

## بررسی اهمیت نسبی ویژگی های سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمانه حاجی زاده رودخانه<sup>۱\*</sup>، فائق احمدی<sup>۲</sup>

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد گروه مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران (نویسنده مسئول)

۲- استادیار گروه مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.

### چکیده

این پژوهش به بررسی اهمیت نسبی ویژگی های سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. به این منظور ۹۸ شرکت فعال در این حوزه در بازه زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد مطالعه قرار گرفتند. متغیر وابسته این پژوهش عبارت از بازده سهام و متغیرهای مستقل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، مومنتوم، نوسانات و نقدپذیری می باشند. به منظور بررسی رابطه ی بین متغیرها از روش پانل دیتا با استفاده از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این موضوع است که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری بر بازده سهام در سطح اطمینان ۹۰ درصد تأثیر معناداری دارد. همچنین مومنتوم و نوسانات بر بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. در نهایت بر اساس نتایج نقدپذیری بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.

**واژه های کلیدی:** بازده سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، مومنتوم، نوسانات، نقدپذیری

## مقدمه

بازارهای مالی یکی از اساسی ترین بازارهای هر کشور است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش های واقعی اقتصاد تاثیرگذار است و به شدت از سایر بخش ها تاثیر می پذیرند. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار یک بازار متشکل و رسمی خرید و فروش سهام شرکت ها تحت ضوابط و قوانین خاص است. یکی از وظایف این بازار کمک به عادلانه نمودن قیمت اوراق بهادار و سرعت بخشیدن به معاملات است (داورزاده، ۱۳۸۶). بازار سهام نقشی مرکزی در بازار سرمایه دارد که بازاری برای ابزار مالی بلند مدت و بنیادی برای انتقال وجوه از واحد مازاد از اقتصاد به واحد کسری است (اوت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰) و به عنوان هسته بازار سرمایه شناخته می شود به طوری که مطالعات انجام شده در توسعه بازار سرمایه بدون ارجاع به بازار سهام ناقص هستند. در واقع، در آثار تجربی متعدد شاخص توسعه بازار سهام به عنوان شاخص های توسعه بازار سرمایه استفاده شده است (آکو-سام و سلامی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). بورس اوراق بهادار عمده ترین راه تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه در کشور است. شناخت این بازار و عناصر و ارتباطات موجود در آن یکی از عوامل مهم توسعه بازار سرمایه محسوب می گردد. یکی از عناصر مهم این بازار سرمایه گذاران هستند. از آنجا که جذب سرمایه ها و پس اندازهای کوچک و هدایت آنها به سمت توسعه شرکت ها از اهمیت بالایی برخوردار است، شناخت رفتار تأمین کنندگان منابع مالی و عوامل مؤثر بر تصمیم های اقتصادی آنها همواره موضوعی چالش برانگیز برای محافل دانشگاهی و حتی خود مشارکت کنندگان در بازار بوده است (کمالی اردکانی و رجیبی قیری، ۱۳۹۴).

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 (حمزه و همکاران، ۱۳۹۴). بورس اوراق بهادار، یک بازار اقتصادی است که در آن، خرید و فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می گیرد. با عنایت به عرضه سهام بزرگ ترین و مهم ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هر گونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و... می تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته، آن را دچار نوسان کند (خادمی و قاضی زاده، ۱۳۸۶). جذب پس اندازها و سوق دادن آن به سوی واحدهای اقتصادی و ایجاد امکانات و تسهیلات برای مشارکت عموم مردم در توسعه فعالیتهای مولد و سهام شدن در سود آنها از اهداف اصلی بورس اوراق بهادار به شمار می رود. از این رو، بورس می تواند اهرم مهمی در کنترل نرخ تورم و افزایش نرخ رشد باشد. شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری می تواند زمینه لازم برای ارائه خدمات مطلوب به سرمایه گذاران را فراهم و اقدام شایسته ای در روند توسعه سرمایه گذاری قلمداد گردد (فهیمی دوآب، ۱۳۸۹).

در فرایند توسعه بازارهای سرمایه، نه تنها توسعه این بازارها باید مد نظر باشد بلکه همزمان می بایست به ویژگی های بازار و عملکردهای سایر فاکتورهای مؤثر بر بازار نیز توجه نمود، شدت و ضعف این عوامل در بازارهای بکر، نوظهور و توسعه یافته منجر به بروز تفاوت در میزان توسعه یافتگی بازارهای سرمایه و طبقه بندی های موجود گردیده است. بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. بازده یک سرمایه گذاری بیانگر منافع حاصل از آن سرمایه گذاری است و سرمایه گذاران در پی فرصت های سرمایه گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را افزایش دهند. برای رسیدن به این هدف سرمایه گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند. زیرا نقد ترین دارایی خود را به اوراق بهادار تبدیل می کنند. اگر سرمایه

<sup>1</sup> - Oteh

<sup>2</sup> - Acquah-Sam and Salami

گذاران بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری کنند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. اصلی ترین عاملی که هر سرمایه گذار در تصمیم گیری های خود مورد توجه قرار می دهد نرخ بازده است. یعنی تصمیم گیرندگان به دنبال پربازده ترین فرصت برای سرمایه گذاری مازاد منابع مالی خود در بازار های سرمایه هستند حال این سرمایه گذاری می تواند با ایجاد پل ارتباطی بین عوامل تاثیر گذار بر بازده سهام و جریان های نقدی و به تجزیه و تحلیل و پیش بینی بازده سهام بپردازد (هاشمی و ساعدی، ۱۳۸۸). از آنجا که سرمایه گذاران بالقوه ای بازار اوراق بهادار را طیف وسیعی در جامعه تشکیل می دهند، فراهم نمودن بستری مناسب برای حضور گسترده ای این طیف و جلب اعتماد آن ها، تحکیم بازار سرمایه و عمق بخشیدن به این بازار، یکی از اساسی ترین ابزارهای توسعه ای اقتصادی را به ارمغان خواهد آورد. در این راستا، انجام تحقیقات مختلف می تواند نقش به سزایی در جلب اعتماد سرمایه گذاران ایفا نماید. هدف از سرمایه گذاری در سهام کسب بازده مناسب از سرمایه گذاری است. سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری در سهام، مجموعه ای از متغیرها و عوامل مالی و غیرمالی را هم زمان در نظر می گیرند. تصمیم گیرندگان با آگاهی از عوامل موثر بر بازدهی سهام می توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات صحیح تری اتخاذ نمایند (جعفری، ۱۳۸۹). دستیابی به بازدهی بیشتر در بازار سهام و رشد و توسعه اقتصادی مستلزم استفاده صحیح از ابزارهای اقتصادی است. از جمله مهمترین این ابزارها می توان از ویژگی های سهام نام برد. به خوبی تایید شده است که بازده سهام تحت تاثیر اندازه شرکت (فاما و فرنچ<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری (فاما و فرانسوی، ۱۹۹۳)، مومنتوم (جورج و هوانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴)، نوسانات (آنگ<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۶) و نقدپذیری (لیو<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶) می باشد. با این وجود، هیچ توافقی در ادبیات وجود ندارد که کدامیک از این ویژگی ها، بهترین توصیف را انجام می دهند (فرنچ<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به مطالب مطرح شده، در این مطالعه جهت بررسی اهمیت نسبی ویژگی های سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اقدام به بررسی تاثیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، مومنتوم، نوسانات و نقدپذیری بعنوان ویژگی های سهام بر بازده سهام پرداخته می شود و بعد از تخمین مدل مربوطه، با توجه به میزان تاثیری که هر یک از این ویژگی ها می توانند داشته باشند مشخص خواهد شد.

### پیشینه پژوهش

ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵)، در مطالعه ای به بررسی رابطه ای بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه ای بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت ها است. به همین منظور، با استفاده از داده های مربوط به ۱۱۱ شرکت طی دوره ای زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲، تأثیر متغیرهای مربوط به شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام شرکت ها، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی می شود. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E)، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان های نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه ای معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی ها ارتباط مثبت

<sup>3</sup>- Fama and French

<sup>4</sup>- George and Hwang

<sup>5</sup>- Ang

<sup>6</sup>- Liu

<sup>7</sup>- French

و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی ها و نرخ رشد دارایی ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد. کریمی امیرکیاسری و همکاران (۱۳۹۴)، پژوهشی تحت عنوان تأثیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. تحقیق حاضر تحقیقی علمی و کاربردی در مورد ارتباط میان متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقدشوندگی با مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. با این بیان، در این تحقیق جهت بررسی و آزمون رابطه بین متغیرهای مستقل فوق با مازاد بازده سهام، اطلاعات ۵ ساله ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۰، مورد بررسی قرار گرفته است. جهت تحلیل آماری از مدل رگرسیون استفاده شده است. و با استفاده از مدل رگرسیونی OLS و آزمونهای ایستایی و آماره های  $t$  و  $f$ ، آزمون فرضیه های تحقیق انجام شده است. نتایج بیانگر آن است که بین متغیرهای اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام با مازاد بازده سهام رابطه معنادار وجود داشته و بین متغیرهای مازاد بازده بازار با مازاد بازده سهام و نقدشوندگی با مازاد بازده سهام رابطه معنادار وجود نداشته است. حمزه و همکاران (۱۳۹۴)، پژوهشی تحت عنوان 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 انجام دادند. جامعه ی 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. محاسبه شاخص حساسیت سهامداران نشان داد که سرمایه گذاران طی دوره تحقیق، ریسک گریزی بسیار زیادی (۸۴٫۷۳٪) 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: حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر بازده دارایی های شرکت ها دارند. 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. اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر معنی داری بر نسبت کیو توبین شرکت ها دارند. 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. اکبری روشن و شاکری (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان بررسی اثر نقدینگی، مخارج دولت و ساختار بازار بر توسعه مالی، به بررسی اثر نقدپذیری، مخارج دولت و ساختار بازار بر توسعه مالی سهام ایران پرداخته اند. نتایج آزمون علیت گرنجر مبتنی بر رابطه علی قوی از سمت هر سه متغیر بر توسعه مالی بازار سهام است. فرنچ و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه ای اقدام به بررسی اهمیت نسبی ویژگی های سهام نموده اند. در این مقاله هیچ توافقی وجود ندارد که مشخص شود که کدامیک از ویژگی های سهام بهترین بازده را توضیح می دهد. در این مطالعه، یک روش اقتصادسنجی جدید به کار گرفته شده که مناسب تر از روش مرتب سازی سنتی برای پاسخگویی به این سوال در بازار انگلستان است. آنها توانایی توضیحی نسبی بازار، اندازه، مومنتوم، نوسانات، نقدپذیری و نسبت ارزش دفتری به بازاری را در یک مدل فاکتور مبتنی بر مشخصه نیمه پارامتری که نیازی به ایجاد اوراق بهادار مشخص ندارد، ارزیابی نمودند. آنها متوجه شدند که مومنتوم مهم ترین عامل است و نقدپذیری کمترین اهمیت را بر اساس سهم نسبی آن در مدل مناسب و نسبت ماه های نمونه ای که بازده های عامل آن قابل توجه است، می دانند. در مجموع، این مطالعه شواهد قوی برای حمایت از آن ارائه می دهد مشخصه مومنتوم می تواند بهترین توصیف بازده سهام در بازار انگلستان را توضیح دهد. رویکرد اقتصاد سنجی مورد استفاده در این مطالعه روش جدیدی برای ارزیابی ریسک سرمایه گذاری مناسب در بازارهای مالی بین المللی در خارج از ایالات متحده است. علاوه بر این، موسسات چند ملیتی و سرمایه گذاران می توانند از این رویکرد برای شناسایی عوامل منطقه ای برای تنوع بخشیدن به اوراق

بهادار خود استفاده کنند. فرهان و شریف (۲۰۱۵) در مطالعه ای به بررسی تاثیر ضریب اندازه شرکت در بازده سهام در بورس اوراق بهادار کراچی پرداختند. این مطالعه اثر اندازه شرکت را بر بازده سهام با عامل متغیر زمان ژانویه و جولای بررسی می کند. شرکت های کوچکتر از بازده تنظیم شده با ریسک بالاتری برخوردار می شوند. به طور خاص، در این تحقیق، شرکت های متعلق به چهار بخش تولید عمده بورس اوراق بهادار کراچی (KSE)، یعنی خودرو و قطعات، ساختمان ها و مواد، بخش های نفت و گاز و دارو و بخش های بیو تکنولوژی مورد بررسی قرار گرفتند. داده های ماهانه از دوره ژانویه ۲۰۰۷ تا ژوئن ۲۰۱۳ شامل، قیمت ماهیانه بسته شدن ماهانه، شاخص شاخص KSE-100، سرمایه گذاری بازار، متغیر اصلی این مطالعه است. نتایج نشان می دهد که اندازه شرکت منفی و به طور قابل توجهی با بازده سهام مرتبط است و اثر جولای به طور مثبت و به طور قابل توجهی با بازدهی شرکت ارتباط دارد.

### روش پژوهش

این پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا تحقیقی شبه تجربی و پس رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. در این پژوهش پژوهشگر به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوع رفتاری که قبلاً وجود داشته یا رخ داده، از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن ها است. به عبارت دیگر پژوهشگر در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده نتایج موجود و زمینه قبلی آن ها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عملی می باشد. روش تحقیق یکی از عواملی است که بر تحقیق و نتایج حاصل از آن اثر جدی دارد. بنابراین تحقیق از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت همبستگی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت هایی است که در سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته اند و برای انتخاب نمونه شرایط زیر در نظر گرفته می شود:

۱. از ابتدای سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۲. در طول دوره مورد بررسی تغییر سال یا دوره مالی نداشته باشد.
  ۳. به منظور همگن نمودن نمونه آماری، بانک ها و مؤسسه های مالی و سرمایه گذاری حذف می شوند.
  ۴. داده های مورد نظر برای آن ها، از منابع مختلف در دسترس باشد.
- با توجه به این شرایط شرکت هایی مورد بررسی قرار می گیرند که از لحاظ معیارهای بالا، در دسترس تر باشند و برای این منظور از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک استفاده می گردد.

### متغیرها و مدل پژوهش

#### متغیر وابسته: بازده سهام

SR: بازده سهام می باشد که مجموعه مزایایی است که در طول سال مالی به یک سهم تعلق می گیرد.

$$R_t = \frac{(1 + \alpha)P_{t+1} + DPS_t - P_t - C}{P_t}$$

$R_t$ : بازده سهام در دوره  $t$  (یک ماه است).

$P_t$ : قیمت سهام در پایان دوره  $t$ .

$P_{t+1}$ : قیمت سهام در پایان دوره  $t+1$  (دوره بعد).

$DPS_t$ : سود نقدی سهام عادی طی دوره  $t$  (فرض بر این است که سود نقدی در طول سال مساوی تقسیم شده است و سود نقدی هر ماه یک دوازدهم در نظر گرفته شده است).

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه (از محل اندوخته یا آورده نقدی و مطالبات)

**G**: آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه (طبق قانون تجارت افزایش سرمایه ۱۰۰۰ ریال برای هر سهم قابل قبول است).

متغیرهای مستقل: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، مومنتوم، نوسانات و نقدپذیری  
**BTM**: نسبت ارزش دفتری (**Book value**) به ارزش بازاری (**market value**)

$$BTM = \frac{\text{Book value}}{\text{market value}}$$

$$BTM = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام در پایان سال}}{\text{تعداد سهام در پایان سال} * \text{ارزش روز قیمت سهام در پایان سال}}$$

**MOM**: برای محاسبه مومنتوم در این مطالعه از روش سروش یار و علی احمدی (۱۳۹۵) استفاده شده است با این تفاوت که داده ها بر مبنای میانگین ماهانه به شرح توضیحات زیر محاسبه شده است: در این پژوهش از میانگین حجم معاملات ماهانه برای سنجش مومنتوم استفاده می شود. زمانی یک شرکت دارای مومنتوم بالا است که میانگین حجم معاملات ماهانه بیشتر از میانگین حجم معاملات ۱۱ ماه قبل باشد.

روش محاسبه مومنتوم: میانگین حجم معاملات یک ماه و میانگین حجم معاملات یازده ماه قبل محاسبه شده و این دو نتیجه با هم مقایسه گردید. در صورتیکه میانگین حجم معاملات یکماه بیشتر از میانگین حجم معاملات یازده ماه قبل باشد کد یک می گیرد و اگر میانگین حجم معاملات یکماه کمتر از میانگین حجم معاملات یازده ماه قبل باشد کد صفر می گیرد و در آخر برای هر سال در صورتیکه تکرار عدد یک بیشتر باشد برای کل سال عدد یک لحاظ شد (یعنی مومنتوم دارد). و اگر تکرار عدد صفر بیشتر باشد برای کل سال عدد صفر لحاظ شد (یعنی مومنتوم ندارد). در صورتیکه تکرار عدد صفر و یک مساوی باشد از میانگین های ماهانه میانگین می گیریم و از میانگین های ۱۱ ماه قبل هم میانگین می گیریم و مجدد با هم مقایسه می کنیم اگر میانگین میانگین های یکماه بیشتر از میانگین میانگین های یازده ماه قبل باشد کد یک می گیرد (یعنی مومنتوم دارد) و در غیر اینصورت کد صفر می گیرد و مومنتوم ندارد.

**Vol**: نوسانات سهام می باشد، که با انحراف استاندارد قیمت سهام در یک سال اندازه گیری می شود.

**Liq**: نقدپذیری می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$LM12 = \left[ \frac{1}{\text{حجم معاملات 12 ماه}} + \frac{\text{تعداد روزهای بدون معامله سهام } i \text{ در سال } t}{1,000,000} \right] \times \frac{21 * 12}{\text{تعداد روزهای معامله در 12 ماه گذشته}}$$

متغیر کنترلی: اندازه شرکت

**SIZE**: برای محاسبه اندازه، لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت (**Assets**) را محاسبه می نمایم.

$$\text{size} = \log(\text{Assets})$$

## مدل آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این تحقیق از مدل فرنچ و همکاران (۲۰۱۶) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$SR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 BTM_{it} + \alpha_3 MOM_{it} + \alpha_4 VOL_{it} + \alpha_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای تعیین روش های تجزیه و تحلیل به نوع و روش تحقیق توجه می‌گردد. پس از جمع آوری داده ها از نرم افزار تدبیر پرداز استفاده شده است. برای این کار ابتدا داده های استخراج شده به نرم افزار اکسل وارد شده و پس از تجزیه و تحلیل اولیه آماده ی ورود به نرم افزارهای آماری شدند. برای تخمین آماری از روش رگرسیون تلفیقی با استفاده از نرم افزار Eviews انجام شده است.

## یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی به مجموعه‌ای از معیارها گفته می‌شود که می‌توانند مشخصات کلی از اطلاعات جمع‌آوری شده را برای پژوهشگر ارائه دهند. باید توجه داشت که از آماره‌های توصیفی نمی‌توان نتایج را به حالات کلی تعمیم داد بلکه فقط برای ارائه یک دید کلی از پژوهش، از این معیارها استفاده می‌شود.

## جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیرها	بازده سهام SR	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار BTM	مومنتوم MOM	سهام نوسانات VOL	نقدپذیری LIQ	اندازه شرکت SIZE
میانگین	۱/۹۶۵۱	۰/۵۶۴۰	۰/۳۱۸۰	۱۷۱۳/۶۷۸۲	۲۲۰/۰۸۱۱	۶/۱۷۵۰
میانه	۰/۲۲۰۰	۰/۴۴۷۰	۰/۰۰۰۰	۷۹۰/۹۶۰۰	۷۰/۷۶۰۰	۶/۰۷۰۱
انحراف معیار	۱۸/۰۸۳۴	۰/۸۳۱۸	۰/۴۶۶۱	۲۶۰۰/۵۰۴۴	۷۰۶/۸۲۹۱	۰/۶۷۵۵
چولگی	۲۳/۰۶۴۰	۱۰/۷۱۰۰	۰/۷۸۳۰	۴/۰۸۲۰	۱۱/۸۷۲۰	۰/۸۵۴۰
کشیدگی	۱/۹۴۰۰ ۵۴۸	۱۸۲/۰۳۴۰	-۱/۳۹۱۰	۲۴/۵۷۱۰	۱۸۵/۴۹۱۰	۰/۹۳۰۰
کمترین	-۰/۹۵۰۰	-۳/۱۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۷/۶۷۰۰	۰/۰۰۰۰	۴/۵۰۰۰
بیشترین	۱/۲۹۰۰ ۴۳۲	۱۵/۵۳۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۸۹۰۰ ۲۶۱۸۱	۱۰۰۰۰ ۱۲۸۵۲	۸/۲۸۰۰

## منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشد که معروف‌ترین و در عین حال پر مصرف‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی‌اند. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی شاخص تقارن داده‌ها و نشان‌دهنده وضعیت آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است. با توجه به مطالب مذکور و با نگاهی به جدول (۱-۴)، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، نوسانات VOL با مقدار ۱۷۱۳/۶۷۸۲ دارای بالاترین میانگین و مومنتوم MOM با مقدار ۰/۳۱۸۰ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین نوسانات VOL با مقدار ۲۶۰۰/۵۰۴۴ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری برخوردار است، که نشان‌دهنده این موضوع است که نوسانات اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و مومنتوم MOM با مقدار ۰/۴۶۶۱ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است. طبق نتایج جدول ۱، میزان میانگین یک متغیر بدان معناست که به طور متوسط میزان آن متغیر در آن محدوده است. به

عنوان مثال میزان میانگین نوسانات،  $1713/6782$  می باشد که بدان معناست که به طور متوسط نوسانات حدود  $1713$  می باشند. مهمترین شاخص چولگی ضریب چولگی میباشد. اگر ضریب چولگی منفی باشد توزیع دارای چوله به راست است و در صورتی که ضریب چولگی مثبت باشد توزیع دارای چوله به چپ است. اگر توزیع متقارن باشد ضریب چولگی مساوی صفر خواهد بود. بدیهی است هر چه قدر مطلق ضریب چولگی بیشتر باشد تفاوت جامعه از نظر قرینگی با توزیع متقارن بیشتر است. و در خصوص کشیدگی یکی از پارامترهای مناسب استفاده از مقایسه پراکندگی توزیع جامعه با توزیع نرمال است. آن دسته از توزیع که نسبت به توزیع نرمال از پراکندگی بیشتری برخوردارند یعنی منحنی توزیع نسبت به توزیع نرمال کوتاه تر است دارای توزیع کشیدگی منفی و در صورتی که بلندتر باشد دارای کشیدگی مثبت است.

بیشترین چولگی مربوط به متغیر بازده سهام SR با مقدار  $23/0640$  و کمترین چولگی مربوط به متغیر مومنتوم MOM با مقدار  $0/783$  می باشد و بیشترین مقدار کشیدگی مربوط به بازده سهام SR با مقدار  $548/94$  و کمترین مقدار کشیدگی مربوط به متغیر مومنتوم MOM با مقدار  $1/390$  - می باشد.

جدول ۲: جدول فراوانی مومنتوم MOM

متغیر	تعداد	درصد	درصد صحیح	درصد مجموع
۰/۰۰	۴۰۱	۶۸/۲	۶۸/۲	۶۸/۲
۱/۰۰	۱۸۷	۳۱/۸	۳۱/۸	۱۰۰/۰
مجموع	۵۸۸	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	

جدول (۲)، نشان می دهد که از ۵۸۸ نمونه تعداد ۴۰۱ نمونه دارای مومنتوم ۰ و ۱۸۷ نمونه دارای مومنتوم ۱ می باشد که بیشترین فراوانی مربوط به مومنتوم ۰ است که  $68/2$  درصد از جامعه آماری را به خود تخصیص داده است.

با توجه به اینکه داده های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال- شرکت) می باشند و داده های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج F لیمر، در صورتی که احتمال آماره F بیشتر از  $0/05$  باشد، باید از روش داده های تلفیقی استفاده کرد. در غیر این صورت از روش داده های تابلویی استفاده می شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر برای کلیه مدل ها در جدول (۳-۳۴) ارائه شده است.

جدول ۳: آزمون F لیمر

لیمر F آزمون			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
روش تلفیقی	۰/۹۹۹۱	۰/۵۸۷۹	۱

منبع: یافته پژوهش

همانطور که در جدول (۳) مشاهده می شود احتمال آماره مدل بیشتر از  $0/05$  می باشد، در نتیجه روش داده های تلفیقی پذیرفته شده است.

### آزمون مفروضات مدل رگرسیون

همان گونه که قبلاً بیان شد تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض های مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی توان از آن برای تصمیم گیری ها استفاده کرد. بنابراین قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون باید برای تصدیق صحت نتایج، مفروضات مدل را بررسی نمود. با توجه به اینکه داده های این پژوهش تلفیقی می باشند، از بین فروض، همسانی واریانس و عدم خودهمبستگی و هم خطی بررسی شده است.



یکی از فرض‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس است. برای بررسی این فرض در این پژوهش با توجه به اینکه مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت تخمین زده شده‌اند از آزمون بروش- پاگان - گادفری در نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس می‌باشد که اگر احتمال آماره بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر پذیرفته می‌شود. خلاصه نتایج این آزمون برای کلیه مدل‌ها در جدول (۴) ارائه شده است. نتایج کامل این آزمون‌ها با استفاده از نرم ایویوز در پیوست ارائه گردیده است.

جدول (۴): بررسی همسانی واریانس مدل

مدل	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
۱	۴۵/۴۲۱۷	۰/۰۰۰۶	نا همسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول (۴) احتمال آماره بدست آمده برای آزمون عدم ناهمسانی واریانس برای مدل از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده شده است. در این پژوهش برای بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل از آزمون VIF استفاده شده است. اگر آماره VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ باشد بین متغیرهای توضیحی مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت. در جدول (۵) خلاصه نتایج این آزمون ارائه شده است. نتایج کامل این آزمون با استفاده از نرم‌افزار ایویوز در پیوست موجود است.

جدول شماره (۵): نتایج آزمون هم خطی (VIF) فرضیه‌ها

نام متغیر	آماره VIF	1/VIF	تشخیص
Size اندازه شرکت	۱/۰۷۴۷۵۱	۰/۹۳۰۴۴۹	عدم هم خطی
BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۱/۰۲۱۸۶۴	۰/۹۷۸۶۰۸	عدم هم خطی
MOM مومنتوم	۱/۰۶۱۵۴۷	۰/۹۴۲۰۲۸	عدم هم خطی
VOL نوسانات سهام	۱/۰۱۹۳۷۶	۰/۹۸۰۹۹۸	عدم هم خطی
LIQ نقدپذیری	۱/۰۹۳۲۵۷	۰/۹۱۴۷۰۴	عدم هم خطی
میانگین VIF: ۱/۰۵۴۱			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج مندرج در جداول شماره (۵) مشخص شد که آماره VIF برای تمام متغیرهای پژوهش در مدل کمتر از ۱۰ است بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرها وجود ندارد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. با توجه به ماهیت داده‌ها، فرضیه‌های پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی آزمون شد. قبل از برآزش دادن مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش، فروض کلاسیک مدل آزمون شدند و با توجه به برقرار بودن پیش‌فرض‌های مدل، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. در مدل رگرسیونی با توجه به مقادیر احتمال نسبت به رد یا عدم رد فرضیه صفر تصمیم گرفته شد. اگر احتمال آماره  $t$  برای متغیر ( $BTM_{it}, MOM_{it}, VOL_{it}, LIQ_{it}$ )، کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی‌شود.

فرضیه ۱- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۲- مومنتوم بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۳- نقدپذیری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۴- نوسانات بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جهت آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیون استفاده گردید.

$$SR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 BTM_{it} + \alpha_3 MOM_{it} + \alpha_4 VOL_{it} + \alpha_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه‌های آماری  $H_0$  و  $H_1$  برای فرضیه ها به شرح زیر است:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{array} \right.$$

با توجه به جدول (۶) در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره  $F$  و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب

رگرسیون از آماره  $t$  استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین  $R^2$  برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل

استفاده شد. نتایج حاصل از برازش مدل (۱) در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول (۶) - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه ها

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	معناداری
C عرض از مبدأ	۰/۹۷۵۵۳۳	۰/۸۶۲۶۱۳	۱/۱۳۰۹۰۴	۰/۲۵۸۶
Size اندازه شرکت	-۰/۱۴۷۶۶۶	۰/۱۱۵۰۳۳	-۱/۲۸۳۶۸۷	۰/۱۹۹۸
BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۱۵۵۳۳۸	۰/۰۹۰۹۷۳	-۱/۷۰۷۵۲۶	۰/۰۸۸۳
MOM مومنتوم	۰/۴۵۵۳۰۲	۰/۱۶۶۴۸۶	۲/۷۳۴۷۷۳	۰/۰۰۶۴
VOL نوسانات سهام	۰/۰۰۰۱۸۳	۰/۰۰۰۰۳۲	۵/۶۶۷۰۰۲	۰/۰۰۰۰
LIQ نقدپذیری	۰/۲۳۷۲۴۵	۰/۱۶۹۳۸۷	۱/۴۰۰۶۱۳	۰/۱۶۱۹
ضریب تعیین	۰/۳۸۵۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۷۷۶
آماره F فیشر (سطح معناداری)	۱۰/۶۸۳۵ (۰/۰۰۰۰)	آماره دوربین واتسون		۲/۳۵۰۱

#### منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره  $F$  که کمتر از  $۰/۰۵$  می‌باشد، فرض  $H_0$  رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر  $۰/۳۸۵۶$  می‌باشد که نشان می‌دهد  $۳۸/۵۶\%$  تغییرهای متغیر وابسته (بازده سهام) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است.

عدم خود همبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین - واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب دوربین - واتسون بین اعداد ۱،۵ تا ۲،۵ نشان دهنده نبودن خود همبستگی باقیمانده ها می‌باشد (۲/۳۵۰۱).

با توجه به جدول (۶)، ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار  $BTM$   $-۰/۱۵۵۳$  - می‌باشد که منفی است و احتمال آماره  $t$  برای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برابر  $۰/۰۸۸۳$  می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $۰/۰۵$  است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. در نتیجه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام تأثیر منفی دارد ولی

معنادار نیست. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. اما در صورتی که سطح اطمینان ۹۰ درصد باشد، فرضیه اول مورد تایید است.

با توجه به جدول (۶)، ضریب متغیر مومنتوم MOM  $0/4553$  می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره  $t$  برای مومنتوم برابر  $0/064$  می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه مومنتوم بر بازده سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

با توجه به جدول (۶)، ضریب متغیر نقدپذیری LIQ  $0/2372$  می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره  $t$  برای نقدپذیری برابر  $0/1619$  می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. در نتیجه نقدپذیری بر بازده سهام تأثیر مثبت دارد ولی معنادار نیست. در نتیجه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

با توجه به جدول (۶)، ضریب متغیر نوسانات VOL  $0/0001$  می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره  $t$  برای نوسانات برابر  $0/000$  می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در نتیجه نوسانات بر بازده سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر کنترلی اندازه شرکت که منفی است و احتمال آماره  $t$  برای اندازه شرکت برابر  $0/1998$  می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین اندازه شرکت بر بازده سهام تأثیر منفی دارد ولی معنادار نیست.

### بحث و نتیجه گیری

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است. بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از آن سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را افزایش دهند. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مدنظر قرار دهند. زیرا نقدترین دارایی خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آنها نخواهد شد. اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه قرار می‌دهد نرخ بازده است. یعنی تصمیم‌گیرندگان به دنبال پربازده‌ترین فرصت برای سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خود در بازارهای سرمایه هستند حال این سرمایه‌گذاری می‌تواند با ایجاد پل ارتباطی بین عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام و جریان‌های نقدی و به تجزیه و تحلیل و پیش‌بینی بازده سهام بپردازد (هاشمی و ساعدی، ۱۳۸۸). از آنجا که سرمایه‌گذاران بالقوه‌ی بازار اوراق بهادار را طیف وسیعی در جامعه تشکیل می‌دهند، فراهم نمودن بستری مناسب برای حضور گسترده‌ی این طیف و جلب اعتماد آنها، تحکیم بازار سرمایه و عمق بخشیدن به این بازار، یکی از اساسی‌ترین ابزارهای توسعه‌ی اقتصادی را به ارمغان خواهد آورد. در این راستا، انجام تحقیقات مختلف می‌تواند نقش به‌سزایی در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا نماید. هدف از سرمایه‌گذاری در سهام کسب بازده مناسب از سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در سهام، مجموعه‌ای از متغیرها و عوامل مالی و غیرمالی را هم‌زمان در نظر می‌گیرند. تصمیم‌گیرندگان با آگاهی از عوامل موثر بر بازدهی سهام می‌توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات صحیح‌تری اتخاذ نمایند (جعفری، ۱۳۸۹). مرور مطالعات و تحقیقات مرتبط با موضوع از منابع مختلف نظیر دانشگاه‌ها و مراکز تحقیقاتی داخل کشور و نیز سایت‌های اینترنتی متصل به مؤسسات، دانشگاه‌ها و مراکز تهیه و تدارک‌کننده منابع علمی و پژوهشی، مؤید این نکته هستند گستره تحقیقات در زمینه متغیرهای تحقیق بسیار وسیع بوده ولی تاکنون چنین تحقیقی در جامعه آماری تحقیق حاضر صورت نگرفته است. محدودیت‌های بعد زمان و مکان در تمامی تحقیقات این فرصت را به کاربران مدیریتی نمی‌دهد که بتوانند از نتایج مطالعات مذکور در مکانها (کشورها) و یا زمانهای مختلف استفاده نمایند. جهت کاربرد نتایج بدست آمده از مطالعات مذکور لازم است که ابتدا با

توجه به شرایط زمانی و مکانی مورد استفاده، بومی‌سازیهایی لازم مرتبط با نتایج مطالعات بعمل آمده انجام شود تا کاربردهای نتایج مذکور مقرون به صحت و درستی باشد.

در تبیین فرضیه اول تحقیق می‌توان گفت: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۰ درصد تأثیر منفی و معناداری دارد. مقدار منفی بدست آمده برای ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیانگر این است که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر منفی و معکوسی بر بازده سهام شرکت‌ها دارد. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شاخصی برای ارزیابی رشد سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. هر چقدر 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، ۱۳۹۱). سهام رشدی از نسبت‌های ارزش دفتری به ارزش بازار کمتری برخوردار هستند و بر اساس نتایج در مقایسه با شرکت‌های دارای سهام ارزشی زودبازده‌تر هستند. با توجه به مطالب فوق می‌توان گفت که سهامداران برای دستیابی به بازده کوتاه‌مدت تمایل بیشتری به خرید سهام شرکت‌های رشدی از خود نشان می‌دهند و از این طریق تأثیر معکوسی بر بازده سهام شرکت‌ها می‌گذارند. در تبیین فرضیه دوم می‌توان گفت: مومنتوم بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. بر این اساس استفاده از استراتژی مومنتوم کارا می‌باشد، در این استراتژی، خرید سهامی که در دوره قبل بازده بالاتری داشته و فروش سهامی که در دوره قبل بازده کمتری داشته است (به خصوص در میان مدت) توصیه شده است. در تبیین فرضیه سوم می‌توان گفت: نقدپذیری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری ندارد. نتایج تجربی مبین آن است که رابطه علیت از سمت رشد نقدپذیری بر افزایش بازده سهام وجود ندارد. در توضیح این نتیجه می‌توان گفت، از یک‌سو، آنچه در اقتصاد ایران مشاهده می‌شود، این است که در عمل سیاست پولی مستقل وجود ندارد و تغییرات نقدپذیری دنباله‌روی تغییرات بودجه و رفتار مالی دولت است. در نتیجه، سیاست پولی کارآمدی به دلیل مشکلات نهادی و ساختاری اقتصاد وجود ندارد. شاهد این ادعا، وجود معضل دوگانگی نقدینگی در کشور است، در حالی که با رشد نقدینگی روبه‌رو هستیم، اما بنگاه‌ها از کمبود نقدینگی رنج می‌برند و این به معنای عدم انتقال این منابع به بخش‌های تولید و ورود آن به بخش‌های نامولد بوده که به نهادینه شدن تورم ساختاری و پنهان در اقتصاد منجر شده است. این حقیقت خود شهادی برای عدم توسعه بازار سهام کشور است. به این دلیل که یکی از وظایف و کارکردهای بازار سهام جذب نقدینگی و کنترل تورم است. در تبیین فرضیه چهارم می‌توان گفت: نوسانات بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. این امر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در مواجهه با نوسانات و تغییرات مثبت بازده سهام شرکت‌ها ریسک‌پذیری بیشتری از خود نشان داده‌اند و از طریق خرید هیجانی سهام و یا عدم فروش سهام به طور مثبت بازده سهام را تحت تأثیر گذاشته‌اند.

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می‌توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه‌های کاربردی مشخص نمود:

- ارائه آموزش‌های لازم در خصوص اصول و فنون سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران، توسعه دانش تصمیم‌گیری سهامداران با توجه به ضعف تحلیل‌گری مالی سهامداران، استفاده از تحلیل‌های بنیادی و تکنیکی به هنگام سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان و وجود مشاوران سرمایه‌گذاری می‌تواند انتظارات و ناهنجاری‌های بازار سرمایه را کاهش و خوشبینی سهامداران را افزایش دهد.

- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از تحلیل بنیادین و تکنیکی برای سرمایه‌گذاری‌های خود استفاده کرده و هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود همه عوامل را مدنظر قرار دهند.

- با توجه به نتایج این پژوهش به سهامداران و سازمان‌های مالی، استفاده از متغیرهایی مانند نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، مومنتوم و نوسانات در کنار سایر عوامل برای به دست آوردن بازده بیشتر توصیه می‌شود.

## منابع

- اکبری روشن، مهدیه؛ شاکری، عباس (۱۳۹۳)، اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال چهاردهم، شماره ۵۳.
- جعفری، علی (۱۳۸۹). اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، تهران، کیومرث.
- حمزه، داود؛ خلیلی عراقی، مریم؛ پیکارجو، کامبیز (۱۳۹۴). 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، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره بیست و هشتم.
- خادمی گراشی، مهدی؛ قاضی زاده، مصطفی (۱۳۸۶). بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری، دانشور رفتار، دوره ۱۴، شماره ۲۳ (ویژه مقالات مدیریت ۸).
- داورزاده، مهتاب (۱۳۸۶). پیش بینی شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران: رویکردی بر تحلیل تکنیکی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- ستایش، محمدحسین؛ شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵)، بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره‌ی هشتم، شماره‌ی اول.
- فهیمی دوآب، رکسانا (۱۳۸۹). بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه‌گذاران سهام عادی (مطالعه تطبیقی بورس اوراق بهادار تهران و مشهد)، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره سوم.
- کمالی اردکانی، محسن؛ رجبی قیری، علی (۱۳۹۴). بررسی آثار روانشناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰.
- کریمی امیرکیاسری، امیر؛ سیدمحمد ترمه قاضیانی؛ محمدرضا نعمتی قاضیانی و نوید انصاری ارده، (۱۳۹۴). تاثیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، گیلان، موسسه پویندگان اندیشه های نو و شهرداری صومعه سرا، مجتمع فرهنگی و هنری فارابی اداره فرهنگ و ارشاد،
- هاشمی، سیدعباس؛ ساعدی، رحمان (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ویژگی های خاص شرکت ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۴.
- Acquah-Sam, E. and Salami, K. (2014). Effect of Capital Market Development on Economic Growth in Ghana. *European Scientific Journal*, 10(7), pp. 511-534.
- French, Declan, Wu, Yuliang, L, Youwei (2016). Identifying the relative importance of stock characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*. Volume 34, March 2016, Pages 80-91.
- Fama .E.F, French .K.R, (1995). Size and Book-to-Market Factors in emerging and Returns, *Jornal of Finance*, 131-155.
- Farhan, Muhammad and Sharif, Saqib, Impact of Firm Size on Stock Returns at Karachi Stock Exchange (May 12, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2605460> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2605460>.
- Oteh, A. (2010). Capital Market as a Long Term Option for Financing Infrastructure Development. A paper delivered at the "Central bank of Nigeria Infrastructure Finance Conference" Held at the Sheraton Hotel and Towers, Abuja from December 6-7, 2010.