

مقایسه کارایی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی در بازار سرمایه (مرور ادبیات)

نصراالله مقصودی^۱

شبنم خدایی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۰۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۱۲/۲۹

چکیده

در اکثر بورس‌های دنیا محققین پیرامون کارایی استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری، مطالعات گسترده‌ای انجام داده‌اند. این مطالعه تلاش کرده است تا با مرور ادبیات کارایی دو استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی و استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی را مقایسه کند. نتایج بررسی مرور ادبیات نشان می‌دهد که در بیشتر مطالعات خارجی بر برتری کارایی استراتژی ارزشی نسبت به استراتژی رشدی تأکید شده است، با این حال تناقضاتی نیز در این مطالعات مشاهده می‌شود. در بین مطالعات داخل ایران نتایج به دست آمده در این زمینه متناقض بوده ولی تعداد بیشتری از مطالعات نشان می‌دهند که استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی کارایی بالاتری نسبت به استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی در بازار سرمایه ایران دارد و در این مطالعات بر استفاده از این استراتژی تأکید شده است. این موضوع نشان می‌دهد که انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری به شدت به نوع بازار سرمایه وابسته است.

واژگان کلیدی

استراتژی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری ارزشی، سرمایه‌گذاری رشدی، بازار سرمایه

^۱. دکتری، استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، گروه حسابداری، اسلامشهر، ایران. Dr_n_maghsoudi@gmail.com

^۲. دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهریار، گروه حسابداری، شهریار، ایران. Kh1366sh@gmail.com

۱- مقدمه

یک الگوی اصلی در صنعت مالی این فرضیه است که بازارها کارا هستند، قیمت دارایی‌ها تمام اطلاعات موجود را کاملاً منعکس می‌کند و بنابراین دستیابی به بازده غیرعادی امکان‌پذیر نیست. با این حال، در مطالعات متعددی که در مورد ناهنجاری‌های بازار انجام شده است، استدلال فرضیه بازار کارا، به چالش کشیده شده است. بال و براون^۱ (۱۹۶۸) در مورد واکنش پس از اعلان سود، باسو^۲ (۱۹۷۷) در مورد رابطه قیمت با سود در عملکرد سرمایه‌گذاری، بانز^۳ (۱۹۸۱) در مورد اثر اندازه، کایم^۴ (۱۹۸۳) در مورد اثر فصلی، دیباند و تالر^۵ (۱۹۸۵) در مورد رفتار و تصمیم‌گیری بر اساس ویژگی‌های روان‌شناختی و پیوتروسکی^۶ (۲۰۰۰) در مورد استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی تاریخی مطالعاتی را انجام داده‌اند. این‌ها نمونه‌هایی از ادبیات است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم فرضیه بازار کارا را به چالش کشیده و با پیروی از استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری، امکان دستیابی به بازده غیرعادی را نشان می‌دهند. اینکه بازارها واقعاً کارآمد هستند یا خیر، بدون شک یک سؤال بحث‌برانگیز است. اما آنچه مسلم است، این است که هدف نهایی سرمایه‌گذار باید ساخت یک سبد سهام باشد که ارزش نزولی بازده‌های آتی را به حداکثر برساند (گارسیا و اولیویرا^۷، ۲۰۱۸). برای انجام این کار، سرمایه‌گذاران استراتژی سرمایه‌گذاری را مطابق با اعتقادات و ترجیحات خود انتخاب می‌کنند. در میان لیست گسترده استراتژی‌های مختلف مورد استفاده فعالان بازار، این مطالعه بر روی مقایسه دو مورد از استراتژی‌هایی که محققان هزینه و تلاش قابل‌توجهی برای مطالعه آن اختصاص داده‌اند و در بین تحلیلگران مالی بسیار شناخته شده است، یعنی استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی، تمرکز داشته است.

استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی، به اواسط قرن بیستم بازمی‌گردد و از آن زمان آن‌ها به عنوان دو استراتژی غالب در صنعت مالی شناخته شده‌اند که توسط سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی مورد استفاده قرار می‌گیرند. کانگویست^۸ و همکاران (۲۰۱۵) مشاهده کردند که جهانی از ۲۰۵۰ صندوق ارزشی و ۳۵۰۰ صندوق رشدی برای سرمایه‌گذاری در دسترس است که بخش قابل‌توجهی از کل صندوق‌های سهام موجود در بازار را نشان می‌دهد. علی‌رغم محبوبیت روزافزون چنین رویکردهای سرمایه‌گذاری، کارایی این استراتژی‌ها همچنان یک موضوع مجهول در تحقیقات تجربی و همچنین در بین شرکت‌کنندگان در بازارهای کوچک‌تر مانند سرمایه‌گذاران خرد می‌باشد. طبق تعریف گراهام و داد^۹ (۱۹۳۴)، استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی، به اصل خرید سهام شرکت‌های بی‌ارزش می‌پردازد که قیمت بازار آن‌ها در مقایسه با یک معیار سنجش بنیادی پایین است. معیارهای بنیادی متفاوتی برای گزینش سهام ارزشی وجود دارند، به عنوان مثال شرکت‌هایی که سهامشان زیر ارزش دفتری معامله می‌شوند، سهامی که دارای نسبت قیمت به درآمد پایین می‌باشند و یا آن دسته سهامی که نسبت قیمت به فروش آن‌ها پایین‌تر می‌باشد و انتظار می‌رود که با سرعت متوسط و آهسته رشد کنند. در مقابل، استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی، با به دست آوردن بازدهی

¹. Ball and Brown

². Basu

³. Banz

⁴. Keim

⁵. De Bondt and Thaler

⁶. Piotroski

⁷. Garcia and Oliveira

⁸. Cronqvist

⁹. Graham and Dodd

اساسی از طریق افزایش سرمایه، با تمرکز بر سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که دارای چشم‌انداز رشد بلندمدت هستند و معمولاً ارزش آن‌ها نسبت به معیارهایی چون جریان‌های نقدی، عایدی، سود تقسیمی یا ارزش دفتری فعلی، بالاتر از میانگین است، همراه است. در دهه‌های گذشته، تحقیقات تجربی در تلاش بوده‌اند تا عقلایی بودن تفاوت بازدهی استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی را درک کنند. فاما و فرنچ^۱ (۱۹۹۲، ۱۹۹۳ و ۱۹۹۶)، لاکونیشاک^۲ و همکاران (۱۹۹۴) و دیباند و تالر (۱۹۸۵)، ادعا می‌کنند که در بلندمدت، سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی، بهتر عمل می‌کند، در حالی که پاسخ قانع‌کننده‌ای برای این موضوع ارائه نداده‌اند (فاما و فرنچ، ۲۰۱۲). ولی در ایران محققان (مشکی میاوقی و پورمحمد ضیابری، ۱۳۹۳؛ اسدی و اسلامی بیدگلی، ۱۳۹۲؛ راعی و شواخی زواره، ۱۳۸۵) نشان داده‌اند که بازده متوسط سهام رشدی از سهام ارزشی بیشتر و اختلاف بازده سهام رشدی و ارزشی معنادار است. همچنین رستمی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۹) نشان داده است که ریسک سهام ارزشی از ریسک سهام رشدی در شرایط بحران اقتصادی بالاتر است.

با توجه به توسعه روزافزون بازار بورس ایران در سال‌های اخیر و روانه شدن سرمایه‌گذاران جدید و انفرادی به این بازار، این بحث گسترده که به‌کارگیری کدام استراتژی می‌تواند عملکرد بهتری برای سرمایه‌گذاران داشته باشد، دغدغه محققان و تحلیلگران بوده است و با وجود مطالعات زیادی که در این زمینه صورت پذیرفته، هنوز جواب مطمئن و قطعی برای آن پیدا نشده است. در این مطالعه تلاش شده تا با نگاهی به ادبیات به مقایسه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری رشدی و ارزشی پرداخته شود. با توجه به اهمیت و نقش بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشورها، لزوم توجه هرچه بیشتر به بورس اوراق بهادار در کشور ایران هم ضروری به نظر می‌رسد. بدین جهت آگاهی از استراتژی‌های کاربردی و قابل استفاده برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، به عنوان یک ضرورت مطرح می‌باشد، زیرا سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم توسعه در قرن حاضر است. بنابراین انتخاب بهترین نوع سرمایه‌گذاری، چه از بُعد فردی و چه از بُعد اجتماعی حائز اهمیت است. در چند دهه گذشته، پژوهش‌گران با تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران، تلاش کرده‌اند تا دلایل سرمایه‌گذاری افراد با روش‌های مختلف را درک کنند. در این بین، ادبیات مالی نشان می‌دهد که ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران، ادراک آن‌ها از ریسک و تمایل آن‌ها به پذیرش ریسک را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر این اساس، یکی از طبقه‌بندی‌های متداول در زمینه میزان ریسک‌پذیری و بازده سهام، طبقه‌بندی سهام بر مبنای سهام رشدی و سهام ارزشی است. لذا در این تحقیق سعی شده است تا به بررسی کارایی و تفاوت این دو استراتژی رایج سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. برای سرمایه‌گذاران مهم است که بدانند با انتخاب کدام استراتژی سرمایه‌گذاری می‌توانند مطلوبیت پرتفوی خود (رابطه بازده و ریسک) را بهینه سازند (رستمی نوروزآباد و همکاران، ۱۳۹۸). این مطالعه ضمن اینکه به توسعه ادبیات رو به رشد در خصوص کارایی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران کمک می‌کند، می‌تواند به سرمایه‌گذاران در انتخاب استراتژی مناسب برای سرمایه‌گذاری در بورس نیز آگاهی بیشتری ارائه دهد. بعلاوه تعیین اینکه کدام استراتژی بازدهی بیشتری را فراهم می‌سازد، برای تحلیل‌گران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است.

¹. Fama and French

². Lakonishok

۲- مرور ادبیات و پیشینه پژوهش

۱-۲- مفهوم استراتژی سرمایه گذاری

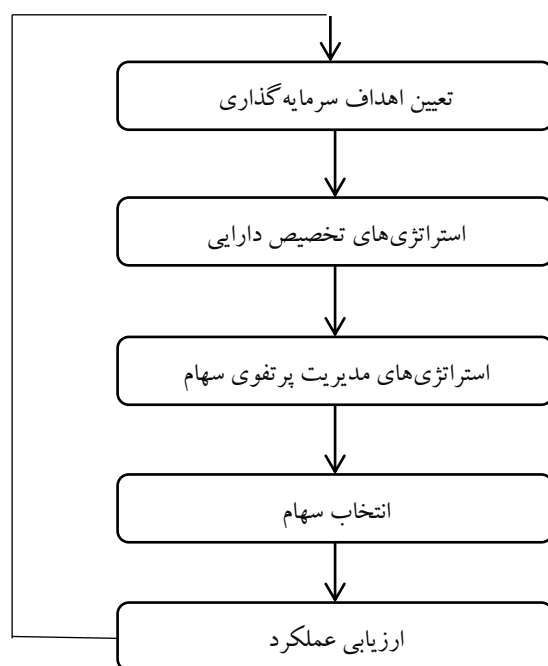
سرمایه گذاری، فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد نماید. از دیدگاه کلی، سرمایه گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر، در آینده است؛ به عبارت دیگر، سرمایه گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده. قبل از اقدام به هرگونه سرمایه گذاری، باید سیاست سرمایه گذاری، محدودیت‌های مربوط به سطح بازده مورد انتظار، میزان تحمل ریسک و سایر محدودیت‌هایی که تحت آن شرایط، بایستی پرتفوی تشکیل گردد و به طور کلی استراتژی سرمایه گذاری را تعیین نمود. استراتژی سرمایه گذاری، مجموعه‌ای از قوانین، رویه‌ها یا رفتارهاست که سرمایه گذار را در انتخاب پرتفویو سرمایه گذاری‌اش راهنمایی می‌کند. به عبارت دیگر، برنامه استراتژیک، برنامه سرمایه گذار از توزیع دارایی‌هایش در میان سرمایه گذاری‌های مختلف، با توجه و در نظر گرفتن عوامل مختلفی همچون اهداف فردی، تحمل ریسک و افق زمانی است متخصصین سرمایه گذاری در یک نگرش کلی معمولاً یک رویه سه مرحله‌ای را برای فرایند مدیریت پرتفوی پیشنهاد می‌نمایند.

۱- یادگیری اصول اساسی مالی؛

۲- ایجاد پرتفوی؛

۳- مدیریت و حفاظت از پرتفوی.

آنچه در بالا بیان گردید، فرایند مدیریت پرتفوی را به صورت کلی نشان می‌دهد و به منظور ارائه یک چارچوب نظری به کار می‌رود. بدین منظور محققین رویکردهای دیگری را نیز در فرایند مدیریت ارائه می‌نمایند که کاربردی‌تر می‌باشد. شکل (۱) فرایند تصمیم‌گیری مدیریت پرتفوی را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در شکل ملاحظه می‌گردد، این فرایند با تعیین اهداف سرمایه گذاری شروع می‌گردد. در این مرحله با استفاده از صورت خلاصه سرمایه گذاری، بازده هدف و حد تحمل ریسک سرمایه گذاری تعیین می‌شود. قدم بعدی تعیین ترکیب دارایی‌هایی است که بهترین فرصت را برای کسب بازده در سطح قابل تحمل ریسک فراهم می‌سازد. این مرحله، استراتژی تخصیص دارایی نامیده می‌شود که شامل تغییر ترکیب دارایی‌ها در طول زمان به منظور افزایش فرصت کسب بازده می‌باشد. مراحل بعدی مدیریت پرتفوی سهام شامل استراتژی‌های مدیریت پرتفوی (استراتژی‌های فعال و انفعالی) و انتخاب سهام می‌باشد که شامل تعیین و انتخاب تک تک و یا گروه‌هایی از سهام می‌باشد. آخرین مرحله از فرایند مدیریت پرتفوی، ارزیابی عملکرد می‌باشد که به عنوان مکانیسم بازخورد عمل خواهد نمود.



شکل ۱- فرایند مدیریت پرتفوی

۲-۲- انواع استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به طور کلی در دو مقوله منفعل و فعال قرار می‌گیرند. استراتژی‌های منفعل به جای تأکید بر به دست آوردن بازده اضافی موقت از تغییرات بازار، بر عملکرد بلندمدت یک بخش خاص از بازار سرمایه متمرکز می‌شوند. به عبارت دیگر، پرتفوی منفعل، پرتفویی است که به دلیل عدم توانایی پیش‌بینی، نگهداری می‌شود. هدف پرتفوی منفعل تا حد ممکن نزدیک کردن بازده پرتفوی به شاخص مورد نظر که آن را شاخص مبنا می‌نامند، می‌باشد. استراتژی‌های فعال عمدتاً به منظور هماهنگی با پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت دارایی‌ها، بخش‌های بازار و سهم به کار می‌روند. ذکر این واقعیت مهم است که در مدیریت پرتفوی فعال، اطلاعات ویژه مورد نیاز برای انتظارات بازده کوتاه‌مدت با اطلاعات مورد نیاز برای بازده با ثبات بلندمدت متفاوت خواهد بود. تنها در صورتی که بازده پیش‌بینی شده از بازده کلی بازار بهتر باشد، سرمایه‌گذار از تصمیم فعال خود سود خواهد برد. دو نوع استراتژی منفعل وجود دارد:

۱- استراتژی خرید و نگهداری^۱

۲- استراتژی سرمایه‌گذاری در شاخص^۲

از طرفی معمولاً استراتژی فعال را به سه دسته زیر تقسیم می‌نمایند:

۱- استراتژی سنجش موقعیت بازار^۳

۲- استراتژی تمرکزبخشی^۴

۳- استراتژی گلچینی سهام^۵

در استراتژی تمرکزبخشی، سهام موجود را می‌توان به روش‌های زیر به بخش‌های مختلف تفکیک نمود:

^۱ Buy and hold strategy

^۲ Indexing or Index Investing

^۳ Market timing strategy

^۴ Sectoral rotation strategy

^۵ Strategy stock picking

- ۱- طبقه‌بندی کلی صنایع (مانند صنعتی، مالی، زیربنایی و غیره)؛
 - ۲- طبقه‌بندی بر مبنای محصولات اصلی (مانند کالاهای مصرفی، کالاهای صنعتی و خدمات)؛
 - ۳- ویژگی‌های رفتاری‌های سهام (مانند رشدی، چرخه‌ای و باثبات یا بر مبنای اندازه، سود نقدی و کیفیت)؛
 - ۴- بر مبنای حساسیت به یک یا چند پدیده اقتصادی خاص (مانند سهام حساس به نرخ سود، نرخ ارز و غیره).
- تحقیق حاضر بر استراتژی‌های فعال مبتنی بر ویژگی‌های رفتاری سهام تمرکز یافته است. دو سبک بسیار رایج در انتخاب سهام بر مبنای ویژگی‌های رفتاری سهام، سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی یا سرمایه‌گذاری در سهام رشدی است که در ادامه به آن‌ها پرداخته شده است.

۲-۳- استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی

این استراتژی در واقع انتخاب سهم‌هایی است که زیر ارزش ذاتی خود در بازار معامله می‌شوند. یک سرمایه‌گذار ارزشی به دنبال سهم‌هایی با شرایط بنیادی قوی است که به نسبت شرایط سهم، در بازار ارزان به فروش می‌رسد و در این راستا عواملی مانند سود هر سهم، سود نقدی، ارزش دفتری و جریان نقد را زیر نظر دارد. سرمایه‌گذار ارزشی شرکت‌هایی را جستجو می‌کند که در بازار به درستی ارزش‌گذاری نشده‌اند و وقتی که بازار اشتباه خود در ارزش‌گذاری را تصحیح می‌کند، پتانسیل رشد افزایش قیمت سهم را دارند. نکته مهمی که باید مد نظر داشت این است که سرمایه‌گذاری ارزشی به معنی خرید هر سهمی که افت می‌کند و ارزان به نظر می‌رسد نیست، بلکه باید دقت داشت که افت سهم به دلیل تغییر در شرایط بنیادی نباشد. سرمایه‌گذاری ارزشی در واقع قیمت جاری سهم را با ارزش ذاتی و نه قیمت‌های تاریخی مقایسه می‌کند. طبیعی است که در این روش سرمایه‌گذاری، به نوسانات روزانه قیمت سهم و نوسانات بازار توجهی نمی‌شود و نگرشی نسبتاً بلندمدت بر سرمایه‌گذار حاکم است. البته باید توجه داشت که در این روش سرمایه‌گذاری از نظر مفروضات، مغایرت‌هایی با برخی تئوری‌ها مشاهده می‌شود. در حالی که فرضیه بازار کارا ادعا می‌کند که قیمت‌ها به طور پیوسته تمامی اطلاعات موجود را منعکس می‌کند و بنابراین همیشه نشان‌دهنده ارزش ذاتی شرکت‌ها می‌باشد، سرمایه‌گذاری ارزشی بر پیش فرضی استوار است که مغایر با این تئوری می‌باشد. سرمایه‌گذاران ارزشی در واقع معتقدند فرضیه بازار کارا فقط در تئوری صحیح است و در دنیای واقع باید به دنبال مواقع عدم کارایی بازار یعنی مواقعی که بازار قیمت نادرستی را برای یک سهم تعیین می‌کند، بود و از این فرصت استفاده کرد.

سرمایه‌گذاران ارزشی همچنین با این اصل که ضریب بتای بالا (که به نوسان‌پذیری یا انحراف معیار نیز شناخته می‌شود)، الزاماً به معنای سرمایه‌گذاری پرریسک می‌باشد، مخالف هستند. سهام ارزشی متعلق به شرکت‌هایی است که از نظر سودآوری وضعیتی مطلوب دارند، اما بازار، سهام آن‌ها را به صورت موقت، زیر ارزش ذاتی ارزش‌گذاری کرده است. بنابراین، انتظار سرمایه‌گذاران این است که بازار این اشتباه در قیمت‌گذاری را کشف کند و قیمت این سهام افزایش یابد. برخی از سرمایه‌گذاران ارزشی از معیارهای زیر برای انتخاب سهم استفاده می‌کنند (زاهدی، ۱۳۹۷):

- ✓ قیمت سهم بیشتر از دو سوم ارزش ذاتی آن نباشد.
- ✓ نسبت P/E سهم جزء پایین‌ترین ۱۰٪ نسبت P/E بازار باشد.
- ✓ نسبت PEG کمتر از یک باشد.
- ✓ قیمت سهم بالاتر از ارزش دفتری سهم نباشد.
- ✓ بدهی بیشتر از حقوق صاحبان سهام نباشد.

- ✓ دارایی جاری حداقل دو برابر بدهی جاری باشد.
 - ✓ بازده سود تقسیمی حداقل دو سوم بازده اوراق مشارکت باشد.
 - ✓ سود هر سهم شرکت از رشد باثباتی در سال‌های اخیر برخوردار باشد.
- در جدول (۱) برخی از تعاریف مربوط به این استراتژی در مطالعات گذشته بازگو شده است:

جدول ۱- تعاریف سهام ارزشی

منبع	تعریف
گراهام و داد (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 می‌شود، سهامی که نسبت قیمت به درآمد پایینی دارند یا آن دسته سهامی که نسبت قیمت به فروش آن‌ها پایین است.
شارپ ^۱ (۱۹۶۴)	سهام ارزشی نوعی از سهام است که سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری یا سایر شاخص‌های بنیادی آن در مقایسه با شرکت‌های مشابه در آن صنعت، کمتر است و در نتیجه، با در نظر گرفتن معیارهایی، مانند نسبت قیمت به درآمد هر سهم و نسبت ارزش دفتری به قیمت هر سهم، سهامی با قیمت ارزان ارزیابی می‌شود.
لاکونی‌شاک و همکاران (۱۹۹۴)	برخی سهم ارزشی را نوعی سهم می‌دانند که قیمت آن بر اساس معیارهایی چون سود، سود تقسیمی، ارزش دفتری یا سایر شاخص‌های بنیادی هر سهم آن در مقایسه با شرکت‌های مشابه در آن صنعت کمتر است و در نتیجه با در نظر گرفتن معیارهایی مانند P/E و B/P ارزان است.
لاکونی‌شاک و همکاران (۱۹۹۴)	سهام ارزشی به سهامی گفته می‌شود که در گذشته عملکرد ضعیفی داشته‌اند و بازار انتظار دارد که این عملکرد ضعیف در آینده نیز تداوم داشته باشد.
فاما و فرنچ (۱۹۹۸)	سهام شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری آن‌ها بالاست، ارزشی نامیده می‌شوند.
فاما و فرنچ (۲۰۰۴)	سهام ارزشی، سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، پایین‌تر از میانگین بازار است.

۲-۴- استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی

سهام رشدی به سهامی اطلاق می‌گردد که در مقایسه با صنعت و یا کل بازار رشد بالاتری را در EPS خود تجربه نماید. سهامداران رشدی بر پتانسیل شرکت در آینده تأکید دارند و تأکید بسیار کمی بر قیمت فعلی دارند. آن‌ها برخلاف سرمایه‌گذاران ارزشی، سهامی را می‌خرند که بالاتر از ارزش ذاتی خود معامله می‌شوند. البته آن‌ها این کار را با این اعتقاد انجام می‌دهند که ارزش ذاتی سهم رشد خواهد کرد و از ارزش ذاتی فعلی سهم فراتر خواهد رفت. این گونه سرمایه‌گذاران عمدتاً به دنبال خرید سهام شرکت‌های جوان و به عبارت دیگر شرکت‌هایی که در چرخه عمر خود در مرحله رشد قرار دارند، هستند. فرض بر این است که رشد EPS و یا رشد درآمد شرکت به افزایش قیمت سهم منجر

^۱ Sharpe

می‌شود. معمولاً سرمایه‌گذاران رشدی به دنبال صنایع با رشد سریع به خصوص صنایعی که از تکنولوژی‌های جدید برخوردار هستند، می‌باشند. آن‌ها به دنبال سود سرمایه‌ای هستند و نظری به سود تقسیمی ندارند، چون شرکت‌هایی که از فرصت رشد برخوردارند بخش عمده‌ای از سود هر سهم را مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند. دلیل اصلی سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام رشدی، سرمایه‌گذاری در رشد آینده سودهای شرکت است. سرمایه‌گذاران رشدی، به دنبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی هستند که طی دوره‌های زمانی گذشته، رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته‌اند و بنابراین قابلیت رشد بالایی دارند.

برخی از معیارهای انتخاب سهم رشدی به شرح زیر است (زاهدی، ۱۳۹۷):

- ✓ رشد بالای درآمد یا سود هر سهم شرکت در سال‌های اخیر؛
- ✓ رشد بالای درآمد پیش‌بینی شده یا سود هر سهم شرکت در سال‌های آتی؛
- ✓ کنترل قوی هزینه‌ها و درآمدهای شرکت از سوی مدیریت (نظارت بر حاشیه سود)؛
- ✓ کارایی در عملیات شرکت (ثبات یا افزایش ROE)؛
- ✓ امکان چند برابر شدن سهم در سال‌های آتی.

در جدول (۲) برخی از تعاریف مربوط به این استراتژی در مطالعات گذشته بازگو شده است:

جدول ۲- تعاریف سهام رشدی

منبع	تعریف
لاکونی‌شاک و همکاران (۱۹۹۴)	سهام رشدی به سهامی گفته می‌شود که در گذشته عملکرد خوبی داشته‌اند و بازار انتظار دارد که این عملکرد در آینده نیز تداوم داشته باشد.
فاما و فرنچ (۱۹۹۸)	سهام شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری در آن‌ها پایین است، رشدی نامیده می‌شوند.
هاگن ^۱ (۲۰۱۰)، فاما و فرنچ (۲۰۰۷)	سهام رشدی 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 در قیاس با سهام ارزشی، بازدهی کمتری خواهد داشت که با توجه به معیارهای یاد شده، قیمتی پایین‌تر از میانگین دارد.
ریلی و براون ^۲ (۲۰۰۲)	سهام رشدی سهامی هستند که انتظار می‌رود برای برخی از دوره‌ها در آینده، بالاتر از نرخ متوسط بازدهی متناسب با ریسک سود داشته باشند؛ به این معنا که هر سهمی که قیمت آن پایین‌تر تعیین شده است، می‌تواند یک سهم رشدی تلقی شود، بدون توجه به اینکه متعلق به چه شرکتی است. به طور متقابل، سهام شرکت رشدی که برای آن قیمت بالایی تعیین شده است، می‌تواند به یک سهم بورس بازی تبدیل شود و بازدهی کمتر از میانگین داشته باشد. شرکت رشدی از توانایی و فرصتی برخوردار است که می‌تواند سرمایه خود را در پروژه‌هایی به جریان بیندازد که نرخ بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه به همراه دارد.

¹. Haugen

². Reilly and Brown

۲-۵- ساختار بازده سهام رشدی و ارزشی

بازده سهام از دو بخش تشکیل می‌شود: بخش اول درآمد یا سود سهام که عبارت است از وجوهی که به صورت متناوب و دوره‌ای به سرمایه‌گذاری تعلق می‌گیرد و بخش دیگر بازدهی است که از تغییرات قیمت سهام ناشی می‌شود. آگاهی سرمایه‌گذاران از این که بازده مورد انتظار آنان از سرمایه‌گذاری، بیشتر از کدام یک از این دو بخش ناشی خواهد شد، بر تصمیم‌گیری‌های مربوط به خرید، فروش و حتی مدت نگهداری سرمایه‌گذاری و ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری تأثیر خواهد گذاشت. متوسط بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام رشدی و ارزشی تابعی از سود نقدی و سود سرمایه‌ای است که به زبان ریاضی می‌توان به صورت زیر نشان داد:

$$1 + R_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{P_t} + \frac{P_{t+1}}{P_t} \quad (1)$$

جایی که:

R_{t+1} : بازده سهام در زمان $t+1$

D_{t+1} : سود نقدی تقسیمی در زمان $t+1$

P_t : قیمت سهام در زمان t

است.

بازده ناشی از سود سرمایه‌ای (P_{t+1}/P_t) را می‌توان به دو بخش تقسیم نمود:

بخش اول نرخ رشد ارزش دفتری (B_{t+1}/B_t) است که در نتیجه سرمایه‌گذاری مجدد سود به دست می‌آید. این نرخ اساساً ناشی از انباشت سود می‌باشد. سود سرمایه‌ای حاصل از انباشت سود، از قاعده نامربوط بودن سود میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۶۱) پیروی می‌کند. بر اساس این قاعده، انباشت کردن یک دلار اضافی در سود در زمان $t+1$ به جای توزیع نقدی آن، می‌بایست منجر به ایجاد یک دلار ارزش اضافی در سرمایه برای سهامداران قدیمی در زمان $t+1$ گردد. مجزا ساختن نرخ رشد ارزش دفتری (B_{t+1}/B_t) از نرخ سود سرمایه‌ای (P_{t+1}/P_t)، نرخ رشد نسبت P/B را به عنوان بخش باقیمانده بازده سود سرمایه‌ای خارج می‌کند.

$$\left[\frac{P_{t+1}/B_{t+1}}{P_t/B_t} \right] \times \left[\frac{B_{t+1}}{B_t} \right] + \frac{D_{t+1}}{P_t} = R_{t+1} + 1 \quad (2)$$

میانگین بازده نقدی (D_{t+1}/P_t) و بازده ناشی از سود سرمایه‌ای (P_{t+1}/P_t)، سهام ارزشی در مقایسه با سهام رشدی بالاتر است. بدین جهت که بعد از شناسایی یک سهم به عنوان سهام ارزشی، نرخ رشد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (به واسطه نگهداری و حفظ سود) تقریباً صفر است. بنابراین وجود نرخ بالای بازدهی ناشی از سود سرمایه‌ای تقریباً به طور کامل ناشی از رشد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. در مقابل سرمایه‌گذاری در سهام رشدی به نرخ بالای رشد در ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منجر می‌شود از سوی دیگر بعد از شناسایی یک سهم به عنوان سهم رشدی، متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری آن کاهش یافته و در عوض نرخ رشد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد (بنایی زاده و کردلویی، ۱۳۹۲).

¹. Miller and Modigliani

فاما (۱۹۷۰) آغازکننده یکی از مباحث بسیار بحث‌برانگیز است که هنوز هم در میان صنعت مالی پایدار است. طبق نظریه وی، بازار دارای سه شکل کارایی است: ضعیف، نیمه قوی و قوی. در بازار با کارایی ضعیف، قیمت سهام از یک روند آهسته تصادفی پیروی می‌کند، منعکس‌کننده تمام قیمت‌های تاریخی است و بنابراین تلاش می‌کند قیمت‌های آتی را پیش‌بینی کند و کسب بازده غیرعادی با استفاده از داده‌های گذشته ناموفق خواهد بود. در بازار با کارایی نیمه قوی، هر زمان که داده‌های جدیدی در بازار موجود باشد، قیمت سهام بسیار سریع و با یک روش غیراصولی تنظیم می‌شود، این بدان معناست که نه تحلیل بنیادی و نه تکنیک‌های تحلیل فنی قادر به تولید بازده غیرعادی نخواهد بود. در یک بازار با کارایی قوی، قیمت سهام تمام اطلاعات موجود، اعم از عمومی یا خصوصی را منعکس می‌کند، بنابراین مانع از این می‌شود که فعالان بازار از بازده غیرعادی برخوردار شوند. از نظر وی، سهام همیشه با ارزش ذاتی خود تجارت می‌شود و این باعث می‌شود که خرید با زیر قیمت یا فروش با بالای قیمت سهام برای سرمایه‌گذاران ناممکن شود و عملکرد بازار بدون افزایش ریسک باشد. اگرچه شواهد تجربی وجود دارد که از فرضیه بازار کارا حمایت می‌کند، بحث همچنان ادامه دارد. در واقع، تحقیقات تجربی قابل توجهی تلاش کرده‌اند تا به ویژه با توجه به اهمیت محرک‌های بنیادی شرکت به عنوان پیش‌بینی‌کننده بازده غیرعادی آتی، ناهنجاری‌های مختلف بازار را درک و شناسایی کنند. باسو (۱۹۷۷) فرضیه بازار کارا را با بررسی اینکه آیا نسبت قیمت به درآمد می‌تواند به عنوان شاخص عملکرد آتی مورد استفاده قرار گیرد، آزمون کرد. یافته‌های وی حاکی از آن بود که با توجه به انتظارات بیش از حد، سرمایه‌گذاران می‌توانند با ایجاد پرتفولیو سهام با نسبت قیمت به درآمد پایین، بازده غیرعادی تعدیل‌شده با ریسک را به دست آورند. بانز (۱۹۸۱) رابطه بین اندازه شرکت و بازده سهام آن را بررسی کرد و وجود اثر عامل اندازه را اثبات کرد و نشان داد که بنگاه‌های کوچک به طور متوسط بازده‌های تعدیل‌شده با ریسک بالاتری نسبت به بنگاه‌های بزرگ دارند. چان^۱ و همکاران (۱۹۹۱) با توسعه نمونه با چهار نسبت اساسی مختلف از جمله: قیمت به درآمد (P/E)، قیمت به ارزش دفتری (P/B)، قیمت به جریان نقدی (P/CF) و اندازه، به بررسی این موضوع ادامه دادند. آن‌ها دریافتند که عملکرد پرتفوی مبتنی بر سهام با نسبت P/B و P/CF پایین، به طور خاصی قابل توجه است و بیشترین تأثیر را با بالاترین اهمیت آماری و اقتصادی در بازده‌های مورد انتظار به دست می‌آورد. روزنبرگ^۲ و همکاران (۱۹۸۵) و گریفین و لیمون^۳ (۲۰۰۲) تأیید کردند که نسبت P/B از قدرت توضیحی قوی در بازده‌های مورد انتظار برخوردار است. در حالی که برخی از ناهنجاری‌ها به عدم کارایی بازار نسبت داده شده است، محققان در مورد امکان اشتباه در مدل قیمت‌گذاری سهام تحقیق کردند. چوپرا^۴ و همکاران (۱۹۹۲) دریافتند که پرتفوی‌های متشکل از شرکت‌های "بازنده"، یعنی سهام‌هایی که بازده ضعیفی در طی چند سال گذشته داشته‌اند، بازده متوسط بسیار بالاتری را نسبت به شرکت‌های "برنده"، یعنی سهام‌هایی که نسبت به سال‌های گذشته بازده بالایی داشتند، به دست آورده‌اند. علاوه بر این، "بازندگان" به طور قابل توجهی بتای پایین‌تر از "برندگان" به نمایش گذاشتند، که اثبات می‌کند بتا نمی‌تواند بازده بالاتر را توجیه کند و باعث عدم موفقیت فرضیه بازار کارا می‌شود.

¹. Chan

². Rosenberg

³. Griffin and Lemmon

⁴. Chopra

مفهوم سرمایه‌گذاری ارزشی در پی سقوط بورس سهام در سال ۱۹۲۹ شکوفا شد، زمانی که گراهام و داد (۱۹۳۴)، بازارهای سرمایه را با یک "دستگاه رأی‌گیری"^۱ مقایسه کردند، زیرا شرکت‌کنندگان بازار اغلب به طور احساسی و بدون توجه به واقعیت و بر اساس یک "دستگاه توزین"^۲، واکنش بیش از حد نشان می‌دادند. منظور از دستگاه رأی‌گیری، این بود که مردم معمولاً بر اساس احساساتی در زمان معین رأی دهند. این احساسات می‌تواند به سرعت تغییر کند و اندازه‌گیری دقیق آن دشوار است. در مقابل، یک دستگاه توزین بسیار دقیق‌تر است و اندازه‌گیری دقیق وزن را آسان‌تر می‌کند. از طریق این استعاره آن‌ها بررسی کردند که مسائل روان‌شناسی و همچنین تحلیل مالی در بازارهای مالی چه نقشی دارند. اگر در کوتاه‌مدت، قیمت سهام توسط احساسات هدایت شود، در بلندمدت، روند آن توسط چیزی هدایت می‌شود که در واقع می‌تواند به طور دقیق‌تر نتایج مالی را بسنجد. محرک اصلی قیمت سهام، عملکرد واقعی اساسی کسب‌وکار است و نه نظرات متزلزل کلی در مورد چشم‌انداز کوتاه‌مدت آن. وقتی ارزش واقعی توسط بازار درک شود، در این صورت تمایل ذاتی برای اصلاح نابرابری‌ها در بلندمدت وجود خواهد داشت. بنابراین، آن‌ها فرض می‌کنند که سرمایه‌گذار ارزشی وقتی قیمت بازار زیر ارزش ذاتی خود قرار می‌گیرد، سهام خریداری می‌کند، یعنی وقتی که به نظر می‌رسد به نوعی تحلیل بنیادی، کم ارزش است. به طور معمول، یک سرمایه‌گذار ارزشی به دنبال پیدا کردن "معامله ارزانی" است که با روند نزولی نسبت به هم‌تایان صنعت تجارت می‌کند و نسبت‌های قیمت پایین و بازده سود سهام بالا را نشان می‌دهد، با داشتن ترازنامه قوی و محکم که در محیط‌های با ثبات و کاهش رقابت فعالیت می‌کند. نمونه این نوع سرمایه‌گذاری که باعث تعجب و افزایش علاقه دانشگاهیان شده است، توانایی سرمایه‌گذار افسانه‌ای وارن بافت^۳، دانش‌آموخته و شاگرد رویکرد سرمایه‌گذاری ارزشی گراهام و داد است که با عملکرد عالی پیوسته در دوره زمانی ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۱ که ناشی از انتخاب سهام ارزان، ایمن و با کیفیت بالا بود، توانست یکی از بهترین عملکردها را در بین کلیه سهام و صندوق‌های مشترک به دست آورد (فرازینی^۴ و همکاران، ۲۰۱۳) و نمونه زنده‌ای است که اثبات می‌کند ادعای فرضیه بازار کارا همیشه صادق نیست. یک نمونه از سهام ارزشی، شرکت دایملر^۵ (یک شرکت تاسیس‌شده در زمینه توسعه، تولید و توزیع ماشین، کامیون و وانت) که در نسبت P/E برابر با ۸,۵۵، نسبت P/B برابر با ۱,۳۳، نسبت P/S برابر با ۰,۴۵ و رشد درآمد سه‌ماهه برابر با ۲,۹٪ در ۱۰ اکتبر ۲۰۱۶ تجارت شده است (گاریسا و اولیویرا، ۲۰۱۸ به نقل از بلومبرگ).

بر خلاف سرمایه‌گذاران ارزشی، سرمایه‌گذاران رشدی چندان متکی به عامل قیمت نیستند. در عوض، آن‌ها با چشم‌انداز رشد شرکت‌ها جهت‌گیری می‌کنند. فیشر^۶ (۱۹۸۵) یکی از مهم‌ترین پیشگامان پشت این فلسفه سرمایه‌گذاری بود که شرکت‌های با حاشیه سود بالا، بازده بالای سرمایه و متعهد به تحقیق و توسعه برای اطمینان از توانایی رشد بالا در آینده را ممتاز کرد. این امر پتانسیل بزرگی برای توسعه در اختیار شرکت‌ها قرار می‌دهد، در حالی که انتظار می‌رود درآمد آن‌ها نسبت به سایر شرکت‌های بازار سریع‌تر رشد کند. در نتیجه، شرکت‌های رشدی نسبت به میانگین یک شرکت عملکرد گذشته قوی‌تری از خود نشان می‌دهند و انتظار می‌رود که در آینده نیز عملکرد قوی داشته باشند. به همین دلیل،

^۱ voting machine

^۲ weighing machine

^۳ Warren Buffet

^۴ Frazzini

^۵ Daimler

^۶ Fischer

سرمایه‌گذاران حاضرند قیمت بیشتری برای سهام رشدی پرداخت کنند، که باعث می‌شود آن‌ها نسبت قیمت بالاتر را به منظور انعکاس انتظارات بازار، منعکس کنند. یک نمونه از شرکت با سهام رشدی، شرکت تسلا است که یک شرکت جوان است و وسایل نقلیه الکترونیکی و محصولات ذخیره انرژی را طراحی، توسعه، تولید و فروش می‌کند. این شرکت در نسبت P/E برابر با ۲۳,۲۶-، نسبت P/B برابر با ۱۱,۵۵، نسبت P/S برابر با ۶,۴۰ و رشد درآمد سه‌ماهه برابر با ۳۳٪ در ۱۰ اکتبر ۲۰۱۶ تجارت شده است (گارسیا و اولیویرا، ۲۰۱۸ به نقل از بلومبرگ).

با توجه به سطح عملکرد غیرعادی در بازار، محققان تلاش کرده‌اند تا عقلانیت موجود در مورد دو استراتژی سرمایه‌گذاری ذکر شده را درک کنند. تقریباً یک اجماع و اتفاق نظری در مورد برتری سرمایه‌گذاری ارزشی وجود دارد. از نظر تاریخی، واضح است که سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی در کشورهای مختلف و در طبقات دارایی مختلف بهتر عمل کرده‌اند (فاما و فرنچ، ۲۰۱۲). با این حال در خصوص دلیلی که باعث برتری سهام ارزشی می‌شود، اتفاق نظر و اجماعی وجود ندارد، زیرا محققان مرزهای بین ریسک، سوء پیش‌بینی و رفتار بازار را از دلایل این موضوع دانسته‌اند. مبتنی بر یافته‌های بارنز (۱۹۸۱) که نشان می‌دهد مدل قیمت‌گذاری دارایی (CAMP) به دلیل اثر اندازه، اشتباه تعیین شده است، فاما و فرنچ (۱۹۹۲) ادعا کردند که سهام ارزشی تمایل دارد به شرکت‌های ریسک‌پذیر متصل شود، چراکه قیمت‌های آن‌ها تا حدودی با عامل ریسک معین مانند درماندگی، نقدینگی یا اندازه مرتبط است. از نظر آن‌ها، اگر دارایی‌ها به صورت منطقی قیمت‌گذاری شوند، آنگاه ریسک دارایی چندبُعدی است که می‌توان با ترکیب عامل ریسک بالقوه در بازدهی مورد انتظار آن را اندازه‌گیری کرد و به همین دلیل، آن‌ها شاخص‌هایی را توسعه دادند که می‌تواند برای اندازه‌گیری حساسیت به ریسک بالقوه آتی در مقابل استفاده ساده از بتا، مورد استفاده قرار گیرد. در حقیقت، آن‌ها به تغییر تلاش خود برای مطالعه عواملی، از جمله ارزش دفتری و اندازه، برای توضیح سطح مقطعی متوسط بازده سهام اقدام کردند. این شاخص‌ها عبارت بودند از: صرف ارزش (HML)^۱ یعنی تفاوت بازدهی سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا (سهام ارزشی) و بازدهی سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (سهام رشدی) و صرف اندازه (SMB)^۲ یعنی تفاوت بازدهی بین بازدهی سهام کوچک و بزرگ که به مدل سه عاملی قیمت‌گذاری دارایی معروف است. آن‌ها دریافتند که با در نظر گرفتن دو عامل صرف ارزش و صرف اندازه در مدل قیمت‌گذاری دارایی، می‌توانند قدرت توضیحی بازدهی سهام ارزشی را ۷۰٪ به ۹۰٪ افزایش دهند. علاوه بر این، سهام ارزشی باید بازده بالاتری نسبت به سهام رشدی داشته باشد و سهام با اندازه کوچک‌تر نیز باید بازده بالاتری نسبت به سهام اندازه بزرگ داشته باشد. بنابراین، سهام ارزشی کوچک باید به عنوان یک بازیگر شماره یک رتبه‌بندی شود. از طرف دیگر، رفتارگرایان معتقدند که ریسک نمی‌تواند منبع برتری سهام ارزشی باشد و ناهنجاری ناشی از اشتباهات رفتاری متوالی که توسط سرمایه‌گذاران ایجاد شده است و باعث اشتباه در قیمت‌گذاری می‌شود، نمی‌تواند با یک مدل قیمت‌گذاری منطقی توضیح داده شود. لاکونیشاک و همکاران (۱۹۹۴)، استدلال می‌کنند که استراتژی سرمایه‌گذاری ارزش‌محور، بازده بالاتری را ایجاد می‌کند، زیرا این استراتژی از رفتار غیربهبینه سرمایه‌گذار نوعی، ناشی می‌شود و از این رفتار وی برتری می‌گیرد، نه به دلیل افزایش اساسی ریسک شرکت. لاپورتا^۳ و همکاران (۱۹۹۷) با مطالعه بر حرکت قیمت سهام ارزشی و رشدی بعد از اعلان سود، این ادبیات را توسعه دادند. آن‌ها نتیجه گرفتند که تقریباً بین ۲۵ تا ۳۰

^۱. High Minus Low

^۲. Small Minus Big

^۳. La Porta

درصد اختلاف بین بازده سالیانه سهام را می‌توان با غافلگیری سود اعلان‌شده، توجیه کرد که برای سهام‌های ارزشی همواره مثبت‌تر است. توجیه دلیل عدم شباهت سهام ارزشی و رشدی به واکنش به سود اعلان‌شده، کاملاً متفاوت است. یک فرضیه که مطرح شده است، این است که برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند در شرکت‌های با کیفیت و سطح راضی‌کننده سودآوری و تیم مدیریت خوب، سرمایه‌گذاری کنند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران ساده‌لوح، ممکن است توسط مؤسسات تصنعی که این سهام جادویی را ترویج می‌کنند، اغوا شوند و صرف‌نظر از قیمت آن، یک شرکت مرسوم را در نظر داشته باشند، زیرا فروش آن‌ها راحت‌تر است. موفقیت سرمایه‌گذاران ارزشی ممکن است توجیه منطقی باشد برای ادامه این استراتژی ساده که توسط سرمایه‌گذاران ساده‌لوح پیروی می‌شود. مطالعه دیگری توسط بلک^۱ (۱۹۸۶) انجام شد که در آن مفهوم "سروصدا"^۲ به عنوان مؤلفه‌ای که باعث می‌شود بازارهای مالی به‌طور هم‌زمان امکان‌پذیر و ناقص باشند را معرفی می‌کند. برخلاف مطالعات قبلی درباره واکنش بیش از حد در میان داده‌های مالی منتشرشده، تاجر سروصدا (نویز تریدر)^۳ به عنوان شخصی که با کمبود اطلاعات تصمیمات سرمایه‌گذاری غیرمنطقی می‌گیرد، شناخته می‌شود. فقدان سروصدا باعث می‌شود که فعالان بازار دارایی‌های خود را نگه دارند، زیرا دلایل ناچیزی برای تجارت وجود دارد. افرادی که بر اساس سروصدا خرید و فروش می‌کنند، امیدوارند که تجارت کنند، حتی اگر به‌طور عینی بدانند که این یک اقدام اشتباه است، به امید اینکه این سروصدا به اطلاعات تبدیل شود. دیباند و تالر (۱۹۸۵) نشان می‌دهند که روانشناسی نقش اساسی در نحوه رفتار در بازارهای مالی خصوصاً در مورد نحوه واکنش مردم به اخبار غیرمنتظره و چشمگیر، ایفا می‌کند. واکنش بیش از حد واضح است، اما جالب‌تر این است که سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا اطلاعات جدید را بیش از حد ارزش‌گذاری کنند و اطلاعات گذشته را کمتر از حد ارزش‌گذاری کنند. این جمله "خرید کنید با شایعه، بفروشید با واقعیت" پارادوکسی را که در اطراف صنعت مالی بوده است، برجسته می‌کند و به وضوح نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران حاضرند تصمیمات خود را بر روی سروصداها پایه‌گذاری کنند. با یک تفکر ساده در مورد وقایع آینده، سرمایه‌گذاران در انتظار اینکه قیمت سهام افزایش یابد، اقدام به خرید آن می‌کنند. به محض وقوع این اتفاق، فشار خرید کاهش می‌یابد و خریداران قبلی با فروش باعجله سهام به سود می‌رسند و باعث می‌شوند، حتی اگر این رویداد برای شرکت مثبت باشد، قیمت سهام کاهش پیدا کند. لاکونیشاک و همکاران (۱۹۹۴) تشخیص دادند که استراتژی‌های ساده‌ای مثل مقایسه رشد سود گذشته خیلی دور نسبت به آینده، ارزیابی روند حرکت قیمت سهام، واکنش بیش از حد به اخبار خوب و بد، و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مستقل از قیمت جاری، باعث می‌شود که بیشتر سرمایه‌گذاران از سهم ارزشی اجتناب کنند و سهام رشدی را با قیمت غیرمنطقی خریداری کنند.

^۱. Black

^۲. noise

^۳. معامله‌گرانی در بازار حضور دارند که در زمان تصمیم‌گیری به خرید و فروش (کالا و سهام) به جای توجه و تمرکز بر عوامل مهم و تاثیرگذار اصلی و مشورت با کارشناسان و خبره‌های بازار، توجهشان معطوف به شایعات و نجواها و سروصداهای دیگران و جو دادن‌های غیر کارشناسی‌ای است که فضای بازار را پر نموده است.

۶-۲- پیشینه پژوهش

در جدول (۳) برخی از مطالعات انجام گرفته و مهم ترین نتایج آن ها در زمینه مقایسه استراتژی سرمایه گذاری ارزشی و رشدی در خارج از ایران ارائه شده است.

جدول ۳- پیشینه پژوهش خارجی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	کشور	شاخص های مورد استفاده	مهم ترین یافته ها
باسو (۱۹۷۷)	۱۹۷۱-۱۹۵۷	آمریکا	P/E	سهام ارزشی عملکرد بسیار بهتری نسبت به سهام رشدی دارند و شرکت های با P/E پایین، به طور متوسط، سود مطلق بالاتر و نرخ بازدهی تعدیل شده با ریسک بالاتری نسبت به شرکت های با P/E بالا داشتند.
روزنبرگ و همکاران (۱۹۸۵)	۱۹۸۴-۱۹۸۰	آمریکا	P/B	استراتژی P/B پایین یعنی سهام ارزشی، عملکرد غیرعادی معناداری دارد.
چان و همکاران (۱۹۹۱)	۱۹۸۸-۱۹۷۱	ژاپن	P/B, CFY, EY, SIZE	رابطه معناداری بین متغیرهای بنیادی و بازده مورد انتظار در بازار ژاپن وجود دارد. از چهار متغیر بنیادی در نظر گرفته شده، P/B و P/CF مهم ترین امتیاز ارزشی را دارند.
فاما و فرنچ (۱۹۹۲)	۱۹۹۰-۱۹۶۳	آمریکا	P/B, P/E, SIZE	سرمایه گذاری ارزشی بازدهی بالاتری از سرمایه گذاری رشدی دارد.
کاپوآل ^۱ و همکاران (۱۹۹۳)	۱۹۹۲-۱۹۸۱	فرانسه، سوئیس، آلمان، آمریکا، بریتانیا و ژاپن	P/B, P/E	در هر کشور بعد از تعدیل ریسک، به طور کامل برتری سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی وجود دارد.
فولر ^۲ و همکاران (۱۹۹۳)	۱۹۹۰-۱۹۷۳	آمریکا	P/E	شرکت های با بالاترین P/E (سهام ارزشی ارزان) دارای بیشترین بازدهی و شرکت هایی با کمترین P/E (سهام رشدی گران) دارای کمترین بازدهی بودند.

^۱. Capaul^۲. Fuller

جدول ۳- پیشینه پژوهش خارجی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	کشور	شاخص‌های مورد استفاده	مهم‌ترین یافته‌ها
لاکونی‌شاک و همکاران (۱۹۹۴)	۱۹۸۵-۱۹۶۸	آمریکا	BV/MP	در یک بازار بیش از حد واکنشی، سهم‌های ارزشی ارزان نسبت به دیگر سهم‌ها در طبقه هم اندازه خود، عملکرد بالاتر و سهم‌های رشدی گران، عملکرد پایین‌تری دارند.
لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷)	۱۹۹۲-۱۹۷۱	آمریکا	B/P	به طور متوسط درآمد اعلام شده برای سهام رشدی ناخوشایند و برای سهام ارزشی خوشایند است.
بائومن ^۱ و همکاران (۱۹۹۹)	۱۹۹۵-۱۹۷۵	آمریکا	P/E, P/B, P/CF, Earning growth	سهام ارزشی عملکرد مطلوب‌تری در سرمایه‌گذاری دارد.
آرشاناپالی ^۲ و همکاران (۱۹۹۸)	۱۹۹۶-۱۹۷۵	آمریکا، کانادا، اروپا، نروژ، سوئد، استرالیا، هونگ کنگ، ژاپن، مالزی، سنگاپور	P/E, P/B, P/C, DY	به طور متوسط، سهام ارزشی بهتر از سهام رشدی در همه کشورهاست. سهام ارزشی به طور بنیادی ریسک‌پذیر نیست.
فاما و فرنچ (۱۹۹۸)	۱۹۹۵-۱۹۷۵	آمریکا و دوازده کشور از منطقه اروپا، استرالیا، خاور دور	P/B, P/E, Size	در بازارهای سراسر دنیا سهام ارزشی تمایل به بازدهی بیشتری نسبت به سهام رشدی دارد.

^۱. Bauman^۲. Arshanapalli

جدول ۳- پیشینه پژوهش خارجی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	کشور	شاخص‌های مورد استفاده	مهم‌ترین یافته‌ها
گوننک و کاران ^۱ (۲۰۰۳)	۱۹۹۸-۱۹۹۳	ترکیه	P/B, Size	پرتفوی‌های رشدی عملکرد برتری نسبت به پرتفوی ارزشی دارند، اما نه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی و نه رشدی عملکرد برتری نسبت به شاخص بازار ملی نشان نمی‌دهد.
ین ^۲ و همکاران (۲۰۰۴)	۱۹۹۷-۱۹۷۵	سنگاپور	P/B, P/E, P/CF	برتری سهام ارزشی با استفاده از هر شاخصی وجود دارد، اما ممکن است در طولانی‌مدت تداوم نداشته باشد.
آثاناساکاس ^۳ (۲۰۰۹)	۲۰۰۵-۱۹۸۵	کانادا	P/E, P/B	فرایند جستجوی مبتنی بر P/E کار بهتری در شناسایی سهام ارزشی و رسیدن به برتری ارزشی نسبت به فرایند جستجو بر اساس P/BV انجام می‌دهد.
اسپیرو و کاسیماتیس ^۴ (۲۰۰۹)	۲۰۰۵-۱۹۸۲	اروپا	P/B	برتری سهام ارزشی وجود دارد ولی معنادار نیست.
فاما و فرنچ (۲۰۱۲)	۲۰۱۱-۱۹۸۹	آمریکا، اروپا و ژاپن	P/B, Size	برتری سهام ارزشی در هر منطقه‌ای همچنان ادامه دارد. برتری سهام ارزشی برای سهام‌های کوچک در همه کشورها به جز ژاپن، بزرگ‌تر است.
اسنس ^۵ و همکاران (۲۰۱۳)	۲۰۱۱-۱۹۷۲	هشت بازار مختلف و کلاس دارایی	BE/ME, Size	شواهد نشان می‌دهد که برتری بازدهی استراتژی ارزشی در سطح جهانی در سراسر طبقات دارایی وجود دارد.
چانگ ^۱ و همکاران	۲۰۱۰-۱۹۸۰	آمریکا	E/P, CF/P,	استراتژی E/P و CF/P بالاتر به طور کلی

¹. Gonenc and Karan². Yen³. Athanassakos⁴. Spyrou and Kassimatis⁵. Asness

جدول ۳- پیشینه پژوهش خارجی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	کشور	شاخص‌های مورد استفاده	مهم‌ترین یافته‌ها
(۲۰۱۵)			B/M, D/P, SIZE	بازدهی بیشتری نسبت به سه شاخص دیگر از طریق تخصیص سرمایه‌گذاران بین دارایی‌های ریسکی و بدون ریسک، دارند.
هشیو ^۲ و همکاران (۲۰۱۶)	۱۹۹۱-۲۰۱۳	تایوان	E/P, D/P, B/M	نسبت درآمد به قیمت یا سود سهام به قیمت، بهتر از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان یک نماینده رشدی-ارزشی در تایوان است.
مانو و آیشک ^۳ (۲۰۱۷)	۱۹۸۵-۲۰۱۲	هند	D/E, P/E, P/BV	سرمایه‌گذاری رشدی اندکی ریسک‌پذیر و بازده بالایی نسبت به پرتفوی ارزشی دارد.
گری و پرز ^۴ (۲۰۱۸)	۱۹۸۱-۲۰۱۴	کره جنوبی	P/B, P/E, CF/P, SALEG	هیچ مدرک تجربی قوی وجود ندارد که از برتری سهام ارزشی در مقابل سهام رشدی در کره جنوبی حمایت کند، به ویژه وقتی این عملکرد سالانه اندازه‌گیری می‌شود.
گارسیا و اولیویرا (۲۰۱۸)	۲۰۰۳-۲۰۱۵	پرتغال، ایتالیا، ایرلند، یونان و اسپانیا	P/B, B/M, P/E	سهام ارزشی برتری معناداری در این کشورها دارد.
آکینده ^۵ و همکاران (۲۰۱۹)	۱۹۹۰-۲۰۱۶	نیجریه	PEG	پرتفوی ارزشی عملکرد برتری نسبت به پرتفوی رشدی به لحاظ بازده در بازار بورس نیجریه دارد.
میلر و پروندزینسکی ^۶ (۲۰۲۰)	۲۰۰۲-۲۰۱۹	آمریکا	P/B, B/M, P/E	استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی بازدهی بازار بلندمدت بیشتری را نسبت به استراتژی سرمایه‌گذاری رشدی ایجاد می‌کند.

¹. Chung². Hsu³. Manu and Abhishek⁴. Gerry and Perez⁵. Akinde⁶. Miller and Prondzinski

ملاحظه می‌شود که نتایج این مطالعات در آمریکا و اروپا و نیجریه و تایوان و ژاپن، بر برتری استراتژی ارزشی نسبت به استراتژی رشدی تأکید دارد. با این حال در مطالعه‌ای که در ترکیه و هند انجام شده است، برتری استراتژی رشدی را گزارش داده‌اند و در کره جنوبی نیز تفاوت معناداری مشاهده نکردند. بنابراین، نتایج متناقض است؛ با این حال شواهد کلی در خارج از ایران مبنی بر برتری کارایی و بازده سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی، است. در جدول (۴) به گزارشی در این زمینه در مطالعات داخلی پرداخته شده است.

جدول ۴- پیشینه پژوهش داخلی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	شاخص مورد استفاده	نتایج
ایوانی (۱۳۷۸)	۱۳۶۹-۱۳۷۷	M/B	پرتفوی با پایین‌ترین نسبت M/B دارای بازده بیشتری نسبت به پرتفوی با بالاترین نسبت M/B نیست.
موسوی کاشی (۱۳۷۸)	۱۳۷۱-۱۳۷۵	P/E, Size	بین اندازه و بازده سهام ارتباط خطی معناداری وجود ندارد و بین ضریب P/E و بازده، ارتباط خطی ضعیفی وجود دارد.
شاه بند (۱۳۸۵)	۱۳۸۰-۱۳۸۴	Size	بازده سهام ارزشی از سهام رشدی در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر است.
راعی و شواخی زواره (۱۳۸۵)	۱۳۷۸-۱۳۸۲	BV/MV	شرکت‌های رشدی در مقایسه با شرکت‌های ارزشی بازدهی بالاتری در این دوره داشته‌اند.
قالیاف اصل و همکاران (۱۳۸۷)	۱۳۸۳-۱۳۸۷	B/P	متوسط بازده کل سهام رشدی بیشتر از سهام ارزشی می‌باشد.
مالکی قمی (۱۳۸۹)	۱۳۸۰-۱۳۸۶	P/E, P/B, P/S	در سال‌های رونق بازار، استراتژی رشدی و در سال‌های رکود بازار، استراتژی ارزشی بازدهی بالاتری داشته‌اند.
اصولی و همکاران (۱۳۹۰)	۱۳۷۹-۱۳۸۸	B/M, PEG, EVAM	نتایج تحقیق نشان‌دهنده برتری نسبت BM، نسبت به دو شاخص EVAM و PEG بر اساس شاخص شارپ در کل دوره تحقیق است.
اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۹۱)	۱۳۸۳-۱۳۸۸	P/E	در سال‌های رکود، پرتفوی‌های ارزشی و در سال‌های رونق پرتفوی‌های رشدی بازدهی بالاتری داشته‌اند.
اسدی و اسلامی بیدگلی (۱۳۹۲)	۱۳۸۰-۱۳۸۹	B/P, E/P, S/P	صرف ارزش (اختلاف عملکرد سهام رشدی و ارزشی) از نظر آماری معنادار است و همین دستمایه استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی خواهد بود.
بنایی زاده و کردلویی (۱۳۹۲)	۱۳۸۶-۱۳۹۰	BE/ME	بازده سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی بالاتر است.

جدول ۴- پیشینه پژوهش داخلی

پژوهشگران/سال	دوره مالی مورد بررسی	شاخص مورد استفاده	نتایج
وکیلی فرد و شیرازیان (۱۳۹۳)	۱۳۸۳-۱۳۹۲	BE/ME	در بررسی پورتنفوی بازار وزن سهام رشدی و ارزشی تفاوت قابل ملاحظه‌ای باهم نداشتند.
مشکی میاوقی و پورمحمد ضیابری (۱۳۹۳)	۱۳۸۱-۱۳۹۰	B/M	سهام رشدی (به ویژه سهام رشدی کوچک) درجه نقدشوندگی و نسبت کیوتوین بالاتری نسبت به سهام ارزشی دارد.
رستمی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۸)	۱۳۸۸-۱۳۹۶	M/B	اهرم مالی و عملیاتی بالا، در افزایش ریسک شرکت‌های ارزشی در بحران اقتصادی نقش مهمی ایفا می‌کند.
رستمی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۹)	۱۳۷۸-۱۳۹۶	M/B	ریسک اهرمی و تجاری سهام ارزشی نیز به‌طور خاص و معناداری از ریسک اهرمی و تجاری سهام رشدی در شرایط بحران اقتصادی بالاتر است.

ملاحظه می‌شود که در ایران، نتایج در زمینه برتری استراتژی رشدی یا ارزشی متناقض بوده است؛ به طوری که برخی از مطالعات حاکی از برتری سهام ارزشی و برخی دیگر حاکی از برتری سهام رشدی هستند و سایر مطالعات تفاوت معناداری بین این دو نوع استراتژی سرمایه‌گذاری نشان ندادند.

۳- بحث و نتیجه‌گیری

در اکثر بورس‌های دنیا محققین پیرامون کارایی استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری، مطالعات گسترده‌ای انجام داده‌اند. دلیل اصلی متخصصین مالی از مطالعه بر روی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، عدم توانایی تحلیل اطلاعات موجود در بازار سرمایه و نداشتن تخصص کافی توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد. پژوهشگران، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را از دیدگاه‌ها و رویکردهای بسیار متنوعی دسته‌بندی نموده‌اند. یکی از رایج‌ترین دسته‌بندی‌ها که عمده مطالعات دانشگاهی نیز پیرامون آن انجام شده، استراتژی رشدی و ارزشی و استراتژی سرمایه‌گذاری بر مبنای اندازه است. در این مطالعه تلاش شده است تا با مروری بر ادبیات، کارایی دو استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی و رشدی بر اساس شواهد تجربی و نتایج مطالعات پیشین در خارج و داخل ایران با یکدیگر مقایسه شود. در استراتژی رشدی، سرمایه‌گذاران در پی سرمایه‌گذاری در سهامی هستند که نسبت سود به قیمت (E/P)، نسبت سود تقسیمی به قیمت (D/P) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BV/MV) پایینی داشته و انتظار رشد بالایی در سودآوری سهام چنین شرکت‌هایی وجود دارد. در واقع سهام رشدی آن دسته سهامی است که گران‌تر هستند و عایدات بالقوه بالاتری را در خود منعکس می‌کنند. در مقابل در استراتژی ارزشی، سرمایه‌گذاران در پی سرمایه‌گذاری در سهامی هستند که نسبت سود به قیمت (E/P)، نسبت سود تقسیمی به قیمت (D/P) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BV/MV) بالایی داشته، نسبتاً ارزان هستند، یعنی قیمت به ارزش دفتری پایینی دارند و بازده سود سهام نقدی بالایی دارند و فرصت‌های رشد نسبتاً کمی دارند. سرمایه‌گذاران ارزشی به شکل فعالی به دنبال سهام شرکت‌هایی هستند که عقیده دارند بازار آن‌ها را کمتر از آنچه

هستند، ارزش گذاری کرده است. این بحث که کدام استراتژی در واقعیت، کارایی بهتری دارد و برای سرمایه گذاری مناسب است، همیشه در محافل علمی بحث برانگیز بوده است. از این رو مطالعات بسیاری در سراسر دنیا تلاش کرده اند تا از جنبه های گوناگون کارایی این دو استراتژی سرمایه گذاری را بررسی کنند و نتایج خود را گزارش کرده اند. در این مطالعه با گردآوری نتایج این مطالعات در دو بخش مطالعات خارج از ایران و مطالعات انجام شده در ایران، تلاش شده است تا یک جمع بندی در خصوص کارایی این دو استراتژی سرمایه گذاری در بازار سرمایه انجام شود. به طور کلی نتایج ارائه شده در مطالعات پیشین متناقض است، ولی در بین مطالعات خارج از ایران این تناقضات کمتر است و با توجه به ۲۴ مقاله بررسی شده مشاهده می شود که بیشتر مطالعات انجام شده در آمریکا و اروپا نشان می دهند که استراتژی سرمایه گذاری ارزشی نسبت به استراتژی سرمایه گذاری رشدی کارایی بهتری دارد. همچنین در کشورهایی از جمله نیجریه و ژاپن و تایوان و کشورهای خاور دور همین نتیجه یعنی برتری استراتژی ارزشی نسبت به استراتژی رشدی بر اساس شواهد مشاهده می شود. اما در ترکیه و هند این نتیجه کاملاً برعکس است. در ایران نیز ۱۴ مطالعه که در این زمینه انجام شده، بررسی شد که نتایج این بررسی نشان می دهد به طور قطعی نمی توان در مورد برتری کارایی یکی از این استراتژی های سرمایه گذاری نتیجه گیری کرد.

منابع

- اسدی، غلامحسین؛ اسلامی بیدگلی، سعید. (۱۳۹۲). مقایسه عملکرد یکساله سهام ارزشی و سهام رشدی. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۴(۱۴)، ۱۸-۳۷.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ فلاح پور، سعید؛ سبزواری، بهار. (۱۳۹۱). مقایسه بازدهی روش های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه گذاری*، ۱۱(۱)، ۱۲۵-۱۴۶.
- اصولی، نسیم؛ حجازی، رضوان؛ ولی پور، هاشم. (۱۳۹۰). ارتباط استراتژی سرمایه گذاری با ارزش افزوده اقتصادی. *پژوهش حسابداری*، ۱، ۱۹-۳۶.
- ایوانی، فرزاد. (۱۳۷۸). رابطه بین بازده سهام عادی و نسبت MB (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- بنایی زاده، آمنه؛ کردلویی، حمیدرضا. (۱۳۹۲). بررسی بازده سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه گذاری*، ۲(۷)، ۱۰۵-۱۲۹.
- راعی، رضا؛ شواخی زواره، علیرضا. (۱۳۸۵). بررسی عملکرد استراتژی های سرمایه گذاری در بس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۸(۲۱): ۷۵-۹۶.
- رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ جلیلوند، ابوالحسن؛ فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ سعیدی، علی. (۱۳۹۸). چه عواملی بر رفتار متفاوت شرکت های ارزشی و رشدی موثرند؟ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۴)، ۵۱۷-۵۴۴.
- رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ جلیلوند، ابوالحسن؛ فلاح شمس، میرفیض؛ سعیدی، علی. (۱۳۹۹). رفتار ریسک تجاری در شرکت های ارزشی و رشدی در شرایط ثبات و بحران اقتصادی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۸(۳)، ۱-۲۴.
- زاهدی، محمدحسین. (۱۳۹۷). استراتژی انتخاب سهم، ترجمه از وبسایت investopedia

شاه بند، میثم. (۱۳۸۵). مقایسه شرکت‌های دارای سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.

قالیباف اصل، حسن؛ بابالویان، شهرام؛ جولا، جعفر. (۱۳۸۷). مقایسه بازدهی سهام رشد با سهام ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۱(۳)، ۱۱۱-۱۳۴.

مالکی قمی، علی. (۱۳۸۹). مقایسه بازدهی روش‌های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشد در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

مشکی میاوقی، مهدی؛ پورمحمد ضیابری، مریم. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای نقدشوندگی و نسبت Q توبین سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۶(۱)، ۱۲۹-۱۴۶.

موسوی کاشی، زهره. (۱۳۷۸). بررسی تاثیر اندازه بر بازده سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

وکیلی فرد، حمیدرضا؛ شیرازیان، زهرا. (۱۳۹۳). تاثیر افق سرمایه‌گذاری روی تخصیص دارایی بین استراتژی‌های رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تجزیه و تحلیل مویک. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۲۱، ۱۴۸-۱۳۱.

Akinde, M. A., Peter, E., Ikpefan, O. A., (2019), Growth versus value investing: a case of Nigerian stock market, *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1): 29-45.

Arshanapalli, B. G., Coggin, T. D., and Doukas, J. (1998). Multifactor Asset Pricing Analysis of International Value Investment Strategies. *The Journal of Portfolio Management*, 24(757), 10-23.

Asness, C. S., Moskowitz, T. J. and Pedersen, L. H. (2013). Value and Momentum Everywhere. *The Journal of Finance*, 68: 929-985.

Athanassakos, G. (2009). Value versus growth stock returns and the value premium: The Canadian experience 1985-2005. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26(2), 109-121.

Ball, R., and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.

Banz, R. W., and Breen, W. J. (1986). Sample-Dependent Results Using Accounting and Market Data: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 41(4), 779-793.

Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratio: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Business*, 32(3), 663-682.

Bauman, W. S., Conover, C. M., and Miller, R. E. (1999). Investor Overreaction in International Stock Markets. *Journal of Portfolio Management*, 25(4), 102-111.

Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 529-543.

Capaul, C., Rowley, I., and Sharpe, W. F. (1993). International Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 49(1), 27-36.

Chan, L. K. C., Hamao, Y., and Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *The Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.

Chopra, N., Lakonishok, J., and Ritter, J. R. (1992). Measuring abnormal performance. Do stocks overreact? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 235-268.

Chung, Y.T., Liao, T.L., Chiang, Y.C., (2015), The selection of popular trading strategies, *Managerial Finance*, 41(6); 563-581.

Cronqvist, H., Siegel, S., and Yu, F. (2015). Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? *Journal of Financial Economics*, 117(2), 333-349.

- De Bondt, W. F. M., and Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory of Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1993). Fama-French APT three-factor model. *Journal of Financial Economics*.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, LI (1), 55–84.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472.
- Fisher, P. (1958). Common Stocks and Uncommon Profits In: Philip A. Fisher Collected Works, Foreword by Ken Fisher: Common Stocks and Uncommon Profits, Paths to Wealth through Common Stocks, Conservative Investors Sleep Well, and Developing an Investment Philosophy, 752 pages, May 2012.
- Frazzini, A., Kabiller, D., and Pedersen, L. H. (2013). Buffett's Alpha. *Working Paper*, 1–45.
- Fuller, R. & Huberts, L. & Levinson, M., (1993), "Returns to E/P Strategies, Higgledy Piggledy Growth, Analysis' Forecast Errors, and Mooted Risk Factors", *The Journal of Portfolio Management*, 19(2), 13-24.
- Garcia, M. T., Oliveira, R, A, A., (2018), "Value versus growth in PIIGS stock markets", *Journal of Economic Studies*, <https://doi.org/10.1108/JES-06-2017-0160>.
- Gerry, G., Perez, A., (2018), Value Investing and Size Effect in the South Korean Stock Market, *Int. J. Financial Stud*, 6(1), 31.
- Gonenc, H., and Karan, M. B. (2003). Do value stocks earn higher returns than growth stocks in an emerging market? Evidence from the Istanbul stock exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), 1–25.
- Graham, B., and Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. 1st ed. (1934). Whittlesey House.
- Griffin, J., & Lemmon, M. (2002). Book-to-market equity, distress risk, and stock returns. *The Journal of Finance*, LVII (5), 2317–2336.
- Haugen R. (2010). *The New Finance: Overreaction, Complexity, and Uniqueness*, New Jersey: Prentice Hall.
- Hsu, C.H., Lee, K.H., Chang, Y.P., Funf, H.G., (2016), Value versus growth: Taiwan evidence, *Managerial Finance*, 41(8); 845-856.
- Keim, D. B. (1983). Size-related anomalies and stock return seasonality. Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13–32.
- La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency. *Journal of Finance*, 52(2).
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Manu, S., Abhishek, A., (2017), Analysis of Value and Growth Styles of Investing: A Study on Nifty 100 Index Stocks of NSE, *Asian Journal of Research in Business Economics and Management*, 7(5); 165-177.
- Miller, M., & Prondzinski, D. (2020). Value Style Investing Versus Growth Style Investing: Evidence from the 2002-2019 Business Cycle. *Journal of Accounting and Finance*, 20(1).
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, 38(May), 1–41.

- Rosenberg, B., Kenneth Reid, and Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, 113, 9–16.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Spyrou, S., and Kassimatis, K. (2009). Time-variation in the value premium and the CAPM: evidence from European markets. *Applied Financial Economics*, 19(23), 1899–1914.
- Yen, J. Y., Sun, Q., and Yan, Y. (2004). Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(1), 19–34.

Comparing the effectiveness of growth and value investment strategies in the capital market (Literature Review)

Nasrollah Maghsoudi ¹

Shabnam Khodaei ²

Abstract

In most stock markets of the world, researchers have conducted extensive studies on the efficiency of various investment strategies. This study has tried to compare the efficiency of two growth investment strategies and a value investment strategy by reviewing the literature. The results of the literature review show that in most of the foreign studies, has been emphasized the superiority of the effectiveness of the value strategy over the growth strategy. However, contradictions are also observed in these studies. Among the studies inside Iran, the results obtained in this field are contradictory, but more studies show that the growth investment strategy is more efficient than the value investment strategy in the Iranian capital market, and in these studies, the use of this strategy is emphasized. This shows that the choice of investment strategy is highly dependent on the type of capital market.

Keywords

Investment strategy, value investment, growth investment, capital market

¹. Ph. D. Assistant Professor of Islamic Azad University, Islamshahr Branch, Department of Accounting
Dr_n_maghsoudi@gmail.com

². Master's student of Islamic Azad University, Shahriar Branch, Accounting
Kh1366sh@gmail.com