

مطالعه تأثیر فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام

آرش محمدی تبار^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۱۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۳/۰۱

چکیده

نوسان‌پذیری بازده سهام، یکی از موضوع‌های بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد بر می‌گردد. هدف این پژوهش مطالعه تأثیر فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها همبستگی است و از نظر هدف کاربردی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج به دست آمده حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام در سطح خطای ۵ درصد تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

فرصت‌های رشد، نوسان‌پذیری بازده سهام

۱. گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

مقدمه

نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه بازدهی به دست آمده با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می باشد. از آنجایی که افزایش ثروت سهامداران به عنوان هدف اصلی واحدهای تجاری مطرح گردیده است، لذا یک واحد تجاری باید به گونه ای عمل کند که با کسب بازده مناسب ثروت سهامداران را افزایش دهد. بازده در فرایند سرمایه گذاری به عنوان نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده ناشی از سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران حائز اهمیت است، زیرا فعالیت سرمایه گذاری در واقع به منظور کسب بازده صورت می گیرد (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱). بازده سهام، خود به تنهایی دارای توان اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می کنند. هر سهم یا هر پرتفویی از سهام، اگر در فاصله خاصی از زمان خریداری، نگه داری و فروخته شود، بازده خاصی را نصیب دارنده آن می کند که این بازدهی، شامل تغییر قیمت و منافع حاصل از مالکیت است. از طرفی بازده سهام در دوره های متفاوت متغیر است و روند ثابت و یکنواختی را به همراه ندارد؛ بنابراین نوسان و تغییرپذیری، جزء لاینفک بازدهی سهام در طی زمان است (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۴).

مقصود از فرصت های رشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (سینایی و رشیدی زاد، ۱۳۸۹). فرصت های رشد در قالب های مختلف دسته بندی شده است. در بخش فرصت های رشد و ساختار سرمایه، بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصت های رشد، می تواند یک نقش دو طرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می توان از طریق چهار دیدگاه نظریه کسر سرمایه گذاری، سرمایه گذاری اضافی، نظریه سلسله مراتبی و نظریه توازی^۱ توضیح داد. نظریه کسر سرمایه گذاری تأکید دارد که بالا بودن بدهی ها تأثیر منفی بر ارزش شرکت داشته، سبب تمایل مدیران به پروژه های سودآور سرمایه گذاری می شود (مایرز^۲، ۱۹۹۷).

نوسان پذیری بازده سهام، یکی از موضوع های بحث برانگیز مالی است که در سال های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی گردد. از طرف دیگر، فایده مندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از طرف سرمایه گذاران از این جهت است که آن ها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می گیرند و همچنین خطی مشی گذاران بازار سرمایه می توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و همکاران^۳، ۲۰۰۸). افشای اطلاعات، یکی از اصول حسابداری است و براساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت های شرکت به نحو مناسب و به موقع، در اختیار گروه های مختلف استفاده کننده قرار گیرد. افشای اطلاعات در حسابداری به معنای ارائه اطلاعات مالی است. با توجه به موارد بیان شده، مسأله اصلی پژوهش این است که تا چه اندازه فرصت های رشد بر نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

1 - Trade-off Theory

2 - Myers

3 - Zafar & et al

مبانی نظری پژوهش

فرصت‌های رشد

آینده‌نگری گروه‌های استفاده‌کننده از صورت‌های مالی همواره حسابداران را به جستجوی روش‌های برتر تفسیر اطلاعاتی مالی هدایت کرده است. مدیران نتایج عملیات آتی یک واحد تجاری و توان جذب سرمایه را با اهمیت می‌دانند و رضایت سهامداران نیز در گرو سود مورد انتظار آنهاست. یکی از روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد بدین معنی که هر چقدر توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد، شرکت دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری است. همه مردم به نوعی دارای ثروتی هستند که ناشی از ارائه خدمات در بازار کار است. اغلب مردم در بیشتر مواقع تصمیم‌گیری‌هایی را در خصوص سرمایه‌گذاری در زندگی خود انجام می‌دهند. برای مثال برخی از کارکنان راجع به اینکه آیا وجوه مربوط به بازنشستگی خود را در سهام سرمایه‌گذاری کنند یا در اوراق قرضه، تصمیم‌هایی را اتخاذ می‌کنند. برخی دیگر از افراد به دنبال حداکثر کردن پس‌انداز خود از طریق سرمایه‌گذاری در گزینه‌های دیگر هستند (فردیناند و هاسمن^۴، ۱۹۹۴).

مطالعه دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اصول مدیریت پرتفلیو می‌تواند باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سرمایه‌گذار شود. به‌علاوه انتظار می‌رود افراد با مطالعه اصول سرمایه‌گذاری تا آنجایی که ممکن است از اشتباه‌ها جلوگیری کرده و آگاهانه تصمیم‌گیری نمایند. فرصت‌های سرمایه‌گذاری باعث ایجاد حرفه و مشاغل نیز می‌شود. کسانی که می‌خواهند در این زمینه به صورت حرفه‌ای مشغول شوند باید به مطالعه و پژوهش در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بپردازند. کسانی که در زمینه سرمایه‌گذاری دارای مهارت هستند می‌توانند نسبت به افراد عادی از سود بیشتری برخوردار باشند به‌عنوان مثال کسانی که در تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌ها تبحر دارند در خرید و فروش سهام و کسب سود از کسانی که فاقد این مهارت هستند، موفق‌ترند. مدیرانی که در خصوص پرتفلیو و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار مشغول هستند دارای فرصت‌های شغلی زیادی می‌باشند. بسیاری از مؤسسه‌های مالی از قبیل شرکت‌های کارگزاری و بانک‌های. سرمایه‌گذاری اعم از بانک‌ها و شرکت‌های بیمه به خدمات تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری نیازمند می‌باشند (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹).

شرکت‌های کارگزاری با استفاده از تجزیه و تحلیل، به ارائه خدمات به مشتریان از طریق ارائه گزارشگری تحقیقی می‌پردازند. بانک‌های سرمایه‌گذاری سعی می‌کنند از طریق مشاوران مالی و سرمایه‌گذاری به فروش اوراق بهادار جدید و ارزشیابی شرکت‌ها برای کسب مشتریان جدید بپردازند. همه این مؤسسه‌های مالی که درباره آنها در بالا بحث شد برای مدیریت پرتفلیو اوراق بهادار خود نیازمند مدیران پرتفلیو می‌باشند. مدیران پرتفلیو مسئول اخذ تصمیم‌های مناسب در خصوص پرتفلیو و خرید و فروش اوراق بهادار هستند. آنها باید به سوالاتی از قبیل چه چیزی باید بفروشند و چه موقع خرید و فروش نمایند پاسخ دهند. عملکرد این مدیران از روی وضعیت پرتفلیو شرکت برآورد می‌شود و میزان موفقیت این مدیران را می‌توان از روی وضعیت پرتفلیو آن شرکت فهمید (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹).

نوسان پذیری بازده سهام

الف) رابطه بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد

نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای نسبت جاری، نسبت آنی، درصد بدهی به مجموع دارایی‌ها، گردش مجموع دارایی‌ها، درصد بازده مجموع دارایی‌ها، درصد سود به سود ناویژه، درصد سود عملیاتی به درآمد، درصد سود ناویژه به درآمد با بازده غیرعادی سهام رابطه معنادار دارد. با بررسی بعضی از نتایج پژوهش مشخص شده که رابطه برخی از معیارها با روابط نظری متفاوت است که این تفاوت می‌تواند به علت رفتار و نوع برداشت استفاده‌کنندگان در مورد استفاده از این نوع معیارها باشد. در نتیجه بررسی این روابط می‌تواند مانع از کسب بازدهی اضافه شود. هم‌چنین به مسئولین و دست‌اندرکاران بازار مالی کمک کند تا به رشد و توسعه بازار، ایجاد یک بازار کارا و شفافیت بیشتر اطلاعات در بازار دست یابند (کردستانی و حقیقت، ۱۳۹۲).

ب) عوامل مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

در بورس اوراق بهادار ایران مانند بسیاری از دیگر کشورها، سهامی که برای اولین بار عرضه می‌شود در کوتاه‌مدت (سی روز کاری بورس) دارای بازده غیرعادی متوسط می‌باشند، به عبارت دیگر، عرضه اولیه سهام جدید در بورس به‌طور متوسط زیر قیمت است. در این مطالعه نقش اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری نسبت به ارزش بازار هر سهم جدید، عرضه عمده سهام جدید، بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکت‌های جدید به بورس و نوع صنعت رابر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت نشان می‌دهد که نوع صنعت بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام جدید تأثیر دارد (احمدپور، ۱۳۹۰).

پ) رابطه تورم و بازده سهام در بورس اوراق بهادار

با رشد و رونق بازار سرمایه‌گذاری، به مرور نقدینگی مردم از معاملات دلالی و مجازی نظیر خرید و فروش دلار، سکه و طلا به سمت بازار سرمایه هدایت می‌شود. سهامداران می‌کوشند آنچه بازدهی او را تحت تأثیر قرار می‌دهد شناسایی نموده و سپر حمایتی برای خود ایجاد نمایند. از آن جمله تورم است که بر بازدهی سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین لازم است دانسته شود که آیا بورس به‌عنوان سپر تورمی عمل کرده است یا خیر؟ در جواب باید گفت که بازده اسمی سهام رابطه یک به یک با تورم نداشته و بازده حقیقی سهام با تورم رابطه منفی دارد. رابطه منفی بین دو متغیر در کوتاه‌مدت ناشی از تورم بوده و نشأت گرفته از شوک‌های تقاضای کل اقتصاد است (جهان‌شاد و خلیلی، ۱۳۹۲).

ت) خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس

تحقیقات بیانگر رابطه معنادار مثبت میان خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدیدالورود به بورس است که در نهایت بیانگر محتوای اطلاعاتی متغیر سود است به عبارت دیگر اعلام سود پیش‌بینی شده باعث انحراف در میانگین نرخ بازده غیرعادی سهام می‌شود. این نتایج هم‌چنین به نوعی تأیید کننده استانداردهای مالی در مورد اهمیت و اولویت سود در اطلاع‌رسانی به افراد ذی‌نفع است. با توجه به نقش اطلاعات شفاف، قابل اتکا و به‌موقع در تصمیم‌گیری، کمک به کارآتر شدن بازار سرمایه و مشارکت مردم در بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود: (جهان‌شاد و خلیلی، ۱۳۹۲).

۱- فراهم آوردن بستری مناسب جهت اطلاع‌رسانی سریع، دقیق و صحیح.

۲- تأکید بر اینکه شرکت‌های جدید با دقت بیشتری سود هر سهم را پیش‌بینی کنند، زیرا سرمایه‌گذاران معمولاً با استفاده از این معیار اقدام به تعیین قیمت سهام می‌کنند. عدم دقت در پیش‌بینی سود هر سهم می‌تواند منجر به کسب بازده غیرعادی برای عده‌ای از سرمایه‌گذاران و زیان غیرعادی برای عده دیگری شود (ودیدی و عظیمی‌فر، ۱۳۹۱).

ج) بازده سهام و محدودیت‌های مالی در بازار سهام داخلی

محدودیت‌های مالی در شرکت، رابطه معنادار با بازده سهام آن‌ها دارد یعنی ممکن است یکی از عوامل مؤثر در بازده سهام در بازار سرمایه ایران موضوع محدودیت‌های مالی شرکت‌ها در سال عملکرد آن‌ها باشد به عبارت دیگر شرکتی در یک سال مالی خود دارای شاخص پایین یعنی دارای مانده وجه نقد پایین سود تقسیمی پایین و اهرم مالی بالا و گردش وجوه نقد عملیاتی پایین باشد بازده سهام آن شرکت نیز در طول دوره مالی تحت تأثیر این عوامل و متغیرها است (کردستانی و حقیقت، ۱۳۹۲).

د) بازده سهام و تأثیر نوسانات شاخص‌های کلان اقتصادی

درباره تأثیر نوسانات به بررسی تأثیر چهار متغیر کلان اقتصادی (رشد نرخ اشتغال + تولید ناخالص داخلی + تورم + رشد شاخص قیمت سهام) بر بازده سهام پرداخته شده است؛ که نشان می‌دهد رشد اشتغال بر بازده سهام تأثیری ندارد، تولید ناخالص داخلی با تأثیر محدود، تورم (با وقفه دو سال) با تأثیر محدود منفی و رشد شاخص قیمت سهام با تأثیر قابل ملاحظه بر بازده سهام مؤثر هستند. یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی و نیز سرمایه‌ای هر کشور، بازارهای سرمایه می‌باشد که اهمیت آن بر هیچ کس پوشیده نیست اما عوامل خرد و کلان اقتصادی در طول زمان به‌طور پویا در حال تغییر هستند. نکته‌ای که باید بدان توجه داشت این است که همه بخش‌های مختلف اقتصادی به یک میزان تحت تأثیر قرار نمی‌گیرند (احمدپور، ۱۳۹۰).

و) دقت پیش‌بینی سود و بازده سهام در نخستین دوره عرضه

نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند برای سرمایه‌گذاران در استفاده بهینه از اطلاعاتی که شرکت‌های جدیدالورود گزارش می‌کنند، مفید باشد. از کاربردهای عملی نتایج این پژوهش می‌توان به سنجش ارزش اطلاعات منتشره و به خصوص پیش‌بینی سود توسط شرکت‌های جدیدالورود اشاره کرد. مسئولان بورس اوراق بهادار می‌توانند با استفاده از نتایج این تحقیق به تعیین قابلیت اتکای اطلاعات پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت‌ها بپردازند. چنانچه شرکت‌ها در پیش‌بینی سود، تعصب و سوگیری دامنه داری را اعمال نمایند، مسئولان بورس اوراق بهادار می‌توانند جریمه‌هایی را تصویب و اعمال کنند (وديعی و عظیمی‌فر، ۱۳۹۱).

ه) سنجش بازده غیرعادی در شرایط وقفه معاملاتی

در ارزیابی محتوای اطلاعاتی اعلان اطلاعات حسابداری به بازار بهتر است در شرایطی که بازده غیرعادی به‌صورت روزانه محاسبه می‌شود به‌جای کنار گذاشتن نمونه با وقفه معاملاتی بازده‌های غیرعادی بر مبنای روش دادوستد تا دادوستد محاسبه می‌شود. شایان ذکر است در این مطالعه محدودیت در دسترسی به داده‌ای سود نقدی مصوب به افزایش سرمایه‌های شرکت‌ها در مقاطع روزانه موجب گردید تا بازده‌های روزانه صرفاً بر اساس تغییرات قیمتی محاسبه شود. گرچه هدف اصلی ما مقایسه نتایج اجرای روش دادوستد تا دادوستد با روش تجمیعی بوده و این محدودیت در محاسبه بازده در هر دو روش مؤثر است؛ اما پیشنهاد می‌شود در صورت دسترسی به داده‌های مربوط به افزایش سرمایه و تصویب سود نقدی در محاسبه بازده افزایش سرمایه و تصویب سود نقدی نیز در نظر گرفته شود (احمدپور، ۱۳۹۰).

د) افزایش سرمایه و تأثیر آن بر بازده غیرعادی

همواره یکی از روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها افزایش سرمایه می‌باشد که با دارا بودن محتوای اطلاعاتی می‌تواند منجر به بازدهی غیرعادی سهام گردد. افزایش سرمایه می‌تواند بر چهار عامل تأثیر بالقوه که عبارتند از:

- ۱- عامل نسبت افزایش سرمایه به ارزش بازار شرکت اثر زیادی بر بازده غیرعادی سهام شرکت ندارد.
- ۲- عامل بازده تجمعی بازار اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده غیرعادی شرکت‌ها ندارد.
- ۳- عامل واریانس بازده روزانه سهام اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد.
- ۴- عامل اندازه شرکت اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت ندارد (ودیدی و عظیمی‌فر، ۱۳۹۱).

(ن) بازده غیرعادی و اطلاعات مالی انتشار یافته و روابط بین آن‌ها

سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی که در مدل‌های تصمیم‌گیری خود بیشتر به سمت عامل سود و نسبت‌های مالی در بر گیرنده این عامل معطوف می‌شوند. به عبارتی اطلاعات صورت سودوزیان برای آن‌ها مهم‌تر از اطلاعات ترازنامه می‌باشد، توانسته‌اند بازدهی بیش از بازده مورد انتظار به‌دست آورند؛ بنابراین این بازده اضافی تنها به عده خاصی تعلق نگرفته و بین سرمایه‌گذاران مختلف توزیع می‌شود. این امر سبب کاهش بازده اضافی در بازار سرمایه شده و کارایی بازار را افزایش می‌دهد. در زمان انتشار اطلاعات اضافی وقتی بازده غیرعادی مثبت (بازدهی غیرعادی بیشتر) ایجاد می‌شود. بیانگر این است که سرمایه‌گذاران معمولاً بیش واکنش هستند و این یک نوع بی‌نظمی در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌گذاری^۵ و مدل‌های دیگر است (کردستانی و حقیقت، ۱۳۹۲).

پیشینه پژوهش

فیض الهی و لشکری زاده (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر نوسانات بازده سهام پرداختند و نتایج نشان داد کیفیت اقلام تعهدی بر ریسک بازده سهام، تأثیر منفی و معنادار دارد. بدین معنی که با افزایش کیفیت اقلام تعهدی نوسان‌پذیری بازده سهام افزایش می‌یابد.

کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان‌پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند و یافته‌ها نشان می‌دهد که کیفیت بالای افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعاتی پایین نیز منجر به کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌شود. این یافته‌ها می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و مشاوران مالی، مدیران واحدهای تجاری و بورس اوراق بهادار از جهت تبیین چگونگی ارتباط بین این متغیرها مفید باشد.

خانی معصوم آبادی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام پرداختند یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت مدیریتی و همزمانی قیمت سهام به صورت: مالکیت مدیریتی بالا (منفی و معنادار)، مالکیت مدیریتی متوسط (منفی و معنادار)، سهام شناور آزاد (منفی و معنادار)، سن شرکت (مثبت و معنادار)، نوسان‌پذیری بازده سهام (مثبت و معنادار) و اهرم مالی (مثبت و معنادار) است. در نتیجه، لازم است که به این مساله توجه بیشتری شود.

موسوی شیر و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند و یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین کیفیت افشا اطلاعات و نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد اما با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده سه مدل و آماره Z کرامر می‌توان گفت این رابطه منفی در پرتفوی شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر از میانگین، شدت بیشتری دارد.

حیدرپور و زارع‌رفیع (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل حاکی از این است که در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران کیفیت گزارشگری مالی رابطه معکوسی با نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها داشته و افزایش آن منجر به کاهش نوسانات بازدهی سهام شرکت‌ها و به تبع آن کاهش ریسک شرکت‌ها می‌شود. همچنین نتایج بدست آمده گویای آن است که فرصت‌های رشد اثر مستقیمی بر رابطه میان کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها داشته و افزایش آن رابطه میان کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها را تشدید می‌کند. با این وجود یافته‌های این مطالعه گویای آن است که سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها تأثیرگذاری کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها را به صورت معنی داری تحت تأثیر خود قرار نمی‌دهد.

حبیب و همکاران^۶ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محیط اطلاعاتی بر رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با نوسان بازده سهام شرکت‌ها پرداختند و دریافته‌اند که قابلیت مقایسه صورت‌های مالی شرکت‌ها، نوسان بازده سهام را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی ضعیف، رابطه منفی بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نوسان بازده سهام، قوی‌تر است.

مطلبی^۷ (۲۰۱۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسانات بازده سهام شرکت‌های بورسی نیجریه پرداختند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن بود که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری بر نوسانات بازده سهام دارد.

یاسین و همکاران^۸ (۲۰۱۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام شرکت‌های بورسی عمان پرداختند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن بود که سرمایه‌گذارانی که دارای اطلاعات محرمانه بودند می‌توانند سود بیشتری ببرند. به عبارتی دیگر عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام تأثیر مثبتی دارد؛ اما هنگامی که سیاست‌های حسابداری محافظه کارانه‌تری توسط مدیریت اعمال می‌شود این اثر کم رنگ‌تر می‌شود.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین به منظور دست‌یابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد. فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر معناداری دارد.

الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندگانه است؛ بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است: معادله (۱).

$$VSR_{it} = \beta_0 \pm \beta_1 MB_{it} \pm \beta_2 SIZE_{it} \pm \beta_3 LEV_{it} \pm e_{it}$$

که در معادله‌های فوق به ترتیب:

VSR شاخص نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i در سال t ؛

MB شاخص فرصت‌های رشد شرکت i در سال t ؛

SIZE شاخص اندازه شرکت i در سال t ؛

LEV شاخص اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

6 - Habib & et al

7 - Mutalib,

8 - Yassin & et al

تعریف متغیرها به صورت عملیاتی به شرح زیر است:

فرصت های رشد

فرصت های رشد نوعی دارایی است که باعث افزایش ارزش شرکت می شود اما قابلیت وثیقه گذاری ندارد. هرچه فرصت رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن بیشتر است و هزینه نابسامانی مالی بیشتری را متحمل می شود (اعتمادی و اسمعیلی، ۱۳۹۶). ارزش بازار شرکت برابر قیمت سهام شرکت در آخر سال در تعداد سهام منتشره و ارزش دفتری شرکت برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (سینایی و همکاران، ۱۳۹۰).

نوسان پذیری بازده سهام

احتمال وقوع بازده واقعی به غیر از آنچه که انتظار می رود را، نوسان پذیری بازده سهام می نامند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). از مدل قیمت گذاری دارایی ها سرمایه ای برای کسب معیار ریسک سیستماتیک، ضریب بتا استفاده می شود. از رگرسیون زیر برای تخمین ضریب بتا برای هر شرکت طی ۱۲ ماه که از پایان چهارمین ماه پس از سال مالی آغاز می شود، استفاده می شود: (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۹).

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{it} + m_t - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

$$R_{ft} = \text{نرخ بدون ریسک روزانه}$$

$$R_{mt} = \text{بازده روزانه بازار}$$

همچنین β_i نشان دهنده نوسان پذیری بازده سهام است (مشایخ و حراف عموقین، ۱۳۹۰).

روش شناسی پژوهش

با توجه به این که داده ها مربوط به اطلاعات شرکت های واقعی بوده و نتایج آن می تواند راه گشای تصمیم های فعالان بازار سرمایه قرار گیرد از این رو پژوهش کاربردی محسوب می گردد. از طرف دیگر به دلیل این که رابطه علی و معلولی بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش مورد بررسی قرار خواهد گرفت، لذا از لحاظ انجام، علی پس از وقوع است. از لحاظ نحوه اجرا توصیفی و از لحاظ ارتباط بین متغیرها از نوع همبستگی است؛ و از نوع جمع آوری داده ها از نوع پژوهش های کمی و از لحاظ زمان اجرا گذشته نگر و همچنین منطق اجرا استقرایی می باشد.

جامعه پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ که بالغ بر ۵۵۸ شرکت است، در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه ها استفاده شده است.

با توجه به محدودیت ها ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

به طور کلی اطلاعات و داده های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

یافته های پژوهش

در این بخش در مورد ویژگی های نمونه آماری و شاخص های مربوط به صورت های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آنها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است. به طور کلی، روش هایی را که به وسیله آنها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. لازم به ذکر است که پس از حذف داده های پرت و مرتب سازی داده ها، تعداد شرکت سال های متغیرهای پژوهش با اندکی کاهش مواجه شده است.

جدول (۲). شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
فرصت‌های رشد	MB	۵۶۰	۰/۳۸۹	۰/۳۷۴	۰/۱۶۹	۲/۱۲۳	-۰/۰۸۴
نوسان‌پذیری بازده سهام	VSR	۵۶۰	۰/۱۵۸	۰/۱۱۳	۰/۴۱۹	۱/۲۳۵	۰/۰۱۴
اهرم مالی	LEV	۵۶۰	۰/۴۱۹	۰/۴۰۳	۰/۱۹۲	۰/۸۶۴	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۵۶۰	۱۱/۴۷	۱۱/۳۵	۱/۱۲۸	۱۴/۸۴	۵/۴۱۶

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۵-۱۳۹۹) و داده‌های مقطعی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار) می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل بر حسب میلیون ریال می‌باشد. برنامه‌ی نرم‌افزاری مورد استفاده در این پژوهش، برنامه نرم‌افزاری ایویوز ۹ می‌باشد. مدل‌های برآورد شده با توجه به فرضیه‌های ارائه شده به صورت مدل رگرسیون چندمتغیره ارائه شده‌اند.

جدول (۳). نتایج آزمون چاو، جهت تشخیص همگن یا ناهمگن بودن مقاطع

آزمون مدل	F	احتمال آماره F	نتیجه آزمون چاو
مدل پژوهش	۱۶/۵۲۴	۰/۰۰۰۰	H_0 رد می‌شود

همان‌گونه که در جدول (۳)، دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به‌دست آمده برای آماره F در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل‌ها، داده‌ها به‌صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

آزمون هاسمن

در این آزمون از آماره خی‌دو با K درجه آزادی استفاده می‌شود اگر چپ دو بدست آمده از مقدار جدول بیشتر بود، H_0 مبنی بر تصادفی بودن رد می‌شود و فرضیه آثار ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول (۴). نتایج آزمون هاسمن، جهت تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی

آزمون مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۳۰/۵۹۰	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل پژوهش، با توجه به اینکه در ازاء خطای ۵ درصد میزان آماره هاسمن برای مدل پژوهش (۵۲/۸۳۰) شده است و از طرفی میزان سطح معناداری کمتر از ۵ صدم است، لذا H_0 رد می‌شود. نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۵). نتایج آزمون فرضیه

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۸۶۲	۰/۴۰۱	۲/۱۴۷	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	β_1 (MB)	۰/۵۷۸	۰/۲۴۹	۲/۳۱۵	۰/۰۰۵۵
اندازه شرکت	β_2 (SIZE)	۰/۱۵۰	۰/۰۶۹	۲/۱۵۱	۰/۰۰۸۷
اهرم مالی	β_3 (LEV)	۰/۲۷۰	۰/۱۴۵	۱/۸۸۵	۰/۰۱۴۲
آماره F					
سطح معناداری (Prob.)		۱۴/۳۰۲ (۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۸۳۱			
ضریب تعیین (R ²)		۰/۷۲۳			
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR ²)		۰/۷۱۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج آزمون مدل پژوهش، سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطا بوده و کل مدل رگرسیونی معنادار است. آماره دوربین واتسون (۱/۸۳۱) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1 نتایج آزمون نشان می‌دهد فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد، بنابراین H_0 پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. همچنین سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_2 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اندازه شرکت با نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه مثبت و معناداری دارد و سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اهرم مالی با نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه مثبت و معناداری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۷۱ درصد از تغییرهای متغیر وابسته را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری کلی

هدف پژوهش حاضر فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در بازه زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ انجام گرفته است. تأثیر متغیرها با استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت در شرکت‌ها بررسی شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام در سطح خطای ۵ درصد تأثیر مثبت و معناداری دارد. در تبیین این نتیجه می‌توان بیان نمود که فرصت‌های رشد مجموعه فرصت‌های پیش روی شرکت به منظور سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند و توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد، به این معنی هر قدر توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد شرکت دارای فرصت‌های رشد بیشتری است. فرصت‌های رشد زمینه افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی را به منظور بهره‌مندی از تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاری ایجاد کرده که نتیجه آن افزایش اطلاعات حسابداری است که این اطلاعات حسابداری سیستمی را فراهم می‌آورد که به واسطه‌ی آن اطلاعات درون سازمانی به بازارهای سرمایه انتقال یافته و امکان کنترل بیشتر سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مدیریت را افزایش داده است. به بیان دیگر شرکت‌های رشدی می‌توانند با افزایش کیفیت گزارشگری

مالی خود ریسک نوسان‌پذیر بازده سهام را کاهش دهند. با توجه به نتایج فرضیه به نهادهای قانون‌گذار پیشنهاد می‌شود، قوانینی را تصویب کنند که مدیران شرکت‌ها را ملزم کند تا رویه‌ها و ارقام و اطلاعات خود را به صورت شفاف‌تری افشاء کنند که نتیجه آن افزایش صرفه‌جویی در مواردی نظیر مالیات و استفاده از وجوه نقد در فرصت‌های رشد شرکت و کاهش هزینه سرمایه است. علاوه بر این، قوانین و مقرراتی که امکان کاهش و دستکاری در سود و مالیات یا گریز از مالیات را برای مدیران و شرکت فراهم می‌سازند شناسایی، بررسی و نسبت به آن‌ها تجدیدنظر شود که این مسأله باعث افزایش شفافیت اطلاعاتی و کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام خواهد شد.

فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد. (۱۳۹۰)، رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۳.
۲. اشرف‌زاده، سیدحمیدرضا و مهرگان، نادر. (۱۳۸۷)، اقتصادسنجی پانل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
۳. اعتمادی، حسین و اسمعیلی، محمد. (۱۳۹۶)، بررسی رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره نهم، شماره ۳۴.
۴. تهرانی، رضا و نوربخش، ناصر. (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات نگاه دانش، تهران.
۵. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی. (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات سمت.
۶. جهانشاد، آریتا و خلیلی، احمد. (۱۳۹۲)، رابطه بین بازده سهام و نرخ رشد دارایی‌های ثابت در بازه‌های مختلف زمانی، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار.
۷. حافظ‌نیا، محمدرضا. (۱۳۸۴)، مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت.
۸. خاکی، غلامرضا. (۱۳۸۷)، روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی، نشر بازتاب.
۹. خانی معصوم آبادی، ذبیح‌اله؛ رجب‌دری، حسین و معتمد، سارا. (۱۳۹۷)، رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام، دوره ۹ (۳۷): ۲۹۹-۳۲۰.
۱۰. دلاور، علی. (۱۳۸۶)، روش تحقیق در روان‌شناسی و علوم تربیتی، انتشارات ویرایش، تهران.
۱۱. راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳)، رابطه اندازه شرکت با نوسانات بازده سهام در شرایط مختلف بازار، مجله تحقیقات مالی، دوره هفتم، شماره ۱۷.
۱۲. سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه. (۱۳۸۴)، روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگه، تهران.
۱۳. سینایی، حسنعلی و رشیدی‌زاد، فاطمه. (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۵۹): ۴۶-۳۱.
۱۴. سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی.
۱۵. عزتی، مرتضی و زهره داورزنی. (۱۳۷۶)، روش تحقیق در علوم اجتماعی، تهران. انتشارات دانشگاه تربیت مدرس.
۱۶. فیض‌الهی، سلاله و لشکری‌زاده، مریم. (۱۴۰۰)، تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر نوسانات بازده سهام، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳ (۴۹): ۵۲-۳۱.

۱۷. کیقبادی، امیررضا؛ صدیق بهزادی، شادان؛ طهماسبی خورنه، سعید و سیف، سمیرا. (۱۳۹۷)، تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان، فصلنامه پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰ (۴۰): ۸۸-۶۹.
۱۸. کردستانی، غلامرضا و حقیقت، حمید. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، شماره پنجم.
۱۹. مشایخ، شهناز و حراف عموقین، نسیم. (۱۳۹۰)، رابطه اندازه شرکت با نوسانات بازده سهام در شرایط مختلف بازار، فصلنامه پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره ۱۱، ۸۶-۶۹.
۲۰. موسوی شیر، محمود؛ سلیمانی، حمید؛ مؤمنی، یوسف و سلیمانی، حجت. (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره پنجم، شماره دوم، ۱۴۴-۱۳۱.
۲۱. نمازی، محمد؛ حلاج، محمد و ابراهیمی، شهاب. (۱۳۸۸)، تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، مجله حسابداری دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۲۲. ودیعی، محمدحسین و عظیمی‌فر، فرهاد. (۱۳۹۱)، ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ارتباط آن با اقلام تعهدی اختیاری، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز.
23. Frdinand R. & Hasman.Y. (1994). Book rate-of-return and the prediction of earnings changes. *Journal of Accounting Research*, 639-653.
24. Habib, A., Hasan, M. and Alhadi, A, K. (2017). Financial Statement Comparability and Corporate Cash Holdings. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*,
25. Mayers, (2011) the capital structure puzzle, *Journal of finance*, 39, pp575-592.
26. Myers, S.C. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147-175.
27. Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not hane, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
28. Mutalib, A, (2015), "Information Asymmetric Effect on the Stock Return Volatility in Nigerian Capital Market", Available at SSRN 2752915.
29. Yassin, M. M., Ali, H. Y., & Hamdallah, M. E. (2015). The Relationship between Information Asymmetry and Stock Return in the Presence of Accounting Conservatism", *International Journal of Business and Management*, 10(5), PP. 126.
30. Zafar., N. Urooj, S.F. & Durrani, T.K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, issue 14.

Study of the effect of growth opportunities on stock return volatility

Arash Mohammadi Tabar¹

Date of Receipt: 2022/04/07 Date of Issue: 2022/05/22

Abstract

Fluctuation in stock returns is one of the most controversial financial issues that has been considered by capital market researchers in emerging markets in recent years. Returns. The purpose of this study is to study the effect of growth opportunities on the volatility of stock returns. The statistical population of the research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and the study sample includes 140 companies listed during the years 1395 to 1399. The research method is descriptive and correlational in terms of relationship between variables and is applied in terms of purpose. Regression method and panel data as well as fixed effects model have been used to process and test the hypotheses. The results obtained from the analysis of the hypothesis show that growth opportunities have a positive and significant effect on the volatility of stock returns at the 5% error level.

Keyword

Growth opportunities, volatility of stock returns

1. Accounting Department, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.