرکت‌های قیمتی بازده میانگین بالاتری داشته، برای استفاده از فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری و تغییرات ساختاری ناخواسته، به شکل مداوم به سمت کاهش درآمد هر سهم متمایل می‌شوند (لاکونیشوک و رابرت^۱، ۱۹۹۴).

نتیجه‌گیری

به طور کلی، سهام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه، ممکن است در یکی از پورتفوهای سهام رشدی، سهام قیمتی و یا سهام خنثی (سهام طبیعی) قرار گیرند. در بازار سهام، صرف ارزش برابر است با تفاوت بین بازدهی سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا (سهام ارزشی) و بازدهی سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (سهام رشدی) صرف اندازه نیز تفاوت بازدهی بین بازدهی سهام کوچک و بزرگ است

در صورتی که در سبد سرمایه‌گذاری سهام سعی شود سهام رشدی نگه داری شوند به آن اتخاذ استراتژی رشدی و در مقابل اگر اقدام به نگهداری سهام ارزشی شود، به آن اتخاذ استراتژی ارزشی در سبد سهام گویند. صرفه‌ی ارزش به طور کلی به اختلاف بازده استراتژی ارزشی و استراتژی رشدی اطلاق می‌شود. با تایید وجود صرفه‌ی ارزش در بازارهای توسعه یافته‌ی دنیا از جمله بورس نیویورک و حتی در بازارهای نوظهور (فاما و فرنچ، ۱۹۹۲، ۱۹۹۸) و نیز در بورس اوراق بهادار تهران (فدایی نژاد و عیوض لو، ۱۳۸۵) این انتظار می‌رود که متغیرهایی که حاوی اطلاعات تعیین‌کننده‌ی سهام ارزشی و رشدی هستند برای تشکیل پرتفو و کسب بازده ارزشمند باشند. برخی از مطالعات انجام شده در بازارهای مالی نشان می‌دهد، میانگین بازدهی سهام ارزشی (سهامی با نسبت بالای ارزش دفتری به بازار) در مقایسه با سهام رشدی (سهامی با نسبت پایین ارزش دفتری به بازار) بالاتر است (روزنبرگ ۱۹۸۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۲؛ لاکونیشوک، شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۴)، فاما و فرنچ (۲۰۰۵) در توجیه دلیل تفاوت بازدهی دو سهم فوق‌عنوان کردند که بازده سهام اغلب به دو بخش جداگانه یعنی بازده نقدی ناشی از تقسیم سود و بازده ناشی از سود سرمایه‌ای قابل تجزیه است. آن‌ها به تجزیه بازده ناشی از سود سرمایه‌ای به دو بخش جداگانه یعنی نرخ رشد ارزش دفتری و نرخ رشد ارزش بازار به دفتری به این نتیجه دست یافتند که بعد از شناسایی یک سهم به عنوان سهام ارزشی، نرخ رشد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (به واسطه‌ی نگهداری و حفظ سود) تقریباً صفر است. بنابراین وجود نرخ بالای بازدهی ناشی از سود سرمایه‌ای تقریباً به طور کامل ناشی از رشد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. از سوی دیگر بعد از شناسایی یک سهم به عنوان سهام رشدی، متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری آن کاهش یافته و در عوض نرخ رشد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد همچنین پارهای از پژوهش‌های انجام شده در بازار سرمایه ایران نیز نشان می‌دهد، برخلاف نتایج مطالعات فاما و فرنچ، سهام رشدی از متوسط بازدهی بالاتری در مقایسه با سهام ارزشی برخوردار بوده‌اند

طبق گفته مؤسسه استاندارد پورز (S&P)، سرمایه‌گذاری ارزشی در دوره‌های بهبود اوضاع اقتصادی مناسب است؛ درحالی‌که در سرمایه‌گذاری به روش رشدی، اگر بازار وضع مطلوبی داشته باشد و یک ارزیابی معقولانه از قیمت سهم صورت گرفته باشد، خرید سهام رشدی توصیه می‌شود که در این حالت عموماً، میزان بهره‌ی پایین و سودآوری شرکت رو به افزایش است؛ اما اگر بازار در وضعیت رکود به سر می‌برد، یا ارزیابی منطقی از قیمت سهم صورت نگرفته باشد توصیه می‌شود که تعداد سهام رشدی کاهش یابد یا هیچ سهم رشدی خریداری نشود و تنها سهام ارزشی خریداری شود. در تاریخ بازار سهام با سرمایه‌گذاری‌های رشدی و ارزشی در دوره‌های زمانی مختلف و در اوضاع متفاوت بازار روبه‌رو بوده است. از جمله در اواخر دهه ۱۹۹۰، سهام

¹ Lakonishok & Robert

رشدی بهتر از سهام ارزشی و در دوره‌های زمانی دیگری سهام ارزشی بهتر عمل کرده است؛ بنابراین با توجه به این‌که در دوره‌های زمانی مختلف و با وجود اوضاع متفاوت بازار و شرایط مختلف اقتصادی کشورها، سهام رشدی و ارزشی، بازده‌های متفاوتی داشته است، یکی از توصیه‌ها جهت به‌دست آوردن بازده مطلوب، متنوع‌سازی است. همان‌طور که در زمان انتخاب یک پرتفوی مناسب، استفاده از سهام، اوراق قرضه و دیگر اوراق بهادار می‌تواند ریسک پرتفوی را کاهش دهد و بین ریسک بالقوه و پاداش سرمایه‌گذاری، تعادل و توازن برقرار کند، در زمان انتخاب سبد مناسبی از سهام، از روش‌های متفاوت سرمایه‌گذاری استفاده شود و هر دو نوع سهام ارزشی و رشدی در پرتفوی قرار گیرد تا علاوه بر کاهش ریسک، نتایج بهتری نصیب سرمایه‌گذار شود

یکی از مهم‌ترین موضوع‌ها در بازارهای سرمایه بررسی مهاجرت سهام از رشدی به قیمتی و بالعکس است. لذا بررسی روند مهاجرت و دلایل آن می‌تواند در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری مطلوب نقش بسزایی داشته باشد. با توجه به مرور مطالعات صورت گرفته و تئوری‌های ارائه شده، به سرمایه‌گذاران در سهام شرکت‌های بورسی ایران توصیه می‌شود که جهت کسب بازدهی بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام رشدی بزرگ نمایند. یکی دیگر از توصیه‌ها جهت به دست آوردن بازده مطلوب، متنوع‌سازی است بدین معنی، در زمان انتخاب پرتفوی مناسبی از سهام، از روش‌های متفاوت سرمایه‌گذاری استفاده شود و هر دو نوع سهام رشدی و ارزشی در پرتفوی قرار گیرد تا علاوه بر کاهش ریسک، نتایج بهتری نصیب سرمایه‌گذار شود

منابع

۱. ایوانی، ف (۱۳۷۸) بررسی رابطه بین بازده سهام عادی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
۲. بنایی‌زاده، آ؛ کردلویی، ح. بررسی بازده سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. دوره ۲، شماره ۷، پاییز ۱۳۹۲، صص ۱۳۰-۱۰۵.
۳. حبیبی‌ثمر، ج؛ تهرانی، ر؛ انصاری، ک. بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار با بازده سهام رشدی و ارزشی با رویکرد مدل AHP در بورس اوراق بهادار تهران. مجله هندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، تابستان ۱۳۹۴؛ دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۵۸-۳۹.
۴. عبدالله‌زاده‌فرد، ع. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل بازده سهام ارزشی و رشدی در بازار بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی (واحد مرودشت). رشته حسابداری.
۵. تهرانی، ر؛ خجسته، م. رابطه بهره‌وری سرمایه با بازده آتی سهام و تاثیر آن بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی و رشدی. فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال سوم، شماره ۱۱، پاییز ۱۳۸۷، صص ۲۰-۱.
۶. تهرانی، ر. خان احمدی، ف. کوچ سهام در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷ - ۱۳۸۶)، فصلنامه علوم مدیریت ایران، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۶۵-۴۷.
۷. فدایی‌نژاد، م؛ عیوض‌لو، ر. بررسی صرف ارزش در بورس اوراق بهادار تهران و جایگاه آن در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پژوهش‌های مالی، ۱۳۸۵، شماره ۲۲، صص ۱۵.
۸. راعی، ر؛ شواخی‌زواره، ع؛ بررسی استراتژی‌های عملکرد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، تابستان ۱۳۸۵، شماره ۲۱، صص ۹۵-۷۶.

9. Petkova, Ralitsa & Akbas, Ferhat & Boehmer, Ekkehart & Genc, Egemen (2010), The time-varying liquidity risk of value and growth stocks, Journal of SSRN.

10. Blazenko, G,W, and Yufen, Fu, (2010), Value Versus Growth in Dynamic Equity Investing, *Journal of Investing*, 19, 1, 25-31
11. Shittu, I. Che A Ishak, Z. Does Price to Book Value Predict Stock Price? Evidence from Nigerian Firms. *IJCEM International Journal of Computational Engineering & Management*, Vol. 19 Issue 1, January 2016
12. Campbell, John Y. and Tuomo Vuolteenaho, (2004), Bad Beta, Good Beta, *American Economic Review*, 94, 5, 1249-1275
13. Fama, E., & French, K. (1998). Value vs. growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53 (6), 1975-1999.
14. Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47 (2), 427-465
15. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (2007), The Anatomy of Value and Growth Stock Returns, *Financial Analysts Journal*, 63, 6, 44-54.
16. Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, (1994), Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance*, 49, 5, 1541-1578.
17. Petkova, Ralitsa and Zhang, Lu, (2005), Is Value Riskier than Growth?, *Journal of Financial Economics*, 78,1, 187-202.
18. Puopolo, G. W. (2009). Firm migration and stock returns. Working Paper Series, Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1431868>
19. ken little, Growth, value stocks Defined Free Newsletter. a Part of the New York Times Company, 2006
20. Rosenberg, Barr, Kenneth Reid, and Ronald Lanstein, (1985), Persuasive Evidence of Market Inefficiency, *Journal of Portfolio Management*, 11,3, 9-16.
21. Petkova, R., & Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth? *Journal of Financial Economics* 78, 187.
22. Pirjeta, A., & Puttonen, V. (2007). *Style migration in the European markets*. Helsinki School of Economics, Electronic paper w-426, HSE print, Finland, Retrieved from <http://www.hse.fi/fms>
23. Xing Yuhang, Lu Zhang, (2006), Value Versus Growth: Movements in Economic Fundamentals, Bureau of Economic Research, 15993, 1, 5-10

Comparison of Growth Stocks and Value Stocks in the Stock Market

Hamid Karami¹, Mohammad Ali Bayat², Zahra Amiri³

1. *Master of Public Administration, Islamic Azad University, Dehaghan branch*
2. *Master of Public Administration, Islamic Azad University, Dehaghan branch*
3. *Master of Public Administration, Islamic Azad University, Dehaghan branch*

Abstract

Today, the concept of value stocks and growth stocks in the capital markets across the world as one of the important investment strategies have been studied and used. In general, the existing shares in the capital market may portfolios of growth stocks, stock prices or stock to neutral (natural stocks) are, in this study, to review and compare the performance of growth stocks and value stocks of the library was in the stock market, By examining the various theories in this field as well as the results of various studies on the whole it can be said that growth stocks and value in both sides of the spectrum are profitable. Growth stocks and value stocks at the bottom of the range mentioned in the above range is located. Thus, evolution towards higher yielding growth stocks and growth companies are always moves fast, according to a review of studies and theories, Iran's stock to investors in shares of companies to gain greater efficiency, it is recommended that invest in growth stocks will be great.

Keywords: Growth Stocks, Value Stocks, Return on Equity
