

تأثیر سود سرمایه و نقدینگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام شرکتها

محسن حمیدیان^۱

چکیده:

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر سود سرمایه و نقدینگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام شرکتها است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است. پژوهش حاضر یک مطالعه پس رویدادی و از نوع همبستگی است و برای تجزیه و تحلیل یافته‌ها از روش رگرسیون چند متغیره به عنوان روش آماری استفاده شده و سپس با استفاده از آزمون‌های ضریب همبستگی پیرسون و پانل دیتا، معناداری فرضیه‌ها مورد سنجش قرار گرفته است. نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکتها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به

۱- استادیار و عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب hamidian_2002@yahoo.com

این نتیجه رسیدیم که بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

واژه‌های کلیدی:

سود سرمایه، بازده مورد انتظار سهام، نقدینگی سهام و نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه

مقدمه

در دنیای امروز اقتصاد و بازارهای مالی رابطه‌ی جدایی ناپذیری با حسابداری و تحلیل‌گری مالی دارند و بعلت پیچیدگی‌های موجود در معاملات شرکت‌ها، ارائه اطلاعات قابل اتکا به مدیران و سرمایه گذاران و استفاده کنندگان نیاز به پژوهش و بررسی‌های گوناگون را ایجاد می‌کند. همچنین در این شرایط باید کلیه‌ی معاملات و اطلاعات بطور شفاف و به دور از هرگونه اغماض جهت استفاده کنندگان ارائه و افشا گردد تا افراد بتوانند به نحو مطلوب از اطلاعات استفاده نمایند. در غیر این صورت هرگونه ابهامی ممکن است باعث اتخاذ تصمیم نادرست توسط مدیران و سرمایه گذاران و استفاده کنندگان گردد.

بیان مسئله

اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌هاست که در دو مجموعه شاخص‌های مالی و غیر مالی طبقه‌بندی می‌شوند. معیارهای مالی سنجش عملکرد به دلیل برخورداری از ویژگی‌هایی نظیر

کمی بودن، عینی بودن، عملی بودن و ملموس بودن آن مانند نسبت اهرم مالی، نسبت به معیارهای غیر مالی ارجحیت دارند. (بل و تیپور، ۲۰۱۳)

سود سرمایه شرکت‌ها در ارتباط با انجام یا عدم انجام سرمایه‌گذاری براساس سیاست مالی آن‌ها به دو بخش منابع مالی درونی و منابع مالی بیرونی شرکت تقسیم می‌شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازدهی بیش‌تر بکار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام، اقدام به تأمین مالی می‌کند. استفاده از منابع مالی درونی و بیرونی تاثیرهای متفاوتی بر روی بهره‌وری و کارایی سرمایه‌گذاری دارند. (چن، الدر و هانگ، ۲۰۱۰)

موضوع نقدشوندگی و نقدینگی در سال‌های اخیر توجه زیادی را در مطالعات دانشگاهی و همچنین در نشریات مهم به خود معطوف نموده اند. نقدشوندگی یک سهام عبارتند از "قابلیت خرید و فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن" بنا برتعریف نقدشوندگی در صورت عدم حضور هزینه های معاملاتی به تحقق می‌پیوندد. (گوپالان و همکاران، ۲۰۱۲)

با توجه به هدف اصلی این پژوهش محقق به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا سود سرمایه، نقدینگی سهام و نقدینگی ناشی از سود سرمایه بر بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است یا نه؟

اهمیت پژوهش

این پژوهش از این جنبه مهم است که آگاهی وسیعی به مدیران از تصمیم‌های آتی و توانایی‌های خود می‌دهد تا با نگاه به مقوله درصد و میزان نقد شونددگی سهام و ریسک آن، این عوامل را آماده استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری نمایند تا بیشترین سود سرمایه را از آن‌ها بگیرند. از سوی دیگر سهامداران می‌توانند با وجود توانایی بالای مدیران در افزایش رتبه نقد شونددگی سهام شرکت پی به استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری بهتر ببرند. (بل و تیپور، ۲۰۱۳)

اهداف پژوهش

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار معمولاً شرکت‌هایی هستند که کنترل اقتصادی کشورها را بر عهده دارند و سرمایه‌ی این شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری میلیون‌ها سرمایه‌گذار تامین می‌گردد. باوجود آگاهی سرمایه‌گذاران بر این نکته که در بازارهای سرمایه‌ی آزاد، فرصت‌های سودآوری و زیان‌دهی ملازم هم هستند. بنابراین باید در انتظار نتایج حاصل از تصمیمات خود باشند نه نتایج

برخاسته از اطلاعات ناقص. از این‌رو پژوهش‌هایی که در این زمینه صورت گرفته نشان می‌دهد افشا و شفافیت بیشتر، منافع متعددی برای شرکت‌های سهامی به دنبال خواهد داشت. لذا با توجه به آنچه ذکر گردید اهداف این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

هدف اصلی

بررسی تاثیر سود سرمایه و نقدینگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران.

اهداف فرعی

- ۱- بررسی تاثیر سود سرمایه بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.
- ۲- بررسی تاثیر نقدینگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.
- ۳- بررسی تاثیر نقدینگی ناشی از سود سرمایه بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.

بررسی پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش‌های خارجی

امایما و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی که ارزش و اعتبار افشای اجباری و داوطلبانه را در بازار سرمایه مورد آزمون قرار می‌داد به این نتیجه رسیدند که بعد از کنترل متغیرهایی مانند اندازه و سودآوری شرکت، افشای اجباری رابطه منفی و معناداری با ارزش موسسات دارد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افشای داوطلبانه هر چند ارتباط مثبتی با ارزش موسسات دارد ولی این ارتباط معنادار نیست.

بل و تیبور (۲۰۱۳)، توانایی متغیرهای مالی (نسبت نقدینگی و سه عامل اندازه رشد و تغییرات بازده) را برای پیش بینی شرط‌های گزارش حسابرسی بررسی کردند. نتیجه پژوهش حاکی از این بود که نسبت‌های مالی توانایی پیش بینی مشروط حسابرسی را دارند.

چانگ (۲۰۱۲)، در پژوهشی به مطالعه اثرات وابسته به نظام متغیرهای کلان بر بازده سهام پرداختند. آن‌ها از الگوهای تغییر نظام مختلف جهت تحلیل اثرات متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ بهره، بازده سود تقسیمی و صرف نکول) بر تغییرات بازده سهام (شامل میانگین شرطی، واریانس و احتمالات موقت) در بازار بورس امریکا استفاده کردند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که متغیرهای کلان می‌تواند بر پویایی از طریق دو کانال مختلف اثر بگذارند و اینکه بزرگی نفوذ آنها بر بازده و نوسان‌پذیری ثابت

نیست. اثرات سه متغیر اقتصادی بر بازده، نامتغیر زمانی نیستند، اما به طور بسیار نزدیکی با نوسانات بازار سهام مرتبط هستند و قدرت پیش بینی در نظام تغییرپذیر، بسیار بیشتر از آن در نظام باثبات است. آن‌ها دریافتند که نرخ بهره و بازده سود تقسیمی به نظر می‌رسد نقش مهمی را در پیش بینی واریانس شرطی ایفا کنند و عملکرد بیرون از نمونه تا اندازه زیادی در زمانی که اثرات این دو متغیر بر نوسان پذیری نادیده گرفته می‌شود، کاهش می‌یابد. به علاوه، این سه متغیر کلان هیچ گونه نقشی را در پیش بینی احتمالات موقت بازی نمی‌کنند.

چن، الدر و هانگ (۲۰۱۱)، به بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها در این رابطه نقش انگیزه و سلب مالکیت سهامداران کنترل کننده را به عنوان سازوکار نظام راهبری شرکتی مورد آزمون قرار دادند. یافته‌ها رابطه مثبت و معناداری را بین مدیریت سود و فرصت سرمایه‌گذاری نشان داد. همچنین، حق جریان وجه نقد سهامداران کنترل کننده رابطه منفی با خالص ارقام تعهدی غیرعادی تحت شرایط رشد داشت. از دید پژوهشگران، در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری و انحراف زیاد بین حق جریان نقد و حق کنترل، مدیریت سود قوی تر است.

کامرون ترونک (۲۰۱۱)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین بازده غیر عادی و درآمد هر سهم با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، هزینه معاملات و نسبت P/E پرداخت. نتایج حاکی از آن بود که این معیارها بر عملکرد شرکت‌ها تاثیرگذار هستند.

پیشینه پژوهش‌های داخلی

ایزدی نیا و نظرزاده (۱۳۹۳)، به ارائه معیارهای مناسب اندازه‌گیری کیفیت سود پرداخته و رابطه آن را با بازده سهام بررسی کردند. آن‌ها ده معیار را برای کیفیت سود در نظر گرفته و براساس آن سود شرکت‌ها را از نظر کیفیت به سه دسته زیاد، متوسط و کم طبقه بندی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین بازده واقعی سهام و کیفیت سود در سطوح زیاد، متوسط و کم رابطه وجود دارد.

کریمی، اخلاقی و رضایی مهر (۱۳۹۲)، تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت‌ها را بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. به عبارتی، شرکت‌های دارای بدهی بالاتر نسبت به سایرین، کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. هم چنین، نتایج حاکی از نبود رابطه معنادار بین فرصت‌های رشد و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بود.

اسماعیل زاده و شعر بافی (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای ارتباط سطح افشای اختیاری را با نرخ بازده سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. براساس یافته‌های پژوهش، اگرچه در بیشتر

سالها ارتباط بین این دو متغیر، مثبت بود ولی نتایج پژوهش نشان داد که به طور کلی رابطه معناداری بین سطح افشای به کار رفته در تهیه صورت‌های مالی و بازده سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

پناهیان و صادقی (۱۳۹۰)، به بررسی تطبیقی تأثیر استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان پرداختند. نتایج حاصل از بررسی آنها نشان می‌دهد که بهبود شفافیت اطلاعات مالی در بورس تهران می‌تواند موجب افزایش اعتماد عمومی و افزایش فعالیت سرمایه‌گذاران گردد. همچنین مقایسه نتایج این مطالعه با پژوهش مشابه انجام شده در بورس تایوان حاکی از آن است که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تایوان بیش از سرمایه‌گذاران تهران تحت تأثیر نگرش آن‌ها نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی قرار دارد.

انوری و تاری وردی (۱۳۸۹)، برای بررسی نحوه ی ارائه ی برتر صورت جریان وجوه نقد از نقطه نظرات سه گروه استادان و دانشجویان دکتری حسابداری، سرمایه‌گذاران حرفه ای و اعضای جامعه ی حسابداران رسمی استفاده کردند. یافته‌های آن‌ها حکایت از برتری با اهمیت مدل پنج بخشی صورت جریان وجوه نقد نسبت به مدل چهاربخشی و مدل سه بخشی و برتری با اهمیت مدل چهاربخشی این گزارش نسبت به مدل سه بخشی دارد.

پرسش و فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به اهداف مطرح شده و این که این پژوهش تأثیر سود سرمایه و نقدینگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد لذا سوالاتی که ذهن پژوهشگر را در این راستا به خود مشغول می‌کند به شرح زیر قابل بیان است:

- ۱- آیا بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؟
- ۲- آیا بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؟
- ۳- آیا بین نقدینگی ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؟

در راستای پاسخ به سوالات مذکور فرضیات به شرح زیر تدوین یافته است:

- ۱- بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی- استقرایی صورت گرفته است. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. پژوهش همبستگی یکی از انواع پژوهشات توصیفی است.

روش و ابزار گردآوری اطلاعات و داده‌ها

در این پژوهش برای گردآوری ادبیات پژوهش و مبانی نظری از روش کتابخانه‌ای بهره گرفته شد، به طوری که اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مبانی نظری از کتابخانه‌ها و مقالات داخلی و خارجی به روش فیش برداری استخراج شد. برای گردآوری داده‌های پژوهش نیز از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز، پارس پور تفولیبو، دنا سهم، بانک اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل‌های رگرسیونی چندگانه اقدام شده است. مدل‌های آماری مورد استفاده در این پژوهش، از نوع مدل رگرسیون چند متغیره می‌باشد؛ که مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد.

مدل پژوهش

مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش بل و تیبور (۲۰۱۳) و متغیرهای تعدیل شده پژوهش، لی و همکاران (۲۰۱۴) به صورت زیر برآورد شده‌اند.

مدل مربوط به فرضیه پژوهش:

$$EX_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Gd_{i,t} + \beta_2 LIQM_{i,t} + \beta_3 y_{i,t} + \beta_4 LnSize_{i,t} + \beta_5 HML_{i,t} + \beta_6 RF_{i,t} + \beta_7 yvol_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

بازده

مورد انتظار سهام ($EX_{i,t}$)

سود سرمایه ($Gd_{i,t}$)

نقدینگی سهام ($LIQM_{i,t}$)

نقدینگی ناشی از سود سرمایه ($y_{i,t}$)

اندازه شرکت ($LnSize_{i,t}$)

فرصت‌های رشد ($HML_{i,t}$)

ریسک اعتباری ($RF_{i,t}$)

نوسان پذیری بازده سهام ($yvol_{i,t}$)

۱۱- تعریف عملیاتی متغیرها

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه بندی می‌شود:

۱-۱۱- متغیر وابسته

بازده مورد انتظار سهام ($EX_{i,t}$)

عبارتست از بازده تخمینی تولید که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده بدست آورند (چنگ و همکاران، ۲۰۰۵). شارپ در پژوهش‌های خود که منجر به ارائه مدل محاسبه بهای تمام شده تولیدات شده اثبات کرد که جهت‌گیری بازار ناشی از بازده موردانتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد است که مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار (β) ضربدار اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک، که به قرار زیر است.

$$E_{ri} = r_f - \beta_i (r_m - r_f)$$

که در آن :

$$E_{ri} = \text{بازده مورد انتظار}$$

$$r_f = \text{بازده بدون ریسک یک دارایی}$$

$$\beta_i = \text{ریسک نسبی اوراق بهادار}$$

$$r_m = \text{نرخ بازده پرتفوی بازار}$$

متغیرهای مستقل

سود سرمایه ($Gd_{i,t}$)

برابراست با مخارج سرمایه‌ای شرکت به کسر عواید ناشی از فروش دارایی‌های بلند مدت در شرکت (باربریس و همکاران، ۲۰۰۶). تعریف دیگر طبق استاندارد حسابداری شماره ۱۵ نوعی دارایی است که واحد سرمایه‌گذار برای افزایش منافع اقتصادی از طریق توزیع منافع (به شکل سود سهام، سود تضمین شده و اجاره) افزایش ارزش یا سایر مزایا (مانند مزایای ناشی از مناسبات تجاری) نگهداری می‌کند. برای محاسبه این متغیر به صورت زیر عمل می‌کنیم:

$$Gd_{i,t} = \frac{\text{نسبت سود آوری (ROA)}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$$

نقدینگی سهام ($LIQM_{i,t}$)

هنگامی سهام نقد شناخته می‌شود که بتوان آن را به قیمت بازار در هر زمان، به سرعت و با هزینه پایین خریداری یا به فروش رساند. بر طبق پژوهش آمیهود (۲۰۰۲)، نحوه محاسبه نقدشوندگی سهام شرکت به صورت زیر می‌باشد:

$$100000 * (\text{حجم معاملات/بازده سهام}) \text{ میانگین} = \text{نقد شونددگی سهام شرکت}$$

پس از محاسبه فرمول فوق برای هر شرکت یک ضریب محاسبه می‌شود، سپس با مرتب کردن آن برای شرکت بر اساس بیشترین ضریب، اولین رتبه و رتبه‌های بعدی محاسبه می‌شود. رتبه برتر نقد شونددگی الزامی برای خرید و فروش سهام شرکت در هر وضعیتی از بازار نیست اما نسبی است که میزان نقد شدن را نسبت به سایر شرکت‌های بورسی نشان می‌دهد. فرمول محاسبه رتبه نقد شونددگی سهام در این پژوهش به صورت زیر می‌باشد (آمیهود، ۲۰۰۲)

$$\text{فرمول رتبه نقدشوندگی} = \frac{1}{\frac{1}{\text{متوسط ارزش روز حجم معاملات}} + \frac{1}{\text{تعداد سهام معامله شده}} + \frac{1}{\text{تعداد روز معامله شده}} + \frac{1}{\text{تعداد دفعات معامله}} + \frac{1}{\text{تعداد خریداران}}}$$

نقدینگی ناشیاز سود سرمایه ($Y_{i,t}$)

طبق پژوهش بن داوید و هایشلیفر (۲۰۱۲)، از طریق تقابل دو متغیر عدم نقدینگی و سود سرمایه به صورت زیر به دست می‌آید:

$$y_{i,t} = LIQM_{i,t} * Gd_{i,t}$$

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت ($LnSize_{i,t}$)

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت. (چن و همکاران، ۲۰۰۵)

فرصت‌های رشد ($HML_{i,t}$)

فرصت‌های رشد برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری سهام

$$HML_{i,t} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

ریسک اعتباری ($RF_{i,t}$)

در این پژوهش ریسک اعتباری از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد:

CAPM بیان می‌کند که نرخ ریسک شرکت مساوی با نرخ بی‌خطر بازده به اضافه صرف ریسک

که به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_i$$

$$\Rightarrow R_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft})\beta_i + e_{it}$$

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در دوره t

R_{ft} : نرخ بازدهی ریسک بی‌خطر در دوره t

β_i : بتای بازار اوراق بهادار (ریسک سیستماتیک) شرکت i

R_{mt} : نرخ بازده پرتفوی بازار در دوره t

e_{it} : عوامل مزاحم

نوسان پذیری بازده سهام ($y_{i,t}$)

بازده واقعی: بازده عبارتست از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه اولیه‌ای که برای بدست آوردن این سود مصرف شده است. سودی که در یک سال برای صاحب سهم ایجاد می‌شود، ناشی از دو عامل است ۱- افزایش قیمت هر سهم ۲- سود نقدی پرداخت شده بنابراین بازده مقطعی با توجه به رابطه زیر محاسبه خواهد شد:

$$r_s = \frac{DPS + p_1 (1 + \alpha + \beta) - p_0 - (1000 \times \alpha)}{P_0 + (1000 \times \alpha)}$$

r_s : بازده سهام

P_0 : قیمت سهام در ابتدای ماه

DPS : سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم

α : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

p_1 : قیمت سهام در پایان هر ماه

β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته

جامعه آماری

با توجه به اینکه در این پژوهش به دنبال تاثیر سود سرمایه و نقدینگی بر بازده مورد انتظار در بورس اوراق بهادار تهران هستیم، انتخاب نماینده‌ای از پرتفوی بورس اوراق بهادار تهران برای انجام این کار مورد نیاز است. جامعه پژوهش شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ می‌باشند.

نمونه و روش نمونه‌گیری

روش جمع‌آوری اطلاعات به روش میدانی و داده‌های واقعی مورد نیاز این پژوهش از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. در این پژوهش با استفاده از فرمول کوکران نسبت به تعیین حجم نمونه بر اساس معیارهای زیر اقدام شده است:

۱- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد؛

۲- در طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۷-۱۳۹۲) تغییر سال مالی نداشته باشد؛

۳- اطلاعات مالی آن قابل دسترس باشد؛

۴- جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، موسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های

واسطه‌گری مالی نباشد؛

۵- اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد؛ و

۶- طی دوره مورد بررسی توقف عمده معاملاتی نداشته باشد.

یافته‌های پژوهش

-نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی رابطه بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب

β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$EX_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Gd_{i,t} + \beta_2 LIQM_{i,t} + \beta_3 y_{i,t} + \beta_4 LnSiz_{i,t} + \beta_5 HML_{i,t} + \beta_6 RF_{i,t} + \beta_7 yvol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

برای این‌که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این‌که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های

واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول شماره(۱): نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۴۸	F	۴/۳۷۵۲	(۵۲۱،۱۰۵)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۴۸	χ^2	۱۵/۰۷۱۷	۷	۰/۰۳۵۱

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰۰)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۳۵۱) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جاکو- برا می‌باشد که در این پژوهش نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جاکو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوطه این آزمون (۰/۶۲۳۱) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد.

یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی ناریب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح

اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0257$)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دورین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دورین واتسون برابر با $1/97$ بوده و از آن جایی که مابین $1/5$ و $2/5$ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر پژوهش از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی ($0/4095$) بزرگ‌تر از $0/05$ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول شماره (۲): نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D	P-Value	F	P-Value	χ^2
0/4095	0/8940	1/97	0/0257	2/2960	0/6231	1/8223

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول ۳ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار 7Eviews به صورت زیر خواهد بود:

جدول شماره (۳): نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: بازده مورد انتظار سهام				
تعداد مشاهدات: ۶۴۸ سال - شرکت				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
مثبت	۰/۰۰۰۰	۱۳۹/۴۲۰۳	۰/۷۷۰۵	جزء ثابت
مثبت	۰/۰۲۵۵	۱/۲۲۰۶	۰/۰۰۰۵	سود سرمایه
مثبت	۰/۰۰۰۰	۷/۶۴۴۱	۰/۰۲۹۳	نقدینگی سهام
مثبت	۰/۰۰۸۰	۲/۱۶۶۲	۰/۰۰۰۲	نقدینگی ناشی از سود سرمایه
بی معنی	۰/۱۲۰۸	-۱/۵۵۴۰	-۰/۰۰۱۴	اندازه شرکت
بی معنی	۰/۸۲۵۲	-۰/۲۲۱۰	-۳/۴۱۹۷	فرصت‌های رشد
منفی	۰/۰۰۰۰	-۴/۹۰۳۱	-۰/۰۰۶۷	ریسک اعتباری
مثبت	۰/۰۱۹۸	۲/۳۳۶۹	۰/۰۰۵۲	نوسان پذیری بازده سهام
۰/۹۷۵۹	ضریب تعیین مدل			
۱۸۹/۷۵۱۰	آماره F			
(۰/۰۰۰۰)	(P-Value)			

$$EX_{i,t} = 0.7705 + 0.0005Gd_{i,t} + 0.0293LIQM_{i,t} + 0.0002y_{i,t} - 0.0014LnSize_{i,t} - 3.4197HML_{i,t} - 0.0067RF_{i,t} + 0.0052yvoly_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۷/۵۹ درصد از بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر سود سرمایه شرکت‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۵۵)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین سود

سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۰۵) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی سود سرمایه، بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۰۰۵ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$EX_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Gd_{i,t} + \beta_2 LIQM_{i,t} + \beta_3 y_{i,t} + \beta_4 LnSize_{i,t} + \beta_5 HML_{i,t} + \beta_6 RF_{i,t} + \beta_7 yvol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_2 = 0 \\ H_1 : \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۳، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نقدینگی سهام شرکت‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۲۹۳) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نقدینگی سهام، بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۲۹۳ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های

صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم پژوهش رابطه میان بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$EX_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Gd_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 y_{i,t} + \beta_4 LnSize_{i,t} + \beta_5 HML_{i,t} + \beta_6 RF_{i,t} + \beta_7 yvol_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases} \quad (۳)$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۳، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نقدینگی ناشی از سود سرمایه شرکت‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۸۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۰۲) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحد نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه، بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۰۰۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

جدول شماره (۴): مقایسه نتایج یافته‌ها با سایر پژوهش‌ها

ردیف	فرضیه	نتیجه پژوهش	سایر پژوهش‌ها
۱	بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش	تطابق با اماپا و همکاران (۲۰۱۴)
۲	بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش	تطابق با بل وتبور (۲۰۱۳)
۳	بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش	تطابق با چن الدر و هانگ (۲۰۱۱)

-نتیجه‌گیری و بحث

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جداول از آن‌جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر سود سرمایه شرکت‌ها کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0255$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جداول از آن‌جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نقدینگی سهام شرکت‌ها کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0000$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نقدینگی سهام و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۱۵-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۳، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نقدینگی ناشی از سود سرمایه شرکت‌ها کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0080$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نقدینگی سهام ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

پیشنهادها

- ۱- سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این پژوهش و پژوهش‌های مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص بازده مورد انتظار سهام، برای سهامداران منتشر نماید.
- ۲- توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح سود سرمایه، نقدینگی سهام، نقدینگی ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام.
- ۳- از آن جهت که افزایش میزان و سطح سود سرمایه، نقدینگی سهام و نقدینگی ناشی از سود سرمایه می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه سود سرمایه، نقدینگی سهام، نقدینگی ناشی از سود سرمایه و بازده مورد انتظار سهام، بسیار راه‌گشا خواهد بود.

منابع

- ۱- اسماعیل زاده مقری، علی و احمد شعر بافی، مهرداد، " افشای اطلاعات اختیاری و ارتباط آن با نرخ بازده سهام شرکت‌های سرمایه گذاری ". فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، سال اول، شماره سوم، (۱۳۹۱) ص ۸۱-۷۶.
- ۱- انوری علی، تازی وردی یداله، " نحوه ی ارائه ی برتر صورت جریان وجه نقد از دیدگاه گروه‌های مختلف در ایران"، پژوهشات حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۹، ۷، ۱۰۰-۱۱۰.
- ۲- ایزدی نیا، ناصر و نظرزاده، یاسر بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، ۱۳۹۳، شماره ۳، ص ۸۷-۱۱۰.
- ۳- پناهیان، حسین، صادقی جزئی، پیام، " بررسی تطبیقی استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان"، فصلنامه پژوهشات حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۰، سال دوم، شماره هشتم.
- ۴- کریمی، فرزاد، حسن اخلاقی و فاطمه رضایی مهر، بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۱۳۹۲، شماره ۸، صص ۶-۷۴.
- 5- Bell, T., & Tabor, R. Empirical analysis of audit uncertainty qualifications. *Journal of Accounting Research*, (2013) , 29, 350– 370.
- 6- Ben-David, I., Hirshleifer, D. Are investors really reluctant to realize their losses? Trading responses to past returns and the disposition effect. *Rev. Financ. Stud* , 2012. 25, 2485–2532.
- 7- Chen, K-Y, J Elder & Sh Hung, The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders, *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 18(3), pp 193-211.
- 8- Gopalan, R., Kadan, O., Pevzner, M.x. Asset liquidity and stock liquidity. *J. Financ. Quant. Anal.* 2011, 47, 333–364
- 9- Omaima A.G.Hassan and et al. "The Value Relevance of Disclosure, Evidences from emerging capital market of Egypt". *International Journal of Accounting*, 2014, 44(1): pp 79–85.

- 10- Chang, ” Do macroeconomic variables have regime-dependent effects on stock return dynamics? Evidence from the Markov regime switching model”, *Economic Modelling*; 2012, Vol. 26 Issue 6, p1283-1299.
 - 11- Cameron, Truong. “Employing high-low price range in forecasting market index volatility,” *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 2011, Vol. 21, Iss. 5; p. 637.
 - 12- Chiang, H. An empirical study of corporate governance and corporate performance. *The Journal of American Academy of Business*, 2005, 6(1), 95-101.
 - 13- Barberis, N., Huang, M., Thaler, R.H. Individual Preferences, Monetary Gambles, and Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing. *Am. Econ. Rev.* 2006, 29 (4), 1069–1090
- Amihud, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *J. Financ. Mark.* . 2002 5, 31–56.