

بررسی تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی های سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داود حمزه^۱

مریم خلیلی عراقی^۲

کامبیز پیکارجو^۳

تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۰/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۳/۷/۲۸

چکیده

در پژوهش حاضر، تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی های سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت ها طی دوره ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران هستند. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون خطی استفاده شده است.

تحقیق حاضر از نوع کاربردی بوده و در آن تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی های سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت های مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. در تحقیق حاضر برای ارزیابی حساسیت سهامداران از شاخص EMSI استفاده شده است.

یافته ها: محاسبه شاخص حساسیت سهامداران نشان داد که سرمایه گذاران طی دوره تحقیق، ریسک گریزی بسیار زیادی (۳۷,۴۸٪) را از خود نشان داده اند. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که عامل حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها، اندازه شرکت ها و نوسانات سهام شرکت ها تأثیر معنی داری بر بازده سهام شرکت ها دارند. با بررسی تأثیر عامل حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها، اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر شاخص های عملکرد تحقیق به این نتیجه رسید که:

(۱) حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر بازده دارایی های شرکت ها دارند.

(۲) اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها دارند.

(۳) اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر نسبت کیو تو بین شرکت ها دارند.

(۴) حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها دارند.

واژه های کلیدی: حساسیت سهامداران، مالی رفتاری، ریسک پذیری سهامداران، ریسک گریزی سهامداران، عملکرد شرکت ها، بازده سهام

۱- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران davood_hamzeh@yahoo.com

۲- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران (مسئول مکاتبات)

۳- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران

۱- مقدمه

بازار سرمایه همانند هر بازار دیگری دارای اصول و شرایط ویژه ای است که با در نظر گرفتن و عمل به این اصول پایه ای می توان به سرمایه گذاری و خرید و فروش سهام اقدام کرده و همچنین به درک واقعی از مسائل موجود در بورس رسید. اصولاً، سهامداران، سرمایه گذاران، مشتریان، مدیران، کارکنان، عرضه کنندگان مواد اولیه، توزیع کنندگان، موسسات و نهادهای دولتی، موسسات ارائه دهنده تسهیلات و به نوعی همه کسانی که با موسسات مختلف درگیر هستند، همواره این موسسات و عملکردشان را ارزیابی کرده و بر اساس آن اقدام به سرمایه گذاری و یا اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری می کنند. یکی از مهمترین این شاخص ها، بازده سهام شرکتها و عملکرد مالی شرکتها است.

لذا شناسایی عوامل تأثیر گذار بر بازده سهام شرکتها و عملکرد مالی شرکتها از اهمیت ویژه ای برخوردار می گردد. بازده سهام شرکتها یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، می باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می نمایند (قائمی و طوسی، ۱۳۸۵).

پژوهشهای گسترده ای در زمینه تشریح رفتار بازده سهام عادی صورت گرفته است که حاصل این پژوهشها ارائه مدلهایی است که دستخوش انتقادات و حمایتهای مختلفی بوده است. یکی از معروفترین این مدلها، مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای (CAPM)^۱ است. نتایج پژوهشهای گذشته در امریکا، ژاپن و سایر کشورهای پیشرفته حاکی از این است که این مدل توانایی لازم برای پیش بینی بازده

سهام را ندارد و باید علاوه بر بتا متغیرهای دیگر را نیز در نظر گرفت. تعدادی از این پژوهشها نشان می دهند که متغیرهایی مانند اندازه، نسبت سود به قیمت سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت جریان نقدی به قیمت سهام و غیره؛ بازده سهام را بهتر از مدل CAPM پیش بینی می کند (فاطمی، ۱۳۸۵).

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای شارپ^۲ (۱۹۶۴)، لیتتر^۳ (۱۹۶۵) و بلک^۴ (۱۹۷۲)، راهی بود که دانشمندان مالی و مجامع دانشگاهی درباره ریسک و میانگین بازده می اندیشیدند. طبق این مدل ارتباط بین بازده مورد انتظار و بتای بازار مثبت بوده و رابطه آنها خطی است و بتای بازار برای توضیح بازده مورد انتظار مقطعی کافی است (میشالیدیز و همکاران، ۲۰۰۷). اما انتقادات زیادی بر مدل قیمت-گذاری شارپ، لیتتر و بلک (SLB) وارد شد. پژوهشهای دانشمندان نشان داد که عامل بتا کافی نبوده و عوامل دیگری نیز از اهمیت زیادی برخوردار هستند؛ بانز^۵ (۱۹۸۱) عامل اندازه را معرفی کرد، و جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) نیز اثر مومنتوم را بر بازده سهام آشکار ساختند (بازده سهام تحت تأثیر بازده دوره قبل است) همچنین تعدادی از پژوهشها نشانگر آن بود که نسبتها یا ضرایب بازار بر بازده سهام تأثیر مهمی دارند. بندری^۶، در سال ۱۹۸۸ بیان کرد که ارتباط مثبتی بین اهرم و نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازاری آن وجود دارد و بال^۷ ۱۹۷۸ نیز تأثیر E/P^۸ را به جامعه مالی معرفی کرد همچنین در پژوهشهایی مانند پژوهش باری و همکاران

(۲۰۰۸) به نقش با اهمیت نسبت جریان نقدی به قیمت CF/P یا معکوس آن اشاره شد.

در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک از سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک بوده‌اند از این رو حوزه‌های میان‌رشته‌ای تحت عناوین اقتصاد مالی، اقتصادسنجی مالی، ریاضیات مالی و نظریه تصمیم‌گیری شکل گرفته است. یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین نماید ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روانشناسی بود، که تحت عنوان مالیه رفتاری مطرح شد. از بنیان‌گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن^۹ است که در سال ۲۰۰۱ به خاطر ارائه مدل‌هایی برای تبیین رفتار سرمایه‌گذاران، تحت شرایط عدم اطمینان، به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد. مالی رفتاری ارتباط علم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی است که به عنوان روانشناسی مالی نیز معروف می‌باشد و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آنها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. روانشناسی مالی در واقع در مقابل پارادایم رفتارهای منطقی سرمایه‌گذاران مطرح شده که بر اساس و بنیان همه مدل‌های مالی ارائه شده می‌باشد. بسیاری از تحلیل‌های انجام شده بر روی بحران‌های مالی تأکید ویژه‌ای بر نقش اشتباهات سرمایه‌گذاری به دلیل ناآگاهی یا ضعف‌های شناختی و ادراکی بشر، در به وجود آمدن این بحران‌ها دارند. مالی رفتاری به مطالعه این خطاها و تورش‌های رفتاری^{۱۰} می‌پردازد (فرهانیان، ۱۳۸۸). یکی از این

پدیده‌های رفتاری، حساسیت سهامداران^{۱۱} می‌باشد. حساسیت سهامداران، موضوع جدیدی است که به لحاظ نظری در چندساله‌ی اخیر در سطح جهانی مطرح، وارد مباحث مدیریت مالی شده است و نتیجه تحقیقات انجام شده نیز بیانگر این نکته است که حساسیت سهامداران می‌تواند عملکرد بازار و در نتیجه شاخص‌های مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. در راستای آزمون فرضیه فوق، مطالعه انجام شده توسط کورردو همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳) نشان داد که حساسیت سهامداران به طور معنی‌داری تأثیر قابل توجهی بر بازدهی سهام شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارد. از سوی دیگر فاما و فرنچ^{۱۳} (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که اندازه شرکت‌ها، ارزش شرکت‌ها و مومنتوم می‌تواند تأثیر معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها داشته باشد. حال با توجه به مطالب فوق، ممکن است این سوال پیش آید که آیا در بورس اوراق بهادار تهران، در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، رابطه معنی‌داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت‌ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت‌ها با بازده سهام و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد یا خیر و در صورت وجود یک چنین رابطه‌ای، آن رابطه به چه صورت می‌باشد، چرا که با پی بردن به نوع رابطه فوق می‌توان از آن به عنوان راهنمایی برای مدیریت بازده و عملکرد مالی شرکت‌های نمود. بر همین اساس در تحقیق حاضر قصد داریم تا به بررسی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت‌ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت‌ها با بازده سهام و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر

و ریسک‌گریز در یک دوره زمانی ۷ ساله (سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۶) پردازیم.

لاکونیشوک و همکاران^{۱۴} (۱۹۹۴) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که سهامی که دارای نسبت بالای جریان نقدی به قیمت (CF/P)^{۱۵} بوده‌اند نسبت به سهامی که دارای میزان بالای ارزش دفتری به ارزش بازاری (B/M)^{۱۶} و E/P بودند، بازدهی بالاتری داشته‌اند. همچنین در پژوهش‌هایی که انجام شده است ارتباط بین متغیرهای بازار و بازدهی آینده‌ی سهام در چندین بازار بین‌المللی بررسی شده است. مطالعات التون و همکاران^{۱۷} (۱۹۹۸) نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاران حتی در بازارهای مستعد برای بروز حساسیت وجود ندارد.

لیهارا و همکاران^{۱۸} (۲۰۰۱) با طبقه‌بندی انواع رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توکیو به این نتیجه رسیدند که با استفاده از جریان پولی امکان اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاران از طریق بازده دارایی وجود دارد.

کریشنان و بوکر^{۱۹} (۲۰۰۲) به تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که سهامداران از توصیه‌های تحلیلگران برای نگهداری و یا فروش سهام استفاده می‌کردند.

بی نت و سلوام^{۲۰} (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که عوامل بازار سرمایه‌گیری‌های انتخاب سهام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار هند را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

بی نت و همکاران (۲۰۱۲) با انجام مطالعه‌ای به منظور تحلیل حساسیت سهامداران و تأثیر پذیری حساسیت سهامداران از عوامل مربوط به بازار، به این نتیجه رسیدند که عوامل مربوط به بازار سرمایه تأثیر معنی‌داری بر حساسیت سرمایه‌گذاران دارد.

باقرزاده (۱۳۸۴) در پژوهشی نشان داد که متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت، بیشترین قدرت توضیح‌دهندگی را در تبیین بازده سهام ایفا می‌کنند.

باقرزاده (۱۳۸۴) در پژوهشی در قلمرو زمانی هشت ساله نشان داد که متغیر اندازه شرکت رابطه مثبت و متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت رابطه منفی معنی‌دار با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

سعید طوسی (۱۳۸۴) پژوهشی با عنوان "بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" در قلمرو زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ انجام داد. نتایج این تحقیق حاکی از رابطه معنی‌دار و مثبت بازده سهام با شاخص ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت و نسبت P/E می‌باشد.

مریم خلیلی عراقی و عیسی سید باقری (۱۳۸۹) به بررسی و مقایسه بازدهی سهام رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش به دنبال مقایسه‌ی متوسط بازدهی سهام رشدی با سهام ارزشی برای دوره ننگه‌داری ۸ تا ۱ ساله، در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۸۷ می‌باشد. بدین منظور نمونه‌ای مشتمل بر ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و در ابتدای هر سال بر اساس نسبت B/M در سه گروه دسته‌بندی شدند. گروه اول که دارای کمترین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بودند، شامل سهام رشدی و گروه سوم که بیشترین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را داشتند، شامل سهام ارزشی بودند. سپس متوسط بازدهی سهام رشدی و سهام ارزشی برای دوره‌های ننگه‌داری ۱ تا ۸ ساله از طریق آزمون مقایسه میانگین دو جامعه آماری

بوسیله آماره T مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران متوسط بازدهی کل سهام ارزشی تا دوره نگه داری ۷ ساله بیشتر از سهام رشدی می باشد و برای دوره نگه داری ۸ ساله اختلاف معنی داری بین بازدهی این دو گروه از سهام مشاهده نشد.

۳- فرضیات پژوهش

در این پژوهش، بر اساس ادبیات موضوع و مبانی نظری پژوهش، فرضیات زیر استخراج و آزمون خواهند شد:

فرضیات اصلی پژوهش:

(۱) رابطه معنی داری میان حساسیت سهامداران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

(۲) رابطه معنی داری میان حساسیت سهامداران و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیات فرعی پژوهش:

(۱) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها و بازده سهام شرکت ها وجود دارد.

(۲) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان اثر مومنتوم و بازده سهام شرکت ها وجود دارد.

(۳) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان اندازه شرکت ها و بازده سهام شرکت ها وجود دارد.

(۴) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نوسانات سهام شرکت ها و بازده سهام شرکت ها وجود دارد.

(۵) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت ها و بازده داراییهای شرکت ها (ROA_t) وجود دارد.

(۶) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها (ROE_t) وجود دارد.

(۷) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت ها و نسبت کیو توین شرکت ها وجود دارد.

(۸) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت ها و نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها ($\frac{P}{E}$) وجود دارد.

۴- مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل های زیر استفاده خواهیم کرد:

مدل شماره ۱:

$$R_{i,t}^{IS-H-L} = \alpha + \gamma_1^{IS-H-L} BTM_{E,t}^{IS-H-L} + \gamma_2^{IS-H-L} IS_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_3^{IS-H-L} MOM_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_4^{IS-H-L} SIZE_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_5^{IS-H-L} VOL_{i,t}^{IS-H-L} + \varepsilon_t$$

مدل شماره ۲:

$$ROA_{i,t}^{IS-H-L} = \alpha + \gamma_1^{IS-H-L} BTM_{E,t}^{IS-H-L} + \gamma_2^{IS-H-L} IS_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_3^{IS-H-L} MOM_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_4^{IS-H-L} SIZE_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_5^{IS-H-L} VOL_{i,t}^{IS-H-L} + \varepsilon_t$$

مدل شماره ۳:

$$ROE_{i,t}^{IS-H-L} = \alpha + \gamma_1^{IS-H-L} BTM_{E,t}^{IS-H-L} + \gamma_2^{IS-H-L} IS_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_3^{IS-H-L} MOM_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_4^{IS-H-L} SIZE_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_5^{IS-H-L} VOL_{i,t}^{IS-H-L} + \varepsilon_t$$

مدل شماره ۴:

$$Q_{i,t}^{IS-H-L} = \alpha + \gamma_1^{IS-H-L} BTM_{E,t}^{IS-H-L} + \gamma_2^{IS-H-L} IS_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_3^{IS-H-L} MOM_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_4^{IS-H-L} SIZE_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_5^{IS-H-L} VOL_{i,t}^{IS-H-L} + \varepsilon_t$$

مدل شماره ۵:

$$P/E_{i,t}^{IS-H-L} = \alpha + \gamma_1^{IS-H-L} BTM_{E,t}^{IS-H-L} + \gamma_2^{IS-H-L} IS_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_3^{IS-H-L} MOM_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_4^{IS-H-L} SIZE_{i,t}^{IS-H-L} + \gamma_5^{IS-H-L} VOL_{i,t}^{IS-H-L} + \varepsilon_t$$

۵- متغیرهای پژوهش ونحوه اندازه گیری آن

در تحقیق حاضر، متغیرهای نسبت ارزش دفتری در ارزش بازار، نسبت کیو توین، نوسانات سهام شرکت‌ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت‌ها و حساسیت سهامداران به عنوان متغیرهای مستقل و متغیرهای بازده سهام شرکت‌ها، بازده دارایی‌های شرکتها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها (ROE)، نسبت کیو توین شرکت‌ها، نسبت قیمت سهام به سود شرکتها (P/E) شرکت‌ها به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده اند.

$R_{i,t}^{IS-H-L}$ = بازده سهام شرکت i در دوره t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$R_{i,t} = \frac{(1+x+y)P_{it} - P_{it-1} - yP_{ni} + DPS}{P_{it} + yP_{ni}}$$

که در آن:

- P_{it} = قیمت سهام شرکت i در انتهای دوره t
- P_{it-1} = قیمت سهام شرکت i در ابتدای دوره t
- P_{ni} = ارزش اسمی سهام شرکت i
- x = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها
- y = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی
- DPS = سود نقدی هر سهم
- $IS_{E,t}^{IS-H-L}$ = شاخص حساسیت سهامداران در دوره t است.

$$EMSI = \frac{\sum (R_{ir} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{ir} - \bar{R}_r)^2 (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} * 100; -100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن: $ROA_{i,t}^{IS-H-L}$ = بازدهی دارایی های شرکت i در

دوره t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total Assets}}$$

که در آن:

Net income = درآمد (سود) خالص شرکت i

در دوره t

Total Assets = دارایی های کل شرکت i در

دوره t

$ROE_{i,t}^{IS-H-L}$ = بازدهی سرمایه شرکت i در دوره

t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$ROE_{i,t} = \text{Net Income} / \text{Shareholder's Equity}$$

که در آن:

Net Income = درآمد (سود) خالص شرکت i در

دوره t

$\text{Shareholder's Equity}$ = کل سهام شرکت i

در دوره t

$Q_{i,t}^{IS-H-L}$ = شاخص کیو تو بین شرکت i در دوره

t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک

گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$Q_{i,t}^{IS-H-L} = \frac{MVE + DEBT}{TA}$$

R_{ir} : بازده نقدی و قیمت

\bar{R}_r : میانگین بازده نقدی و قیمت

R_{iv} : نوسان تاریخی برای پرتفوی منتخب

\bar{R}_v : میانگین نوسانات تاریخی

$SIZE_{i,t}^{IS-H-L}$ = اندازه شرکت i در دوره t ، در

شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است. در این پژوهش، لگاریتم مجموع ارزش بازار سهام شرکت به عنوان معیاری برای تعیین اندازه شرکت در مدل رگرسیون وارد شده است.

$VOL_{i,t}^{IS-H-L}$ = نوسانات بازده سهام شرکت i در

دوره t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است. در این تحقیق از انحراف معیار بازده روزانه سهام به عنوان معیاری برای نوسان پذیری بازار استفاده می شود.

$BTM_{i,t}^{IS-H-L}$ = نسبت ارزش دفتری به ارزش

بازار شرکت i در دوره t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است.

MOM_t^{IS-H-L} = شاخص قدرت تغییرات لحظه

ای قیمت سهام در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$MOM_{i,t-1} = \ln(1 + R_{i,t-1})$$

که در آن:

$R_{i,t-1}$ = نرخ بازده سه ماهه سهام

گردآوری داده های تحقیق نیز از بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی بورس، بانک های اطلاعاتی نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین، و همچنین گزارشات هفتگی و صورت های مالی شرکتها حسب مورد استفاده شده است.

در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیات از نرم افزار SPSS بهره گرفته شده است.

جامعه آماری این تحقیق کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۲ در بورس فعال بوده اند.

جامعه آماری عبارتست از کلیه عناصر و افرادی که در یک مقیاس جغرافیایی (جهانی یا منطقه ای) دارای یک یا چند صفت مشترک باشند (حافظ نیا، ۱۳۸۱).

نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که بیان کننده ویژگی های اصلی جامعه باشد (آذر، ۱۳۸۱). در این مطالعه، برای انتخاب نمونه آماری که یک نماینده مناسب برای جامعه آماری مورد نظر باشد از روش حذف سیستماتیک (قضاوتی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت های نمونه انتخاب شده است. معیارهای مذکور به شرح زیر می باشند:

(۱) طی دوره تحقیق هیچ گونه تغییر در دوره مالی نداشته باشند و دوره مالی شرکتها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۲) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

MVE_t : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در دوره t

$DEBT_t$: بدهی شرکت در دوره t

TA_t : جمع ارزش دفتری داراییها در دوره t

$P/E_{i,t}^{IS-H-L}$ = قیمت بازار به سود هر سهم شرکت i در دوره t ، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$P/E_{i,t} = \frac{\text{Final price of per share}}{\text{Earning per share}}$$

که در آن:

Final price of per share = قیمت شرکت i

در دوره t

Earning per share = سود هر سهم شرکت i

در دوره t

۶- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نوع تحقیقات همبستگی می باشد و برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس رویدادی عمل خواهد شد. در پژوهش حاضر، از روش های کمی تجزیه و تحلیل آماری استفاده خواهد شد که شامل تجزیه و تحلیل رگرسیونی چندگانه می باشد. برای بررسی فرضیات تحقیق از آزمون های آماری t (t -test)، آماره F و ضریب تعیین (R^2) استفاده خواهد شد. همچنین به منظور بررسی نرمال بودن متغیر وابسته و استقلال خطاها به ترتیب از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف و آماره d دوربین-واتسون استفاده خواهد شد. در این تحقیق اطلاعات و داده های مورد نیاز مربوط به ادبیات و مبانی نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه های علمی و مقالات داخلی و خارجی استخراج شده است. برای

متغیر (ROE) با میانگینی برابر ۲۱۷,۷۱، حداقل مقدار ۵۰. ۲۵۲- و حداکثر آن ۷۰۵,۹۹ است که انحراف معیار آن ۲۷۵,۲۵ است.

متغیر بازده سهام (R) با میانگینی برابر ۳۱,۲۶، حداقل مقدار ۲-۶۱,۲ و حداکثر آن ۱۲۲,۴ است که انحراف معیار آن ۵۳,۹۰ است.

متغیر (P/E) با میانگینی برابر ۵۰,۰۵۵۲، حداقل مقدار ۱۰۱- و حداکثر آن ۲۰۲ است که انحراف معیار آن ۹۹۸.۶ است.

۳) شرکت هایی که حداقل برای دو سال متوالی در بورس بوده و اطلاعات آن ها قابل دستیابی باشد.

۴) وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند. به منظور برآورد و آزمون فرضیات، پس از وارد نمودن محدودیت ها، از میان شرکت های موجود در جامعه آماری، ۹۸ شرکت انتخاب شده و داده های مربوطه در بازه زمانی (۱۳۸۶-۱۳۹۲) گردآوری شد.

۷- نتایج پژوهش

با استناد به جدول (۱) متغیر (ROA) با میانگین ۵۰,۶۴ دارای حداقل مقدار ۴۹. ۴۰- است که انحراف معیار ۲۶,۴۴ و حداکثر مقدار ۵۰,۵۷ دارد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای مورد مطالعه در پژوهش

متغیر کمیت	VOL	SIZE	R	ROA	ROE	QT	P/E	RM
تعداد	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰	۱۶۸۰
میانگین	۴۷,۵۶	۱۳,۲۶	۳۱,۲۶	۵۰,۶۴	۲۱۷,۷۱	۱,۷۴	۵۰,۰۵۵۲	۲۴۰۵۹,۱۰
انحراف معیار	۲۵,۷۲	۲,۰۵	۵۳,۹۰	۲۶,۴۴	۲۷۵,۲۵	۱,۱۶	۸۷,۵۴۸	۱۹۲۳۳,۸۱۵
کمترین	۳,۰۶	۱۰,۲۱	-۶۱,۲	-۴۰. ۴۹	-۲۵۲. ۵۰	۰,۵۶۴	-۱۰۱	۷۹۹۵
بیشترین	۹۱,۸۰	۱۶,۳۲	۱۲۲,۴	۵۰,۵۷	۷۰۵,۹۹	۱۱,۷۹۶	۲۰۲	۸۹۵۰۱

۰,۰۵ باشد متغیر مرتبط با آن از لحاظ آماری معنی دار شده و فرضیه مرتبط با آن مورد تایید قرار خواهد گرفت.

نتایج آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در مدل اول

در ادامه، به بررسی نتیجه آزمون فرضیه ها یا آزمون صفر بودن ضریب متغیر موجود در مدل اول می پردازیم. اگر در هر یک از مدل ها علامت عدد بدست آمده برای ضرایب معنی دار باشد، فرضیه مرتبط با آن مدل مورد تأیید قرار می گیرد. به عبارت بهتر، سطح معنی داری مربوط به آماره t ، کوچکتر از

جدول (۲): آزمون معنی‌داری ضرایب رگرسیونی در مدل اول

مدل	ضریب	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معنی‌داری	نوع تأثیر
ثابت	۲۹,۰۷۳	-	۳,۰۳۹	۰,۰۰۲	
BTM	۴,۰۰۸	۰,۰۱۸	۰,۷۲۴	۰,۰۰۹	+
IS	-۰,۰۴۶	-۰,۰۴۹	-۲,۰۱۴	۰,۰۴۴	-
MOM	-۰,۲۹۷	-۰,۰۰۷	-۰,۳	۰,۷۶۴	*
SIZE	۰,۰۰۳	۰,۲۵۸	۰,۰۰۴	۰,۰۰۷	+
VOL	-۰,۰۰۹	-۰,۰۰۴	-۰,۱۸	۰,۰۰۸	-

نتایج آزمون فرضیه اصلی تحقیق

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی میان حساسیت سهامداران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و فرضیه آماری آن بصورت زیر تعریف شده است: همانطور که در جدول (۲) سطح معنی‌داری بدست آمده برای متغیر حساسیت سهامداران برابر با $\text{Sig}=0,044$ است که از مقدار خطای $\alpha=0,05$ کوچکتر است. لذا فرضیه H_0 رد شده و فرضیه مقابل آن تأیید می شود. بنابراین فرضیه اصلی تحقیق پذیرفته می شود. بر همین اساس می توان گفت که رابطه معنی داری میان حساسیت سهامداران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. منفی بودن ضریب متغیر حساسیت سهامداران حاکی از تأثیر منفی حساسیت سهامداران بر بازده سهام شرکت‌ها می باشد.

منفی بودن تأثیر حساسیت سهامداران بر بازده سهام شرکت‌ها بیانگر این امر است که سرمایه گذاران در اکثر روزهای معاملاتی ریسک‌گریزی بسیار زیادی را از خود نشان داده اند. یکی از دلایل احتمالی ریسک‌گریزی سرمایه گذاران را شاید بتوان

بر مبنای یکی از تورش‌های مهم زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران در واکنش به بازار منفی توضیح داد. زیان‌گریزی میتواند سرمایه‌گذاران را تحریک نماید که سهام موفق و سودده خود را خیلی زود هنگام به فروش برسانند، چرا که ترس دارند سودشان از بین برود. این رفتار پتانسیل کسب سود برای پرتفوی را محدود می کند. ضمن اینکه افزایش دفعات معامله را به دنبال دارد که این، عاملی در پائین آمدن بازده سرمایه‌گذاری به دلیل افزایش هزینه معاملات است (پمپین، ۱۳۸۹).

نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها و بازده سهام شرکت‌ها در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز می باشد.

آماره t و سطح معنی‌داری مربوط (۰,۰۰۹) و مقایسه آن با سطح خطا (۰,۰۵) نشان دهنده این است که ضریب مثبت در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار هست. بنابراین، فرضیه H_0 رد می شود. و فرضیه مقابل آن تأیید می شود. و میتوان گفت در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، رابطه معنی

شود. بر همین اساس می توان گفت در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان اثر مومنتوم و بازده سهام شرکت ها وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

هدف از آزمون فرضیه پنجم تحقیق بررسی رابطه معنی داری میان اندازه شرکت ها و بازده سهام شرکت ها، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز می باشد.

همانطور که در جدول (۲) قابل مشاهده است مقدار آماره t برای متغیر اندازه شرکت ها بزرگتر از مقدار t جدول است (یا بطور معادل سطح معنی داری بدست آمده برابر با $\text{Sig}=0,007$ است که از مقدار خطای $\alpha=0,05$ کوچکتر است) بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیر رد می شود و بر همین اساس می توان گفت در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، اندازه شرکت ها رابطه معنی داری با بازده سهام شرکت ها دارد بنابراین فرضیه فرعی سوم پژوهش تأیید می شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت ها بیانگر است که اندازه شرکت ها تأثیر مثبتی بر بازده سهام شرکت ها می باشد.

تأثیر مثبت اندازه شرکت ها بر بازده سهام شرکت ها بیانگر این امر است که شرکت های بزرگتر نسبت به شرکت های کوچکتر از تنوع فعالیت و تعدد محصولات برخوردارند و از نظر امکانات بازاریابی و عرضه محصولات نیز موقعیت بهتری دارند. در نتیجه شرکت های بزرگتر می توانند به صورت نسبی فروش و رشد سودآوری بیشتری نسبت به شرکت های کوچک داشته باشند.

داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها و بازده سهام شرکت ها وجود دارد.

مقدار مثبت بدست آمده برای ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیانگر این است که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر مثبتی بر بازده سهام شرکت ها دارد.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شاخصی برای ارزیابی رشد سهام مورد استفاده قرار می گیرد. هرچقدر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام کمتر باشد، نشان دهنده سهام رشدی است و هر چقدر مقدار آن نسبت، بیشتر باشد، بیانگر سهام ارزشی است. (بیک، ۱۳۸۱).

سهام ارزشی از نسبت های ارزش دفتری به ارزش بازار بالایی برخوردار هستند و در مقایسه با شرکت های رشدی میانگین قیمتی بالاتری داشته و نسبت به سهام رشدی زودبازده تر هستند (همان منبع).

با توجه به مطالب فوق می توان گفت که سهامداران برای دستیابی به بازده کوتاه مدت تمایل بیشتری به خرید سهام شرکت های ارزشی از خود نشان می دهند و از این طریق تأثیر مثبتی بر بازده سهام شرکت ها می گذارند.

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

هدف از آزمون فرضیه چهارم تحقیق بررسی رابطه میان اثر مومنتوم و بازده سهام شرکت ها، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز می باشد.

با توجه به اینکه مقدار احتمال محاسبه شده برای اثر مومنتوم بزرگتر از $0,05$ میباشد ($0,764$) لذا فرضیه H_0 پذیرفته شده و فرضیه مقابل آن رد می

سهام به طور منفی بازده سهام را تحت تأثیر گذاشته‌اند.

آزمون معنی‌داری ضرایب رگرسیونی در مدل دوم

هدف از آزمون فرضیه ششم تحقیق بررسی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت‌ها، اثر مومتوم، اندازه شرکت‌ها، حساسیت سهامداران و بازده دارایی‌های شرکت‌ها (ROA_t)، در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز می‌باشد.

همانطور که در جدول (۳) مشاهده می‌کنیم مقدار آماره سطح معنی‌داری متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه شرکت‌ها و حساسیت سهامداران به ترتیب برابر با (۰,۰۰۰)، (۰,۰۰۰)، (۰,۰۰۱) است. بنابراین با توجه به اینکه مقدار آماره t برای متغیرهای فوق بزرگتر از مقدار t جدول است (یا بطور معادل سطح معنی‌داری بدست آمده از مقدار خطای $\alpha=0,05$ کوچکتر است) لذا فرض صفر بودن ضریب این متغیرها در مدل دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. بر همین اساس می‌توان گفت:

(۱) رابطه منفی و معنی‌داری میان حساسیت

سهامداران و بازده دارایی‌های شرکت‌ها (ROA_t) وجود دارد.

(۲) در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، رابطه مثبت و معنی‌داری میان اندازه شرکت‌ها و بازده دارایی‌های شرکت‌ها (ROA_t) وجود دارد.

(۳) در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، رابطه مثبت و معنی‌داری میان نسبت

شرکت‌های بزرگ با برخورداری از تنوع محصول و تصاحب سهم بیشتری از بازار، صرفه‌جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیت‌های تجاری خود را افزایش داده و سودآوری خود را بالا می‌برند. همچنین شرکت‌های بزرگ بنا به دلایل سیاسی از انگیزه بیشتری برای مدیریت سود برخوردار بوده و به این ترتیب ریسک نوسان سود را برای سهامداران خود کاهش می‌دهند. (Watts & Zimmerman, 1986)

نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

هدف از آزمون فرضیه پنجم تحقیق بررسی رابطه معنی‌داری میان نوسانات سهام شرکت‌ها و بازده سهام شرکت‌ها، در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز می‌باشد.

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول (۲) می‌توان نتیجه گرفت که سطح معنی‌داری بدست آمده برای متغیر نوسانات سهام شرکت‌ها برابر با $\text{Sig}=0,008$ است که از مقدار خطای $\alpha=0,05$ کوچکتر است. بر همین اساس فرض صفر بودن ضریب این متغیر رد می‌شود بنابراین می‌توان گفت در شرایط وجود بازار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، رابطه معنی‌داری میان نوسانات سهام شرکت‌ها و بازده سهام شرکت‌ها وجود دارد. مقدار منفی بدست آمده برای ضریب متغیر نوسانات سهام شرکت‌ها نیز حاکی از تأثیر منفی این عامل بر بازده سهام شرکت‌ها است.

این امر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در مواجهه با نوسانات و تغییرات منفی بازده سهام شرکت‌ها ریسک‌گریزی بیشتری از خود نشان داده‌اند و از طریق فروش هیجانی سهام و یا عدم خرید

جدول (۳): آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در

مدل دوم

مدل	ضریب	ضریب استاندارد- شده	آماره t	سطح معنی داری	نوع تأثیر
ثابت	۲,۰۴۱	-	۰,۴۳۶	۰,۰۰۳	
BTM	۱,۶۷۵	۰,۰۱۵	۰,۶۱۹	۰,۰۰۰	+
IS	-۰,۰۳۸	-۰,۰۸۴	-۳,۴۴۱	۰,۰۰۱	-
MOM	۰,۴۳۲	۰,۰۲۲	۰,۸۹۳	۰,۳۷۲	*
SIZE	۰,۳۵۵	۰,۰۲۷	۱,۱۲۶	۰,۰۰۰	+
VOL	-۰,۰۱۷	-۰,۰۱۶	-۰,۶۷۲	۰,۵۰۲	*

ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده داراییهای شرکتها (ROA_t) وجود دارد.

با توجه به ریسک گریز بودن سرمایه گذاران و رابطه منفی میان حساسیت سهامداران و بازده سهام شرکتها می توان گفت که این عامل یعنی عدم پذیرش ریسک توسط سهامداران منجر به کاهش بازدهی دارایی های شرکتها می شود.

در تحقیق حاضر اندازه شرکتها از لگاریتم مجموع ارزش بازار سهام شرکت به عنوان معیاری برای تعیین اندازه شرکت استفاده شده است، و در تحقیق حاضر ملاحظه شد که با افزایش اندازه شرکتها، بازده دارایی های آنها نیز افزایش می یابد.

همچنین نسبتهای ارزش دفتری به ارزش بازار نیز تأثیر مثبتی بر بازده دارایی های شرکتها دارد. تأثیر مثبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده دارایی ها حاکی از این است که با افزایش ارزش دفتری به ارزش بازار ارزش سهام افزایش پیدا کرده و از این طریق بازده دارایی ها افزایش پیدا می کند.

سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در سهام ارزشی (قیمتی)، به ارزش روز شرکت توجه می کنند، بدون آنکه انتظار رشد چشمگیر و یا تغییر عمده در سود آوری شرکت داشته باشند. به همین علت این گونه سرمایه گذاران نسبت به سرمایه گذاران در سهام رشدی از حاشیه اطمینان بالاتری برخوردارند.

سهام ارزشی متعلق به شرکتهایی است که از نظر سود آوری وضعیتی مطلوب دارند، اما بازار، سهام آنها را به صورت موقت، زیر ارزش ذاتی ارزش گذاری کرده است. بنابراین انتظار سرمایه گذاران این است که بازار این اشتباه در قیمت گذاری را کشف کند و قیمت این سهام افزایش یابد.

از سوی دیگر همانطور که در جدول فوق قابل مشاهده است سطح معنی داری بدست آمده برای متغیرهای نوسانات سهام شرکتها و اثر مومنتوم بیانگر عدم معنی دار بودن متغیرها مذکور در مدل رگرسیون دوم است. بر همین اساس، فرض صفر بودن ضرایب این متغیرها پذیرفته می شود و فرضیه های مرتبط با متغیرهای مذکور رد شده و می توان گفت:

۴) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان نوسانات سهام شرکتها، اثر مومنتوم و بازده داراییهای شرکتها (ROA_t) وجود ندارد.

آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در مدل سوم

هدف از آزمون فرضیه هفتم تحقیق بررسی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکتها، اثر مومنتوم، اندازه شرکتها، حساسیت سهامداران و بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها (ROE_t)، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز می باشد..

تأثیرات مثبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نیز حاکی از این است.

تأثیر مثبت اندازه شرکت‌ها بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها بیانگر این است که با افزایش اندازه شرکت‌ها بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند. دلایل بالا بودن بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های بزرگ را می‌توان به عوامل زیر نسبت داد:

- ۱) شرکت‌های بزرگتر از نظر بازار سرمایه از اعتبار بیشتری برخوردارند و در مقایسه با شرکت‌های کوچک، دسترسی بهتر و بیشتری به وجه خارجی با بهره پایین دارند و از راه‌های بیشتری می‌توانند اقدام به تأمین مالی نمایند.
- ۲) در سازمان‌های بزرگ به دلیل عینی بودن دستورالعمل‌ها، رویه‌ها و روش‌های سازمانی، واحدهای تخصصی مثل واحد بودجه به شکل رسمی و مستقل ایجاد می‌شوند و به دلیل نظم و کنترل‌های اداری مناسب، مهارت و تخصص نیروی انسانی افزایش یافته و کارایی و اثربخشی منابع و راندمان فعالیت‌ها بهبود یافته و باعث صرفه‌جویی در هزینه‌ها می‌شود.
- ۳) شرکت‌های بزرگتر توان مقاومت بیشتری در مقابل سیاست‌های سایر شرکت‌های رقیب دارند و می‌توانند قدرت نفوذ بیشتری به بازار اعمال کنند و رقبا را مغلوب سیاست‌های خود کنند.
- ۴) غالباً بزرگ بودن واحد تجاری موجب می‌شود که اعمال مدیریت بهتر صورت گیرد و هزینه‌ها کاهش یابند.
- ۵) با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ و پیشرو می‌توان ریسک تجاری را به میزان قابل توجهی کاهش داد.

همانطور که در جدول (۴) قابل مشاهده است، آماره t و سطح معنی دار مربوط و مقایسه آن با سطح خطا (۰,۰۵) بیانگر معنی دار بودن ضرایب متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت‌ها، اندازه شرکت‌ها، حساسیت سهامداران در مدل سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیرها در مدل سوم رد می‌شود.

از طرف دیگر، همانطور که در جدول زیر قابل مشاهده است مقدار بدست آمده برای ضرایب متغیرهای اندازه شرکت‌ها، نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به ترتیب از مقدارهای (۰,۷۴۳)، (۰,۰۰۲-)، (۳۰,۲۵۵) برخوردار هستند. بنابراین می‌توان گفت:

- ۱) رابطه مثبت و معنی داری میان اندازه شرکت‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها (ROE_i) وجود دارد.
- ۲) رابطه منفی و معنی داری میان نوسانات سهام شرکت‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها (ROE_i) وجود دارد.
- ۳) رابطه مثبت و معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها (ROE_i) وجود دارد.

همانطور که گفته شد نوسانات سهام تأثیر منفی بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها دارد. این تأثیر منفی حاکی از این است که بازار سرمایه با افزایش تغییرات منفی نسبت به دوره قبلی برخوردار بوده و بطور منفی بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده است.

۶) یکی از دلایلی که شرکت های دارای ارزش بازار کوچکتر بازده بیشتری بدست می آورند، این است که آنها نرخ تنزیل بالاتری نسبت به شرکت های بزرگتر دارند و به عبارتی پریسک تر هستند و به همین خاطر بازده بیشتری دارند و سود بیشتری پرداخت می کنند.

جدول (۴): آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در

مدل سوم

مدل	ضریب	ضریب استاندارد-	آماره t	سطح معنی داری
ثابت	۲۲۳,۲۱۴	-	۴,۵۶۶	۰,۰۰۳
BTM	۳۰,۲۵۵	۰,۰۲۶	۱,۰۷۰	۰,۰۰۰ +
IS	-۰,۱۶۹	-۰,۰۳۵	-۱,۴۴۸	۰,۱۴۸ *
MOM	-۰,۰۶۵	-۰,۰۵۷	-۰,۰۱۳	۰,۹۹۲ *
SIZE	۰,۷۴۳	۰,۰۰۶	۰,۲۲۶	۰,۰۰۱ +
VOL	-۰,۰۰۲	-۰,۱۸۲	-۰,۰۰۸	۰,۰۰۴ +

از سوی دیگر همان طور که در جدول فوق قابل مشاهده است سطح معنی داری بدست آمده برای اثر مومنتوم و حساسیت سهامداران و مقایسه آن با سطح خطا (۰,۰۵) بیانگر معنی دار نبودن ضریب این متغیرها است. بر همین اساس می توان نتیجه گرفت که:

۴) رابطه معنی داری میان حساسیت سهامداران، اثر مومنتوم و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها (ROE_i) وجود ندارد.

آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در مدل چهارم

هدف از آزمون فرضیه هشتم تحقیق بررسی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت ها، حساسیت سهامداران و نسبت کیو تو بین شرکت ها، در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز می باشد.

آماره t و سطح معنی دار مربوط و مقایسه آن با سطح خطا (۰,۰۵) نشان دهنده این است که ضرایب متغیر های اندازه شرکت ها و ارزش دفتری به ارزش بازار در مدل چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. لذا فرض صفر بودن ضریب این متغیر ها رد می شود و با توجه ضرایب بدست آمده برای این متغیر ها می توان گفت:

۱) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه مثبت و معنی داری میان اندازه شرکت ها و نسبت کیو تو بین شرکت ها وجود دارد.

۲) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه منفی و معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت کیو تو بین شرکت ها وجود دارد.

وجود رابطه منفی میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت کیو تو بین شرکت ها را می توان بدین گونه توضیح داد که: با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، میانگین بازده شرکت های ارزشی نیز افزایش می یابد.

از طرفی در تحقیق حاضر به این نتیجه رسیدیم که با افزایش اندازه شرکت ها، نسبت کیو تو بین آنها افزایش پیدا می کند، که این امر نیز می تواند ناشی از

عملکرد شرکتهای بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک باشد.

جدول (۵): آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در

مدل چهارم

مدل	ضریب	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معنی داری
ثابت	۱۶۰۹,۶۶۷	-	۲,۹۵۰	۰,۰۰۳
BTM	-۲۳۸,۶۸۳	-۰,۰۱۸	-۰,۷۵۶	۰,۰۴۹
IS	-۱,۰۱۶	-۰,۰۱۹	-۰,۷۸۱	۰,۴۳۵
MOM	-۳۳,۱۴۴	-۰,۱۴	-۰,۵۸۷	۰,۵۵۷
SIZE	۲۱,۴۳۲	۰,۱۴	۰,۵۸۳	۰,۰۰۰
VOL	-۱,۸۵۱	-۰,۱۵	-۰,۶۳۴	۰,۵۲۶

از طرفی، با توجه به اینکه سطح معنی داری بدست آمده برای متغیرهای حساسیت سهامداران، اثر مومنتوم و سود و نوسانات سهام شرکت‌ها در مدل چهارم بزرگتر از ۰,۰۵ می‌باشد لذا فرض صفر بودن ضرایب این متغیرها مورد تایید قرار می‌گیرد و بر همین اساس می‌توان نتیجه گرفت:

(۳) در شرایط وجود بازار ریسک پذیر و ریسک گریز، رابطه معنی داری میان حساسیت سهامداران، اثر مومنتوم، نوسانات سهام و نسبت کیو توین شرکت‌ها وجود ندارد.

آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در مدل پنجم

هدف از آزمون فرضیه هشتم تحقیق رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نوسانات سهام شرکت‌ها، اثر مومنتوم، اندازه شرکت‌ها، حساسیت سهامداران و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها ($\frac{P}{E}$) می‌باشد.

همانطور که در جدول زیر می‌بینیم مقدار آماره t برای متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار،

نوسانات سهام شرکت‌ها اندازه شرکت‌ها و حساسیت سهامداران در مدل پنجم بزرگتر از مقدار t جدول است (یا بطور معادل سطح معنی داری بدست آمده از مقدار خطای $\alpha=0,05$ کوچکتر است) لذا فرض صفر بودن ضریب این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقادیر بدست آمده برای ضرایب متغیرها می‌توان گفت:

(۱) رابطه منفی و معنی داری میان حساسیت سهامداران و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها ($\frac{P}{E}$) وجود دارد.

(۲) رابطه مثبت و معنی داری میان اندازه شرکت‌ها و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها ($\frac{P}{E}$) وجود دارد.

(۳) رابطه منفی و معنی داری میان نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها ($\frac{P}{E}$) وجود دارد.

(۴) رابطه مثبت و معنی داری میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها ($\frac{P}{E}$) وجود دارد.

همانطور که گفته شد شاخص حساسیت سهامداران تأثیر منفی بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها دارد. این امر حاکی از این واقعیت است که ریسک گریزی سهامداران منجر به کاهش سطح معاملات در بورس شده و با توجه به تعادل رسیدن عرضه و تقاضا در سطوح پایین‌تر، قیمت سهام شرکت‌ها کاهش پیدا کرده و در نتیجه تأثیر منفی بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها خواهد داشت.

اندازه شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها دارد. با توجه به اینکه در تحقیق حاضر اندازه شرکت‌ها از لگاریتم مجموع ارزش

بازار سهام شرکت به عنوان معیاری برای تعیین اندازه شرکت ها استفاده شده لذا می توان نتیجه گرفت که با افزایش ارزش بازار سهام شرکت ها نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند.

تأثیر منفی نوسانات سهام شرکت ها بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها حاکی از واکنش سهامداران نسبت به تغییرات منفی قیمت سهام و بازده سهام است.

با افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند.

شرکت های با نسبت های (BTM) بالا جزء شرکت های ارزشی محسوب می شوند. شرکت های ارزشی نسبت به سهام های رشدی میانگین قیمتی بالاتری دارند و زود بازده هستند.

شرکت های ارزشی بازده میانگین بالاتری داشته و برای استفاده از فرصت های جدید سرمایه گذاری و تغییرات ساختاری نا خواسته، به شکل مداوم به سمت کاهش درآمد هر سهم متمایل می شوند.

جدول (۶): آزمون معنی داری ضرایب رگرسیونی در

مدل پنجم

مدل	ضریب	استاندارد- شده	آماره t	سطح معنی داری	نوع تأثیر
ثابت	۴۷,۵۶۹	-	۳,۰۵۹	۰,۰۰۲	
BTM	۱۲,۵۱۸	۰,۳۴	۱,۳۹۲	۰,۰۰۴	+
IS	-۰,۱۱	-۰,۰۱	-۰,۰۲۳	۰,۰۰۲	-
MOM	۳,۵۸	۰,۰۰۵	۰,۲۲۲	۰,۸۲۴	*
SIZE	۰,۹۶۵	۰,۲۳	۰,۹۲۲	۰,۰۰۰	+
VOL	-۰,۰۷۱	-۰,۰۲۱	-۰,۸۴۸	۰,۰۰۷	-

از سوی دیگر با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری محاسبه شده برای اثر مومنتوم بزرگتر از ۰,۰۵ میباشد، لذا فرض صفر بودن ضریب این متغیر تأیید شده و بر همین اساس می توان گفت:

(۵) رابطه معنی داری میان اثر مومنتوم و نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها ($\frac{P}{E}$) وجود ندارد.

۸- نتیجه گیری و بحث

در پژوهش حاضر، تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی های سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، شرکت هایی بوده اند که تا تاریخ ۱۳۸۶ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و طی دوره ای انجام تحقیق نیز عضویت خود را ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار مزبور حفظ کردند. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون خطی استفاده شده است.

نتایج پژوهش حاضر نشان داد که سهامداران در طی دوره مورد بررسی ریسک گریزی بیشتری را از خود نشان می دهند.

علاوه بر این نتایج آزمون فرضیات نشان داد که حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها، اندازه شرکت ها و نوسانات سهام شرکت ها تأثیر معنی داری بر بازده سهام شرکت ها دارند. علاوه بر این در این پژوهش به این نتیجه رسیدیم که اثر مومنتوم تأثیر معنی داری بر بازده سهام شرکت ها ندارد. از سوی دیگر نتایج آزمون فرضیات نشان داد که حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر بازده دارایی های شرکت ها دارند. در

همکاران^{۲۲} (۲۰۰۹) به ارزیابی رابطه میان حساسیت سرمایه گذاران فردی و بازده سهام روزانه پرداختند. بر اساس این مطالعه، فقط در کوتاه مدت (یک و دو روز) تأثیر متقابل بین حساسیت و بازده بازار سهام وجود دارد. نتایج مطالعات بیکر و ورگلر^{۲۳} (۲۰۰۶)، لیمون و پورتنیگونا^{۲۴} (۲۰۰۶)، کیو ولج^{۲۵} (۲۰۰۶) نشان داد که در طول دوره حساسیت بالا و یا پایین، سهام به طور غیر واقعی قیمت گذاری می شود. اوبرین و همکارانش (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی اثر همزمان اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و مومنتوم بر بازده سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که سه عامل مذکور تأثیر مهمی بر بازده سهام دارند، همچنین بخش دیگری از این پژوهش نشان داد که بین اندازه و مومنتوم و بین اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تعامل و تأثیرات متقابلی وجود دارد. این پژوهش نشان داد که صرف بهای اندازه بسیار قوی است بویژه در پورترفوی سهام بازنده. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر پورتهوایی با اندازه کوچک تأثیر دارد و مومنتوم بر پورتهوایی با اندازه متوسط و بزرگ تأثیر دارد. احمد پور و فیروزجانی (۱۳۸۶) طی پژوهشی تأثیر سه عامل اندازه، بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار روی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه، بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سه عاملی است که با بازده سهام رابطه داشته و یک مدل چند عاملی از آن‌ها بهتر می‌تواند بازده سهام را پیش‌بینی کند.

حالی که در تحقیق حاضر به شواهدی مبنی بر وجود رابطه میان نوسانات سهام شرکت‌ها و اثر مومنتوم تأثیر و بازده دارایی های شرکت‌ها دست نیافتیم. با بررسی رابطه بین حساسیت سهامداران، اندازه شرکت‌ها، نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها به این نتیجه رسیدیم که اندازه شرکت‌ها، نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها دارند. در حالی که رابطه ای میان اثر مومنتوم، حساسیت سهامداران و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مشاهده نشد. همچنین در این تحقیق به این نتیجه رسیدیم که اندازه شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر نسبت کیو توبین شرکت‌ها دارند. در حالی که رابطه ای میان حساسیت سهامداران، اثر مومنتوم، نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت کیوتوبین شرکت‌ها مشاهده نشد. حساسیت سهامداران، اندازه شرکت‌ها، نوسانات سهام شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها دارند. در حالی که هیچ گونه شواهدی مبنی بر وجود رابطه میان اثر مومنتوم و نسبت قیمت سهام به سود شرکت‌ها مشاهده نگردید. یافته‌های این مطالعه با نتایج تحقیقات مشابه خارجی همچون تحقیق شی و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۰) که به بررسی تأثیر حساسیت سهامداران بر سرمایه گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین پرداخته بودند نیز مطابقت دارد. نتیجه مطالعات آنها نشان داد که ریسک‌گریزی سهامداران یا بدبینی سهامداران موجب سرمایه گذاری کم شده و در نتیجه عملکرد شرکت‌ها از وضعیت مناسبی برخوردار نمی‌گردد. گلایزر و

پیشنهادات ناشی از نتایج تحقیق به شرح موارد

ذیل ارائه می شود:

(۱) با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین شاخص حساسیت سهامداران مشخص شد در طی دوره ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲، سهامداران ریسک گریزی بسیار زیادی را از خود نشان داده اند. ریسک گریزی سرمایه گذاران علاوه بر عوامل روانشناختی از عوامل بیرونی مانند عدم کارایی (شفافیت) بازارهای مالی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر می پذیرد که این امر تواند موجب شود تا سهامداران سرمایه گذاری خود را کاهش دهند که این نیز به نوبه خود در نهایت می تواند شاخص های مالی شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد. لذا فراهم آوردن بستری مناسب برای اطلاع رسانی سریع، دقیق و صحیح و بهبود ساختار اطلاع رسانی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میتواند بروز چنین رفتارهایی را کاهش دهد.

(۲) با توجه به مشکلات و دام های ضریب P/E به کارگیری این ضریب در شرایط معینی معتبر می باشد، بنابراین تحلیل گران و مشاوران سرمایه گذاری اوراق بهادار در تحلیل های خود نباید بر ضریب P/E اتکا نمایند. این معیار با در نظر گرفتن معیار ها و نسبت های دیگر راهگشا خواهد بود.

(۳) با توجه به اهمیت شاخص های بازدهی دارایی - های شرکت ها (ROA_i)، بازدهی سرمایه شرکت ها (ROE_i)، نسبت Q توبین شرکت ها و نسبت قیمت سهم به سود آن سهم ($\frac{P}{E}$) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر منفی حساسیت سهامداران^{۲۶} بر

متغیر های مذکور، به سیاست گذاران بازار سرمایه پیشنهاد می شود با شناسایی عوامل تشدید کننده و کاهش دهنده رفتار های ریسک گریزی، سهامداران را نسبت به سرمایه گذاری هر چه بیشتر در بورس اوراق بهادار تهران ترغیب نمایند.

(۴) کاهش ریسک های سرمایه گذاری از طریق ایجاد شرایط اطمینان برای سهامداران، ارائه آموزش های لازم در خصوص اصول و فنون سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران، توسعه دانش تصمیم گیری سهامداران با توجه به ضعف تحلیل گری مالی سهامداران، استفاده از تحلیل های بنیادی و تکنیکی به هنگام سرمایه گذاری در شرایط عدم اطمینان و وجود مشاوران سرمایه گذاری می تواند انتظارات ها و نا هنجاری های بازار سرمایه را کاهش و خوشبینی سهامداران را افزایش دهد.

(۵) به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود از تحلیل بنیادین و تکنیکی برای سرمایه گذاری های خود استفاده کرده و هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری خود همه عوامل را مد نظر قرار دهند.

(۶) با توجه به نتایج این پژوهش به سهامداران و سازمان های مالی، استفاده از متغیرهایی مانند متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت کیو توبین، نوسانات سهام شرکت ها، اندازه شرکت ها و حساسیت سهامداران، بازده دارایی های شرکت ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها (ROE)، نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها ($\frac{P}{E}$) شرکت ها در کنار سایر عوامل برای به دست آوردن بازده بیشتر توصیه می شود.

- (۷) با توجه به نتایج این پژوهش به سهامداران و سازمان‌های مالی، استفاده از متغیرهایی مانند اندازه در کنار سایر عوامل برای به‌دست‌آوردن بازده بیشتر توصیه می‌شود.
- (۸) به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در بلند مدت، تحت تأثیر باورها، احساسات، محرک‌های آنی که در محیط فعالیت‌های اقتصادی وجود دارد، قرار نمی‌گیرد. بلکه موفقیت یا شکست سرمایه‌گذاری معمولاً نتیجه عوامل غیر قابل‌کنترلی مانند عملکرد شرکت و شرایط عمومی اقتصاد است. بنابراین، یکی از بهترین راه‌ها برای جلوگیری از رفتارهای توده‌واری، خرید و فروش‌های کوتاه مدت و اتکا بر شایعه به جای تحلیل در معاملات سهام، این است که آنها با اتخاذ استراتژی بلند مدت همواره از تجزیه تحلیل بنیادی برای انجام معاملات خود استفاده کنند.
- (۹) همانطور که پیشتر گفته شد، سرمایه‌گذاران در معرض سوگیری زیان‌گریزی از خود واکنش‌های بیش از اندازه‌ای را بروز می‌دهند. بنابراین، شناسایی و تلاش برای متوقف کردن چنین روش‌های زیان‌بخش می‌تواند بروز واکنش‌های هیجانی سهامداران را کاهش دهد.
- در خاتمه، برای گسترش ادبیات این حوزه در ایران، پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- (۱) با توجه به تنوع شاخص‌های مالی شرکت‌ها و عوامل خارجی اقتصادی نظیر رقابت، بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده داراییها، ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بهره، پیشنهاد می‌گردد تا سایر عوامل تأثیرگذار بر عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها مورد مطالعه و آزمون قرار گیرد.

فهرست منابع

- * باقرزاده، سعید، (۱۳۸۴). "عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صص ۲۵-۶۴
- * پمپین، میشل ام، (۱۳۸۸)، "دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی"، (ترجمه احمد بدری)، تهران: انتشارات کیهان.
- * فاطمی، محبوبه (۱۳۸۵). پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مالی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
- * فرهانیان، سید محمد جواد، پاییز (۱۳۸۸)، "چالش‌های نظام مالی و بازارهای سرمایه"، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، ویرایش اول، پاییز ۱۳۸۸، ۶.
- * Brailsford, T. J., and M. A. O'Brien, 2008, disentangle size from momentum in Australian Stock returns, *Australian Journal of Management*, 32, 463-484.
- * Brown, P., D. B. Keim, A. W. Kleidon, and T. A. Marsh, 1983a, Stock returns seasonalities and the tax-loss selling hypothesis, *Journal of Financial Economics*, 12, 105-127.
- * Durand, R. B., A. Juricev, and G. Smith, 2007, SMB: Arousal, disproportionate reaction and the size-premium, *Pacific-Basin Finance Journal* vol. 15, pp. 315-328.
- * Durand, R. B., M. Limkriangkrai, and G. Smith, 2006, Momentum in Australia - a

- * Fama, E. F. & French, K. R. (1992). "The Cross section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- * Fama, E.F. French ,K,R. (1996). "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *Journal of Finance*, 51, 55-84.
- * Fama, E. F. Fisher, L. Jensen, M. C. and Roll, R. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economics Review*.
- * Pompian, M.(2006). "Behavioral Finance and Wealth Management", John Wiley & Sons inc.USA.
- * Corredor, Pilar, Ferrer, Elena, Santamaria, Rafael, (2013), Investor sentiment effect in stock markets: Stock characteristics or country-specific factors?, *International Review of Economics and Finance* 27 (2013) 572–591
- * Elton, Edwin J. , Gruber, Martin J. , and Blake, Christopher R. (1995). "Fundamental Variables, APT, and Bond Fund Performance", *The Journal of Finance*, 50, No. 4, pp. 1229-1256.
- * FamaE, F. And KennethR.French b, (2012), Size, value, and momentum in international stock returns, *Journal of Financial Economics* 105 (2012) 457–472
- * Gaunt, C. , 2004, Size and book-to-market effects and the Fama–French three factor asset pricing model: Evidence from the Australian stock market, *Accounting and Finance*, 44, 27–44.
- * Gaunt, C. , P. Gray, and J. McIvor, 2000, the impact of share price on seasonality and size anomalies in Australian equity returns, *Accounting and Finance* 40, 33–50.
- * Jegadeesh, N. , and S. Titman, 1993, Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency, *Journal of Finance* 48, 65–91.
- * Lakonishok, Josef, Shleifer, Andrei, & Vishny, Robert W. (1994). *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*. *Journal of Finance*, 49, pp. 1541–1578.
- note, *Australian Journal of Management*, 31, 355–364.
- * Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., and Blake, Christopher R. (1995). "Fundamental Variables, APT, and Bond Fund Performance", *The Journal of Finance*, 50, No. 4, pp. 1229-1256.
- * FamaE, F. And French, K. R. (1993). *Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds*, *Journal of Finance Economics*, pp. 3- 56
- * Gaunt, C., 2004, Size and book-to-market effects and the Fama–French three factor asset pricing model: Evidence from the Australian stock market, *Accounting and Finance*, 44, 27–44.
- * Gaunt, C., P. Gray, and J. McIvor, 2000, the impact of share price on seasonality and size anomalies in Australian equity returns, *Accounting and Finance* 40, 33–50.
- * O'Brien, Michael A. Tim Brailsford, Clive Gaunt .(2010). Interaction of size, book-to-market and momentum effects in Australia. *Accounting and Finance* 50, 197–219
- * Ball , R. & P.Brown, Autman 1968, " An Emperical Evaluation Of Accounting Numbers " , *Journal Of Accounting Reasearch* , PP: 159-178
- * Lev, B., September 1974 , " The Association Between Operational Leverage and Risk " , *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, PP:621-641
- * Lintner,J., December 1965, " Security Prices, Risk and Maximal Gains From Diversification " , *Journal Of Finance*, PP: 587-615
- * Sharp, W.F., September 1995," Capital Asset Prices : Atheory Of Market Equilibrium Under Consitions Of Risk " , *Journal Of Finance*, PP: 425-442
- * Zimmerman, 1986, *Positive Accounting Theory*, (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J).
- * Kahneman, D., Tversky, A., (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, vol. 47, 91–263 .
- * Levy, H.,& Sarnat, 1984, *Portfolio and Investment Selection*, Hall, PP: 236
- * Fama, E,F.(1998)."Market Efficiency, Long Term Returns and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economic*, 49, 165-175.



یادداشت‌ها

- ¹. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- ². Sharpe
- ³. Lintner
- ⁴. Black
- ⁵. Banz
- ⁶. Bhandari
- ⁷. Ball
- ⁸. Earning to Price
- ⁹. Daniel Kahneman
- ¹⁰. Behavioral Bias
- ¹¹. investor sentiment
- ¹². Corredor et al., 2013
- ¹³. Eugene F.Fama a,n, KennethR.French
- ¹⁴. Lakonishok et al
- ¹⁵. Cash Flow to Price
- ¹⁶. Book value to Market value
- ¹⁷. Elton et al
- ¹⁸. Iihara et al
- ¹⁹. Krishnan and Booker
- ²⁰. Bennet and Selvam
- ²¹. Shi et al
- ²². Glaser et al
- ²³. Baker and Wurgler
- ²⁴. Lemmon and Portniaguina
- ²⁵. Qiu and Welch
- ²⁶. IS