

بررسی ارتباط بین مدیریت مخاطرات و منفعت حاصله در شرکتهای بورسی

محسن راحت آب^۱

محمد رضا عبدلی^۲

محمد علی قزل سوفلو^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۷/۱۵

چکیده

هدف از سرمایه گذاری در سهام، کسب منفعت مناسب است. عمدتاً تصمیم گیری سرمایه گذاران بر پایه ریسک و بازده سهام است. از سوی دیگر، با توجه به جهت گیری سرمایه گذاران، سرمایه گذاری ها به سمت و سوی صناعی هدایت خواهد شد که از بازده بیشتر یا ریسک کمتری برخوردار است و این امر در نهایت منجر به تخصیص بهینه منابع خواهد شد. هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین مدیریت مخاطرات و منفعت حاصله در شرکتهای بورسی است. برای سنجش مدیریت مخاطرات از سه معیار ضریب بتا، ریسک غیرسیستماتیک و نسبت شارپ استفاده گردید. نمونه ای آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک، از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ای زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ که حجم آن ۱۲۸ شرکت می باشد، انتخاب شده است. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون داده های ترکیبی بهره گرفته شده است. پژوهش انجام شده از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، از نوع همبستگی می باشد. نتایج حاصل از فرضیه ها معنادار و منفی بودن رابطه مخاطرات غیرسیستماتیک و نسبت شارپ را با بازده سهام نشان می دهد، اما رابطه ای معنی داری بین مخاطرات سیستماتیک و بازده سهام یافت نشد.

واژه های کلیدی

منفعت حاصله، مدیریت مخاطرات، شرکتهای بورسی

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی شمس گنبد، گنبد، ایران. (facom1367@gmail.com)

۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. (mra830@yahoo.com)

۳. مدیر گروه و هیات علمی حسابداری موسسه آموزش عالی شمس گنبد، گنبد، ایران. (aeghgh@gmail.com)

۱. مقدمه

یک اصل اساسی در زمینه سرمایه گذاری وجود دارد که می گوید سرمایه و سرمایه گذاری از ریسک فرار می کند و به سمت درآمد و بازده باز می گردد. در نتیجه، سرمایه گذارانی که از خطر فرار می کنند، مانع از ورود سرمایه خود به وضعیت کاری ریسک پذیر و خطرناک می شوند و آینده و درآمد آنها نامشخص خواهد بود؛ اما آیا وجود دارد سرمایه گذاری ای که شامل ریسک نشود؟ در حقیقت عاملی که از نظر مالی بسیار اهمیت دارد مفهوم ریسک است. این مفهوم براساس این واقعیت تعریف شده است که همه سرمایه گذاران سعی می کنند بیشترین بازده سرمایه گذاری خود را بدست آورند. ریسک و بازده دو اصل اصلی برای تصمیم گیری های سرمایه گذاری و بالاترین آن اصول هستند. بازده طبق تعریف، کمترین ریسک برای سرمایه گذاری است. در نتیجه، مفهوم ریسک کاربردهای زیادی در امور مالی دارد زیرا همه شرکت کنندگان در بازار با آن روبرو هستند (اخوی بابی، ۱۳۹۵). بازده سهام از مهمترین عوامل در انتخاب بهترین سرمایه گذاری و از معیارهای ارزیابی عملکرد سازمان است. سرمایه گذاران علاوه بر در نظر گرفتن بسیاری از عوامل داخلی و خارجی مالی و غیر مالی برای پیش بینی و تصمیم گیری، با آگاهی از عوامل مؤثر در بازده سهام، می توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتر و کیفیت بهتر تعیین کنند و در نتیجه می توانند تصمیمات مؤثرتری بگیرند (بختیاری، ۱۳۹۸). سهام اگر در فاصله خاصی از زمان خریداری، نگهداری و فروخته شود، بازدهی خاصی را نصیب دارنده آن خواهد نمود که شامل تغییر قیمت و منافع حاصل از مالکیت باشد. بازده سهام، متغیر بوده بنابراین نوسان تغییرپذیری، جزء جدایی ناپذیر آن در طی زمان است. احتمال وقوع بازده واقعی به غیر از آنچه انتظار می رود را نوسان پذیری بازده یا همان ریسک می گویند. سرمایه گذار همیشه به دنبال افزایش اطمینان بازدهی و کاهش ریسک است (مباشر امینی، ۱۳۹۸). سودمندی نوسانات بازده سهام برای سرمایه گذاران به این دلیل است که آنها نوسانات بازده سهام را معیار ریسک می دانند و همچنین سازندگان استراتژی بازار سرمایه می توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای سنجش نرخ آسیب پذیری استفاده کنند. بازده سهام یکی از مهمترین و پیچیده ترین مفاهیم است که تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار دارد. بازده سهام تحت تأثیر عواملی از جمله تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و اجتماعی، ریسک، بازده دارایی و به ویژه اطلاعات صورتهای مالی و اطلاعات ارائه شده و بسیاری از عوامل دیگر است (بختیاری، ۱۳۹۸). مفهوم مدیریت ریسک فرایند ارزیابی و انجام اقدامات مهم و تصحیح خطاهای احتمالی است که باعث می شود وضعیت خسارت از این بدتر نشود یا کمتر شود. این مفهوم واحد کار را راهنمایی می کند تا اطمینان بیشتری از اهداف خود ارائه دهد (گوردن و همکاران^۱، ۲۰۰۹). دلیل اصلی اجرای مدیریت ریسک، حداقل سازی ریسک و عدم اطمینان همراه با حداکثر سازی بازده برای سرمایه گذاران است یعنی کاهش زیان و افزایش سود ناشی از سرمایه گذاری افرون بر این مدیریت ریسک نقش اساسی در تبدیل وضعیت عدم اطمینان به وضعیت اطمینان بیشتر نیز دارد (اکبریان و همکاران، ۱۳۸۵). مدیریت ریسک کاربرد بسیار گسترده ای در جهان امروز دارد و دربرگیرنده مجموعه متنوعی از روش ها و فنون

مختلف برای ارزیابی، تحلیل و کنترل انواع مختلف ریسک است (اسکات و دیویس^۲، ۲۰۰۷). محققان پیشین (فاما و فرنچ^۳، ۱۹۹۹؛ شارپ^۴، ۱۹۶۴) همواره به دنبال تبیین عوامل تعیین کننده بازده سهام شرکت جهت انتخاب پورتنوی سرمایه گذاری بوده اند.

بنابراین، با توجه به نقش مهم مخاطرات در سرمایه گذاری، این مطالعه تلاشی است برای روشن کردن این مطلب که بدانیم مدیریت مخاطرات شرکت (به عنوان یکی از مولفه های عملکرد داخلی شرکت) تا چه اندازه در میزان منفعت حاصله موثر است؟ و آیا یک عامل با اهمیت در تعیین منفعت حاصله بشمار می رود یا اینکه منفعت حاصله بیشتر تحت تاثیر سایر عوامل تعیین کننده عملکرد شرکت و بازار قرار دارد؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مفهوم منفعت حاصله

بازده روند سرمایه گذاری، نیروی محرکه ای است که باعث ایجاد انگیزه کرده و پاداش سرمایه گذاری می گردد. تنها راه منطقی قبل از ارزیابی ریسک این است که سرمایه گذاران می توانند نسبت به مقایسه سرمایه گذاری های جایگزین و متفاوت اقدام کنند (عباسی تازه کند، ۱۳۹۰). بازده، متغیر اصل در تصمیم سرمایه گذاری است زیرا سود مورد انتظار سرمایه گذاری مختلف را با بازده مورد نیاز مقایسه می کند. بازده سهام از دو منظر مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرد. به عبارت دیگر برخی از سرمایه گذاران به بازده تحقق یافته و برخی دیگر بازده مورد انتظار را مورد توجه قرار می دهند. منظور از بازده تحقق یافته، بازده ای است که بدست آمده یا کسب شده است و بازده مورد انتظار عبارت است از برآورد دارایی که سرمایه گذاران انتظار دارند در یک دوره به دست آورند. بازده مورد انتظار نامشخص است و احتمال دارد برآورده شود و یا این که برآورده نشود. سرمایه گذاران برای بدست آوردن بازده مورد انتظار باید یک نوع دارایی را خریداری کنند و این نکته را در نظر داشته باشند که این نوع بازده ممکن است تحقق نیابد. با این حال برخی سرمایه گذاران هنگام خرید سهام به بازده تحقق یافته و برخی دیگر نیز به بازده مورد انتظار و ردیف سوم به هر دو توجه می کنند.

بازده سرمایه گذاری، نسبت سود خالص به هزینه سرمایه گذاری است. برای یک سرمایه گذار که در سهام یا سهام شرکت سرمایه گذاری می کند، سود حاصل از افزایش قیمت سهام شرکت و از پرداخت سود سهام است. اگر سهام شرکت در بورس کالا معامله شود، قیمت سهم را می توان به طور مداوم کنترل کرد. بازده سرمایه گذاران در هر دوره، تغییر قیمت در دوره ای است که تقسیم بر قیمت در ابتدای دوره. بازده را می توان با معادله زیر بیان کرد:

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_t}$$

P_t قیمت و t زمان است. اصطلاح $P_t - P_{t-1}$ بیانگر سود سرمایه در طی دوره $[t, t-1]$ و D_t بیانگر پرداخت سود

2 Scott and Davis

3 Fama and French

4 Sharpe

سهام است که ممکن است در طول دوره انجام شده باشد. در صورت عدم پرداخت سود سهام در طی بازه زمانی Dt در معادله به سادگی حذف می شود. انتخاب دوره به سرمایه گذار بستگی دارد. می تواند چند دقیقه، ساعت، روز یا سال باشد. این افقی است که سرمایه گذار انتخاب می کند (آرمور^۵، ۲۰۱۰). بازده یک سرمایه گذاری ناشی از سرمایه گذاری در سهام یا هر نوع سرمایه گذاری دیگر شامل دو بخش می باشد:

الف: بازده ناشی از دریافت سود سهام

ب: بازده ناشی از منفعت^۶ یا ضرر سرمایه^۷

مهمترین جز بازده، سودی است که به صورت جریان نقدی دوره‌ای سرمایه گذاری می باشد و می تواند به شکل بهره یا سود تقسیمی دریافت شود.

مولفه دوم مهم بازده، منفعت یا ضرر سرمایه است که مختص سهام عادی است ولی در مورد اوراق قرضه بلندمدت و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز صادق است (اشتری ماهینی، ۱۳۹۷). سود سرمایه (یا زیان)، بخشی از بازده است که سرمایه گذار از سرمایه گذاری در سهام یا هر نوع سرمایه گذاری دیگر کسب می کند و با انتظار سهامداران و سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار شکل می گیرد. به صورتی که هر واقعه ای در مورد شرکت ها روی دهد که با انتظارات سرمایه گذاران مغایر باشد روی قیمت های سهام نیز اثر می گذارد. چنانچه قیمت سهام در پایان دوره بیشتر از قیمت سهام در اول دوره باشد اصطلاحاً به آن منفعت سرمایه می گویند. اگر قیمت سهام در پایان دوره کمتر از قیمت سهام در اول دوره باشد، آنگاه سرمایه گذار با ضرر سرمایه مواجه می گردد. طبق تئوری نمایندگی و با توجه به میل سرمایه گذاران، هدف مدیریت باید در راستای به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت باشد. این امر زمانی تحقق می یابد که تصمیم های مدیریت در زمینه های سرمایه گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود به صورت بهینه اتخاذ شود (نظری کاکیهایی، ۱۳۹۵).

در زمینه پیش‌بینی بازده سهام براساس بررسی‌های انجام شده، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه ای، پرکاربردترین الگویی است که در حوزه‌های مختلف مدیریت مالی و سرمایه گذاری در برآورد بازده سهام شرکت ها استفاده شده است. بررسی مطالعات انجام شده نشان می دهد علاوه بر ریسک نظام‌مند، عوامل متفاوتی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد که ازجمله آنها به نقدشوندگی سهام، نسبت های مالی مبتنی بر نقد، دقت پیش بینی سود، مدیریت سود، حجم معاملات سهام، اندازه شرکت و ... می توان اشاره کرد (عسگرنژاد نوری، ۱۳۹۷). بازده واقعی اثرات تورم و سایر عوامل خارجی را به خود اختصاص می دهد، در حالی که بازده اسمی فقط علاقه مند به تغییر قیمت است. بازده کل سهام نیز شامل تغییر قیمت و همچنین سود سهام و پرداخت سود است (هیز، ۲۰۱۹).

5 Armour

1. Equity Interest

2. Equity Loss

منفعت مورد انتظار یک سهم

سرمایه‌گذاران سهام را بخاطر بازده آتی آن خریداری می‌کنند. بنابراین مدل‌ها باید به صورت آینده نگر (مبتنی بر پردازش وقایع آتی) فرموله شوند. برای محاسبه بازده مورد انتظار یک سهم، سرمایه‌گذار به تخمین بازده واقعا قابل دستیابی سهم به علاوه احتمال وقوع هر بازده ممکن نیاز دارد (جونز^۸، ۲۰۰۲). بازده مورد انتظار سود یا زیانی است که یک سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری که نرخ بازده شناخته شده یا پیش‌بینی شده ای دارد، انتظار دارد. این مفهوم ابزاری است که برای تعیین اینکه آیا یک سرمایه‌گذاری نتیجه خالص متوسط یا مثبت دارد، استفاده می‌شود و معمولاً مبتنی بر داده‌های تاریخی است (یا از سالی به سال دیگر متفاوت است)، بنابراین تضمین نمی‌شود. با ضرب نتایج احتمالی توسط شانس رخ دادن آنها و سپس جمع کردن این نتایج محاسبه می‌شود. برای محاسبه بازده مورد انتظار، سرمایه‌گذار باید از بازده مورد انتظار هر یک از اوراق بهادار موجود در سبد خود و همچنین وزن کلی هر اوراق بهادار در نمونه کارها اطلاع داشته باشد؛ همچنین برای محاسبه از نمای ساختاری بازار استفاده نمی‌کند. در عوض، او با در نظر گرفتن ارزش هر یک از اوراق بهادار و تقسیم آن بر ارزش کل، وزن هر اوراق بهادار را در نمونه کارها می‌یابد. بازده‌های پیش‌بینی شده تصویر کاملی را ترسیم نمی‌کنند، بنابراین تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بر اساس آنها به تنهایی می‌تواند خطرناک باشد؛ درواقع بازده‌های مورد انتظار، نوسانات را در نظر نمی‌گیرند (چن^۹، ۲۰۱۹). از آنجا که نسبت سود سهام با گذشت زمان متفاوت است، تغییر عملکرد سود سهام را می‌توان به تغییر جریان نقدی مورد انتظار، نرخ‌های مورد انتظار آینده بدون ریسک یا حق بیمه ریسک نسبت داد. بازده سود سهام، کل بازده را پیش‌بینی می‌کند و پیش‌بینی در افق‌های طولانی‌تر، قوی‌تر است. درواقع بیشترین تغییر سود سهام به تغییر مربوط به بازده مورد انتظار نسبت داده شده است. همچنین این مورد، در حالت رگرسیون دو متغیره قابلیت پیش‌بینی دارد و بنا به نظر فاما و اسکورت^{۱۰} (۱۹۷۷) در پیش‌بینی‌ها، سود، بعنوان یک ابزار در نظر گرفته شده است. درواقع یک منبع بالقوه مهم تغییر در درآمد و سود سهام، جریان‌های نقدی است (آنچ و بکرت^{۱۱}، ۲۰۱۲).

بازده حقوق صاحبان سهام^{۱۲}

این نسبت ارتباط سود شرکت و حقوق صاحبان سهام را منعکس می‌کند. این نسبت بیانگر درجه توانایی شرکت جهت پرداخت سود قابل تقسیم بین سهامداران عادی می‌باشد. در واقع این مفهوم، نسبتی مفید برای تجزیه تحلیل توانایی مدیریت شرکت جهت نشان دادن سود حاصل از سرمایه‌گذاری توسط صاحبان سهام می‌باشد (شباهنک، ۱۳۷۵). این نسبت مالی باعث می‌شود کارایی شرکت در تولید سود خالص برای سهامداران بررسی شود. در حقیقت، این نسبت نشانگر میزان سود خالص یک سهامدار برای آنها است که علاوه بر سهام شرکت، منبع سود سهام تقسیم نشده (یا سود

8 Jones

9 Chen

10 Fama and schwert

11 Ang & Bekaert

12 Return On Equity (ROE)

انباشته) و سایر ذخایر نیز می باشد. از آنجا که تمام دارایی های شرکت توسط منابع سهامدار تعیین نمی شود، بازده دارایی ها، بازده حاصل از فعالیت سهامداران را نشان نمی دهد. در واقع، برای تعیین بازده سهامداران، برخی از منابع مورد استفاده برای تأمین دارایی ها باید کسر شود. سه حوزه کلیدی که باید برای افزایش بازده حقوق صاحبان سهام در نظر گرفت عبارتند از: مدیریت از فروش چقدر سود دارد؟ تا چه اندازه دارایی توسط مدیریت استفاده می شود؟ و چقدر از اهرم مالی استفاده می شود؟ (مولز و همکاران ۲۰۱۰).

بازده دارایی^{۱۳}

بازده دارایی از مقایسه سود خالص با جمع دارایی های واحد تجاری به دست می آید.

مدل (۱) مجموع دارایی / (سود خالص + هزینه وام) = بازده دارایی

اختلاف بین بازده دارایی و بازده ارزش ویژه ناشی از اثر وام ها در امور مالی شرکت است و در واقع خاصیت اهرمی استفاده از بدهی های بلندمدت را نشان می دهد (شباهنگ، ۱۳۷۵). بازده دارایی ها نشان دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارآمد از دارایی ها و تمرکز بر بازدهی عملیات متمرکز است. اگر دارایی های مازاد در عملیات استفاده می شود، گویا هزینه های عملیاتی افزایش یافته است. از مزایای مهم فرمول نرخ بازده دارایی این است که مدیران را مجبور می کند دارایی های عملیاتی را کنترل کنند و همواره دارایی های عملیاتی را با کنترل هزینه ها، نرخ سود خالص و حجم فروش کنترل می کنند. نسبت بازده دارایی ها نتیجه تقسیم سود خالص به کل دارایی ها است (مولز و همکاران، ۲۰۱۰).

تحقیقات داخلی

مباشر امینی (۱۳۹۸) در پایان نامه خود با موضوع ارتباط بین ریسک و بازده سهام: نقش عدم تقارن اطلاعاتی، به بررسی تعداد شرکت به عنوان جامعه آماری از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال های پرداخت. نتایج آزمون فرضیه های این پژوهش نشان داد بین ریسک و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین پس از آزمون فرضیه دوم مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین ریسک و بازده سهام می گذارد.

دولو و خسروی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان ساختار بویای همبستگی؛ ریسک و بازده سهام انجام داده اند. آنان با بررسی ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۲ تا ۹۳ با استفاده از الگوی گارچ به این نتیجه رسیدند که سهامی که در گذشته با عوامل فراگیر بازار (مومتوم، بازار، اندازه، ارزش) همبستگی بالایی داشته است، ریسک سیستماتیک، غیرسیستماتیک و بازده پایین تری دارد. احتمال مشاهده رابطه معنادار همبستگی و ریسک غیرسیستماتیک سهام با گردش پایین تر (شاخص شفافیت اطلاعاتی) دور از انتظار نیست؛ اما این ارتباط برای شرکت های کوچک تر تصور نمی شود.

سعادت‌مند فیض رسا (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی بررسی ارتباط بین ریسک سقوط قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی با صرف ریسک سهام پرداخته است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه براساس داده‌های تابلویی استفاده گردیده است. نتیجه بررسی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ حاکی از آن است که بین ریسک سقوط قیمت سهام و صرف ریسک سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد در واقع، در شرکت‌هایی که ریسک سقوط قیمت سهام بالاتر است، صرف ریسک سهام کاهش می‌یابد. یافته‌های پژوهش نشان داد بین عدم تقارن اطلاعاتی و صرف ریسک سهام، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد به عبارتی، در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است، صرف ریسک سهام پایینتر است.

صالح نیا و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر ریسکهای اقتصادی، مالی و سیاسی بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای منتخب منطقه^{۱۴} را مورد بررسی قرار داده اند. برای این منظور از روش پانل دیتا برای دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۷ بر روی ۱۰ کشور استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد هر سه عامل ریسک اقتصادی، مالی و سیاسی بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی تأثیر منفی و معناداری دارد. در این میان، بیشترین تأثیر متغیر ریسک اقتصادی است. علاوه بر این، تأثیر تولید ناخالص داخلی و باز بودن تجارت بر روی سرمایه گذاری مستقیم خارجی مثبت و معنادار است، در حالی که تأثیر نرخ تورم در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی منفی و معنی دار است.

احمدی (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان مدیریت ریسک و عملکرد شرکت انجام داده است. ایشان برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته است. اطلاعات گردآوری شده مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. نتایج حاصل، نشان داده است بین عوامل عدم اطمینان محیطی و رقابت صنعت که بعنوان دو عامل مدیریت ریسک هستند؛ و بازده دارایی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

دهقان و همکاران (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک‌ها و ریسک و بازده سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده اند. داده‌های تحقیق در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ گردآوری شده است و شامل ۱۶ بانک و موسسه اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی می‌باشد که سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود. برای محاسبه ریسک بانک‌ها از ۲ معیار بتای سنتی و بتای نامطلوب استفاده شده است که تأثیرگذاری ریسک اعتباری بر آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ریسک اعتباری بانک‌ها تأثیر منفی و معنی داری بر بازده سهام بانک‌ها در بورس اوراق بهادار تهران داشته است و میان ریسک اعتباری بانک‌ها و متغیرهای ریسک (بتای سنتی و بتای نامطلوب) رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

تحقیقات خارجی

رائو و ژو^{۱۵} (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان ریسک سقوط، سرمایه گذاران نهادی و بازده سهام انجام داده اند. آنان در این

14 MENA

15 Rao & Zhou

مقاله به بررسی اثر ترکیبی سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط بر بازده سهام می پردازند. بررسی های آنان نشان داد که رابطه نقدینگی و بازده سهام، در شرایطی که ریسک سقوط کمتر است، قوی تر می باشد. به طور کلی، این مقاله شواهدی ارائه می دهد که نشان می دهد سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط، نقش مهمی در قیمت سهام دارند.

نیسارخان و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۸) پژوهشی با عنوان ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی و بازده سهام (شواهدی از پاکستان) انجام داده اند. متغیر مستقل شامل ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی، متغیر وابسته بازده سهام و متغیر کنترلی شامل اندازه شرکت است. این تحقیق به بررسی ۵۰ شرکت غیرمالی در سالهای ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ انجام گرفته است. نتایج نشان داد که ریسک اعتباری با بازده سهام شرکت ارتباط معنی داری دارد، اما ریسک نقدینگی رابطه منفی دارد. همچنین ریسک نقدینگی با اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد.

آدگوک و اویدکو^{۱۷} (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی ریسک مالی و سودآوری: شواهدی از قرار گرفتن در معرض ریسک نقدینگی، ریسک نقدینگی بلند مدت و کوتاه مدت پرداخته اند. در این مطالعه از داده های ثانویه استفاده شده است که از گزارش های مالی حسابرسی شده بانکها در دوره زمانی مطالعه از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۶ استخراج شده است. داده ها از آنالیز رگرسیون داده های پانلی استفاده شد. در این مطالعه مشخص شد که قرار گرفتن در معرض ریسک نقدینگی، تأثیر منفی و ناچیزی بر سودآوری سپرده گذاری بانکها دارد. این مطالعه نتیجه گرفت که ریسک نقدینگی کوتاه مدت و بلند مدت تأثیر مثبتی در سودآوری بانکهای پول سپرده دارد.

اوجو^{۱۸} (۲۰۱۷) مطالعه ای با عنوان تاثیر سیستم موثر کنترل داخلی بر مدیریت ریسک انجام داد. نتایج نشان داد جدای از اندازه شرکت، داشتن یک سیستم موثر کنترل داخلی که مطابق با ماهیت، پیچیدگی و خطر ذاتی شرکت طراحی شده باشد، در مدیریت ریسک تاثیر مطلوبی برجا می گذارد.

باکر^{۱۹} (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام یک ارتباط منفی بین تأمین مالی خارجی و نرخ بازده سهام را تایید می کنند.

آدو و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی توزیع بازده سهام در پنج کشور برزیل، روسیه، هند، چین و آفریقای جنوبی^{۲۱} که اقتصادهای بزرگ سرمایه داری هستند، پرداختند. آنان اذعان کردند بازده سهام در اقتصادهای نوظهور الگوهایی را نشان می دهد که کاملاً متفاوت از کشورهای توسعه یافته است: این بازده ها بسیار بی ثبات و نامتعارف است. نتایج نشان داد نوسانات در بازارهای این کشورها خودنمایی می کند و نیز در پایان مشخص شد رابطه ریسک و بازده معنی دار است.

16

17

18 Ojo

19 Baker

20 Adu et al

21 BRICS

۳. فرضیه های پژوهش

فرضیه های اصلی

فرضیه اصلی اول: بین مخاطرات و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه های فرعی

فرضیه فرعی اول: بین ضریب بتا و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین مخاطرات غیرسیستماتیک و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.

۴. روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع کاربردی است، چراکه نتایج آن مستقیماً می تواند توسط افراد مختلف استفاده گردد. بر اساس روش، از نوع توصیفی - همبستگی است. از بعد ماهیت داده ها، نوع پژوهش کمی است، یعنی با یک نگرش عینی به جمع آوری و تحلیل داده های کمی می پردازد. افزون بر این، از بعد نوع استدلال، یک پژوهش استقرایی - قیاسی است؛ یعنی درصدد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع آوری داده های کمی است. از نظر بعد زمانی نیز یک پژوهش گذشته نگر و از نظر بعد طول زمان، یک پژوهش ترکیبی (مقطعی - سری زمانی) است. از لحاظ روش ها و فنون جمع آوری اطلاعات از نوع اسناد کاوی می باشد. از بعد روش شناخت یک پژوهش تجربی است چراکه به اثبات یا رد فرضیه ها از طریق تجربه می پردازد. از لحاظ ماهیت پژوهش نیز اصیل (دست اول) است؛ و نهایتاً بر اساس طرح پژوهش، نیمه تجربی با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. زمانی از روش پس رویدادی استفاده می شود که محقق پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می پردازد، افزون بر این، امکان دست کاری متغیر مستقل وجود ندارد.

۵. جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

هدف از انجام پژوهش، شناخت و پیش بینی یک پدیده در یک جامعه آماری است. برای کسب شناخت از آن پدیده، نمونه هایی از آن جامعه انتخاب می شود و تجزیه و تحلیل ها بر روی این نمونه انجام شده و سپس، نتایج به دست آمده به کل جامعه ی آماری تعمیم داده می شود.

جامعه ی مورد مطالعه ی پژوهش حاضر کلیه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از جمله دلایل انتخاب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان جامعه ی آماری پژوهش، می توان به موارد زیر اشاره کرد:

دسترسی به اطلاعات مالی شرکت ها آسان تر است. علی الخصوص که برخی از این اطلاعات به صورت بانک های اطلاعاتی به روی لوح های فشرده موجود هستند.

با توجه به این اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تحت بررسی و نظارت قرار می گیرد، به نظر

می‌رسد اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی این شرکت‌ها از کیفیت بالاتری برخوردار باشد. با توجه به لازم‌الاجرا بودن ضوابط، مقررات و استانداردهای حسابداری مالی در تهیه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، به نظر می‌رسد اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی این شرکت‌ها همگن‌تر بوده و قابلیت مقایسه‌ی بیشتری داشته باشد.

نمونه‌گیری پژوهش حاضر به صورت مرحله‌ای سیستماتیک است. بدین صورت که از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نباشند، حذف شده و در نهایت کلیه‌ی شرکت‌های باقی‌مانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

برای مقایسه، سال مالی آنها در ماه اسفند به پایان برسد و هیچ تغییری در سال مالی در دوره مورد بررسی وجود نداشته باشد.

از سال مالی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته باشند. در دوره زمانی مورد پژوهش حداقل هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد. جزء صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار این گونه شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت است. صورت‌های مالی آنها حسابرسی شده باشد.

کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی در دسترس باشد. روند انتخاب شرکت‌های نمونه در جدول (۱) درج شده است.

جدول ۱: روند انتخاب نمونه

۵۶۷	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۸
(۱۳۸)	حذف بدلیل فعال نبودن در بورس یا لغو پذیرش شدن در بازه ۹۳-۹۸
(۶۲)	حذف بدلیل بسته بودن نماد شرکت بیش از سه ماه
(۶۸)	حذف بدلیل شامل شدن شرکت‌ها جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و لیزینگ‌ها
(۷۷)	حذف بدلیل داشتن تغییرات سال مالی و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نشده باشد
(۹۴)	حذف بدلیل عدم دسترسی به اطلاعات مورد نظر در بازه ۹۳-۹۸
۱۲۸	تعداد شرکت‌های نمونه

با توجه به محدودیت‌های در نظر گرفته، تعداد ۱۲۸ شرکت (۷۶۸ سال- شرکت)، شرایط حضور در جامعه‌ی آماری را دارا بوده‌اند. لذا، همه‌ی شرکت‌هایی که شرایط مورد بررسی در جامعه‌ی آماری را داشته‌اند، به عنوان نمونه‌ی آماری در نظر گرفته شده‌اند.

۶. مدل و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر، تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی با استفاده از نرم‌افزار Stata صورت می‌گیرد. در بخش آمار توصیفی، با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار، به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته شده است. همچنین در بخش استنباطی، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شد.

مدل آزمون فرضیه فرعی اول

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \beta_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه فرعی دوم

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Unsystematic Risk_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه فرعی سوم

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sharp ratio_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های فوق:

RETURN: منفعت حاصله در سال t در شرکت i؛

β : ضریب بتا (ریسک سیستماتیک) در سال t در شرکت i؛

Unsystematic Risk: مخاطره غیرسیستماتیک در سال t در شرکت i؛

Sharp ratio: نسبت شارپ در سال t در شرکت i؛

LEV: اهرم مالی در سال t در شرکت i؛

Size: اندازه شرکت در سال t در شرکت i؛

FCF: جریان نقد آزاد شرکت در سال t در شرکت i؛

متغیرهای این پژوهش، شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن‌ها می‌پردازیم.

متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر شامل منفعت حاصله (RETURN) است که نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به شرح زیر است:

$$Return = \frac{P_t - P_0 + D}{P_t}$$

P_t : همان قیمت سهام در پایان سال

P_0 : قیمت سهام در ابتدای سال است

D: سود سهام تقسیمی طی دوره می‌باشد.

متغیرهای مستقل

مخاطرات شامل ضریب بتا و مخاطره غیرسیستماتیک و نسبت شارپ می‌باشد که به شکل زیر محاسبه می‌شوند.

ضریب بتا β :

ضریب بتا از تقسیم کواریانس بین بازده سهام و بازدهی بازار بر واریانس بازار به دست می آید.

$$\beta = \frac{cov(r_i, r_m)}{var(r_m)}$$

که در آن r_i بازدهی سهام و r_m بازده بازار (از طریق تغییرات قیمت سهام محاسبه می شود) می باشد.

مخاطره غیر سیستماتیک Unsystematic Risk

سنجه نوسان پذیری غیر سیستماتیک، بر اساس انحراف معیار بازده محاسبه می گردد.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (r_i - \bar{r})^2}{n}}$$

نسبت شارپ Sharp ratio

برای اندازه گیری این معیار، بازده بدون ریسک در یک سال را، از بازده سالانه یک کم می کنیم. سپس حاصل را بر ریسک سهم، در دوره بررسی، تقسیم می نماییم.

ریسک سهم / بازده بدون ریسک - بازده سهم = نسبت شارپ

متغیرهای کنترل

در یک مطالعه تحقیقاتی، محقق ممکن است نتواند تمام متغیرها را همزمان بررسی کند، بنابراین اثرات یک یا چند مورد از آنها را ثابت (مسدود) یا خنثی (تصادفی) نگه می دارد. به این متغیرهایی که حذف یا ثابت می شوند متغیرهای کنترل نامیده می شوند.

اندازه شرکت (SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع داراییهای شرکت در آخر سال محاسبه می شود.

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی شرکت از طریق زیر محاسبه می شود.

$$LEV = TL / TA$$

LEV = مالی اهرم

TL = کل بدهی ها

TA = دارایی ها کل

جریان نقد آزاد شرکت FCF: جریان نقد عملیاتی، وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است که معمولاً با کسر شدن همه هزینه های عملیاتی از درآمدها به دست می آید، اما مجموعه ای از تعدیلات بر روی سود خالص صورت می گیرد.

یکی از روش های محاسبه جریان نقد عملیاتی به شرح زیر است:

مالیات ها - هزینه استهلاک + سود قبل از بهره و مالیات = جریان نقد عملیاتی

جدول (۲) خلاصه متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	علامت اختصاری	نحوه محاسبه
منفعت حاصله	وابسته	RETURN	از اختلاف قیمت سهام در پایان و ابتدای سال به علاوه سود تقسیمی تقسیم بر قیمت ابتدای سال سهام به دست می آید.
ضریب بتا	مستقل	β	ضریب بتا از تقسیم کواریانس بین بازده سهام و بازدهی بازار بر واریانس بازار به دست می آید.
مخاطرات غیر سیستماتیک	مستقل	Unsystematic Risk	سنجه نوسان پذیری غیر سیستماتیک، بر اساس انحراف معیار بازده محاسبه می گردد.
نسبت شارپ	مستقل	Sharp ratio	بازده بدون ریسک در یک سال را، از بازده سالانه یک سهم، کم می کنیم. سپس حاصل را بر ریسک سهم، در دوره بررسی، تقسیم می نماییم.
اهرم مالی	کنترلی	Leverage	از تقسیم بدهی ها به دارایی ها ناشی میشود.
اندازه شرکت	کنترلی	SIZE	از طریق لگاریتم طبیعی، کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی به دست می آید.
جریان نقد آزاد شرکت	کنترلی	FCF	از طریق سود قبل از بهره و مالیات به اضافه هزینه استهلاک منهای مالیات ها به دست می آید.

۷. روش تجزیه و تحلیل داده ها

نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

در قسمت های قبل نتایج آزمون های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی جملات خطا برای مدل آزمون فرضیه فرعی اول نشان داد این مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی است. جهت رفع این دو مشکل به ترتیب مدل با لحاظ کردن همزمان روش تصحیح وایت و تصحیح خوشه ای تخمین زده شد به عبارتی در این روش انحراف معیار ضرایب با لحاظ نمودن همزمان مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی محاسبه می گردد، در این حالت آزمون فرضیه ها به شکل محافظه کارانه تری صورت می گیرد، به گونه ای که برای رد فرضیه صفر شواهد بیشتری مورد نیاز باشد.

جدول (۳)، تخمین نهایی مدل اول پژوهش

$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \beta_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \varepsilon$					
ضریب تعیین	۰/۵۹۶	آماره والد		۶۴۷۱/۷۴	
تعداد مشاهدات	۷۶۸	سطح معنی داری		۰/۰۰۰	
متغیر ها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
مخاطرات سیستماتیک	β	۰/۰۷۳	۰/۲۶۸	۰/۲۷	۰/۷۸۵
اهرم مالی	LEV	-۱/۰۷	۰/۰۱	-۷۷/۷۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۲	۰/۰۰۹	-۱/۲۷	۰/۲۰۵
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۶۷۵	۰/۱۲۰	۵/۵۹	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	CONS	-۲۷۶	۰/۱۳۷	-۲/۰۱	۰/۰۴۴

نتایج آزمون فرضیه فرعی اول یعنی ارتباط ضریب بتا و بازده سهام مطابق با جدول ۴-۱۲ نشان دهنده این است که آماره بدست آمده برای متغیر ضریب بتا برابر با ۰/۲۷ است که با توجه سطح معنی داری ((p-value آن (۰/۷۸۵) که بیشتر از ۵ درصد است، این فرضیه رد می شود؛ به عبارت دیگر هیچ ارتباط معنی داری بین ضریب بتا با منفعت حاصله وجود ندارد. از بین متغیرهای کنترلی ضریب متغیر اهرم مالی و جریان نقد آزاد معنادار است زیرا سطح احتمال به دست آمده برای آنها کمتر از ۵٪ است. با توجه به منفی شدن ضریب اهرم مالی می توان بیان کرد که هرچقدر این متغیر افزایش یابد، منفعت حاصله کمتر می شود. از طرفی ضریب تخمینی متغیر جریان نقد آزاد مثبت است یعنی هر چقدر جریان نقد آزاد افزایش می یابد، منفعت حاصله نیز افزایش می یابد. سطح احتمال متغیر کنترلی اندازه نشان دهنده این است که ارتباط معنی داری بین اندازه شرکت و بازده سهام وجود ندارد. ضریب تعیین مدل برابر با ۵۹ درصد است که نشان می دهد متغیر منفعت حاصله به میزان ۵۹ درصد توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح احتمال آماره والد (۶۴۷۱/۷۴) برابر با ۰/۰۰۰ است که نشان می دهد اعتبار کل مدل مورد تایید است و مدل به طور کلی معنی دار است.

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

در قسمت های قبل نتایج آزمون های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی جملات خطا برای مدل آزمون فرضیه فرعی دوم نشان داد این مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی است. جهت رفع این دو مشکل به ترتیب مدل با لحاظ کردن همزمان روش تصحیح وایت و تصحیح خوشه ای تخمین زده شد به عبارتی در این روش انحراف معیار ضرایب با لحاظ نمودن همزمان مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی محاسبه می گردد، در

این حالت آزمون فرضیه ها به شکل محافظه کارانه تری صورت می گیرد، به گونه ای که برای رد فرضیه صفر شواهد بیشتری مورد نیاز باشد.

جدول (۴)، تخمین نهایی مدل دوم پژوهش

$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Unsystematic_Risk_{it} + \beta_2 Levit + \beta_3 size_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \varepsilon$					
ضریب تعیین		۰/۵۶۷		آماره والد	
تعداد مشاهدات		۷۶۸		سطح معنی داری	
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
مخاطرات غیرسیستماتیک	Unsystematic_Risk	-۱/۰۷	۰/۰۴۳	-۲/۴۶	۰/۰۱۴
اهرم مالی	LEV	-۱/۰۱۳	۰/۰۳۱	-۳۲/۴۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۶	۰/۰۱۱	-۰/۵۴	۰/۵۹۱
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۶۷۷	۰/۱۴۲	۴/۷۴	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	cons	-۳/۷۸	۰/۱۶۷	-۲/۲۵	۰/۰۲۴

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم یعنی ارتباط مخاطرات غیرسیستماتیک و منفعت حاصله مطابق با جدول ۴-۱۳ نشان دهنده این است که آماره بدست آمده برای متغیر مخاطرات غیرسیستماتیک برابر با ۲/۴۷- است که با توجه سطح معنی داری ((p-value آن ۰/۰۱۴) که کمتر از ۵ درصد است، این فرضیه تایید می شود. از آنجایی که ضریب بدست آمده برای این متغیر ۰/۱۰۷- است بنابراین می توان بیان کرد با افزایش مخاطرات غیرسیستماتیک، منفعت حاصله کاهش می یابد. از بین متغیرهای کنترلی ضریب متغیر اهرم مالی و جریان نقد آزاد معنادار است زیرا سطح احتمال به دست آمده برای آنها کمتر از ۵٪ است. با توجه به منفی شدن ضریب اهرم مالی می توان بیان کرد که هرچقدر این متغیر افزایش یابد، منفعت حاصله کمتر می شود. از طرفی ضریب تخمینی متغیر جریان نقد آزاد مثبت است یعنی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش می یابد، منفعت حاصله نیز افزایش می یابد. سطح احتمال متغیر کنترلی اندازه نشان دهنده این است که ارتباط معنی داری بین اندازه شرکت و منفعت حاصله وجود ندارد. ضریب تعیین مدل برابر با ۵۶ درصد است که نشان می دهد متغیر منفعت حاصله به میزان ۵۶ درصد توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح احتمال آماره والد (۲۰۷۶/۶۰) برابر با ۰/۰۰۰ است که نشان می دهد اعتبار کل مدل مورد تایید است و مدل به طور کلی معنی دار است.

نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

در قسمت های قبل نتایج آزمون های ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی جملات خطا برای مدل آزمون فرضیه فرعی سوم نشان داد این مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. جهت رفع این مشکل مدل به روش خطای استاندارد تصحیح شده پانل (pcse) تخمین زده شد به عبارتی در این روش انحراف معیار ضرایب با لحاظ نمودن مشکل ناهمسانی واریانس محاسبه می گردد.

جدول (۵): تخمین نهایی مدل سوم پژوهش

$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sharp_ratio}_{it} + \beta_2 \text{Levit} + \beta_3 \text{size}_{it} + \beta_4 \text{FCF}_{it} + \varepsilon$					
۳۵۶۰/۳۸	آماره والد		۰/۸۱۴	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	سطح معنی داری		۷۶۸	تعداد مشاهدات	
متغیر ها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
نسبت شارپ	Sharp_ratio	-۰/۳۶۹	۰/۰۱۳	-۲۸/۳۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۷۲۵	۰/۰۲۴	-۳۰/۱۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۱۳	۰/۰۹۳	-۱/۲۱	۰/۲۲۵
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۰۱۸	۰/۰۰۷	۲/۵۶	۰/۰۱۰
عرض از مبدا	cons	۰/۰۶۰	۰/۰۳۰	۲/۰۰	۰/۰۴۵

نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم یعنی ارتباط نسبت شارپ و منفعت حاصله مطابق با جدول ۴-۱۴ نشان دهنده این است که آماره بدست آمده برای متغیر نسبت شارپ برابر با -۲۸/۳۳ است که با توجه سطح معنی داری ((p-value آن (۰/۰۰۰) که کمتر از ۵ درصد است، این فرضیه تایید می شود. از آنجایی که ضریب بدست آمده برای این متغیر -۰/۳۶۹ است بنابراین می توان بیان کرد با افزایش نسبت شارپ، منفعت حاصله کاهش می یابد.

از بین متغیرهای کنترلی ضریب متغیر اهرم مالی و جریان نقد آزاد معنادار است زیرا سطح احتمال به دست آمده برای آنها کمتر از ۵٪ است. با توجه به منفی شدن ضریب اهرم مالی می توان بیان کرد که هرچقدر این متغیر افزایش یابد، بازده سهام کمتر می شود. از طرفی ضریب تخمینی متغیر جریان نقد آزاد مثبت است یعنی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش می یابد، بازده سهام نیز افزایش می یابد. سطح احتمال متغیر کنترلی اندازه نشان دهنده این است که ارتباط معنی داری بین اندازه شرکت و منفعت حاصله وجود ندارد. ضریب تعیین مدل برابر با ۸۱ درصد است که نشان می دهد متغیر منفعت حاصله به میزان ۸۱ درصد توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح احتمال آماره والد (۳۵۶۰/۳۸) برابر با ۰/۰۰۰ است که نشان می دهد اعتبار کل مدل مورد تایید است و مدل به طور کلی معنی دار است.

جدول (۶): خلاصه یافته‌ها

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	جهت	نتیجه
فرعی اول	بین ضریب بتا و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.	-	رد
فرعی دوم	بین مخاطرات غیرسیستماتیک و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.	منفی	عدم رد
فرعی سوم	بین نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه معناداری وجود دارد.	منفی	عدم رد

۸. نتیجه گیری

آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش بررسی رابطه‌ی بین مخاطرات سیستماتیک و منفعت حاصله می‌باشد. فرض صفر آزمون این است که بین مخاطرات سیستماتیک و منفعت حاصله رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

نتیجه آزمون

با توجه به نتایج فصل چهار و نتیجه مدل اول، مشاهده کردیم که بین مخاطرات سیستماتیک و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. به این ترتیب که تغییرات مخاطرات سیستماتیک روی افزایش یا کاهش منفعت حاصله تاثیری ندارد. از آنجایی که مقدار آماره Z برای ضریب این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد و حتی در سطح اطمینان ۹۰ درصد نیز معنی‌دار نیست، فرضیه فرعی اول آزمون رد می‌گردد.

تفسیر نتیجه

با توجه به اینکه رابطه بین مخاطرات سیستماتیک و منفعت حاصله معنی‌دار نبود، می‌توان گفت مخاطره‌ای که مربوط به کل بازار یا بخشی از آن می‌شود، تاثیری روی افزایش یا کاهش تغییرات قیمت سهام به سود تقسیمی سهام ندارد. از آنجایی که این نوع مخاطره که به «مخاطره غیرقابل حذف»، «نوسان‌پذیری» یا «مخاطره بازار» نیز شناخته می‌شود بر کل بازار و نه فقط سهام یک شرکت یا صنعت خاص تأثیر می‌گذارد. این نوع مخاطره هم غیرقابل پیش‌بینی بوده و هم اجتناب کامل از آن غیرممکن است. به هر حال مخاطره سیستماتیک از طریق متنوع سازی حذف نمی‌شود، بلکه تنها راه کاهش آن از طریق به کارگیری استراتژی‌های پوشش مخاطره یا با استفاده از استراتژی تخصیص دارایی است.

مقایسه با سایر پژوهش‌ها

اما این نتیجه با نتیجه پژوهش باکر (۲۰۱۶) همسو نیست و مطابقت ندارد؛ زیرا باکر در پژوهشی به بررسی بررسی ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام پرداخت و به این نتیجه رسید که ب ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام یک ارتباط منفی بین تأمین مالی خارجی و نرخ بازده سهام را تایید می‌کنند؛ اما در این پژوهش رابطه‌ی معنی‌داری بین بازده سهام و ریسک سیستماتیک یافت نشد. دلیل این ناهم‌سویی از تفاوت متغیرهای مستقل پژوهش

است.

در کل این نتیجه این فرضیه با نتیجه پژوهش‌های باسه (۲۰۱۰) و تاگاچ و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت دارد اما با نتیجه‌ی باکر (۲۰۱۶) مطابقت ندارد.

آزمون فرضیه‌ی فرعی دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه‌ی فرعی دوم پژوهش بررسی رابطه‌ی مخاطرات غیرسیستماتیک و منفعت حاصله می‌باشد. فرض صفر آزمون این است که بین مخاطره غیرسیستماتیک و منفعت حاصله رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

نتیجه آزمون

با توجه به نتایج فصل چهار، مشاهده کردیم که بین مخاطره غیرسیستماتیک و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی‌دار و منفی وجود دارد. از این رو، افزایش مخاطره غیرسیستماتیک، باعث کاهش منفعت حاصله می‌شود. از آنجایی که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ معنی‌دار است و مقدار آماره t برای ضریب این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است، فرضیه‌ی فرعی دوم آزمون مورد تأیید قرار می‌گیرد.

تفسیر نتیجه

با توجه به نتیجه آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش، تأثیر مخاطرات غیرسیستماتیک روی منفعت حاصله معنی‌دار و منفی است؛ یعنی، با افزایش ریسکی است که مربوط به شرکت یا صنعت است باعث کاهش بازده سهام می‌شود و عملکرد مالی شرکت با افزایش مخاطره غیرسیستماتیک که به «مخاطره خاص» و «مخاطره قابل حذف» یا «مخاطره باقی مانده» هم شناخته می‌شود، کاهش می‌یابد.

مقایسه با سایر پژوهش‌ها

همچنین نتیجه این پژوهش با نتیجه پژوهش طارق و همکاران (۲۰۱۴) مطابقت دارد؛ زیرا طارق و همکاران در پژوهشی به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت تحت سطوح مختلف، اندازه شرکت و اهرم مالی و مدیریت ریسک پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عملکرد شرکت تحت سطوح اندازه شرکت با مدیریت ریسک رابطه مثبت و با اهرم مالی رابطه منفی دارد که با نتیجه این پژوهش همسو است.

در کل این نتیجه این فرضیه با نتیجه پژوهش‌های رستمی و همکاران (۱۳۹۴) و طارق و همکاران (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

آزمون فرضیه‌ی فرعی سوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه‌ی فرعی سوم پژوهش بررسی رابطه‌ی بین نسبت شارپ و منفعت حاصله می‌باشد. فرض صفر آزمون این است که بین نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

نتیجه آزمون

با توجه به نتایج فصل چهار، مشاهده کردیم که بین نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی‌دار و منفی وجود

دارد. از این رو، افزایش نسبت شارپ، باعث کاهش منفعت حاصله می‌شود. از آنجایی که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ معنی‌دار است و مقدار آماره Z برای ضریب این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است، فرضیه ۱ فرعی سوم آزمون مورد تأیید قرار می‌گیرد.

تفسیر نتیجه

با توجه به نتیجه آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش، نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه منفی و معنی‌داری دارند؛ بنابراین از آنجایی که نسبت شارپ به مخاطره سهم و منفعت حاصله بدون ریسک سهم مربوط می‌شود، با افزایش ریسک سهم، بازده سهام کاهش می‌یابد. در واقع در صورتی که منفعت حاصله شرکتی با بازده بدون ریسک سهم اختلاف زیادی داشته باشد، نسبت شارپ افزایش می‌یابد و از این رو تغییرات قیمت نسبت به سود تقسیمی کاهش می‌یابد.

مقایسه با سایر پژوهش‌ها

این نتیجه با نتیجه پژوهش باکر (۲۰۱۶) همسو است و مطابقت دارد؛ زیرا باکر در پژوهشی به بررسی بررسی ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام پرداخت و به این نتیجه رسید که ب ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام یک ارتباط منفی بین تأمین مالی خارجی و نرخ بازده سهام را تأیید می‌کند. ما نیز در این پژوهش رابطه‌ی معنی‌داری بین منفعت حاصله و نسبت شارپ یافتیم.

در کل این نتیجه این فرضیه با پژوهش باکر (۲۰۱۶) مطابقت دارد اما با نتیجه‌ی باسه (۲۰۱۰) مطابقت ندارد.

خلاصه نتایج

در برازش مدل‌ها مشاهده گردید که پیش‌فرض‌های رگرسیونی از جمله مانایی تک تک متغیرهای پژوهش، عدم وجود خودهمبستگی و عدم وجود همخطی برای مدل برقرار بودند و تنها پیش‌فرض همسانی واریانس‌ها برقرار نبود که با راه کار مناسبی این مشکل حل شد؛ بنابراین رگرسیون برازش شده معتبر و قابل اتکاست.

مدل‌های برازش شده برای این پژوهش به صورت زیر به دست آمد که در آن‌ها از بین متغیرهای ریسک، متغیر ریسک سیستماتیک معنی‌دار نبود ولی متغیرهای ریسک غیرسیستماتیک و نسبت شارپ معنی‌دار بودند؛ اما از بین متغیرهای کنترلی متغیر اندازه شرکت در تمام مدل‌ها بی‌معنی بود، اما جریان نقد آزاد معنی‌دار و مثبت و متغیر اهرم مالی معنی‌دار و منفی بود.

همچنین، فرضیه در زیر بخش‌های پیشین این بخش مورد مقایسه با سایر پژوهش‌ها قرار گرفت که در این زیر بخش خلاصه نتایج به همراه خلاصه مقایسات با سایر پژوهش‌ها در جدول (۷) ارائه شده است.

جدول (۷) خلاصه‌ی نتایج پژوهش و مقایسه‌ی آن‌ها

شماره فرضیه	فرضیه‌ی پژوهش	نتیجه	پژوهش‌های همسو	پژوهش‌ها ناهمسو
۱-۱	بین مخاطرات سیستماتیک و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی داری وجود دارد.	رد	باسه (2010) و پاگچ و همکاران (2007)	باکر (۲۰۱۶)
۱-۲	بین مخاطرات غیرسیستماتیک و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی داری وجود دارد.	تائید رابطه معنی دار و منفی	رستمی و همکاران (۱۳۹۴) و طارق و همکاران (۲۰۱۴)	-
۱-۳	بین نسبت شارپ و منفعت حاصله رابطه‌ی معنی داری وجود دارد.	تائید رابطه معنی دار و منفی	باکر (۲۰۱۶)	باسه (۲۰۱۰)

۹. پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

۱- با توجه به نتایج برگرفته از پژوهش به مدیران بازار سرمایه به منظور ارزیابی ارزش شرکت‌ها متقاضی برای ورود به بازار سرمایه مبتنی بر برآورد بازده سهام با استفاده از شاخص‌های ریسک شرکت پیشنهاد می‌شود از متغیرهای مخاطرات غیرسیستماتیک و نسبت شارپ استفاده نمایند.

۲- با توجه به نتایج برگرفته از پژوهش به سرمایه گذاران به منظور ارزیابی منفعت حاصله به منظور اخذ تصمیمات مناسب در باب خرید یا فروش سهام با استفاده از شاخص‌های مخاطرات شرکت پیشنهاد می‌شود از متغیرهای مخاطرات غیرسیستماتیک و نسبت شارپ استفاده نمایند.

۳- با توجه به نتایج برگرفته از پژوهش به مدیران و گردانندگان شرکت‌ها به منظور ارزیابی منفعت حاصله به منظور دستیابی به دور نمایی از شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌های مخاطرات شرکت پیشنهاد می‌شود از متغیرهای مخاطرات غیرسیستماتیک و نسبت شارپ استفاده نمایند.

۴- در نهایت به طرف‌های ذی‌نفع جهت پی‌بردن به روش و همچنین ارائه مدلی برای مشاهده ارزش واقعی سازمان‌ها و با استفاده از آن برای محاسبه ارزش آتی شرکت‌ها با ارزیابی ارزش شرکت‌ها مبتنی بر برآورد بازده سهام توسط مخاطرات شرکت شرکت، پیشنهاد می‌شود از متغیرهای مخاطرات غیرسیستماتیک و نسبت شارپ استفاده نمایند.

منابع

- احمدی، حسین (۱۳۹۸)، مدیریت ریسک و عملکرد شرکت، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره پنجم، شماره ۱.
- اخوی بابی، مهری (۱۳۹۴)، تأثیر ریسکهای مالی بر رابطه بین درآمد و بازده سهام، مجله بین المللی رهبری سازمانی، شماره ۴.
- اشتری ماهینی، ولی اله (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر اوراق مشتقه و بدهی بر بازده و ریسک سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نراق.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵)، عباس، تحلیل آماری در پژوهش های مالی و حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا.
- امینی، پیمان و امین نوشادی (۱۳۹۴)، ریسک در فعالیت های مالی مدیریت ریسک مالی، سومین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
- بختیاری، عیسی (۱۳۹۸)، رابطه ارزش افزوده اقتصادی با نقدینگی و بازده در شرکتهای فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بین المللی مطالعات پیشرفته در علوم انسانی و علوم اجتماعی، دوره ۸، شماره ۲.
- بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی و حسن پور، شیوا (۱۳۹۵). پژوهش های تجربی و روش شناسی در حسابداری، انتشارات ترمه، چاپ اول.
- پوراقا، مختار؛ مالکی پور، هادی و اسماعیلزاده، جعفر (۱۳۹۳)، رابطه بین ارزش در معرض خطر و بازده سرمایه گذاری پرتفوی در سهام شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، لهستان.
- تاری وردی، یداله و دامچی جلودار، زهرا (۱۳۹۰)، رابطه مدیریت ریسک و عملکرد شرکت، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره چهارده ام.
- حبیبی، احسان اله و علیزاده، مجید (۱۳۹۱)، ایمنی کاربردی و شاخصهای در صنعت، نشر فن اوران.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۸)، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، تهران مرکز تحقیقات علمی کشور با همکاری کانون فرهنگی انتشاراتی.
- خلیلیان موحد، سمیه (۱۳۹۰)، بررسی ارتباط نرخ بازده سهام عادی با عوامل ریسک، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- داراییان، دانیال (۱۳۹۸)، تأثیر مدیریت ریسک بر سود سهام با نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکتی، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت مالی، دانشگاه ارشد دماوند.
- دولو، مریم و خسروی، مرضیه (۱۳۹۸)، ساختار پویای همبستگی؛ ریسک و بازده سهام، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال هفتم، شماره سوم.

- دهقان، عبدالمجید؛ فرهادی شریف آباد، محسن و فهیمی، علیرضا (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک ها و ریسک و بازده سهام آن ها در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، پیاپی ۲۹.
- رستمی، شعیب؛ صالحی، شیوا و رستمی، زینب (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین مدیریت ریسک با کنترل و حسابداری مدیریت، همایش سراسری مباحث کلیدی در علوم مدیریت و حسابداری.
- زرندی، فرزانه (۱۳۹۳)، تاثیر بازده سهام مبتنی بر تغییرات بازده دارایی ها بر پاداش مدیران بر مبنای محدودیت مالی شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- سعادت‌مند فیض رسا، امیر (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط بین ریسک سقوط قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی با صرف ریسک سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیردولتی غیرانتفاعی سناباد گلپه‌هار.
- شباهنگ، رضا (۱۳۷۵)، مدیریت مالی، جلد اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
- شورمیج، رضا (۱۳۹۶)، معیارهای ریسک بانک و رابطه آن با بازده حقوق صاحبان سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته بانکداری اسلامی، دانشگاه علامه طباطبائی.
- شیرازیان، زهرا و قمری سرابی، رضا (۱۳۹۶)، بررسی رابطه ریسک سیستماتیک و بازده سهام رشدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش حسابداری، مدیریت و اقتصاد با رویکرد پویایی اقتصاد ملی، ملایر، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر.
- صالح نیا، نرگس؛ کریمی علویجه، نوشین و احمدی شادمهری، محمد طاهر (۱۳۹۸)، تاثیر ریسک اقتصادی، مالی و سیاسی بر سرمایه گذاری خارجی، سومین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت اقتصاد و حسابداری، تهران.
- عباسی تازه کند، یاور (۱۳۹۰)، رابطه ریسک نقدشوندگی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی.
- عبده تبریزی، حسین و رادپور، میثم (۱۳۸۸)، اندازه گیری و مدیریت ریسک بازار: رویکرد ارزش در معرض ریسک، نشر آگاه.
- عسگرنژاد نوری، باقر (۱۳۹۷)، عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران : رویکرد فراطحلیل، فصلنامه علمی -پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ششم، شماره اول.
- علی‌پور، پیمان (۱۳۹۶)، مطالعه رابطه بین نگهداشت وجه نقد، ریسک و بازده مورد انتظار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- فاتحی، رضا (۱۳۹۱)، تاثیر بازده سهام و ساختار مالکیت بر ریسک سرمایه گذاری، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- فرزانه، مینا (۱۳۹۵)، محافظه کاری حسابداری و ریسک قیمت و بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته

حسابداری، موسسه آموزش عالی کارقروین.

فرهی، هادی (۱۳۸۹)، رابطه استفاده از مدیریت ریسک بنگاه با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه علامه طباطبائی.

فتحی، امیرمحمد (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام شرکت های گروه خودروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل موجک، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

قبادی لموکی، تحفه (۱۳۸۶)، بررسی رابطه سببی میان بازده سهام و حجم معاملات سهام در بورس، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، دانشکده مدیریت.

مباشر امینی، زهرا (۱۳۹۸)، ارتباط بین ریسک و بازده سهام: نقش عدم تقارن اطلاعاتی، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه پیام نور شهر ری.

معدنی، ملینا (۱۳۹۷)، تأثیر ریسک غیرسیستماتیک تحقق یافته و بازده شدید مثبت بر بازده آتی در بازار سرمایه ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مهندسی مالی، دانشگاه غیردولتی - غیرانتفاعی خاتم

موسویان، سیده شیرین (۱۳۹۶)، ریسک، نقدشوندگی و بازده سهام در شرکتهای با حجم معاملات بالا، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس.

مهتدی، اعظم (۱۳۹۶)، بررسی قابلیت پیش بینی حالات بازده و صرف ریسک سهام با تکیه بر شواهد برون نمونه ای مبتنی بر رگرسیون های غلطان، رساله دکتری رشته حسابداری، دانشگاه الزهرا.

میرشجاعی، مهرنوش السادات (۱۳۹۷)، نقش مدیریت ریسک بنگاه در کاهش هزینه نهایی ریسک، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دماوند.

نظری کاکیهایی، ویدا (۱۳۹۵)، مطالعه رابطه بین محافظه کاری با کارایی سرمایه گذاری، ریسک و بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه رازی.

ولی زاده لاریجانی، اعظم (۱۳۹۳)، تبیین مدلی برای پیش بینی بازده سهام، رساله دکتری رشته حسابداری، دانشگاه الزهرا.

Adu, G., Alagidede, P., & Karimu, A. (2015). Stock return distribution in the BRICS. *Review of Development Finance*, 5(2), 98–109.

Adegoke, A. K. Oyedeko, O. Y. (2018). Financial Risk and Profitability: Evidence from Liquidity Risk Exposure, Long-Term and Short-Term Liquidity Risk. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting* 6(2): 1-8, 2018; Article no.AJEBA.40148 ISSN: 2456-639X

Ana Maria, D. (2014). Risk in financial transactions and financial risk management. *Social and Behavioral Sciences*. 2458 – 2461.

Ang, a. Bekaert, G. (2012). Stock Return Predictability: Is it There? *The Review of Financial*

- Studies / v 20 n 3. Downloaded from <http://rfs.oxfordjournals.org/> at Univ of Wisconsin-Madison General Library System on October 8, 2012
- Alaghi. Kh. (2011). Financial leverage and systematic risk. *African Journal of Business Management* Vol. 5(15), pp. 6648-6650, 4 August, 2011.
- Armour, P. (2010). *Communications of the ACM* .Volume 53, Issue 9. September 2010
- Baker, M., Jeffrey, and Wurgler(2016).The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *Journal of Finance*, 55 (5): 2219-2257.
- Bento, R. F., Mertins, L., & White, L. F. (2018). Risk Management and Internal Control: A Study of Management Accounting Practice. *Advances in Management Accounting*, 1–25.
- Beltratti, A., & Stulz, R. M. (2012). The Credit Crisis Around the Globe: Why Did Some Banks Perform Better? *Journal of Financial Economics*, 105(1), 1- 17.
- Busse, J. A., Goyal, A, and Wahal, S. (2010), Performance and Persistence in Institutional Investment Management. *The Journal of Finance*, Vol. LXV, NO.2
- Cao, C., & Petrasek, L. (2014). Liquidity risk and institutional ownership. *Journal of Financial Markets*, 17, 1–52.
- Cakici, N. Topyan, K(2014). Risk and Return in Asian Emerging Markets. First published in 2014 by PALGRAVE MACMILLAN® in the United States— a division of St. Martin's Press LLC, 175 Fifth Avenue, New York, NY 10010.
- Chen, J. (2019). Expected Return. <https://www.investopedia.com/terms/e/expectedreturn.asp>. Updated Jun 25, 2019.
- Coleman, R. (2011). OPERATIONAL RISK. See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/227576075>
- Drehmann, M., & Nikolaou, K. (2013). Funding liquidity risk: Definition and measurement. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2173–2182.
- Fama, E., and F. French, 1999, “Dividend Yields and Expected Stock Returns,” *Journal of Financial Economics*, 22, 3–26.
- Gitman, L. J. (1996), "Principles of Managerial Finance", 7th Ed. Harper Collins, 646-652.
- Gordon, Lawrence A. Loeb, Martin P., Tseng, Chih-Yang, (2009), "Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Contingency Perspective", *J. Account. Public Policy* 28,PP. 301–327.
- Gordon, Lawrence A. Loeb, Martin P., Tseng, Chih-Yang, (2013), "Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Contingency Perspective", *J. Account. Public Policy* 28,PP. 301–327.
- Hayes, A(2019). A Return in Finance. <https://www.investopedia.com/terms/r/return.asp>
- Huang, W .Sun, Q .Guan, X .Peng, Sh(2017). Human Resource Risk Identification and Prevention. *Control and Systems Engineering* 1(1): 16–21.
- Jones, C. P. (2007). *Investments: Analysis and Management*: John Wiley & Sons Inc.
- Jones, Charles P., (2002), *Investment; Analysis and Management* Eighth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Kaye, D (2013). "Risk management, Chartered Insurance Institute" London, pp. 5/1-2.
- Kenton, W. (2019). Business Risk.<https://www.investopedia.com/terms/b/businessrisk.asp>. Updated Apr 15, 2019.
- Komariah, S. (2011),The Influence of Stock Return, Inflation, And Ownership Structure To The Investment Risk (The studied on manufacture industry which listed at Indonesian Stock

Market).

Krainer, J., & Lopez, J. (2009). Do supervisory rating standards change over time? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 31–32.

Loukil, N., Zayani, M. B., & Omri, A. (2010) Impact of liquidity on stock returns: An empirical investigation of the Tunisian stock market. *Macroeconomics & Finance in Emerging Market Economies*, 3(2), 261–283.

Little, M(2018). How to Measure and Manage Legal Risk. Written by ark on 08 March 2018. Posted in Risk Management. <https://www.berkmansolutions.com/risk/how-to-measure-and-manage-legal-risk>

Meulbroek, L.K., (2012), "Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guide", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14: PP.56-70.

McCormick, Roger(2011). "Legal Risk in the Financial Markets", Oxford University Press.

Mishra C.S. (2015) Risk and Return. In: *Getting Funded*. Palgrave Macmillan: New York.

Nisar Khan, N., Alam, A., Ali Shah, A., Ilyas, M., Daud Ali, M(2018). Credit Risk, Liquidity Risk and Stock Return, (Evidence from Pakistan Stock Exchange). *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences* www.textroad.com.

Ojo, Marianne (2017). "International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring: Corporate Governance and Internal Controls" Online at <http://mprapaper.muenchen.de/21847/> MPRAPaper No.21847.

Purnamasari, K., Herdjiono, I., & Setiawan, E. (2012). Financial risks, growth, earnings and stock returns relationship: The case of Indonesia. *International Review of Business Research Papers*, 8(7), 79–93.

Rao.L, Zhou. L (2019). Crash risk, institutional investors and stock returns. *North American Journal of Economics and Finance* journal homepage: www.elsevier.com/locate/najef.

Sekreter, A(2017). An Analysis of Theories on Stock Returns. *International Journal of Social Sciences & Educational Studies* ISSN 2520-0968 (Online), ISSN 2409-1294 (Print), March 2017, Vol.3, No.3.

Scott, W. R. and Davis, G. F. (2007). *Organizations and Organizing: Rational, Natural and Open Systems Perspectives*, New Jersey, NJ: Pearson PrenticeHall, Upper Saddle River.

Sharpe, W. F, (1964) 'Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk'. *Journal of Finance* 19, pp. 425–442.

Investigating the Impact of Accrued Profit Manipulation on Relationship Over-Trust and Company Performance

Mohsen Rahat Aab¹

Mohammad Reza Abdoli²

Mohammad Ali Ghezel Soflu³

Date of Receipt: 2021/09/23 Date of Issue: 2021/10/07

Abstract

The purpose of investing in stocks is to make a good profit. Investors' decisions are largely based on risk and stock returns. On the other hand, depending on the orientation of investors, investments will be directed towards industries that have higher returns or lower risk, and this will ultimately lead to the optimal allocation of resources. The purpose of this study is to investigate the relationship between risk management and profit in listed companies. To measure risk management, three criteria of beta coefficient, non-systematic risk and Sharp ratio were used. The statistical sample of the research was selected by systematic elimination method from the companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1393 to 1398, the volume of which is 128 companies. In order to test the research hypotheses, the combined data regression method has been used. The research is applied in terms of purpose and correlational in nature. The results of the hypotheses show that the relationship between non-systematic risks and Sharp ratio with stock returns is significant and negative, but no significant relationship was found between systematic risks and stock returns.

Keywords

Profit, Risk Management, Stock Companies

1. Master student of accounting, Shams Gonbad Higher Education Institute, Gonbad, Iran. (facom1367@gmail.com)
2. Associate Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran. (mra830@yahoo.com)
3. Head of Accounting Department and Faculty of Shams Gonbad Higher Education Institute, Gonbad, Iran. (aeghgh@gmail.com)