

بررسی تاثیر زمان بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی و عملکرد مالی بهینه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد رضا عسگری^۱، زهرا طالبی^۲

^۱دانشیار عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام (ره) شهری تهران ایران

^۲دانشجو کارشناسی ارشد مدیریت

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول

دکتر محمد رضا عسگری

چکیده:

بازار سرمایه با توجه به نوسان شرایط اقتصادی همیشه تغییرات قیمت و بازده سهام را تجربه کرده است. تغییرات قیمت سهام در شرکت ها برخی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازده واقعی را مورد تاثیر قرار داده و انباشت بیش از حد ارزش افزوده سرمایه، ناشی از نوسانات مثبت قیمت سهام، بازدهی مورد انتظار سهام را دگرگون خواهد کرد.

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است (۶۳۶ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش از نرم افزارهای ۲۰ Spss، ۷ Eviews و ۱۶ Minitab استفاده شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه های پژوهش نشان از آن داشت که بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت ها، بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه شرکت ها و بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه شرکت ها رابطه ی معنادار و مستقیمی وجود دارد.

واژه های کلیدی:

زمان بندی بازده مورد انتظار بازار، بازده اضافی، عملکرد مالی بهینه، بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه.

مقدمه

یکی از با اهمیت ترین ابزارهای مدیران در ارتباط با دستیابی به بهینه ترین نقطه عملکرد شرکت ها دستیابی به بازار مناسب در ارتباط با خرید و فروش سهام است (کودبرت سون و همکاران، ۲۰۱۲). سرمایه گذاران همیشه به دنبال خرید سهام شرکت هایی هستند که ارزش افزوده ناشی از خرید سهام شرکت، بیش از سایر شرکت های هم تراز و هم گروه باشد، بنابراین سهام شرکت هایی دارای ارزش افزوده بالاتر خواهند بود که پیش بینی بازده مورد انتظار آن در نقطه ای بالاتر از سایر شرکت ها قرار گرفته باشد (کووال و استافورد، ۲۰۰۷).

اهمیت بررسی زمان بندی بازده مورد انتظار سهام شرکت ها را می توان حرکت رو به اصلاح آرام تهدیدهایی دانست که در صورت عدم وجود یک معیار صحیح و مناسب برای تعیین نرخ بازده اضافی و عملکرد مالی بهینه، به وجود می آید (بسلر و همکاران، ۲۰۱۰). اگر در بورس اوراق بهادار تهران معیاری جهت تعیین قیمت پذیرش ریسک بیشتر وجود نداشته باشد و سهام شرکت های دارای ریسک بیشتر همانند سهام شرکت های با ریسک پایین قیمت گذاری شوند، بازده تحقق یافته سرمایه گذاران، متناسب با سطح پذیرش ریسک نخواهد بود (آرتمان و همکاران، ۲۰۱۰).

همچنین اهمیت بازدهی واقعی سهام شرکت ها، همیشه مشوق اساسی در ارتباط با افزایش سرمایه گذاری سهامداران قدیمی است (باجگرو یسز، ساکالت، ۲۰۰۸). عدم توجه به رابطه بین ریسک، بازده اضافی و بازده مورد توقع سرمایه گذاران به عدم کارایی عملکرد مالی بهینه در بازار، منجر شده و باعث می شود بازار سرمایه ایران، همواره غیر کارا و خارج از حالت تعادل باقی بماند. این عدم انطباق موجب خروج سرمایه از این بازار جوان و یا جلوگیری از ورود سرمایه های جدید به آن خواهد شد، بنابراین وجود یک مدل که بتواند معیارهای زمان بندی بازده مورد انتظار و تاثیرگذاری آن بر بازده اضافی شرکت ها و عملکرد مالی بهینه در تعیین ارزش سهام را پوشش دهد و به حرکت بورس اوراق بهادار در جهت کارآمدی بیشتر کمک کند، ضروری به نظر می رسد (بسلر و همکاران، ۲۰۰۹).

بیان مسئله

جذب سرمایه گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: زمان بندی بازده مورد انتظار و تاثیرگذاری آن بر بازده اضافی و عملکرد مالی بهینه شرکت و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، می تواند راه گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت ها باشد. با توجه به هدف اصلی این پژوهش محقق به دنبال پاسخ گویی به این پرسش است که آیا زمان بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است یا نه؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در اقتصاد رو به رشد حال حاضر مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند (آرتمان و همکاران، ۲۰۱۰). بازار های مالی یکی از محافلی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند (براس و همکاران، ۲۰۱۰). در حال حاضر بورس اوراق بهادار کشورمان این مهم را، به عهده گرفته است.

مدیران سرمایه‌گذاری و مدیران پرتفوی به دنبال انتخاب و گزینش اوراق بهاداری هستند که بیشترین سوددهی را داشته باشد. هم‌چنین سرمایه‌گذاری که به‌صورت نگهداشت مجموعه‌ای از اوراق بهادار مختلف و متنوع (پرتفوی) باشد، ریسک و خطر به همراه دارد (بسلر و همکاران، ۲۰۱۰). به عبارت دیگر انتخاب سبد سهام بدون در نظر گرفتن عوامل تأثیر گذار بر بازدهی، دارای ریسک است (هو و همکاران، ۲۰۱۱). بازده اضافی سهام در بلند مدت تحت تاثیر حجم معاملات انجام گرفته، قرار دارد و هنگامی در جهت مثبت حرکت خواهد کرد که سهام شرکت‌ها افزایش قیمت را تجربه کرده باشند (کودبرت سون و همکاران، ۲۰۱۰).

نکته‌ای که باید به آن اشاره کرد، این است که در عمل سرمایه‌گذارانچندان به متغیر ریسک در کنار زمان‌بندی بازدهی مورد انتظار، توجهی نمی‌کنند و یا به عبارتی دیگر، به ریسک تحت عنوان یک معیار مهم برای سرمایه‌گذاری بها نمی‌دهند (فاما و فرنچ، ۲۰۱۰). در واقع آن چیزی که بازدهی مورد انتظار یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در حالت کلی وضعیت درون سازمانی و برون سازمانی است، به‌عنوان مثال ساختار مالکیت و تنوع‌پذیری سهامداران، ریسک تجاری، ریسک صنعت، ریسک بازار و... است (آوکویک و ویسبئر، ۲۰۰۹).

معیار سنجش پراکندگی بازده اضافی در طول سال یکی از معیارهای اساسی برآورد بهینه گردش مالی بلند مدت و کوتاه مدت سهام بوده و بیشتر نشات گرفته از نوسانات بازده واقعی دوره‌های پیشین شرکت‌ها است (دل و تیک، ۲۰۰۸). پس اگر سرمایه‌گذار مجموعه عوامل درون سازمانی و برون سازمانی را در ارتباط با بازدهی مد نظر قرار دهد، قطعاً به نتایج مطلوبی خواهد رسید (آوکویک و ویسبئر، ۲۰۰۹). زمان‌بندی بازدهی مورد انتظار شرکت‌ها به عنوان متغیر تعدیل گر در مدل پژوهش کریتون و کیلز (۲۰۰۹)، نشان از گسیختگی و پراکندگی قیمت‌ها در طول دوره‌های بلند مدت داشته و می‌تواند به عنوان عامل نهادی در پیش‌بینی ریسک شرکت باشد

پیشینه پژوهش

لانگ چنوضی ایکسنلی (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، فرصت های رشد و نسبت اهرم مالی" به بررسی ارتباط میان نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سه متغیر مستقل پرداختند: هزینه های تأمین مالی از طریق بدهی، تصمیمات تأمین مالی و نسبت اهرم مالی. انتظار آن ها چنین بود که شرکت هایی با نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری، با هزینه های بدهی کمتری مواجه هستند. در مقابل، چنین شرکت هایی از بدهی بیشتری

استفاده می کنند، اما شرکت هایی بانسبت ارزش بازار به ارزش دفتری پایین، بیشتر بدهی خود را بازپرداخت می کنند .

دادوچن (۲۰۱۰)، در تحقیقی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده سهام را برای نمونه ای شامل ۵۶۶ شرکت آمریکایی در طی دوره زمانی (۲۰۰۹-۲۰۰۰) میلادی بررسی کردند. معیارهای ارزیابی عملکرد عبارت بودند از: ارزش افزوده اقتصادی، بازده دارایی ها، درآمد هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام و سود باقی مانده. ضریب تعیین محاسبه شده برای بازده دارایی ها ۲۴/۵ درصد بود که نشان می دهد، بازده دارایی ها دارای بیشترین همبستگی با بازده سهام است. ضریب تعیین برای ارزش افزوده اقتصادی ۲۰/۲ درصد، سود باقی مانده ۱۹/۴ درصد و بقیه متغیرها نیز بین ۷-۵ درصد از تغییرات در بازده سهام را توضیح می دهند. از سوی دیگر نتیجه تحقیق نشان داد که هزینه سرمایه و بازده سرمایه بیشترین هم بستگی را با بازده دارند. نتیجه به دست آمده این ادعا را که مهم ترین دلیل ظهور معیار ارزش افزوده اقتصادی، توجه شرکت به هزینه سرمایه اش می باشد، مورد شک و تردید قرار داد.

دورو (۲۰۰۹)، طی تحقیقی به بررسی رابطه بین پاداش هیئت مدیره با درآمد اقتصادی و بررسی اثر فرصت های سرمایه گذاری بر رابطه بین پاداش هیئت مدیره و درآمد اقتصادی پرداخت و نتیجه گرفت که رابطه تجربی بین پاداش هیئت مدیره با درآمد اقتصادی قوی تر از رابطه پاداش هیئت مدیره با سود حسابداری است. یافته اخیر شواهدی مبنی بر تایید نظریه "سود حسابداری تعدیل شده" را ارائه می کند. تعدیلاتی نظیر هزینه سرمایه که منعکس کننده وقایع اقتصادی ناشی از تصمیمات مدیر است، با اهداف سهامداران سازگارتر است. از دیگر نتایج این تحقیق می توان به این نکته اشاره کرد که درآمد اقتصادی نباید به عنوان تنها عامل اعطای پاداش به هیئت مدیره استفاده شود.

دمیترو و پریم جین (۲۰۰۸)، محتوای اطلاعاتی تغییرات اهرم مالی را در ارتباط با عملکرد عملیاتی شرکت ها مورد آزمون قرار دادند و در نهایت به این نتیجه دست یافتند که این متغیر دارای ارزش مربوطی بیش از سود، جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی حسابداری شرکت، برای تشریح بازده سهام است. هم چنین آنها به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات اهرم مالی با تغییرات در سود و تغییرات در جریان وجوه نقد عملیاتی، ارتباط قوی منفی وجود دارد.

گلتکین (۲۰۰۸)، با بررسی رابطه بازده سهام و تورم در ۲۶ کشور، فرضیه فیشر مبنی بر آنکه بازده واقعی سهام عادی و نرخ های تورم منتظره مستقل از یک دیگرند و بازده اسمی سهام دقیقاً به اندازه تورم منتظره تغییر میکند را مورد آزمون تجربی قرارداد و نشان داد که برای اکثر کشورهای مورد بررسی، رابطه بازده سهام و تورم از نظر آماری معنادار نیست و فقط در مورد چهار کشور، این رابطه معنادار و منفی است، در حالیکه در مورد دو کشور دیگر این رابطه معنادار و مثبت است .

باباجانیو همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی به بررسی «اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام» پرداختند. این پژوهش از پژوهش های کاربردی و همبستگی است که در قالب داده های ترکیبی اجرایی شده است. جامعه آماری

این پژوهش متشکل از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ است که نمونه ای به حجم ۱۴۱ شرکت از آن انتخاب شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد بین آن دسته از اقلام تعهدی سود دوره جاری که قابلیت اتکای پایین تری دارند و بازده سهام در آینده، رابطه منفی قوی تری وجود ندارد.

توانگرو خسرویانی (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی «آزمون توان مدل D-CAPM در مقایسه با مدل CAPM در تبیین ارتباط بین ریسک و بازده سهام» پرداختند. نتایج تحقیقات نشان داد که بتا منفی (D-beta مبتنی بر CAPM) از نظر قدرت بیان در اندازه گیری ریسک و پیش بینی بازده سهام توانایی بیشتری نسبت به بتا و مدل سنتی CAPM دارد.

کاظمی و محمدنژاد (۱۳۹۰)، به بررسی تاثیر ساختار مالکیت نهادی بر عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت ها پرداختند. یافته های تحقیق نشان می دهد بین مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی افزایش مالکیت نهادی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود که این امر موجب کارایی بازار از نظر اطلاعات می شود. در این پژوهش، همچنین ارتباط مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام مورد تایید قرار گرفته و رابطه ای مثبت با عملکرد مالی شرکت ها دارد. بدین ترتیب می توان چنین استدلال کرد که افزایش تعداد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت باعث تسهیم نظارت و کنترل در میان سهامداران می شود که این امر منجر به کاهش تضاد منافع و افزایش سودآوری خواهد شد.

علی شفیعی زاده (۱۳۹۰)، ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد. برای انجام این پژوهش ۴۰ شرکت از ابتدای ۱۳۷۰ تا پایان ۱۳۷۴ بررسی شد. نتایج به دست آمده نشان از آن دارد که رابطه غیرخطی بهتر از رابطه خطی قادر است ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام را تبیین کند. این بدان معناست که فرض خطی بودن ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام را رد می کند.

فخاری و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهشی به بررسی «رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. یافته ها نشان می دهد حضور سرمایه گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان پذیری بازده سهام کاسته می شود. این یافته ها می تواند برای سیاست گذاران بازار سرمایه در تدوین مقررات برای استقرار و تقویت نقش سهامداران نهادی (در حاکمیت شرکتی) مفید بوده، همچنین برای سرمایه گذاران در ارائه مبنایی برای کاهش ریسک نوسان پذیری بازده سرمایه گذاری سودمند باشد.

همتی (۱۳۸۶)، «رابطه ریسک سود باقی مانده و ارزش ذاتی و قیمت سهم» را بررسی کرد. بنابر نتایج، ارقام حسابداری می تواند به همراه الگوی ارزیابی سود باقی مانده در محاسبه و اندازه گیری ریسک شرکت و تنزیل ریسک ضمنی قیمت سهم استفاده شود.

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، در پژوهشی به ارزیابی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام پرداختند. در این تحقیق اقلام تعهدی به عنوان شاخصی از مدیریت سود مورد توجه قرار گرفته است. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که بازده شرکت‌ها تحت تاثیر میزان اقلام تعهدی قرار نمی‌گیرد.

فرضیه‌های پژوهش

پس از بررسی مساله تحقیق و مطالعات مقدماتی درباره جواب‌های ممکن، برای پاسخ به سوالات مطرح شده در قسمت بیان مسأله، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

۱- بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بازده مورد انتظار بازدهی است که سرمایه‌گذاران انتظار دستیابی به آن و این‌که احساس کنند به اندازه کافی پاداش دریافت نموده‌اند، دارند (هو و همکاران، ۲۰۱۱)

بازده اضافی برابر است با تفاوت بین نرخ بازده شرکت و بازده بازار، برای تعیین بازده اضافی از مدل تعدیل شده بازار (مدل ساده بازار) استفاده خواهد شد (پترسن، ۲۰۰۹).

۲- بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

به بازدهی نهایی حاصل از اجرای فعالیت‌های مالی بر مبنای نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های در دست شرکت و نسبت کیو توبین، عملکرد مالی گفته می‌شود (لارسیا و همکاران، ۲۰۰۹).

۳- بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرها و مدل پژوهش

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه‌بندی می‌شود:

۱- متغیرهای وابسته

- بازده اضافی شرکت I در سال t .
- عملکرد مالی بهینه شرکت I در سال t .
- بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه شرکت I در سال t .

۲- متغیر مستقل

- زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار شرکت I در سال t .

۳- متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت i در سال t .
 - اندازه بازار شرکت i در سال t .
- تعاریف عملیاتی متغیر وابسته

بازده اضافی شرکت ها ($R_{i,t}$):

برای محاسبه بازده اضافی ابتدا بر طبق پژوهش باری و همکاران (۲۰۰۸)، ابتدا بازده سهام را محاسبه و سپس بازدهی بازار را بر طبق پژوهش هیل و لوز (۲۰۰۶)، محاسبه و در نهایت بر طبق پژوهش پترسن (۲۰۰۹)، بازده اضافی از تفاوت بازده سهام شرکت و بازدهی بازار ($RET_{i,t} - R_{F,M}$) به صورت زیر قابل محاسبه است:

بازده سهام:

$RET_{i,t}$: عبارتست از بازده سهام برای سال مالی t که از طریق ذیل محاسبه شده است:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + DPS + (P_{it} - 1000)A + P_{it}B}{P_{it-1}} * 100$$

که در آن :

P_{it} = قیمت سهام در انتهای سال t

P_{it-1} = قیمت سهام در انتهای سال $t-1$

DPS = سود نقدی هر سهم بر اساس تعداد سهام در ابتدای دوره

A = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

B = درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته یا اندوخته.

نرخ بازده پرتفوی بازار

در این تحقیق نرخ بازده پرتفوی بازار، براساس شاخص کل سهام شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه خواهد شد. بر همین اساس نرخ بازده سالانه پرتفوی بازار با استفاده از معادله زیر محاسبه خواهد شد:

$$R_{mt} = \frac{TEPIX_t - TEPIX_{t-1}}{TEPIX_{t-1}} * 100$$

که در آن:

R_{mt} = بازده پرتفوی بازار

$TEPIX_t$ = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در پایان سال t

$TEPIX_{t-1}$ = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در پایان سال $t-1$

عملکرد مالی بهینه ($Perf_{i,t}$):

طبق پژوهش یو و همکاران (۲۰۱۰)، عملکرد مالی بهینه شرکت ها از طریق میانگین نتایج دو فرمول مطرح شده در زیر محاسبه خواهد شد:

$$Perf_{i,t} = Income / Sales(ROS) * Sales / Assets(AssetTurn)$$

که در آن:

$Income$ = برابر است با سود خالص شرکت‌ها.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری دارایی‌ها.

$Sales$ = برابر است با فروش شرکت.

و

$$Tobin, sq_{i,t} = (mve + ps + debt) / Assets$$

mve = برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

ps = برابر است با سود انباشته.

$debt$ = برابر است با ارزش دفتری بدهی‌های شرکت.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری دارایی‌ها.

بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه ($r_{i,t} * perf_{i,t}$):

طبق پژوهش کودبرت سون و همکاران (۲۰۱۲)، از تقابل دو متغیر بازده اضافی و عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها به دست می‌آید.

تعاریف عملیاتی متغیرهای مستقل:

زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار ($\beta_1 r_{m,t}$):

عبارتست از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به‌دست آورند (هو و همکاران، ۲۰۰۶).

شارپ^۱ در تحقیقات خود که منجر به ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۲ شد، اثبات کرد که بازده مورد انتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به‌علاوه ریسک اوراق بهادار (β) ضربدر اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک است:

$$\beta_1 r_{m,t} = r_f - \beta_i (r_m - r_f)$$

که در آن:

$\beta_1 r_{m,t}$ = بازده مورد انتظار

r_f = بازده بدون ریسک یک دارایی

β_i = ریسک نسبی اوراق بهادار

r_m = نرخ بازده پرتفوی بازار

نرخ بازده پرتفوی (نرخ بازده کل) از مجموع تغییرات قیمت و سود نقدی تقسیمی با در نظر گرفتن مبلغی که به عنوان سرمایه پرداخت می شود، به دست می آید.

$$rm = \frac{\sum c_{i,t} \cdot D_{i,t} - \sum x_i p_i}{c_{i,t} p_{i,t} - 1} + \frac{TEP_t - TEP_{t-1}}{TEP_{t-1}}$$

TEP_t = شاخص سهام در پایان روز

TEP_{t-1} = شاخص سهام در اول روز

$X_i P$ = آورده نقدی سهامداران در افزایش سرمایه

C_i = تعداد سهام در دوره

D_{it} = سود نقدی هر سهم

P_{it} = قیمت سهام در دوره

t = دوره مورد بررسی.

تعاریف عملیاتی متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت ($SMB_{i,t}$):

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت (آلساندر و همکاران، ۲۰۰۷).

اندازه بازار شرکت ($HML_{i,t}$):

تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های کوچک و پرتفوی سهام شرکت های بزرگ است که به آن عامل اندازه بازار می گویند و با $HML_{i,t}$ نشان داده خواهد شد. به عبارت دیگر $HML_{i,t}$ عبارت است از تفاوت بین میانگین بازده ماهیانه سه پرتفوی با اندازه کوچک و میانگین بازده ماهیانه سه پرتفوی با اندازه بزرگ است. برای محاسبه $HML_{i,t}$ شرکت ها را براساس اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در شش پرتفوی طبقه بندی و بازده ماهیانه هر یک از شرکت ها استخراج خواهد شد. آن گاه میانگین بازده ماهیانه هریک از پرتفوی ها محاسبه خواهد شد، سپس تفاوت میانگین بازده ماهیانه پرتفوی های کوچک از پرتفوی های بزرگ طبق فرمول زیر به دست خواهد آمد (بروچتو همکاران، ۲۰۰۸):

$$HML_{i,t} = \frac{(S/L + S/M + S/H)}{3} - \frac{(B/L + B/M + B/H)}{3}$$

در این فرمول:

S/L = شرکت هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبتاً رشد دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

S/M = شرکت هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.

S/H = شرکت هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

B/L = شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.
 B/M = شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.
 B/H = شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است
در تعریف اندازه بازار شرکت از روش تان و همکاران (۲۰۰۷) استفاده شده است، به این معنی که اندازه بازار شرکت، معادل حاصل ضرب تعداد سهام در جریان شرکت در پایان دوره در قیمت نهایی بازار سهام آندوره (ارزش بازار سهام در پایان اسفند ماه) حساب خواهد شد.

مدل تحلیلی پژوهش

مدل تحلیلی پژوهش به صورت کلی زیر برآورد شده است.

$$AFE = \alpha_0 + \beta_i * \text{Independent Variable} + \varepsilon$$

مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش برادشا، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۶) و متغیرهای تعدیل شده پژوهش، کاسبرتسون و نیتزچی (۲۰۱۴) به صورت زیر برآورد شده‌اند:
مدل اول مربوط به فرضیه اول:

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل دوم مربوط به فرضیه دوم:

$$Perf_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل سوم مربوط به فرضیه سوم:

$$r_{i,t} * perf_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل‌ها:

i بیان گر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیان گر سال می‌باشد.

$\varepsilon_{i,t}$ = خطای تصادفی شرکت i در سال t .

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۲ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲، جامعه آماری تحقیق هستند.

در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری^۳ (حذفی) 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 نمونه‌های انتخاب شده است. مفروضات انتخاب نمونه به شرح زیر است.

۱- شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۶ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۲ از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد.

۳- در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۳- به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴- جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به‌دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند.

۵- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

در این تحقیق بعد از اعمال پیش‌فرض‌ها، ۱۰۶ شرکت از ۱۹ صنعت باقی ماندند

روش جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

جمع‌آوری اطلاعات برای هر نوع پژوهشی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه تحقیق، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان‌نامه‌ها استفاده می‌شود. از آنجایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها است، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir و شبکه کدال، سیستم جامع اطلاع رسانی ناشران به نشانی www.codal.ir، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران به نشانی www.fipiran.com و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دستی استخراج می‌شود.

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد رسیدگی برای یک دوره شش ساله (۱۳۸۷-۱۳۹۲) جمع‌آوری خواهد شد. پس از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های مورد رسیدگی، فرضیه‌های تحقیق با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون و روش آماری پانل دیتا، مورد بررسی قرار گرفته و ابتدا محاسبات اولیه در صفحه گسترده نرم افزار اکسل انجام گرفته و داده‌ها برای تجزیه و تحلیل آماده خواهند گردید، سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی از نرم‌افزارهای $Spss\ 20$ ، $Eviews\ 7$ و $Minitab16$ ، استفاده می‌شود.

یافته‌های تحقیق

در این بخش ابتدا با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون به بررسی ارتباط متغیرهای تحقیق و همبستگی موجود بین آن‌ها می‌پردازیم. ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای تحقیق جدول زیر ارائه شده است. براساس نتایج حاصل از آماره پیرسون، بازده اضافی شرکت‌ها همبستگی مثبت و معنی‌داری با عملکرد مالی بهینه، و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه از خود نشان می‌دهد. عملکرد مالی بهینه نیز همبستگی مثبت و معنی‌داری با بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه و زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار دارد. بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، نیز همبستگی مثبت و معنی‌داری با زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار از خود نشان می‌دهد.

ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای تحقیق

اندازه بازار	اندازه شرکت	زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار	بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه	عملکرد مالی بهینه	بازده اضافی	
					۱	بازده اضافی ($P - Value$)

عملکرد مالی بهینه (<i>P-Value</i>)	۰/۱۶۴ (۰/۰۰۰)	۱				
بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه (<i>P-Value</i>)	۰/۰۹۴ (۰/۰۱۸)	۰/۲۸۵ (۰/۰۰۰)	۱			
زمان بندی بازده مورد انتظار بازار (<i>P-Value</i>)	۰/۰۷۷ (۰/۰۵۱)	۰/۵۸۳ (۰/۰۰۰)	۰/۳۲۵ (۰/۰۰۰)	۱		
اندازه شرکت (<i>P-Value</i>)	-۰/۰۶۲ (۰/۱۱۶)	-۰/۰۲۵ (۰/۵۳۱)	-۰/۰۵۹ (۰/۱۳۶)	۰/۰۰۵ (۰/۹۰۰)	۱	
اندازه بازار (<i>P-Value</i>)	-۰/۰۱۱ (۰/۷۷۹)	-۰/۰۰۲ (۰/۹۶۴)	۰/۰۰۶ (۰/۸۷۷)	۰/۰۱۵ (۰/۷۱۳)	۰/۰۵۷ (۰/۱۵۳)	۱

در این بخش، برای هر یک از فرضیه‌های تحقیق ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین شده و سپس مدل تحقیق، برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می‌شود. همچنین برای هر فرضیه آزمون مفروضات آماری مربوط به آن، شامل بررسی نرمال بودن باقی‌مانده‌ها، همسان بودن واریانس باقی‌مانده‌ها، استقلال باقی‌مانده‌ها و خطی بودن مدل همراه با توضیحات و نتایج حاصل از آن ارائه می‌شود.

نتایج آزمون فرضی ها اول تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر است (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵۸/۶۷ درصد از زمان بندی بازده مورد انتظار بازار شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر زمان بندی بازده مورد انتظار بازار، کوچک‌تر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۰۲) حاکی از وجود رابطه معکوس میان زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت‌ها است به طوری که با افزایش ۱ واحدی زمان بندی بازده مورد انتظار بازار، بازده اضافی شرکت‌ها

نیز به میزان ۰/۰۰۰۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش به شرح جدول زیر می‌توان نتیجه گرفت که بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۰۰۰۵	۵/۰۹۱۳	۰/۰۰۰۰	مثبت
زمان بندی بازده مورد انتظار بازار	۰/۰۰۰۲	۱۲/۶۴۷۷	۰/۰۰۰۰	مثبت
اندازه شرکت	۱/۶۴۲۴	۰/۰۳۱۱	۰/۹۷۵۲	بی معنی
اندازه بازار	-۶/۹۴۲۷	-۱/۹۵۸۷	۰/۰۳۸۱	منفی
ضریب تعیین مدل				
آماره F				
(P-Value)				
۰/۵۸۶۷				
۶/۹۲۷۳				
(۰/۰۰۰۰)				

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر است (۰/۰۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۸۲/۰۰ درصد از عملکرد مالی بهینه، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۱۱۰۴)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۱۰۴) حاکی از وجود رابطه مستقیمی میان زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه‌ای است به‌طوری‌که با افزایش ۱ واحدی زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار، عملکرد مالی بهینه نیز به میزان ۰/۱۱۰۴ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به شرح جدول زیر می‌توان نتیجه گرفت که بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۰۲۶۵	۲/۲۱۸۵	۰/۰۲۶۹	مثبت

زمان بندی بازده مورد انتظار بازار	۰/۱۱۰۴	۴۰/۳۱۳۷	۰/۰۰۰۰	مثبت
اندازه شرکت	-۰/۰۰۴۸	-۰/۸۲۳۹	۰/۴۱۱۸	بی معنی
اندازه بازار	-۰/۰۰۰۴	-۱/۰۸۴۷	۰/۰۳۸۵	منفی
ضریب تعیین مدل				
آماره F				
$(P-Value)$				
			۲۲/۲۳۷۵	۰/۸۲۰۰

نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر است (۰/۰۰۰۰). با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۷۰/۲۳ درصد از بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده، از آن جایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر زمان بندی بازده مورد انتظار بازار، کوچکتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰۱)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهیمندر سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه سوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۲۰۸) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه است به طوری که با افزایش ۱ واحدی زمان بندی بازده مورد انتظار بازار، بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه نیز به میزان ۰/۰۲۰۸ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش به شح جدول زیر می توان نتیجه گرفت که بین زمان بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۰۰۷۶	۰/۸۱۳۶	۰/۴۱۶۲	بی معنی
زمان بندی بازده مورد انتظار بازار	۰/۰۲۰۸	۱۲/۶۸۰۶	۰/۰۰۰۱	مثبت
اندازه شرکت	۰/۰۰۲۹	۰/۶۳۵۰	۰/۵۲۵۷	بی معنی
اندازه بازار	-۸/۰۹۲۵	-۱/۳۳۳۸	۰/۰۳۸۶	منفی

۰/۸۴۹۸	ضریب تعیین مدل
۳/۹۸۹۷	آماره F
(۰/۰۰۰۰)	(P -Value)

نتیجه گیری

جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار بااهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: زمان‌بندی بازده مورد انتظار و تاثیرگذاری آن بر بازده اضافی و عملکرد مالی بهینه شرکت و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، می‌تواند راه‌گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت‌ها باشد.

نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش نیز می‌توان نتیجه گرفت که بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج تحقیق

۱- سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه، اطلاعات جامع‌تری را در خصوص بازده اضافی، عملکرد مالی بهینه و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، برای سهامداران منتشر کند.

۲- توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع، در خصوص میزان و سطح تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه،

۳- از آن جهت که افزایش میزان و سطح زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار، بازده اضافی شرکت‌ها و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، بسیار راه‌گشا خواهد بود.

۴- بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت بازده اضافی، عملکرد مالی بهینه و بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه و عوامل تاثیرگذار بر آن و زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به‌عمل آورند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

به منظور استفاده هرچه بیشتر از نتایج تحقیق در آینده و نیز کمک به روشن شدن تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری کرد:

۱- مطالعه تاثیر نوع صنعت بر روی روابط بین زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار و بازده اضافی، تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه،

۲- استفاده از سایر متغیرهای ارزیابی کنترلی مانند تغییرات سود شرکت‌ها و شاخص صنعت، تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه،

۳- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی شناسایی تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه،

۴- انجام تحقیق مشابه دیگری با در نظر گرفتن زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار ناشی از مسائل سیاسی و تاثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت‌ها.

۴- با توجه به این‌که شرکت‌هایی با فعالیت واسطه‌گری مالی از نمونه تحقیق حذف شده بودند، پیشنهاد می‌شود تحقیقی در رابطه با تاثیر زمان‌بندی بازده مورد انتظار بازار بر بازده اضافی شرکت‌ها و بر بازده اضافی ناشی از عملکرد مالی بهینه، در این نوع شرکت‌ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته‌های تحقیق حاضر مقایسه شود

منابع و مؤخذ

باباجانی، جعفر؛ عظیمی یانچشمه، مجید (۱۳۹۱)، "اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام"، پژوهش های حسابداری مالی تابستان؛ ۴(۱۲): ۸۳-۱۰۰.

توانگر، افسانه؛ خسرویانی، مهدی (۱۳۹۰)، "آزمون توان مدل D-CAPM درمقایسه بامدل CAPM درتبیین ارتباط بین ریسک و بازده سهام"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی) بهار؛ ۴(۹): ۲۵-۴۲.

شفیع زاده، ع، ۱۳۷۵، "تحقیق پیرامون ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران.

فخاری، حسین؛ طاهری عصمت، السادات (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش های حسابداری مالی زمستان؛ ۲(۴): ۱۵۹-۱۷۲.

همتی، هدی (۱۳۸۶). رابطه ریسک سود باقیمانده با ارزش ذاتی و قیمت سهام. تهران: پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

کاظمی، حسین و عاطفه محمدنژاد (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت ها"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره دوم، ص ۱۱۰-۱۲۸.

ناظمی، امین و شکرالله خواجوی (۱۳۸۴)، "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، ص ص ۶۰-۳۷.

Abor, J., and Godfred, A., (2010). "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Economics and Finance* Vol 27, No 3.

Acharya, V., Almeida, H., Campello, M., 2007. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation* 16, 515–554.

Achelis, Steven. (2000). "Technical Analysis from A to Z, McGraw-Hill Trade", 2nd Edition.

Adrian, T., Rosenberg, J., 2008. Stock returns and volatility: pricing the short-run and long-run components of market risk. *Journal of Finance* 63, 2997–3030.

Bartram, S.M., 2008. What lies beneath: foreign exchange rate exposure, hedging and cash flows. *Journal of Banking and Finance* 32, 1508–1521.

Bartram, S.M., Bodnar, G.M., 2005. The Foreign Exchange Exposure Puzzle. Working paper, John Hopkins University and Lancaster University.

Bartram, S.M., Brown, G.W., Minton, B., 2010. Resolving the exposure puzzle: the many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics* 95, 148–173.

Bigelli, Marco and Vidal, Javier Sanchez, (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance* 36 - 26–35.

Black, F., Jensen, M.C., Scholes, M., 1972. The capital asset pricing model: some empirical findings. In: Jensen, M.C. (Ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*. Praeger, New York.

Brav, O., 2009. Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance* 64, 263–308.

Du, D., Hu, O., 2012. Exchange rate risk in the US stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 22, 137–150.88888

Fama, E.F., French, K.R., 2011. Size, Value, and Momentum in International Stock Returns. Chicago Booth Research Paper No.11–10.

Kalkeva, I., Lins, K.V., 2007. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies* 20, 1087–1112.

Lee, B., Wei, L., Wang, S. (2010). The dynamic of individual and institutional trading on the Shanghai stock exchange. *Pacific Basic Finance Journal*. no.18. pp.116-137.

Wu, W., Rui, O., M., and Wu, C. (2011). Trade credit, cash holdings, and financial deepening: Evidence from a transitional economy. *Journal of Banking & Finance* xxx, xxx–xxx.