

بررسی انتظارات بازده سهام در بازار اعتباری

عزیز گرد^۱، مینا یوسف زاده اصل لاهرودی^۲، علی اصغر صالحی^۳

۱- استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

۳- مربی دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول :

مینا یوسف زاده اصل لاهرودی

yousefzadehmina66@gmail.com

چکیده

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. انجام سرمایه گذاری یکی از موارد ضروری و اساسی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشور است و برای انجام هرگونه سرمایه گذاری نیاز به نقدینگی مناسب است. سرمایه گذاران از بعد از عرضه سرمایه، تا جای ممکن سعی دارند که منابع مالی خود را به سمتی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازده را داشته باشد و به دنبال سرمایه گذاری در شرکت هایی هستند که دارای اعتبار تجاری بالایی باشند. هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های بین ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بوده است. تعداد ۱۴ شرکت پتروشیمی به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق (نرم افزار ایوپوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد.

واژه های کلیدی: انتظارات بازده سهام، بازده سهام آتی، معیارهای اعتباری

۱- مقدمه

بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته است. در این بازار روزانه هزاران سرمایه گذار پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر سرمایه گذاری می نمایند. در این میان برخی به هدف خود دست می یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می دهند. شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران از جنبه ها و زوایای مختلف می تواند ضمن پیش بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن ریسک سرمایه گذاری ها را کاهش و یا بازده بیشتری را به دست آورد. بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. انجام سرمایه گذاری یکی از موارد ضروری و اساسی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشور است و برای انجام هرگونه سرمایه گذاری نیاز به نقدینگی مناسب است. سرمایه گذاران از بعد از عرضه سرمایه، تا جای ممکن سعی دارند که منابع مالی خود را به سمتی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازده را داشته باشد و به دنبال سرمایه گذاری در شرکت هایی هستند که دارای اعتبار تجاری بالایی باشند. در این راستا نقش بازار سرمایه در جهت هدایت موثر و بهینه این سرمایه را نمی توان نادیده گرفت. به همین دلیل وجود یک بازار کارا ضروری به نظر می رسد (جونز، ۲۰۰۶).

بنابراین اهمیت پیش بینی بازده سهام و معیارهای اعتباری محققان را بر آن داشته تا به دنبال متغیرهای و شاخص هایی که ارتباط معنادار با بازده سهام دارند و همچنین متغیرهایی که بر این رابطه و نهایتاً معیارهای اعتباری تأثیرگذارند باشند (پترسون، ۲۰۰۹). آن ها همواره به دنبال این بوده اند که متغیرهایی را که بر بازده تأثیرگذارند یافته و بر اساس آن تصمیم گیری کنند. نتایج به دست آمده از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می دهد که بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد (بیستروم، ۲۰۱۸).

باتوجه به مطالب ارائه شده فوق؛ مساله اصلی تحقیق حاضر بررسی انتظارات بازده سهام در بازار اعتباری می باشد. نتایج این تحقیق می تواند برای تمامی گروه های درگیر تصمیمات مالی، سازمان بورس و اوراق بهادار، افراد، نهادها، و گروه هایی نظیر سرمایه گذاران بالقوه، مدیران شرکت ها و ... مورد استفاده قرار گیرد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بیستروم (۲۰۱۸) در تحقیقات خود به بررسی انتظارات بازده سهام در بازار اعتباری پرداختند. نتایج تحقیق وی حاکی از آن بود که بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد.

ماريسا و همکاران (۲۰۱۴) به شناسایی عوامل تعیین کننده رتبه اعتباری در برزیل پرداختند. برای این منظور از ده متغیر اهرم، سودآوری، اندازه، پوشش مالی، رشد، نقدینگی، راهبری شرکت، کنترل، عملکرد بازار مالی و بین المللی بودن استفاده کردند. نتایج نشان داد که اهرم و بین المللی بودن در سطح ۰ درصد و عملکرد در سطح ۵ درصد و سودآوری و رشد در سطح ۹ درصد معنادار است.

مرادی و جمیل آبادی (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر ریسک اعتباری و بازده مورد انتظار سهامداران بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. یافته های حاصل از تحقیق نشان داد که بین ریسک (رتبه) اعتباری شرکت و نسبت تغییرات در سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و همچنین بین بازده مورد انتظار سهامداران و نسبت تغییرات در سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها ارتباط معنی داری مشاهده نشد.

رشیدی و همت فر (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر رتبه اعتباری مورد انتظار بر نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش از روش آماری داده های پانل دیتا و برای آزمون فرضیه از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که در قلمرو زمانی پژوهش ۱۳۸۸-۱۳۹۳ اطلاعات آن ها برای محاسبه متغیرهای پژوهش موجود باشند از بین جامعه آماری، تعداد ۵۰۱ شرکت با توجه به معیارها و ویژگی های تعیین شده در این پژوهش انتخاب شدند. نتایج پژوهش نشان می دهد که رتبه اعتباری مورد انتظار بر نوسان پذیری بازده سهام شرکت ها تأثیر معنادار و مستقیمی دارد.

۳- روش تحقیق

این تحقیق از نظر روش تحقیق تجربی بوده و از نظر هدف، کاربردی و از نظر گردآوری داده‌ها، توصیفی-همبستگی تلقی می‌شود که در آن از اطلاعات واقعی در صورت‌های مالی شرکت‌ها، برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در این بخش، جنبه‌های تئوریک موضوع و مطالعات کاربردی گذشته مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین بخشی از داده‌های مورد نیاز با استفاده از نرم‌افزارها و بانک‌های اطلاعاتی موجود گردآوری می‌شود. و با توجه به اینکه داده‌های تحقیق از نوع داده‌های ترکیبی معمولی بوده برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی و تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها از نرم‌افزار EVIEWS استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پتروشیمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ می‌باشد که با توجه به دسترسی اطلاعات ۱۴ شرکت پتروشیمی مورد آزمون قرار گرفت.

سوال تحقیق:

آیا بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد؟

فرضیه تحقیق:

بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد.

مدل تحقیق:

$$SVIX_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CDS_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 B / M_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای تحقیق:

متغیر وابسته:

برای اندازه گیری بازده سهام آتی از فرمول زیر استفاده می کنیم:

$$\frac{E_t R_{i,t+1} - R_{f,t+1}}{R_{f,t+1}} = SVIX_t^2 + \frac{1}{2}(SVIX_{i,t}^2 - SVIX_{average,t}^2)$$

$$SVIX_t^2 = \text{var}_t^* \left(\frac{R_{m,t+1}}{R_{f,t+1}} \right)$$

$$SVIX_{i,t}^2 = \text{var}_t^* \left(\frac{R_{i,t+1}}{R_{f,t+1}} \right)$$

$$SVIX_{average,t}^2 = \sum_i w_{i,t} SVIX_{i,t}^2$$

که در فرمول فوق R_{it} برابر است با بازده سهام شرکت i در سال t ؛ R_{mt} برابر است با بازده بازار؛ R_{ft} برابر است با بازده بدون ریسک و همچنین $W_{i,t}$ همان وزن بازار سهام i می باشد.

متغیر مستقل:

برای اندازه گیری بازده سهام با معیارهای اعتباری از روش زیر استفاده می کنیم:

نسبت وام های دریافتی کوتاه مدت به فروش خالص

متغیر کنترلی:

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۴- یافته ها

آمار توصیفی

جدول ۱- آماره توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	بازده آتی	بازده اعتباری	اندازه شرکت	ارزش بازار به تعداد مشاهدات ارزش دفتری	۸۴
میانگین	6/474	0/186	6/979	3/867	
میانه	5/557	0/08	7/064	3/401	
حداکثر	21/863	1/822	7/690	14/768	
حداقل	-6/843	۰	5/483	0/812	
انحراف معیار	4/871	0/323	0/502	2/332	
چولگی	0/624	3/429	-1/151	2/120	
کشیدگی	4/065	16/075	4/030	8/840	

در جدول فوق مقدار میانگین متغیر بازده آتی عدد ۶/۴۷۴، بازده اعتباری ۰/۱۸۶، هزینه، اندازه شرکت ۶/۹۷۹، و ارزش بازار به ارزش دفتری ۳/۸۶۷ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

آزمون F لیمر

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
2/481758	(13,67)	0/008	Panel

با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون F لیمر در فرضیه های پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل ها از مدل داده های پانل (Panel) استفاده خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در پیوست در انتهای پایان نامه نشان داده شده است.

آزمون هاسمن

جدول ۳-آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	روش
هاسمن	22/175774	3	0/0001	اثرات ثابت

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به نتایج آزمون انجام شده (هاسمن) احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق

ارتباط معنادار وجود ندارد. بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی $H_0 =$

بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد. $H_1 =$

جدول ۴-آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	12/850	7/800	1/647	0/0034
بازده اعتباری سهام	0/922	1/665	0/554	0/0211
اندازه شرکت	-0/757	1/087	-0/696	0/4882
ارزش بازار به دفتری	-0/326	0/234	-1/393	0/1672
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۶	۰/۵۲	۰/۵۰	0/780082	***۰/۰۰۰

و سطح خطای ۵ درصد سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۴- آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۶ می باشد و این نشان می دهد بین خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۵۰ می باشد، که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می توانند ۵۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام آتی) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد.

ضریب برآوردی متغیر بازده اعتباری سهام بر بازده سهام آتی برابر با ۰/۹۲۲ می باشد که نشان می دهد بین متغیر بازده اعتباری سهام و بازده سهام آتی رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش بازده اعتباری سهام بازده سهام آتی افزایش می یابد. متغیرهای اندازه شرکت و ارزش بازار به ارزش دفتری به دلیل بزرگتر بودن از سطح معناداری ۰.۰۵ بر بازده سهام آتی تاثیرگذار نیستند. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک تر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود ارتباط مثبت و معنادار بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی را تایید کرد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$SVIX_{it} = 12.850 + 0.922CDS_{it} - 0.757SIZE_{it} - 0.326B / M_{it} + \varepsilon_{it}$$

۵- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف از انجام این پژوهش بررسی ارتباط بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی بود. در این پژوهش رابطه بین بازده سهام اعتباری و بازده سهام آتی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، بین انتظارات بازده سهام با معیارهای اعتباری و بازده سهام آتی ارتباط معنادار وجود دارد. بنابراین با توجه به نتایج حاصل و مرور ادبیات تحقیق، پیشنهادهایی به شرح زیر به مدیران شرکت‌ها، سازمان و کارگزاران بورس اوراق بهادار و سایر تصمیم‌گیران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی ارائه می‌شود:

-سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص معیارهای اعتباری بازده، برای سهامداران منتشر نماید.

-توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح رتبه اعتباری و ریسک اعتباری شرکت‌ها.

-از آن جهت که افزایش میزان و سطح رتبه اعتباری شرکت می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات شفاف از سوی مدیریت در زمینه رتبه اعتباری و ریسک اعتباری، بسیار راه‌گشا خواهد بود.

منابع

- رشیدی، فرانک و محمود همت فر، (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر رتبه اعتباری مورد انتظار بر نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران
- مرادی، مهدی و جمیل آبادی، ناهید. (۱۳۹۶). "تأثیر ریسک اعتباری و بازده مورد انتظار سهامداران بر سطح نگهداشت وجه نقد". پانزدهمین همایش ملی حسابداری ایران
- Bystrom, H. (2018). Stock return expectations in the credit market. *International Review of Financial Analysis*
- Jonas, G., (2006). *Moody's Approach to Global Standard Adjustments in the Analysis of Financial Statements for Non-Financial Corporations—Part I*. Moody's Investors Service, New York, NY
- Murcia, Flávia Cruz de Souza and et al (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR - Brazilian Administration Review* 11 (2). 188-209
- Petersen, M.A., (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22 (1), 435–480.