



Asset Risk Behavior in Value and Growth Firms Under Stable and Adverse Market Conditions: Evidence from the Tehran Stock Exchange

Mojtaba Rostami Noroozabad¹, Abolhassan Jalilvand^{2*}, Mir Feyz Fallashamss³, Ali Saeedi⁴

1- Ph.D. Student in Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Management and Social Sciences, Islamic Azad University of North Tehran Branch, Tehran, Iran

m.rostaminoroozabad@yahoo.com

2- Professor of Finance and Ralph Marotta Chair in Free Enterprise, Quinlan School of Business, Loyola University Chicago, Chicago, USA
ajalilv@luc.edu

3- Ph Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management, Islamic Azad University of Central Tehran Branch, Tehran, Iran

fallahshams@gmail.com

4- Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management and Social Sciences, Islamic Azad University of North Tehran Branch, Tehran, Iran

ali_saeedi@yahoo.com

Abstract

Objective: The systematically important role of “value premium” in explaining equity returns (Fama and French, 1992 and 1993) has long puzzled the literature in finance and economics.

Method: While recent studies (Petkova and Zhang (2005) and Choi (2013)) provide evidence, using U.S. data for the differential behavior of the value and growth firms, they do not explain the sources and causes underlying such differences. Further, it is unclear whether such differences still persist in other countries' capital markets. Using both parametric and non-parametric statistical techniques, value and growth firms' conditional asset and levered betas are compared over multiple periods of stable and adverse market conditions for the period 1999-2017 in the Tehran Stock Exchange (TSE). Market conditions are broadly defined by the size and the volatility of market risk premiums in the TSE.

Results: Our results show that value and growth firms' conditional betas (levered or unlevered) are not different under stable market conditions. On the other hand, there are significant differences between value and growth firms' conditional asset and levered betas under adverse market conditions. Specifically, value firms' asset and levered risks are significantly higher than those of growth firms under adverse market conditions.

Keywords: Levered Risk, Business Risk, Growth Stock, Value Stock, Economic Crisis

رفتار ریسک تجاری در شرکت‌های ارزشی و رشدی در شرایط ثبات و بحران اقتصادی: شواهدی از بورس اوراق

بهادار تهران

مجتبی رستمی نوروزآباد^۱، ابوالحسن جلیلووند^{۲*}، میرفیض فلاح شمس^۳، علی سعیدی^۴

۱- دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، تهران، ایران

m.rostaminoroozabad@yahoo.com

۲- استاد، گروه مالی، مدرسه بازرگانی کوین لان، دانشگاه لویولای شیکاگو، شیکاگو، ایالات متحده آمریکا

ajalilv@luc.edu

۳- دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز، تهران، ایران

fallahshams@gmail.com

۴- دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، تهران، ایران

ali_saeedi@yahoo.com

چکیده

هدف: تأثیر سیستماتیک صرف ارزش در توضیح بازده سهام مدتی طولانی است که ادبیات مالی و اقتصاد را به کنکاش واداشته است. مطالعات اخیر شواهدی از داده‌های آمریکا برای رفتار متفاوت شرکت‌های رشدی و ارزشی را نشان می‌دهد؛ اما دلایل و منابع این رفتار متفاوت را نشان نمی‌دهد.

روش: علاوه بر این، مشخص نیست که آیا چنین اختلافاتی همچنان در بازارهای سرمایه کشورهای دیگر وجود دارند یا خیر؛ بنابراین، در این پژوهش ریسک اهرمی و ریسک تجاری سهام رشدی و ارزشی (هر دو بر مبنای بنای شرطی) با استفاده از فن‌های پارامتریک و ناپارامتریک برای دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶ میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با هم مقایسه و شرایط ثبات و بحران بازار و اقتصاد با استفاده از اندازه و نوسانات صرف ریسک بورس اوراق بهادار تهران مشخص شد. همانند مطالعات قبلی (برای مثال جوی، ۲۰۱۳)

نتایج: نتایج مطالعه نشان داد بنای شرطی (اهرمی و تجاری) در شرایط ثبات اقتصادی تفاوتی ندارد و میان ریسک اهرمی و تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی تفاوت معناداری وجود دارد. ریسک اهرمی و تجاری سهام ارزشی نیز به‌طور خاص و معناداری از ریسک اهرمی و تجاری سهام رشدی در شرایط بحران اقتصادی بالاتر است.

واژه‌های کلیدی: ریسک اهرمی، ریسک تجاری، سهام رشدی، سهام ارزشی، بحران اقتصادی

* نویسنده مسؤول

مقدمه

مفاهیم سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی سابقه طولانی در اقتصاد مالی دارند (کرانکوئیست^۱، سایگل^۲ و یو^۳، ۲۰۱۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۲ و ۱۹۹۵ و ۱۹۹۸)؛ در حالی که اجماع میان بسیاری از اقتصاددانان مالی وجود دارد که سهام ارزشی در طول تاریخ بازده بالاتری نسبت به سهام رشدی ایجاد کرده است، تفسیر چرایی این موارد بسیار بحث‌برانگیز است (چان^۴ و لاکونیشوک^۵، ۲۰۰۴). در الگوهای استاندارد اقتصاد مالی، ارزش و رشد تفاوت‌های ریسک را منعکس می‌کنند (کرانکوئیست و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی سرمایه‌گذاری از سخت‌ترین متغیرهای اقتصادی برای الگوسازی و پیش‌بینی است (دریور^۶ و داوریک^۷، ۱۹۹۷). در چند دهه گذشته پژوهشگران رفتار سرمایه‌گذاران را تجزیه و تحلیل و تلاش کرده‌اند دلایل سرمایه‌گذاری مردم با روش‌های مختلف را درک کنند. در این بین ادبیات مالی نشان می‌دهد ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران بر ادراک آنها از ریسک و تمایل آنها به پذیرش ریسک تأثیر می‌گذارد (مایفیلد^۸، پردو^۹ و ووتن^{۱۰}، ۲۰۰۸). بخش عمده‌ای از پژوهش‌های اقتصادی امروزی، در مفهوم به این موضوع اشاره کرده‌اند که انسان منطقی همواره در تلاش برای به حداکثر رساندن ثروت است و به صورت همزمان، به حداقل رساندن ریسک را نیز در نظر می‌گیرد (باربر^{۱۱} و اودین^{۱۲}، ۲۰۱۱)؛ بنابراین، از طبقه‌بندی‌های متداول در زمینه ریسک‌پذیری و بازده

سهام، طبقه‌بندی سهام بر مبنای سهام رشدی^{۱۳} و ارزشی^{۱۴} است (پتکوا و ژانگ، ۲۰۰۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۳؛ چوی، ۲۰۱۳). بر اساس الگوی سه‌عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) سهامداران هنگام سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، خواهان صرف ریسکی مازاد بر صرف ریسک بتا هستند؛ زیرا مشاهدات تاریخی نشان می‌دهد سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی ریسک بالاتری دارد؛ اما میزان درستی این موضوع در اقتصادهای مختلف و با توجه به شرایط ثبات و بحران اقتصادی متفاوت است. مطالعه ادبیات مالی نشان می‌دهد بیشتر پژوهش‌های انجام‌شده در راستای سهام رشدی و ارزشی بر مقایسه بازده و ریسک و ساختار آنها تمرکز کرده‌اند یا تعاملات و اثرپذیری عملکرد این دو نوع سهام از متغیرهای دیگر را بررسی کرده‌اند. پژوهش‌های انجام‌شده در بازار سهام ایران نشان داده‌اند بازده متوسط سهام رشدی از سهام ارزشی بالاتر و اختلاف بازده سهام رشدی و ارزشی معنادار است (احمدیان‌پور‌پروین، ۲۰۱۲؛ اسدی و اسلامی‌بیدگلی، ۲۰۱۴؛ اسلامی‌بیدگلی، فلاح‌پور و سبزواری، ۲۰۱۴؛ وکیلی‌فرد و شیرازیان، ۲۰۱۴؛ بنایی‌زاده و کردلویی، ۲۰۱۳؛ پورزمانی و تقیه، ۲۰۱۳؛ حبیبی‌ثمر، تهرانی و انصاری، ۲۰۱۶؛ رهنمای‌رودپشتی، فیروزیان و محمدی، ۲۰۱۲؛ صالحی و صالحی، ۲۰۱۶؛ کردیچه، حضوری و مالیر، ۲۰۱۲؛ مشکی‌میاوقی و پورمحمدضیابری، ۲۰۱۴؛ میاوقی و دهدار، ۲۰۱۲). می‌توان به پژوهش‌های بین‌المللی نیز اشاره کرد. برخی از آنها سهام رشدی و ارزشی را در بازارهای مختلف مقایسه کرده‌اند (آبیانکار^{۱۵}، هو^{۱۶} و ژائو^{۱۷}، ۲۰۰۹؛ اداداپا^۱، وب^۲،

1. Cronqvist
2. Siegelb
3. Yu
4. Chan
5. Lakonishok
6. Driver
7. Dowrick
8. Mayfield
9. Perdue
10. Wooten
11. Barber
12. Odean

13. Growth stock
14. Value stock
15. Abhyankar
16. Ho
17. Zhao

سهام رشدی و ارزشی در دو سوی طیف سودآوری قرار دارند. سهام رشدی در پایین این طیف و سهام ارزشی در بالای آن قرار گرفته است. بدین ترتیب، در فرایند تکامل شرکت‌ها همواره سهام رشدی به سمت سوددهی بالا و رشد سریع حرکت می‌کند؛ در حالی که سوددهی شرکت‌های ارزشی کمتر می‌شود، با سرعت کمتری رشد و به سمت سوددهی پایین حرکت می‌کند (کمپیل^{۳۶} و تو مو^{۳۷}، ۲۰۰۴). سوددهی و رشد موردانتظار بالا به همراه بازدهی موردانتظار پایین، سبب ایجاد نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم بالا (P/B) (بلازنکو و یوفن^{۳۸}، ۲۰۱۰) برای سهام رشدی می‌شود؛ در حالی که سوددهی و رشد موردانتظار پایین و بازدهی موردانتظار بالا، نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (P/B) پایین را برای سهام ارزشی ایجاد می‌کند.

شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های ارزشی میانگین بازده پایین‌تری دارند؛ بنابراین، برای دستیابی به بازده بالاتر، به صورت مداوم به سمت افزایش درآمد هر سهم در حرکت‌اند؛ در حالی که شرکت‌های ارزشی دارای بازده میانگین بالاتر، برای استفاده از فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری و تغییرات ساختاری ناخواسته، به شکل مداوم به سمت کاهش درآمد هر سهم متمایل می‌شوند (لاکونیشوک، شلیفر^{۳۹} و ویشنی^{۴۰}، ۱۹۹۴). سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی، اهرم مالی (کمپیل و تو مو، ۲۰۰۴)، اهرم عملیاتی (چان و لاکونیشوک، ۲۰۰۴) و نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌های بالایی دارد. به علاوه نسبت‌های ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M) (فاما و

کیم‌هین‌هو^۳ و هیانگ‌لیائو^۴، ۲۰۱۳؛ بلازنکو^۵ و فو^۶، ۲۰۱۳؛ آتاناساکاس^۷، ۲۰۰۹؛ بادنه‌ورست^۸، ۲۰۱۶؛ کریسپی^۹، لیوربا^{۱۰}، دامینگوئز^{۱۱}، مارتین‌گالان^{۱۲}، سابرو^{۱۳} و گراتاکوز^{۱۴}، ۲۰۰۸؛ کرانکوئیست و همکاران، ۲۰۱۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۸؛ قرقوری^{۱۵}، استریجکواسکی^{۱۶} و ویراراقوان^{۱۷}، ۲۰۱۳؛ گولن^{۱۸}، خینگ^{۱۹} و ژانگ، ۲۰۱۱؛ هال^{۲۰}، وهاما^{۲۱} و آیجو^{۲۲}، ۲۰۱۴؛ سو^{۲۳}، لی^{۲۴}، چانگ^{۲۵} و فانگ^{۲۶}، ۲۰۱۵؛ کانگ^{۲۷} و دینگ^{۲۸}، ۲۰۰۵؛ یه^{۲۹} و سو^{۳۰}، ۲۰۱۴؛ یین^{۳۱}، سون^{۳۲} و یان^{۳۳}، ۲۰۰۴). برخی نیز درباره شوک‌های اقتصادی و اثرات آنها بر سهام رشدی و ارزشی و قیمت آن سهام مطالعه کرده‌اند (بلاک^{۳۴} و مک‌میلان^{۳۵}، ۲۰۰۶).

1. Addae-Dapaah
2. Webb
3. Kim Hin Ho
4. Hiang Liow
5. Blazenko
6. Fu
7. Athanassakos
8. Badenhorst
9. Crispi
10. Llurba
11. Dominguez
12. Martin-Gallen
13. Cabero
14. Gratacos
15. Gharghori
16. Strykowski
17. Veerarahavan
18. Gulen
19. Xing
20. Hahl
21. Vähämaa
22. Äijö
23. Hsu
24. Lee
25. Chang
26. Fung
27. Kang
28. Ding
29. Yeh
30. Hsu
31. Yen
32. Sun
33. Yan
34. Black
35. McMillan

36. Campbell
37. Tuomo
38. Yufen
39. Shleifer
40. Vishny

پاسخگویی به این سؤال اصلی است که آیا ریسک تجاری سهام رشدی و سهام ارزشی در شرایط بحران اقتصادی میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با یکدیگر متفاوت است یا خیر. با توجه به اینکه پژوهشگران پیشین ریسک اهرمی و تجاری سهام ارزشی و رشدی را مقایسه کرده‌اند، نتایج این مطالعه با تأکید بر دوره ثبات و بحران اقتصادی، اساس و پایه مفاهیم تجریدی رفتار متفاوت ریسک تجاری در سهام رشدی و ارزشی را در شرایط نابسامان اقتصادی توضیح و تشریح می‌کند و زیرساختی برای مطالعاتی می‌شود که در آینده در این زمینه انجام می‌شوند. از سوی دیگر، دست‌اندرکاران بازار سرمایه و فعالان اقتصادی و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای امور سرمایه‌گذاری می‌توانند به نتایج پژوهش استناد کنند.

این مقاله به این صورت ساختار بندی شده است که ابتدا مبانی نظری و تجربی پژوهش و عوامل مؤثر بر تفاوت ریسک اهرمی و غیراهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی مشخص می‌شوند؛ سپس روش‌شناسی پژوهش بررسی و در قالب آن جامعه و نمونه ارائه می‌شود. پس از آن نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها ارائه و در بخش آخر نتایج و پیشنهادها براساس این یافته‌ها مطرح می‌شوند.

مبانی نظری

بخش بزرگی از دارایی‌های سهام ارزشی دارایی‌های ثابت و با نقدشوندگی پایین‌اند و در زمان بحران اقتصادی انتظار می‌رود نتوانند به سرعت خود را با شرایط انطباق دهند؛ بنابراین، ریسک دارایی‌های آنها بیشتر است. در آن سوی طیف، سهام رشدی قرار دارد که بیشتر دارایی‌های آنها به دارایی‌های نامشهود مربوط می‌شود و خود را با

شوارت^۱ (۱۹۹۷)، درآمد به قیمت هر سهم (E/P) (فاما، ۱۹۸۱) و جریان نقدی به قیمت هر سهم (C/P) (فاما و فرنچ، ۱۹۸۹) برای سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی بالاتر و به طور کلی سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی زودبازده‌تر است (فاما و فرنچ، ۱۹۹۷ و ۲۰۰۷؛ گروت^۲ و ورچور^۳، ۲۰۰۲).

با توجه به پژوهش‌های فاما و فرنچ (۲۰۰۳؛ ۲۰۰۷) و گالن و همکاران (۲۰۰۸)، در صورتی که بازار سرمایه کارا باشد، سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی ریسک بیشتری دارد. به همین دلیل از سبد سهامی که شامل تعداد زیادی از سهام رشدی باشد، بازده بیشتری انتظار می‌رود. در مقابل، بازار، بازده کمتری از سهام ارزشی انتظار دارد (فاما و فرنچ، ۲۰۰۳ و ۲۰۰۷؛ گروت و ورچور، ۲۰۰۲). به علاوه با توجه به پژوهش‌های فاما و فرنچ (۲۰۰۷) و پتکووا، آکباس^۴، بوهمر^۵ و جنس^۶ (۲۰۱۰) قدرت پیش‌بینی بازده موردانتظار بازار به وسیله سهام ارزشی از سهام رشدی بیشتر است (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷؛ پتکووا و ژانگ، ۲۰۰۵).

تفاوت ریسک اهرمی و تجاری میان سهام رشدی و ارزشی، مطالب ذکر شده را تأیید می‌کند. حال آنکه شرکت‌های ارزشی در شرایط بحران اقتصادی به دلیل ماهیت دارایی‌های خود، قدرت کمتری برای انطباق با شرایط بحران دارند؛ بنابراین، این مسئله در شرایط ناپایدار و بحران اقتصادی نسبت به شرایط پایدار و ثبات اقتصادی نیز متفاوت است. بر این اساس و با تکیه بر روش‌ها و مفاهیم تجریدی و آماری، این پژوهش درصدد

1. Schwert
2. Groot
3. Verschoor
4. Akbas
5. Boehmer
6. Genc

به همین دلیل، اینگونه سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاران در سهام رشدی حاشیه اطمینان بالاتری دارند (حبیبی‌ثمر و همکاران، ۲۰۱۶)؛ در واقع، سهام ارزشی نوعی از سهام است که سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری یا دیگر شاخص‌های بنیادی آن در مقایسه با شرکت‌های مشابه 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 ارزان‌تری می‌شود (فروغی، صمدی و مؤذنی، ۲۰۱۱). در جدول (۱) تعاریف سهام رشدی و ارزشی در طیفی وسیع‌تر و براساس نظرهای پژوهشگران مختلف ارائه شده است.

شرایط بحران بیشتر تطبیق می‌دهد. در ادامه این بخش تعاریف مفهومی متغیرهای مدنظر ارائه شده است.

بازده سهام عبارت است از مجموعه عایداتی که در طول یک دوره مالی به این شرح به دارنده سهم تعلق می‌گیرد: (۱) تغییر قیمت: تغییرات قیمت سهم طی یک دوره، از عوامل اصلی بازده است که در اصطلاح بازده سرمایه‌ای^۱ نامیده می‌شود. (۲) سود نقدی هر سهم: که پس از کسر مالیات به سهامداران پرداخت می‌شود و سود تقسیمی^۲ نامیده می‌شود. (۳) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام: سهامداران شرکت‌های سهامی عام در خرید سهام جدیدی که شرکت پس از افزایش سرمایه منتشر می‌کند، نسبت به دیگران اولویت دارند و می‌توانند در ظرف مهلت مقرر از حق خود استفاده کنند. این حق ارزش مبادلاتی دارد. (۴) مزایای ناشی از سود سهم یا سهام جایزه: برخی شرکت‌ها ترجیح می‌دهند سود را به صورت سهام جایزه به سهامداران پرداخت کنند؛ بنابراین، به جای سود نقدی، تعدادی سهام به سهامداران تخصیص می‌یابد (قائم‌ی و طوسی، ۲۰۰۶). **سهام رشدی** سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن از میانگین بازار بالاتر است. سهام رشدی به شرکت‌هایی متعلق است که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و تا حد امکان از توزیع سود خودداری می‌کنند (حبیبی‌ثمر و همکاران، ۲۰۱۶). **سهام ارزشی** سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن از میانگین بازار پایین‌تر است. سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، به ارزش روز شرکت توجه می‌کنند؛ بدون آنکه انتظار رشد چشمگیر یا تغییر عمده در سودآوری شرکت داشته باشند.

1. Capital gain

2. Dividend

جدول (۱) تعاریف سهام رشدی و ارزشی

منبع	تعریف	نوع سهام
لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴)	سهام رشدی به سهامی گفته می‌شود که در گذشته عملکرد خوبی داشته است و بازار انتظار دارد این عملکرد در آینده نیز تداوم داشته باشد.	سهام
فا و فرنچ (۱۹۹۸)	سهام شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری در آنها پایین است، رشدی نامیده می‌شود.	
هاگن ^۱ (۲۰۱۰)؛ فاما و فرنچ (۲۰۰۷)	سهامی است که قیمت آن در مقایسه با جریان نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری فعلی، بالاتر از میانگین است؛ بنابراین، در بلندمدت سهام رشدی بازدهی کمتری نسبت به سهام ارزشی خواهد داشت که با توجه به معیارهای ذکر شده قیمتی پایین‌تر از میانگین دارد.	سهام رشدی
ریلی ^۲ و براون ^۳ (۲۰۰۲)	سهام رشدی سهامی است که انتظار می‌رود برای برخی از دوره‌ها در آینده، بازدهی متناسب با ریسک سود بالاتر از نرخ متوسط داشته باشند؛ این به معنای آن است که هر سهمی که قیمت آن پایین‌تر تعیین شده است، سهم رشدی تلقی می‌شود. بدون توجه به اینکه متعلق به چه شرکتی است. متقابلاً سهام یک شرکت رشدی که سهام آن به قیمت بالایی تعیین شده است، می‌تواند به یک سهم بورس‌بازی تبدیل شود و بازدهی کمتر از میانگین داشته باشد. شرکت رشدی آن فرصت و توانایی را دارد که سرمایه خود را در پروژه‌هایی به جریان بیندازد که نرخ بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه به همراه دارد.	سهام رشدی
گراهام ^۴ و داد ^۵ (۱۹۳۴)	سهام ارزشی به سهامی اطلاق می‌شود که قیمت بازار آنها در مقایسه با یک معیار سنجش بنیادی، پایین باشد. معیارهای بنیادی متفاوتی برای گزینش سهام ارزشی وجود دارد. برای مثال: شرکت‌هایی که سهامشان زیر ارزش دفتری معامله می‌شوند؛ سهامی که نسبت قیمت به درآمد پایین دارند یا آن دسته سهامی که نسبت قیمت به فروش آنها پایین است.	سهام ارزشی
شارپ ^۶ (۱۹۶۴)	سهام ارزشی نوعی از سهام است که سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری 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 ^۶ (P/E) و نسبت ارزش دفتری به قیمت هر سهم ^۷ (B/P)، سهامی با قیمت ارزان ارزیابی می‌شود.	
لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴)	برخی سهام ارزشی را نوعی سهم می‌دانند که قیمت آن براساس معیارهایی چون سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری یا دیگر شاخص‌های بنیادی هر سهم آن در مقایسه با شرکت‌های مشابه در آن صنعت کمتر است و در نتیجه با در نظر گرفتن معیارهایی مانند B/P و P/E ارزان است.	
لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴)	سهام ارزشی به سهامی گفته می‌شود که در گذشته عملکرد ضعیفی داشته است و بازار انتظار دارد این عملکرد ضعیف در آینده نیز تداوم داشته باشد.	
فاما و فرنچ (۱۹۹۸)	سهام شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری در آنها بالا بوده است، ارزشی نامیده می‌شود.	
فاما و فرنچ (۲۰۰۳)	سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آنها، پایین‌تر از میانگین بازار است.	سهام ارزشی

1. Haugen
2. Reilly
3. Brown
4. Graham
5. Dodd
6. Price to earnings ratio
7. Book to price ratio
8. Sharpe

تعریف ساده ریسک، احتمال وقوع زیان مالی است. مفهوم ریسک را می‌توان درباره یک قلم دارایی یا سبد (مجموعه‌ای از دارایی‌ها) بررسی کرد. در مباحث مالی ریسک به دو دسته تقسیم می‌شود: ریسک سیستماتیک (اجتناب‌ناپذیر) و ریسک غیرسیستماتیک (اجتناب‌پذیر) (مهرآرا، حیدری‌ظهیری و فلاحی، ۲۰۱۳).

ریسک سیستماتیک^۱ + ریسک غیرسیستماتیک^۲ = ریسک کل ورقه بهادار

از مهم‌ترین مباحث در بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها به‌ویژه ریسک سیستماتیک است که نقش مؤثری در تصمیم‌گیری‌ها دارد؛ زیرا اعتقاد بر این است که بازده سهام شرکت‌ها، تابعی از ریسک سیستماتیک است و ریسک سیستماتیک، نشان‌دهنده تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام است (حاجیها و صفری، ۲۰۱۸). ریسک سیستماتیک (اجتناب‌ناپذیر) به عوامل بازار مربوط است که بر تمام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و از طریق متنوع‌سازی حذف نمی‌شود. عواملی نظیر جنگ، تورم غیرمنتظره، حوادث بین‌المللی، رویدادهای سیاسی، ریسک نرخ بهره، ریسک تورم، ریسک بازار، ریسک تجاری و ریسک مالی از جمله ریسک‌های سیستماتیک‌اند (فیشر^۳ و جردن^۴، ۱۹۹۱). بخشی از کل ریسک شرکت که به ترکیب دارایی‌ها و تصمیم‌های عملیاتی مربوط است، ریسک تجاری نامیده می‌شود. پیامدهای اینگونه تصمیم‌گیری‌ها همراه با تغییر در محیط عملیاتی شرکت، تعیین‌کننده سود قبل از بهره و مالیات خواهد بود. در بیشتر مواقع ریسک تجاری را برحسب تغییرپذیری سود عملیاتی بیان می‌کنند؛

هرقدر درجه اهرم عملیاتی بزرگ‌تر باشد ریسک تجاری بیشتر می‌شود (نووه^۵، ۱۹۸۹). ریسک تجاری احتمال زیان‌های حاصل از عملیات ضروری مانند تکمیل محصولات است و مانند درآمدهای شرکت شناسایی می‌شود. سه معیار اندازه‌گیری ریسک تجاری، شامل نوسان‌های درآمد، اهرم عملیاتی و نسبت سود تقسیمی است (هومس^۶، مک‌آرتور^۷ و استراناهان^۸، ۲۰۱۲). **بحران مالی^۹ یا فروپاشی^{۱۰}** بازارهای مالی در شرایطی است که در آن مشکلات انتخاب نامساعد و مخاطره اخلاقی بسیار بدتر شده است و بازارهای مالی قادر نیستند وجوه خود را به کسانی انتقال دهند که فرصت‌های با ظرفیت بهره‌وری بالاتر سرمایه‌گذاری دارند؛ بنابراین، بحران مالی نتیجه ناتوانی بازارهای مالی برای عملکرد کاراست که سبب انقباض شدید در فعالیت اقتصادی می‌شود (میشکین^{۱۱}، ۲۰۰۱).

مطالعات مختلفی سهام رشدی و ارزشی و تفاوت‌های این دو نوع سهام در داخل و خارج کشور را بررسی کرده‌اند که شمار زیادی از آنها تجزیه و تحلیل شده است که به‌طور مختصر در ادامه می‌آیند. این پژوهش‌ها در دو دسته کلی پژوهش‌های خارجی و داخلی طبقه‌بندی شده‌اند که ابتدا به پژوهش خارجی و سپس پژوهش‌های داخلی اشاره شده است.

پتکوا و ژانگ (۲۰۰۵) و چوی (۲۰۱۳) نشان دادند در شرایط بحران اقتصادی، ریسک سهام ارزشی به دلایلی از جمله ساختار دارایی‌ها، ریسک سیستماتیک دارایی‌ها و درصد اهرم شرکت‌های ارزشی، نسبت به ریسک

5. Neveu
6. Houmes
7. MacArthur
8. Stranahan
9. Financial Crises
10. Disruption
11. Mishkin

1. Systematic risk
2. Non-Systematic risk
3. Fischer
4. Jordan

اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه دولتی و تفاوت بین نرخ اوراق قرضه بلندمدت و نرخ اوراق قرضه کوتاه مدت، تفاوت‌هایی سیستماتیک براساس شاخص‌های اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازارند که هرچه این تفاوت‌ها بیشتر شوند، موجب بالارفتن شرایط بحران اقتصادی می‌شوند (بحران بیشتر می‌شود) که بر این اساس پایین رفتن ارزش سهام شرکت‌های ارزشی نسبت به شرکت‌های رشدی سریع‌تر کاهش می‌یابد. آنها نتیجه گرفتند که اندازه و ارزش مازاد، برای جبران خطرات ناشی از قرار گرفتن در معرض شرایط اعتباری بازار و نرخ بهره است. سو و همکاران (۲۰۱۵) با تکیه بر الگوی سه‌عاملی فاما و فرنچ نشان دادند نسبت سود به قیمت^۵ و نسبت سود تقسیمی به قیمت^۶ بهتر از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در تشخیص سهام ارزشی و رشدی هستند. کرانکوئیست و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند سبک یک سرمایه‌گذار به صورت بیولوژیکی است و تا حدی در او از بدو تولد ریشه دوانده است. به علاوه آنها نشان دادند تقاضای معاملات پوشش ریسک یک سرمایه‌گذار به منزله تعصبات رفتاری، سبک سرمایه‌گذاری را توضیح می‌دهد؛ در نهایت، آنها یافتند که نظریه دوره زندگی، سبک یک سرمایه‌گذار را توضیح داده است که به سبک سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود. چوی (۲۰۱۳) این موضوع را بررسی کرده است که چگونه ریسک دارایی‌ها و اهرم مالی، ریسک پویای حقوق صاحبان سهام ارزشی را در مقابل سهام رشدی توضیح می‌دهد. در طول دوره رکود اقتصادی، بتای دارایی‌ها و اهرم شرکت‌های ارزشی افزایش می‌یابد که سبب افزایش شدید بتای حقوق صاحبان سهام خواهد شد؛ به عبارت دیگر، بتای دارایی‌های شرکت‌های رشدی خیلی

شرکت‌های رشدی افزایش می‌یابد.^۱ جلیلوند^۲ و کیم^۳ (۲۰۱۳) ادعا می‌کنند که تفاوت‌های ارزشیابی شرکت‌های رشدی و ارزشی ممکن است به وسیله تفاوت اساسی fdk نوآوری و راهبردهای مالی شرکت‌های ارزشی و رشدی توضیح پذیر باشد. نتایج آنها نشان می‌دهد شرکت‌های ارزشی در طول دوره نامطلوب اقتصادی برای تثبیت وضعیت خود با جمع‌آوری پول نقد و دارایی‌های جاری، سپری در برابر خطرات بحران مالی ایجاد می‌کنند. با این حال، مطالعات مختلف نشان می‌دهند ریسک منبع صرف ارزش نیست. لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴) نشان دادند بتای سهام ارزشی بالاتر از بتای سهام رشدی در شرایط مناسب اقتصادی است؛ اما بتای سهام ارزشی در شرایط نامناسب اقتصادی از بتای سهام رشدی پایین‌تر است. پتکوا و ژانگ (۲۰۰۵) دریافتند اصول بنیانی اقتصادی شرکت‌های ارزشی به شوک‌های اقتصادی پاسخ منفی می‌دهد؛ در حالی که سهام رشدی اینگونه نیست. نتایج آنها نشان داد در شرایط نامطلوب اقتصادی و ریسکی، سبد سهام ارزشی حداقل در کشورهای دارای شرایط نامناسب اقتصادی، بازده بالاتری دارد. هان^۴ و لی (۲۰۰۶) بررسی کردند که آیا عوامل اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر ریسک‌های موجود در نوسانات چرخه کسب و کار تأثیر می‌گذارند یا خیر. آنها یافتند که تفاوت احتمال نکول بین

۱. براساس نظرهای پتکوا و ژانگ (۲۰۰۵) ریسک دارایی‌های ارزشی براساس الگوی هزینه سرمایه مطابق الگوی زیر با افزایش بتای غیراهرمی و نسبت بدهی به سرمایه، افزایش می‌یابد؛ بنابراین، ریسک سهام ارزشی در مقایسه با ریسک سهام رشدی در شرایط بحران اقتصادی بیشتر است.

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t_c) \frac{D}{E}]$$

β_L : بتای اهرمی شرکت

β_U : بتای غیراهرمی شرکت (بتای شرکت بدون هر نوع بدهی)

$\frac{D}{E}$: نسبت بدهی به حقوق مالکانه

2. Jalilvand

3. Kim

4. Hahn

5. E/P

6. D/P

حالی که در زمان رونق سهام رشدی کوچک نقدشوندگی بیشتری نسبت به سهام ارزشی کوچک دارد. پژوهش آنها نشان داد سرمایه‌گذاران در زمان رکود سهام‌های ارزشی را نسبت به سهام‌های رشدی با شدت بیشتری می‌فروشند و این فعالیت اثرات نسبتاً بیشتری در عدم نقدشوندگی سهام‌های ارزشی خواهد داشت. آکباس، بوهرمر، جنس و پتکووا (۲۰۱۰) دریافتند که در زمان‌های رکود سهام‌های ارزشی ریسک نقدشوندگی بالاتری نسبت به زمان‌های رونق دارند؛ در حالی که برای سهام رشدی برعکس است؛ یعنی در زمان‌های رونق ریسک نقدشوندگی بالاتری نسبت به زمان‌های رکود دارند. از طرفی در زمان رکود سهام‌های ارزشی کوچک نقدشوندگی بیشتری از سهام‌های رشدی کوچک دارند؛ در حالی که در زمان رونق سهام رشدی کوچک نقدشوندگی بیشتری نسبت به سهام ارزشی کوچک دارد. آتاناساکاس (۲۰۰۹) برای شرکت‌های کانادایی نشان داد جستجو و شناسایی سهام ارزشی بر اساس نسبت قیمت به سود بهتر از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. فاما و فرنچ (۲۰۰۷) عوامل تشکیل دهنده بازده سهام را در دو سبد سهام رشدی و سهام ارزشی بررسی کردند. آنها با استفاده از داده‌های مربوط به سال‌های ۲۰۰۶-۱۹۲۶ و تفکیک سهام رشدی و ارزشی به سهام بزرگ و کوچک، با تشکیل شش سبد رشدی کوچک، رشدی بزرگ، خنثی کوچک، خنثی بزرگ، قیمتی کوچک و قیمتی بزرگ، دیدگاه رفتارگرایان و عقلانی در زمینه بازده سهام رشدی و ارزشی را مقایسه کردند و دریافتند که سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی توانایی بیشتری برای توضیح صرف ریسک بازار دارد. براساس مطالعه بلاک و مک‌میلان (۲۰۰۶) به دنبال یک شوک، انتظار می‌رود بی‌ثباتی و نوسان در آینده افزایش یابد که این سبب افزایش در نرخ‌های الزامی بازدهی می‌شود که ناشی از کاهش

کمتر نسبت به شرایط اقتصادی حساس است. او نشان داد اثرات متقابل بتای شرطی با صرف ریسک بازار و نوسانات، بخش بزرگی از صرف ارزش غیرشرطی را توضیح می‌دهد. تغییرات در شرایط بازار و ادراک سرمایه‌گذاران ممکن است اثرات بالقوه سهام بازار یک شرکت و فرصت‌های رشد آن را تغییر دهد. مطالعه بلازنکو و فو (۲۰۱۳) نشان داد سودآوری برای شرکت‌های ارزشی پرداخت‌کننده سود در مقایسه با شرکت‌های رشدی پرداخت‌کننده سود، بازدهی را به میزان بیشتری افزایش می‌دهد. در ادامه نتایج نشان داد شرکت‌های رشدی بازدهی پایین‌تری از شرکت‌های ارزشی دارند. اسل^۱ و جلیونند (۲۰۱۵) دریافتند که در محیط آشفته بازار مانند حساب دات کام^۲ (۱۹۹۹-۲۰۰۲) و بحران وام‌های رهنی^۳ (۲۰۰۹-۲۰۰۷)، شرکت‌های رشدی در تمایل به استفاده از تأمین مالی برای فرصت‌های رشد و نوآوری انعطاف‌پذیرترند؛ در حالی که شرکت‌های دیگر برای تثبیت وضعیت خود با جمع‌آوری پول نقد و دارایی‌های نقد برای ایجاد سپر در برابر خطر بحران مالی تلاش می‌کنند. آنها بیشتر استدلال می‌کنند که چنین تصمیم‌گیری‌هایی ممکن است ریسک شرکت و ادراک سرمایه‌گذاران را تغییر دهد. پتکووا و همکاران (۲۰۱۰) اثر تغییرات زمانی ریسک نقدشوندگی را بر سهام رشدی و ارزشی بررسی کرده‌اند. آنها دریافتند که سهام‌های ارزشی در زمان‌های رکود، ریسک نقدشوندگی بالاتری نسبت به زمان‌های رونق دارند؛ در حالی که برای سهام رشدی برعکس است؛ یعنی در زمان‌های رونق ریسک نقدشوندگی بالاتری نسبت به زمان‌های رکود دارند. از طرفی در زمان رکود سهام‌های ارزشی کوچک نقدشوندگی بیشتری از سهام‌های رشدی کوچک دارند؛ در

1. Asal

2. Dot.Com Bubble

3. Sub-Prime mortgage crisis

قیمت فعلی است. نتایج مطالعه حیبی ثمر و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهد بین ریسک بازار (بتا) و بازده واقعی سهام رشدی، رابطه خطی معکوس، قوی و معنادار و بین ریسک بازار (بتا) و بازده واقعی سهام ارزشی، رابطه خطی مستقیم برقرار است. به علاوه بین ریسک نقدشوندگی و بازده واقعی سهام رشدی و ارزشی (در هر دو) رابطه خطی مثبت وجود دارد؛ ولی میزان و شدت رابطه بازده واقعی با ریسک نقدشوندگی در شرکت‌های رشدی بسیار بیشتر از شرکت‌های ارزشی دیده شد. زمانی (۲۰۱۲) نشان می‌دهد هنگامی که از معیار ارزش دفتری به ارزش بازار برای تقسیم شرکت‌ها به رشدی و ارزشی استفاده می‌شود، دست‌کم در پنج سال از ۷ سال دوره پژوهش، تفاوت معنی‌داری در اندازه، بازده و ریسک سرمایه‌گذاری در سهام رشدی و ارزشی مشاهده می‌شود. از طرف دیگر، وقتی از معیار قیمت به سود برای تقسیم شرکت‌ها به رشدی و ارزشی استفاده می‌شود، در تعداد سال‌های کمتری (حداکثر ۳ سال) این تفاوت معنی‌دار در سهام رشدی و ارزشی مشاهده می‌شود که نشان‌دهنده کارایی بیشتر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در بیان تفاوت این دو سبد از نظر اندازه، بازده و ریسک سرمایه‌گذاری است. مطالعه پورابراهیمی، پویان‌فر و موسوی (۲۰۱۳) بیان‌کننده تأیید فرضیه بازخورد نوسانات است. این اثرات برای سهام ارزشی بیش از سهام رشدی و برای شوک‌های منفی بیش از شوک‌های مثبت است. مطالعه عبدالله‌زاده‌فرد (۲۰۰۶) نشان داد بازده سهام رشدی بیشتر از بازده سهام ارزشی و بازده شرکت‌های بزرگ بیشتر از بازده شرکت‌های کوچک بوده است. به علاوه درباره ارتباط سود تقسیمی و سود سرمایه با بازده سهام، این نتیجه حاصل شد که این دو متغیر تأثیر مثبت بر بازده دو نوع سهام ارزشی و رشدی و بازده شرکت‌های کوچک و بزرگ داشته‌اند. فروغی و

همکاران (۲۰۱۱) ریسک سهام رشدی و ارزشی را در بورس اوراق بهادار تهران مقایسه کردند. این مطالعه نزدیک‌ترین کار به پژوهش حاضر است؛ حال آنکه معیار ریسک در این پژوهش ریسک اهرمی است نه ریسک غیراهرمی. به علاوه برای بررسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک بازار و ریسک سیستماتیک سهام قیمتی و رشدی، بازه زمانی پژوهش به چهار گروه رکود، میانی، توسعه و اوج تقسیم شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در گروه رکود، ارتباط بین ریسک سیستماتیک سهام رشدی با ریسک سیستماتیک بازار، بیشتر از سهام قیمتی است. در گروه‌های میانی و توسعه، این ارتباط برای ریسک سیستماتیک سهام قیمتی بیشتر از سهام رشدی است و در گروه اوج هیچ‌گونه ارتباط معنی‌داری بین ریسک سیستماتیک بازار و ریسک سیستماتیک سهام رشدی و قیمتی وجود ندارد. قدرت پیش‌بینی‌کنندگی ریسک سیستماتیک بازار به وسیله سهام قیمتی نسبت به سهام رشدی برتری خاصی ندارد. قالیباف‌اصل، بابالویان و جولای (۲۰۰۸) نشان دادند برخلاف یافته‌های حاصل از پژوهش فاما و فرنچ، در بورس اوراق بهادار تهران متوسط بازده کل سهام رشدی بیشتر از سهام ارزشی است. مطالعه شاه‌بند (۲۰۰۶) نشان داد فاکتور اندازه شرکت برای تشخیص سهام رشدی و ارزشی از یکدیگر مناسب نیست و یک سرمایه‌گذار در حالت رونق بازار، با خرید سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی به صرف ریسک بالاتری دست پیدا می‌کند. به علاوه بازده سهام ارزشی از سهام رشدی در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر است.

با توجه به روابط جدایی‌ناپذیر بین ریسک و بازده موردانتظار و وابسته بودن تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در زمینه خرید و فروش سهام و معاملات آینده آنان به تحلیل ریسک و بازده، لازم است درباره هر دو مبحث ریسک و

تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزارهای Excel و SPSS استفاده شده است.

جامعه آماری، همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره مطالعه پژوهش (۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶)، در سه بخش تعریف می‌شود که شامل یک دوره بحران و دو دوره ثبات اقتصادی است. بخش اول (اولین ثبات) تحلیل‌ها بر داده‌های سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷، بخش دوم (اولین بحران) تحلیل‌ها بر داده‌های سال‌های ۱۳۸۸ تا نیمه اول ۱۳۹۵ و بخش سوم (دومین ثبات) آزمون‌ها بر داده‌های سال‌های نیمه دوم ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۶ انجام شده است. در جدول (۴) دوره ثبات و بحران اقتصادی مدنظر در این پژوهش مشخص شده است. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده و سه معیار زیر در نظر گرفته شده است: (۱) شرکت‌ها باید همه اطلاعات مورد نیاز را برای محاسبه متغیرهای پژوهش در دوره زمانی ۱۳۷۸ (۱۹۹۹) تا ۱۳۹۶ (۲۰۱۷) داشته باشند. (۲) همه شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۷۸ (۱۹۹۹) در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۶ (۲۰۱۷)، نماد آنها از تابلو معاملات بورس حذف نشده باشد. (۳) جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند. براساس شرایط نمونه آماری و براساس جدول (۲)، اطلاعات تعداد ۱۱۸ شرکت برای نمونه، انتخاب و بررسی شده است.

بازده مطالعاتی انجام شود. حال آنکه تقسیم این مطالعات در دو بخش سهام رشدی و ارزشی به بررسی‌های بیشتری نیازمند است. در بخش بازده مطالعات مختلفی موضوع را بررسی کرده‌اند؛ اما تجزیه و تحلیل نتایج مطالعات خارجی و داخلی اشاره شده در پیشینه پژوهش نشان می‌دهد خلأ پژوهشی درباره ارزیابی و بررسی ریسک سهام رشدی و ارزشی وجود دارد. بررسی این مسئله در شرایط ثبات و بحران اقتصادی بیشتر دیده می‌شود؛ بنابراین هدف این پژوهش مقایسه ریسک اهرمی و غیراهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران و ثبات اقتصادی میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و براساس مبانی نظری و تجربی بیان شده، فرضیه‌هایی که در این پژوهش آزمون می‌شوند عبارت‌اند از: (۱) بتای اهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران با هم تفاوت دارد، (۲) بتای اهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط ثبات با هم تفاوت دارد، (۳) بتای غیراهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران با هم تفاوت دارد، (۴) بتای غیراهرمی سهام رشدی و ارزشی در شرایط ثبات با هم تفاوت دارد.

روش پژوهش

داده‌های این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سایت‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و کدال است. به‌علاوه با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده و مبنای تحلیل داده‌ها به‌صورت ماهانه است. برای محاسبه متغیرها،

جدول (۲) روند انتخاب نمونه

تعداد	معیار
۵۰۵	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۶
	معیارها:
(۱۷۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۷۸-۱۳۹۶ در بورس فعال نبوده‌اند.
(۱۹۳)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۳۷۷ در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۱۸)	تعداد شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
۱۱۸	تعداد شرکت‌های نمونه

بعد از مدنظر قراردادن همه معیارهای بالا، تعداد ۱۱۸ شرکت به منزله جامعه غربالگری شده باقی مانده است که تمام آنها برای نمونه انتخاب شده‌اند؛ از این رو، مشاهدات طی بازه زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶ به ۲۲۴۲ سال - شرکت (۱۹ سال ۱۱۸× شرکت) می‌رسد. در جدول (۳) تعداد شرکت‌های نمونه به تفکیک صنایع ارائه شده است.

جدول (۳) توزیع فراوانی شرکت‌های نمونه بر حسب صنعت

تعداد شرکت‌های منتخب	صنعت	تعداد شرکت‌های منتخب	صنعت
۶	فلزات اساسی	۱۳	مواد و محصولات دارویی
۲	فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۲	منسوجات
۱۱	سیمان، آهک و گچ	۲	محصولات کاغذی
۶	سایر محصولات کانی غیر فلزی	۱۱	محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر
۴	ساخت محصولات فلزی	۱۰	محصولات شیمیایی
۱	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی	۱	محصولات چوبی
۱۶	خودرو و ساخت قطعات	۶	ماشین‌آلات و تجهیزات
۱	انتشار و چاپ و تکثیر	۴	ماشین‌آلات دستگاه‌های برقی
۱	استخراج کانه‌های فلزی	۵	لاستیک و پلاستیک
۱	استخراج سایر معادن	۴	کاشی و سرامیک
		۱۱	قند و شکر
	۱۱۸ شرکت		جمع

که در آن قیمت سهام $P_{i,t}$ در روز t ؛ $P_{i,t-1}$ قیمت سهام i در روز $t-1$ و $R_{i,t}$ بازدهی سهام i در روز t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، میزان تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت بررسی شده در رابطه زیر قرار می‌گیرد.

$$E(R_m) = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

که در آن I_t شاخص کل بازار در انتهای دوره t و I_{t-1} شاخص کل بازار در دوره $t-1$ است. برای اندازه‌گیری بتای اهرمی^{۱۸} از الگوی شاخصی^{۱۹} به شرح زیر استفاده شده است.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

که در آن R_i بازده سهام، α_i عنصر مستقل بازده از عملکرد کل بازار است و متغیری تصادفی (عرض از مبدأ)، β_i ریسک اهرمی (تغییرات موردانتظار در R_i را به ازای تغییر در R_m اندازه‌گیری می‌کند)، R_m بازدهی بازار و ε_i جزء خطا است. برای سنجش بتای غیراهرمی معادله هامادا^{۲۰} به شرح زیر استفاده شده است.

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t_c) \frac{D}{E}]$$

که در آن β_L بتای اهرمی، β_U بتای غیراهرمی، t_c نرخ مالیات در بازه زمانی مطالعه شده به سال، D کل بدهی در پایان سال مالی و E حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است. برای اندازه‌گیری دوره بحران اقتصادی از انحراف معیار صرف ریسک با توجه به تلاطم صرف ریسک در دوره زمانی پژوهش استفاده شده است. بدین صورت که هرچه میزان انحراف معیار صرف ریسک برای دوره‌ای بالاتر باشد، آن دوره به منزله دوره بحران و سایر دوره‌ها دوره ثبات در نظر گرفته می‌شود. بر این اساس و با توجه به جدول (۴) دوره بحران در پژوهش حاضر از سال ۱۳۸۸ تا نیمه اول سال ۱۳۹۵ است.

برای ممیزی سهام رشدی از ارزشی، از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار^۱ براساس پژوهش‌های روزنبرگ^۲، رید^۳ و لانشتین^۴ (۱۹۸۵)، چان، هامانو^۵ و لاکونیشوک (۱۹۹۱)، فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴)، لاپورتا^۶، لاکونیشوک، شیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، فاما و فرنچ (۱۹۹۸)، چان، کارسکی^۷ و لاکونیشوک (۲۰۰۳)، چان و لاکونیشوک (۲۰۰۴)، دات^۸، کیم^۹ و موخرجی^{۱۰} (۲۰۰۴)، هاگن (۲۰۰۴ و ۲۰۱۰)، هان، اونیل^{۱۱} و سویشر^{۱۲} (۲۰۰۷)، لی وو^{۱۳}، پاتاری^{۱۴} و کیلیا^{۱۵} (۲۰۰۹) و برید^{۱۶} و کساوکیا^{۱۷} (۲۰۱۱) استفاده شده است. بر این اساس تمام شرکت‌های مطالعه شده براساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (۴۰ درصد بالا به منزله شرکت‌های ارزشی و ۴۰ درصد پایین به منزله شرکت‌های رشدی) طبقه‌بندی شده‌اند. با توجه به اینکه بازده سهام ممکن است در چهار بخش (شامل تغییر قیمت، سود نقدی هر سهم، مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام، مزایای ناشی از سود سهم یا سهام جایزه) نمود پیدا کند، برای محاسبه بازده ماهانه سهام، داده‌های قیمتی تعدیل شده براساس افزایش سرمایه و سود و با تکیه بر فرمول زیر استفاده شده است.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

1. $\frac{BV}{MV}$
2. Rosenberg
3. Reid
4. Lanstein
5. Hamao
6. La Porta
7. Karceski
8. Dhatt
9. Kim
10. Mukherji
11. O'Neill
12. Swisher
13. Leivo
14. Patari
15. Kilpia
16. Bird
17. Casavecchia

18. Levered Beta

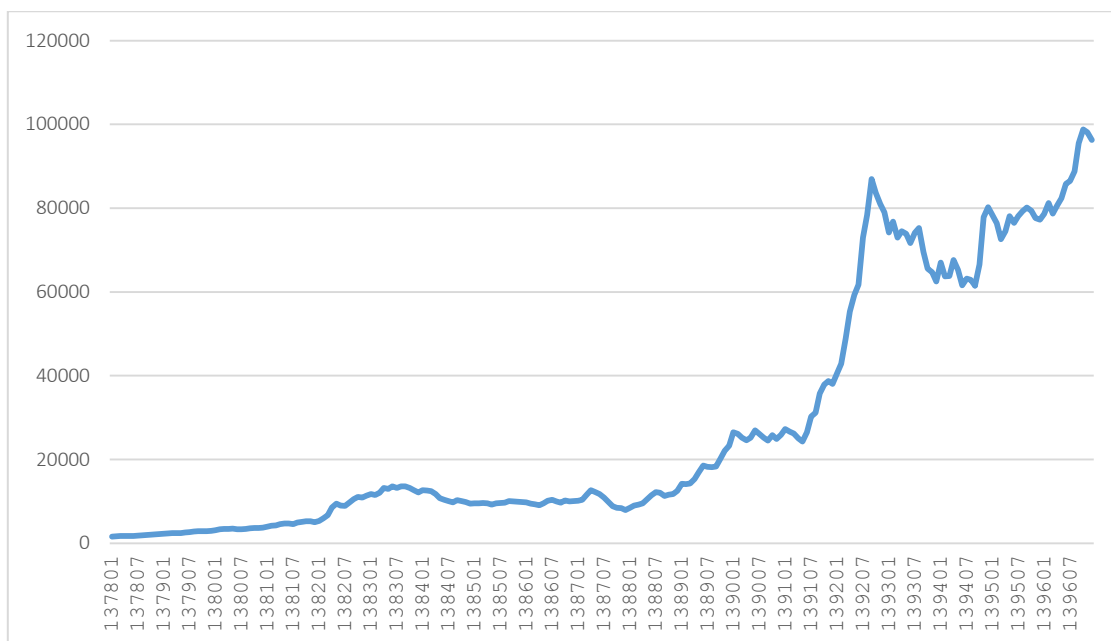
19. Index Model

20. Hamada's Equation

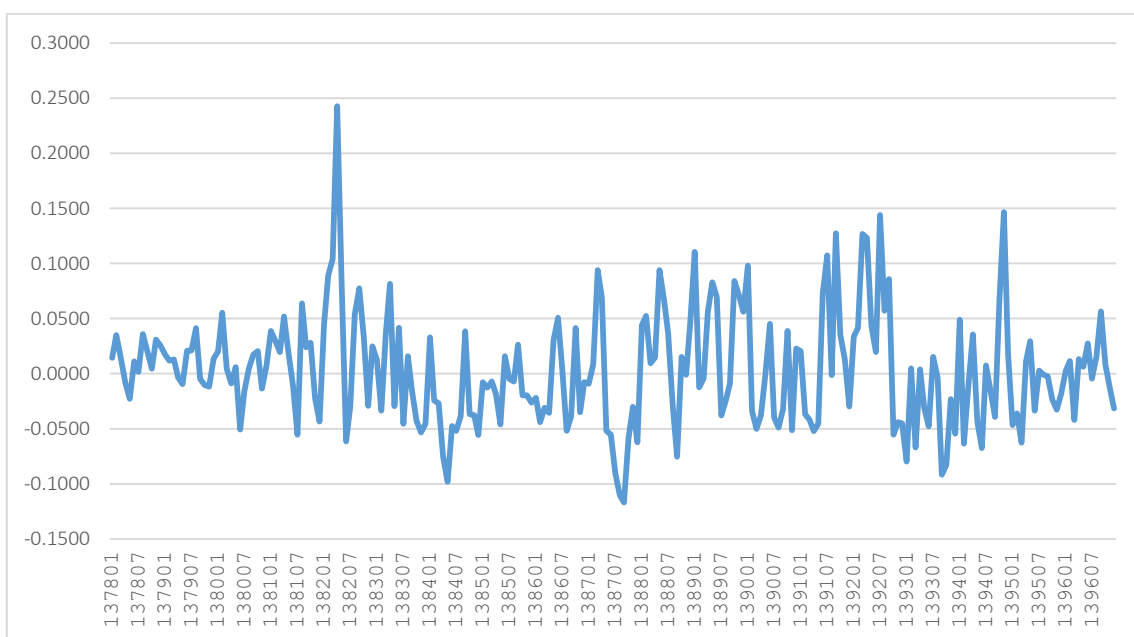
تلاطم صرف ریسک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی پژوهش به صورت ماهانه به شرح نمودارهای (۱) و (۲) است.

جدول (۴) دوره ثابت و بحران در بازه زمانی پژوهش

دوره	میانگین	انحراف معیار
۱۳۷۸-۱۳۸۷	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۴۷۵
نیمه اول (۱۳۸۸-۱۳۹۵)	۰/۰۰۹۰	۰/۰۵۷۲
۱۳۹۵- (نیمه دوم)	-۰/۰۰۱۳	۰/۰۲۲۹



نمودار (۱) تغییرات شاخص ماهانه بورس اوراق بهادار تهران (TSE) از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶



نمودار (۲) تغییرات شاخص ماهانه صرف ریسک ($R_m - R_f$) از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶

و (۷) ارائه شده است.

براساس نتایج جدول (۵) حاصل از آزمون یو مان - ویتنی، فرضیه اول پژوهش مبنی بر تفاوت معنی دار بین بتای اهرمی در شرایط بحران اقتصادی میان شرکت‌های ارزشی و رشدی (آماره Z برابر با ۲/۶۲۷- و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۰۹) تأیید می شود. نتایج نشان می دهد فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تفاوت بتای تجاری در شرایط بحران اقتصادی میان شرکت‌های رشدی و ارزشی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود (آماره Z برابر با ۲/۲۲۸- و سطح معنی داری برابر با ۰/۰۲۶). در زمینه فرضیه چهارم مبنی بر تفاوت بتای تجاری شرکت‌های ارزشی و رشدی در شرایط ثبات با توجه به سطح معنی داری، باید گفت فرضیه ذکر شده تأیید نمی شود (آماره Z برابر با ۰/۵۰۶- و سطح معنی داری برابر با ۰/۶۱۳).

با توجه به نرمال بودن متغیر بتای اهرمی در شرایط ثبات، فرضیه دوم پژوهش با استفاده از آزمون t بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه نشان می دهد سطح معنی داری برابر با ۰/۱۱۷، درجه آزادی برابر با ۹۴ و مقدار آماره آزمون t برابر با ۱/۴۶۲ است؛ بنابراین، فرضیه دوم یعنی تفاوت معنی دار بتای اهرمی میان سهام رشدی و ارزشی در شرایط ثبات اقتصادی رد می شود.

همان طور که از جدول (۶) پیداست، ریسک تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی با هم متفاوت است؛ بنابراین، جدول (۸) نشان می دهد ریسک تجاری میان کدام نوع سهام در شرایط بحران اقتصادی بیشتر از دیگری است. برای تحقق این امر از میانگین رتبه ریسک تجاری استخراج شده از آزمون یومان - ویتنی در دوره بررسی شده استفاده شده است.

الگوهایی که برای بررسی و اندازه گیری بتای اهرمی و غیراهرمی استفاده شده، شامل الگوی تک عاملی (شاخصی) برگرفته از شارپ (۱۹۶۴) و الگوی هامادا^۱ (۱۹۷۲) است که به شرح زیر نمایش داده شده اند. الگوی تک عاملی با به کارگیری تجزیه و تحلیل رگرسیون برآورد می شود. شیب منحنی رگرسیون، بتای یک دارایی و نقطه تقاطع آن آلفای دارایی در دوره مدنظر است.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t_c) \frac{D}{E}]$$

پیش از این، متغیرها و چگونگی محاسبه عامل‌ها بیان شده است. در ادامه، مباحث آزمون الگوها و سؤال اصلی و یافته‌های پژوهش ارائه می شود.

یافته‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا باید طبیعی بودن توزیع داده‌ها سنجیده شود. بدین منظور از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف استفاده شده است تا براساس نتایج آن آزمون مناسب برای سنجش هر فرضیه انتخاب شود. نتایج به شرح جدول (۵) نشان می دهد متغیر بتای اهرمی در شرایط ثبات، سطح معنی داری بزرگ تر از ۰/۰۵ و بنابراین، توزیع نرمال دارد. برای آزمون فرضیه دوم از آزمون تی مستقل^۲ استفاده می شود. سایر متغیرها شامل بتای اهرمی در شرایط بحران، بتای تجاری در شرایط بحران و بتای تجاری در شرایط ثبات، توزیع غیرطبیعی دارند؛ بنابراین، برای آزمون فرضیه‌های اول، سوم و چهارم از آزمون یومان - ویتنی^۳ استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون‌های یومان - ویتنی و تی مستقل در جدول‌های (۶)

1. Hamada
2. Independent -Sample T Test
3. Mann-Whitney U

جدول (۵) آزمون طبیعی بودن توزیع داده‌های پژوهش با استفاده از آزمون K-S

شرایط ثبات	شرایط بحران	شرایط ثبات	شرایط بحران		
۹۶	۹۶	۹۶	۹۶	N	
۰/۰۵۳۷	۰/۳۲۴۰	۰/۳۰۱۰	۰/۸۱۳۰	Mean	Normal Parameters ^a
۰/۳۵۷۳۱	۰/۴۱۸۴۱	۰/۳۳۵۶۱	۰/۶۱۳۸۲	Std. Deviation	
۰/۳۳۶	۰/۱۹۱	۰/۰۷۹	۰/۱۴۹	Absolute	Most Extreme Differences
۰/۲۴۹	۰/۱۷۸	۰/۰۷۹	۰/۱۴۹	Positive	
-۰/۳۳۶	-۰/۱۹۱	-۰/۰۵۸	-۰/۱۲۴	Negative	
۳/۲۹۳	۱/۸۷۱	۰/۷۷۴	۱/۴۵۸	Kolmogorov-Smirnov Z	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۵۸۷	۰/۰۲۸	Asymp. Sig. (2-tailed)	

جدول (۶) نتایج آزمون فرضیه‌های اول، سوم و چهارم با استفاده از آزمون یومان - ویتنی

فرضیه چهارم (بتای غیراهرمی در شرایط ثبات)	فرضیه سوم (بتای غیراهرمی در شرایط بحران)	فرضیه اول (بتای اهرمی در شرایط بحران)	
۱۰۳۶	۸۴۸	۷۹۳/۵۰۰	Mann-Whitney U
۲۲۱۲	۲۰۲۴	۱۹۶۹/۵۰۰	Wilcoxon W
-۰/۸۵۰	-۲/۲۲۸	-۲/۶۲۷	Z
۰/۳۹۵	۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	Asymp. Sig. (2-tailed)

جدول (۷) نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از آزمون t

F	sig	df	t	انحراف معیار	میانگین	تعداد	نوع شرکت	متغیر مدنظر برای مقایسه	فرضیه
۲/۵۰۶	۰/۱۱۷	۹۴	۱/۴۶۲	۰/۳۷۰۶۹	۰/۳۵۰۸	۴۸	ارزشی	بتای اهرمی در	فرضیه دوم
				۰/۲۹۱۸۷	۰/۲۵۱۲	۴۸	رشدی	شرایط ثبات	

جدول (۸) تفاوت ریسک اهرمی و تجاری سهام ارزشی و رشدی در شرایط بحران اقتصادی

مجموع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	گروه	متغیر
۲۶۸۸	۵۶	۴۸	ارزشی	بتای اهرمی در شرایط بحران
۱۹۶۸	۴۱	۴۸	رشدی	
		۹۶	کل	
۲۶۳۲	۵۴/۸۳	۴۸	ارزشی	بتای تجاری در شرایط بحران
۲۰۲۴	۴۲/۱۷	۴۸	رشدی	
		۹۶	کل	

مرتبط با واکنش بیش از حد، باید منبع اصلی صرف ارزش باشد؛ اما مطالعات انجام شده در ایران، با نتایج پژوهش‌های آمریکا متفاوت است. از جمله عبدالله‌زاده‌فرد (۲۰۰۶) که نشان داد ریسک سهام رشدی از سهام ارزشی بالاتر است. نتایج او با نتایج فاما و فرنچ و سایر مطالعاتی که با داده‌های آمریکا و اروپا انجام شده‌اند، کاملاً متفاوت است.

در این پژوهش ریسک اهرمی و تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط ثبات و بحران اقتصادی با استفاده از الگوهای CAPM و هامادا میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۶ در خلال دو دوره ثبات و یک دوره بحران اقتصادی با یکدیگر مقایسه و بررسی شدند. بر همین اساس چهار فرضیه مطرح و با استفاده از آزمون t بررسی شد. نتایج نشان داد ریسک اهرمی و ریسک تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی متفاوت‌اند. هرچند بررسی داده‌های پژوهش میان شرکت‌های مطالعه شده در ایران تفاوتی را در ریسک اهرمی و تجاری در شرایط ثبات اقتصادی نشان نمی‌دهد. براساس آزمون میانگین رتبه ریسک اهرمی و تجاری میان دو نوع سهام ارزشی و رشدی، در شرایط بحران اقتصادی ریسک اهرمی و تجاری سهام ارزشی بالاتر از سهام رشدی است. نتیجه این مطالعه با پژوهش پتکوا و ژانگ (۲۰۰۵) و چوی (۲۰۱۳) همسوست. آنها بیان کردند که در شرایط بحران اقتصادی به دلایلی از جمله ساختار دارایی‌ها، ریسک سیستماتیک دارایی‌ها و نسبت اهرمی شرکت‌های با سهام ارزشی، ریسک آن نسبت به شرکت‌های رشدی افزایش می‌یابد. مطالعات پیشین نیز ریسک نسبی سهام ارزشی و رشدی را بررسی کرده‌اند که به نتایج یکسانی نسبت به پژوهش حاضر رسیدند. بازبینی برخی مطالعات مشهور برای روشن کردن ریشه این همخوانی انجام شد. لاکونیشوک و

نتایج جدول (۸) نشان می‌دهد در شرایط بحران اقتصادی میانگین رتبه بتای اهرمی سهام ارزشی بالاتر از میانگین بتای تجاری سهام رشدی است. این یافته درباره بتای تجاری نیز صدق می‌کند. براساس یافته‌های پژوهش میانگین رتبه بتای تجاری سهام ارزشی در شرایط بحران اقتصادی از میانگین همان بتا برای سهام رشدی بالاتر است.

نتایج و پیشنهادها

سهام ارزشی، بازده‌های میانگین بالاتری نسبت به سهام رشدی به دست می‌آورد (روزنبرگ و همکاران، ۱۹۸۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۲، ۱۹۹۳). یک توضیح ممکن برای این موضوع، ریسک زمان - متغیر است؛ یعنی ریسک راهبردهای ارزشی منهای ریسک راهبردهای رشدی^۱ در زمان‌های نابسامان اقتصادی وقتی صرف موردانتظار برای ریسک بالاست، بالا خواهد بود و در زمان‌های خوب اقتصادی که صرف موردانتظار برای ریسک پایین است، پایین خواهد بود.

با وجود این، مطالعات بسیاری به این نتیجه رسیده‌اند که ریسک نمی‌تواند منبعی برای ارزش باشد. لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴) گزارش کردند که بتاهای ارزشی در زمان‌های خوب اقتصادی از بتاهای رشدی بالاتر و در زمان‌های نابسامان اقتصادی پایین‌ترند؛ نتیجه‌ای که به طور مستقیم با فرض ریسک در تضاد است. دی‌بانث^۲ و تالر^۳ (۱۹۸۷) و چوپرا^۴، لاکونیشوک و ریتز^۵ (۱۹۹۲) شواهد مشابهی برای تأثیر معکوس یافتند. آنها نتیجه‌گیری کردند که ارزش، سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک نامطلوب بیشتر قرار نمی‌دهد و این قیمت‌گذاری غلط

1. Value-minus-growth
2. DeBondt
3. Thaler
4. Chopra
5. Ritter

دارایی‌ها از جمله متغیرهایی است که ممکن است منشأ این اختلاف باشد. پیشنهاد می‌شود این متغیرها و سایر متغیرهای مؤثر در این فرایند، به منزله متغیرهای مستقل در معادله رگرسیونی با بتای غیرارمی (تجاری) قرار بگیرد.

از محدودیت‌های مهمی که از نظر آماری در این پژوهش اهمیت دارد، برابر نبودن تعداد سال‌های بحران و ثبات اقتصادی است که مقایسه ریسک سهام ارزشی و رشدی را با محدودیت روبه‌رو کرده است.

منابع فارسی

احدیان پورپروین، د. (۱۳۹۰). رابطه شاخص‌های ارزیابی عملکرد با ارزش ایجادشده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۴، ۸۹-۱۰۹.

اسدی، غ.، و اسلامی بیدگلی، س. (۱۳۹۳). مقایسه عملکرد راهبردهای ارزشی و رشدی؛ نسبت‌های منفرد و سنجه‌های ترکیبی. *تحقیقات مالی*، ۱۶ (۱)، ۲۴-۱.

اسلامی بیدگلی، غ.، فلاح‌پور، س.، و سبزواری، ب. (۱۳۹۱). مقایسه بازدهی روش‌های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی براساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱ (۱)، ۱۴۶-۱۲۵.

بنایی‌زاده، آ.، و کردلویی، ح. (۱۳۹۲). بررسی بازده سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۲ (۷)، ۱۳۰-۱۰۵.

پورابراهیمی، م.، پویان‌فر، الف.، و موسوی، م. (۱۳۹۲). بررسی صرف ریسک نامتقارن در پرتفویهای ارزشی و رشدی تشکیل‌شده براساس نسبت P/E، *تحقیقات مالی*، ۱۵ (۲)، ۲۰۰-۱۸۱.

همکاران (۱۹۹۴) عملکرد سهام ارزشی و رشدی در وضعیت‌های مختلف دنیا را بررسی کردند که براساس مرتب‌سازی بازده‌های اضافی تحقق‌یافته بازار تعریف می‌شد. آنها دریافتند سهام ارزشی، با اختلاف زیادی در بدترین ماه‌های بازار و در سایر ماه‌ها با بازده بازاری منفی، سهام رشدی را شکست دادند؛ بنابراین، سهام ارزشی نمی‌تواند ریسکی‌تر از سهام رشدی باشد؛ زیرا سهام ارزشی، سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک نامطلوب بیشتر قرار نمی‌دهد. به علاوه آنها نشان دادند بتای سهام ارزشی بالاتر از بتای سهام رشدی در شرایط مناسب اقتصادی است که با نتایج این پژوهش همسوست؛ اما آنها دریافتند که بتای سهام ارزشی در شرایط نامناسب اقتصادی از بتای سهام رشدی پایین‌تر است که این برخلاف نتایج این پژوهش است. میزان اختلاف ریسک تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی به میزان تأثیرپذیری اقتصاد مطالعه‌شده از بحران‌های مدنظر این پژوهش بستگی دارد؛ بنابراین، هرچه میزان این تأثیرپذیری بالاتر برود میزان اختلاف ریسک تجاری برای دو نوع سهام ذکر شده نیز بالاتر خواهد رفت.

براساس یافته‌های این پژوهش به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام پیشنهاد می‌شود وزن سهام ارزشی را به دلیل ریسک بالاتر، در سبد خود پایین‌تر بیاورند. به علاوه در انتخاب سهام رشدی و ارزشی به معیارهای عملکرد سبد توجه داشته باشند تا براساس ریسک بالاتر سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی بازده آنها نیز ارزیابی شود.

به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌شود دلایل تفاوت ریسک تجاری سهام رشدی و ارزشی در شرایط بحران اقتصادی را بررسی کنند. متغیرهایی مانند اهرم مالی، شدت پژوهش و توسعه، احساسات سرمایه‌گذاران و دیرش

(پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری)، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت.

فروغی، د.، صمدی، س.، و مؤذنی، ق. (۱۳۸۹). مقایسه ریسک سهام رشدی و سهام قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۴)، ۶۷-۸۸.

قالیباف اصل، ح.، بابالویان، ش.، و جولای، ج. (۱۳۸۷). مقایسه بازدهی سهام رشدی با سهام ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار، ۱ (۳)، ۱۳۴-۱۱۱.

قائمی، م.، و طوسی، س. (۱۳۸۵). بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیام مدیریت، ۱۷ و ۱۸، ۱۷۵-۱۵۹. کردبچه، ح.، حضوری، م.، و مال میر، ع. (۱۳۹۱). اندازه‌گیری ریسک مازاد در صنعت صندوق‌های مشترک ایران. دانش سرمایه‌گذاری، ۱ (۲)، ۱۴۰-۱۱۷.

مشکی میاوقی، م.، و پورمحمدضیابری، م. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای نقدشوندگی و نسبت Q توین سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۶ (۱)، ۱۴۶-۱۲۹.

مهرآرا، م.، حیدری‌ظهیری، ن.، و فلاحتی، ذ. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران (از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲) با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای. سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی، ۱ (۱)، ۶۷-۹۱.

میاوقی، م.، و دهدار، ف. (۱۳۹۰). کالبدشکافی بازده نقدی و سرمایه‌ای سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۳ (۳۱)، ۱۴۶-۱۲۱.

پورزمانی، ز.، و تقیه، م. (۱۳۹۲). تأثیر سرمایه‌فکری بر ارزش افزوده شرکت‌های رشدی و ارزشی. دانش سرمایه‌گذاری، ۲ (۸)، ۲۴-۱.

حاجیها، ز.، و صفری، ف. (۱۳۹۷). بررسی ارتباط ریسک سیستماتیک سهام و چولگی بازده سهام، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۲۰)، ۱۰-۱.

حبیبی‌ثمر، ج.، تهرانی، ر.، و انصاری، ک. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار با بازده سهام رشدی و ارزشی با رویکرد مدل AHP در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۶ (۲۳)، ۵۸-۳۹.

رهنمای‌رودپشتی، ف.، فیروزیان، م.، و محمدی، ل. (۱۳۹۰). گروه‌بندی پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی بر اساس ماتریس شبکه و مقایسه عملکرد پرتفوی حاصل از این روش با استفاده از نسبت پتانسیل مطلوب. تحقیقات مالی، ۱۳ (۳۲)، ۳۴-۱۵.

زمانی، س. (۱۳۹۲). مطالعه مقایسه‌ای ویژگی‌های سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری)، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت.

شاه‌بنده، م. (۱۳۸۵). مقایسه شرکت‌های دارای سهام رشدی و قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه مازندران.

صالحی، الف.، و صالحی، ب. (۱۳۹۵). مقایسه توان توضیح‌دهندگی مدل‌های سه‌عاملی و پنج‌عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام ارزشی و رشدی، دانش سرمایه‌گذاری، ۵ (۱۹)، ۱۴۴-۱۲۹.

عبدالله‌زاده‌فرد، ع. (۱۳۸۵). مقایسه شرکت‌های دارای سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران.

Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration, 26 (2), 109–121.
<https://doi.org/10.1002/cjas.93>.

Badenhorst, W. M. (2016). Acquisitions and the value versus growth phenomenon. *Meditari Accountancy Research*, 24 (1), 56–72.

Banaizade, A., & Kordlouie, H. (2013). Studying the return of value and growth stock based on the ratio of Book Value/MARKET Value (Case: Publicly Traded Companies). *Journal of Investment Knowledge*, 2, 105-130. (In Persian).

Barber, B. M., & Odean, T. (2011). The behavioral of individual investors. Working Paper, Electronic copy Available at: <http://ssrn.com/abstract=1872211>.

Bird, R., & Casavecchia, L. (2011). Conditional style rotation model on enhanced value and growth portfolios: The european experience. *Journal of Asset Management*, 11 (6), 375-390.

Black, A. J., & McMillan., D. G. (2006). Asymmetric risk premium in value and growth stocks. *International Review of Financial Analysis*, 15 (3), 237–246.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2004.12.001>

Blazenko, G. W., & Fu, Y. (2010). Value versus growth in dynamic equity investing. *Managerial Finance*, 39 (3), 272-305.

Blazenko, G. W., & Fu, Y. (2013). Value versus growth in dynamic equity investing. *Managerial Finance*, 39 (3), 272–305.
<https://doi.org/10.1108/03074351311302809>.

Campbell, J. Y., & Tuomo, V. (2004). Bad beta, good beta. *American Economic Review*, 94 (5), 1249-1275.

Chan, L. K. C., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, 46 (5), 1739-1764.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04642.x>

Chan, L. K. C., Karceski, J., & Lakonishok, J. (2003). The level and persistence of growth rates. *Journal of Finance*, 58 (2), 643-684.
<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00540>.

Chan, L. K. C., & Lakonishok J. (2004). Value and growth investing: Review and update. *Financial Analysts Journal*, 60 (1), 71-86.
<https://doi.org/10.2469/faj.v60.n1.2593>.

و کیلی فرد، ح.، و شیرازیان، ز. (۱۳۹۳). تأثیر افق

سرمایه گذاری روی تخصیص دارایی بین استراتژی‌ها.

مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ۶ (۲۱)، ۱۴۸–

۱۳۱

References

Abdullah Zadeh Fard, A. (2006). Comparison of Risky and Valuable Companies in Tehran Stock Exchang. (Thesis for Master's Degree in Accounting), Islamic Azad University, Marvdasht Branch. (In Persian).

Abhyankar, A., Ho, K.-Y., & Zhao, H. (2009). International value versus growth: Evidence from stochastic dominance analysis. *International Journal of Finance & Economics*, 14 (3), 222–232.

Addae-Dapaah, K., Webb, J. R., Kim Hin Ho, D., & Hiang Liow, K. (2013). Value versus growth international real estate investment. *Real Estate Economics*, 41 (1), 65–101.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2012.00335.x>

Ahadianpoor Parvin, D (2012). The relationship between created shareholder value (csv) and performance evaluation measures in growth and value companies. *Financial Knowledge of Securiteise Analysis*, 4 (12), 89-109. Doi: <https://doi.org/10.1002/ijfe.368>. (In Persian).

Akbas, F., Boehmer, E., Genc, E., & Petkova, R. (2010). The time-varying liquidity risk of value and growth stocks. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1572763> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572763>

Asal, M., & Jalilvand, A. (2015). Do economic shocks affect value and growth firms differently? multi-industry evidence from the euro market, draft paper. <http://www.fmaconferences.org/Venice/Papers/>

Assadi, Gh., & Eslami Bidgoli, S. (2014). Comparing the performance of value and growth strategies; Individual ratios and combined measures. *Financial Reseach Journal*, 16 (1), 1-24. Doi: 10.22059/JFR.2014.51837. (In Persian).

Athanassakos, G. (2009). Value versus growth stock returns and the value premium: The Canadian experience 1985–2005. *Canadian*

- 23-49. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90095-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90095-0).
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>.
- Fama, E. F., & French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5).
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *Journal of Finance*, 50, 131-155. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x>.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Value versus growth: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 53 (1), 1775-1799.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value vs growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53 (6), 1975-1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00080>.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2003). The equity premium. *Journal of Finance*, 57 (2), 637-659. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00437>.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). The anatomy of value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 63 (6), 44-54. <https://doi.org/10.2469/faj.v63.n6.4926>
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 115-146. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90014-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90014-9).
- Fischer, D. E., & Jordan, R. J. (1991). *Security Analysis and Portfolio Management*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Foroghi, D., Samadi, S., & Moazeni, Gh. (2011). A comparison between the risk of growth and value stocks for the firms listed in the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Researches*, 2 (4), 67-88. (In Persian).
- Ghaemi, M. H., & Tusi, S. (2006). Investigating the factors affecting the return on equity in companies accepted in Tehran Stock Exchange. *Payam Modiriyat*, 17 & 18, 175-159.
- Choi, J. (2013). What drives the value premium?: The role of asset risk and leverage. *Review of Financial Studies*, 26 (11), 2845-2875.
- Chopra, N., Lakonishok, J., & Ritter, J. R. (1992). Measuring abnormal performance: do stocks overreact. *Journal of Financial Economics*, 31, 235-268. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90005-I](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90005-I).
- Crispi, F., Llurba, E., Domínguez, C., Martín-Gallán, P., Cabero, L., & Gratacós, E. (2008). Predictive value of angiogenic factors and uterine artery doppler for early - versus late-onset pre-eclampsia and intrauterine growth restriction. *Ultrasound in Obstetrics and Gynecology*, 31 (3), 303-309. Doi: 10.1002/uog.5184.
- Cronqvista, H., Siegelb, S., & Yu, F. (2015). Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? *Journal of Financial Economics*, 117 (2), 333-349. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.006>.
- DeBondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42 (3), 557-581. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04569.x>.
- Dhatt, M. S., Kim, Y. J., & Mukherji, S. (2004). Can composite value measures enhance portfolio performance? *Journal of Investing*, 13 (4), 42-48. <https://doi.org/10.3905/joi.2004.450755>
- Driver, C., & Dowrick, S. (1997). Investment Intentions as an Indicator of Actual Investment in Australian Manufacturing. *Australian Economic Papers*, 36 (68), 90-105. Doi: 10.1111/j.1467-8454.1997.tb00823.x.
- Eslami Bidgoli, Gh., Fallahpour, S., & Sabzevari, B. (2014). Forecasting stock price manipulation in capital market. *Journal of Investment Knowledge*, 1, 125-146. (In Persian).
- Fama, E. F. (1981) Stock returns, real activity inflation and money. *American Economic Review*, 71, 545-565.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25 (1),

- (2), 435-452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>
- Haugen, R. (2004). *The New Finance: Overreaction, Complexity, and Uniqueness*. Prentice Hall,
- Haugen R. (2010). *The New Finance: Overreaction, Complexity, and Uniqueness*, New Jersey: Prentice Hall.
- Houmes, R. E., MacArthur, J. B., & Stranahan, H. (2012). The operating leverage impact on systematic risk within a context of choice: An analysis of the US trucking industry. *Managerial Finance*, 38 (12), 1184-1202. Doi: 10.1108/03074351211271283.
- Hsu, C. H., Lee, K. Ch., Chang, Y. P., & Fung, H. G. (2015). Value versus growth: Taiwan evidence. *Managerial Finance*, 41 (8), 845-856. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2014-0202>.
- Jalilvand, A., & Kim, S. M. (2013). Matching slack resources and investment strategies to achieve long-term performance: New perspectives on corporate adaptability. *Journal of Economic Asymmetries*, 1 (1), 38-52. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2013.10.001>.
- Kang, J., & Ding, D. (2005). Value and growth investing in Asian Stock Markets 1991-2002. in Chen, A. (Ed.) *Research in Finance (Research in Finance)*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 22: 113-139. [https://doi.org/10.1016/S0196-3821\(05\)22004-X](https://doi.org/10.1016/S0196-3821(05)22004-X)
- Kordbacheh, H., Hozoori, M. J., & Malmir, A. (2012). Measuring risk excesses in Iran's mutual funds industry. *Journal of Investment Knowledge*, 1, 117-140. (In Persian).
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance*, 49 (5), 1541-1578. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04772.x>
- La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer A., & Vishny, R. W. (1997). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *Journal of Finance*, 52 (2), 859-874. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04825.x>
- Leivo, T. H., Patari, E. J., & Kilpia, I. J. J. (2009). Value enhancement using composite measures: The finnish evidence. *International Research*
- Ghalibaf Asl, H., Bablooyan, Sh., & Jola, J. (2008). A comparative study of the average returns of value and growth stocks in TSE. *Journal of Securiteis Exchange*, 1 (3), 111-134. (In Persian).
- Gharghori, P., Strykowski, S., & Veeraraghavan, M. (2013). Value versus growth: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 53 (2), 393-417. Doi: 10.1111/j.1467-629X.2012.00474.x.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security Analysis: Principles and Technique*. New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Groot, C. G. M., & Verschoor, W. F. C. (2002). Further evidence on asian stock returns behavior. *Emerging Markets Review*, 3 (2), 179-193. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(02\)00005-5](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(02)00005-5).
- Gulen, H., Xing, Y., & Zhang, L. (2011). Value versus growth: Time-varying expected stock returns. *Ross School of Business Paper*, 1115 (1), 11-46.
- Habibisamar, J., Tehrani, R., & Ansari, K. (2016). Investigating the relationship between liquidity risk and market risk with growth and value stock returns by AHP modeling in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 6 (23), 39-58. (In Persian).
- Hahl, T., Vähämaa, S., & Äijö, J. (2014). Value versus growth in IPOs: New evidence from finland. *Research in International Business and Finance*. 31, 17-31. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.004>.
- Hahn, J., & Lee, H. (2006). Yield spreads as alternative risk factors for size and book-to-market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=678946>.
- Hahn, T. W., O'Neill, M., & Swisher, J. (2007). Risk-Adjusted performance of value and growth strategies: The effect of monetary policy. *The Journal of Investing*, 16 (3), 71-82.
- Hajiha, Z., & Safari, F. (2018). The examination of relationship between stock systematic risk and skewness of returns. *Asset Management and Financing*, 6 (1), 1-10. Doi: 10.22108/AMF.2017.21176. (In Persian).
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27

- “Tose-e Melli Group Investment Company (TMGIC)” based on the matrix network and compare the performance of this method using the upside potential ratio. *Financial Research Journal*, 32, 15-34. Doi: 10.22059/JFR.2013.25018. (In Persian).
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2002). *Investment Analysis and Portfolio Management*, South-Western: College Pub.
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management* 11, 9–11. <https://doi.org/10.3905/jpm.1985.409007>.
- Salehi, A., & Salehi, B. (2016). A comparison between the Fama and French's three-factor and five-factor models to describe the return of the growth and value stock. *Journal of Investment Knowledge*, 5 (19), 129-144. (In Persian).
- Shahband, M. (2006). Compare companies with growth and price stocks on the Tehran Stock Exchange. (Master thesis), Mazandaran University. (In Persian).
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Vakilifard, H., & Shirazian, Z. (2014). The impact of the investment horizon on asset allocation between strategies. *Financial Knowledge of Securiteise Analysis*, 5 (21), 131-148. (In Persian).
- Yeh, I-Ch., & Hsu, T-K. (2014). Exploring the dynamic model of the returns from value stocks and growth stocks using time series mining. *Expert Systems with Applications*, 41 (17), 7730–7743. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2014.06.036>
- Yen., J. Y., Sun, Q., & Yan, Y. (2004). Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (1), 19–34. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(03\)00036-7](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(03)00036-7)
- Zamani, S. (2012). A Comparative Study of Growth and Value Stock Characteristics in Tehran Stock Exchange. (Thesis for Master's Degree in Accounting), Islamic Azad University, Marvdasht Branch. (In Persian).
- Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887, 4 (33), 7-30.
- Mayfield, C., Perdue, G., & Wooten, K. (2008). Investment management and personality type. *Financial Services Review*, 17, 219–236.
- Mehrara, M., Heidari Zahiri, N., & Falahati, Z. (2013). Investigating the relationship between systematic risk and stock returns in Tehran Stock Exchange (From 1387 to 1392) using the capital asset pricing model (CAPM). *Journal of Economic Development Policy*, 1 (1), 67-91. Doi: 10.22051/EDP.2014.60. (In Persian).
- Meshki Miavaghi, M., & Poormohamad Ziabari, M. (2014). The comparison liquidity and tobin's Q ratio of growth and value stocks in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 16 (1), 129-146. Doi: 10.22059/JFR.2014.51844. (In Persian).
- Miavaghi, M., & Dehdar, F. (2012). The anatomy of value and growth stocks capital gain return and dividend yield in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 13 (31), 121-146. (In Persian).
- Mishkin, S. F. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. NBER, Working Paper, No. 8087.
- Neveu, R. P. (1989). *Fundamentals of Managerial Finance*, America: South-Western Pub.
- Petkova, R., Akbas, F., Boehmer, E., & Genc, E. (2010). The time-varying liquidity risk of value and growth stocks. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1572763> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572763>. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572763>.
- Petkova, R., & Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth? *Journal of Financial Economics*, 78 (1), 187–202. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.001>.
- Pourebrahimi, M., Pouyanfar, A., & Mousavi, S. M. (2013). Study of asymmetric risk premium in value and growth stocks based on P/E ratio. *Financial Research Journal*, 15 (2), 181-200. Doi: 10.22059/JFR.2013.51076. (In Persian).
- Pourzamani, Z., & Taghieh, M. B. (2013). The impact of intellectual capital on economic value added in growth and value companies. *Journal of Investment Knowledge*, 2, 1-24. (In Persian).
- Rahnamay Roodposhti, F., Firoozian, M., & Mohammadi, L. (2012). Portfolio grouping of

