



## The effect of stock market returns on bond issuance

Ruhollah Moradi<sup>۱</sup> | Mehdi Todouei<sup>۲</sup>✉ | Feraiidoon Ohadi<sup>۳</sup> | Mohamad Mehdi<sup>۴</sup>

۱. Department of Financial Management, Aja Imam Ali Military University, Tehran, Iran,

e-mail: Financialmanagement۲۱@gmail.com

۲. Master's student, Department of Management and Economic, Faculty of Management and Economic, Islamic Azad University Science and Research Branch, Tehran, Iran, email: m.todouei@gmail.com

۳. Department of Accounting, Faculty of Accounting, Azad University Karaj Branch, Karaj, Iran, e-mail: Fohadi۳۱@yahoo.com

۴. Department of Economic, Faculty of Economic, Aja Imam Ali Military University, Tehran, Iran, e-mail: Mohamad.mehdi@ut.ac.ir

### Article Info

#### Article type:

Research Article

#### Article history:

Received

۲۰۲۴/۰۶/۲۲

Received in revised form

۲۰۲۴/۰۸/۰۲

Accepted

۲۰۲۴/۰۹/۱۱

Published online

۲۰۲۴/۰۹/۲۱

#### Keywords:

*normal return,*

*cumulative abnormal*

*return, stock market return*

*and bond issue.*

### ABSTRACT

The purpose of this thesis is to investigate the effect of stock market returns on the issuance of bonds of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The information contained in the audited financial statements of the companies were collected from Rahvard Navin and Kodal software. Then, the variables used in the research were measured by Excel ۲۰۱۰ software and Eviews ۱۰. The statistical population of this research includes all the companies accepted in the Tehran Stock Exchange from ۲۰۱۸ to ۲۰۲۲, and the sample members were selected from among the statistical population by simple random method. According to the mentioned conditions, the number of ۱۴۱ companies was determined as the statistical sample of the research. The results showed that the cumulative normal and abnormal returns of the stock market have a direct effect on bond issuance.

**Cite this article:** Moradi, R. Todouei., M, Feraiidoon. o., & Mehdi, M. (۲۰۲۴). The effect of stock market returns on bond issuance. *Management of Defense Human Capital*, ۴(۱), ۴۵-۶۳

. DOI: <http://doi.org/.....>



**Publisher:** AJA Imam Ali Military University





## اثر بازدهی بازده بازار سهام بر انتشار اوراق

دکتر روح‌الله مرادی<sup>۱</sup> | مهدی تودوئی<sup>۲</sup> | دکتر فریدون اوحدی<sup>۳</sup> | دکتر محمد مهدی<sup>۴</sup>

۱. گروه مدیریت مالی، دانشگاه افسری امام علی (ع)، تهران، ایران، رایانامه:

Financialmanagement۴۲۱@gmail.com

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت و اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم

و تحقیقات، تهران، ایران، رایانامه: m.todouei@gmail.com

۳. گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، کرج، ایران، رایانامه:

Fohadi۳۱@yahoo.com

۴. گروه اقتصاد، دانشگاه افسری امام علی (ع)، تهران، ایران، رایانامه: mehdi@IAMU.ac.ir

### اطلاعات مقاله چکیده

نوع مقاله:	چکیده
مقاله پژوهشی	هدف این پایان نامه بررسی اثر بازدهی بازده بازار سهام بر انتشار اوراق
تاریخ دریافت:	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران است. در این تحقیق
۱۴۰۳/۰۴/۰۲	ابتدا داده‌های مورد نیاز برای محاسبه اجزای مدل برای شرکت‌های
تاریخ بازنگری:	پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران با استفاده از اطلاعات
۱۴۰۳/۰۵/۱۲	مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها از نرم افزار رهاورد
تاریخ پذیرش:	نوبین و کدال جمع آوری شده‌اند. سپس متغیرهای مورد استفاده در
۱۴۰۳/۰۶/۲۰	تحقیق توسط نرم افزار Excel ۲۰۱۰ و اویوز ۱۰ مورد سنجش قرار گرفت.
تاریخ انتشار:	جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
۱۴۰۳/۰۶/۳۱	اوراق و بهادار تهران از سال ۱۳۹۷ لغایت سال ۱۴۰۱ بوده و اعضای نمونه
کلیدواژه‌ها:	از بین جامعه آماری از روش تصادفی ساده انتخاب شدند. با توجه به شرایط
بازدهی عادی، غیرعادی	ذکر شده، تعداد ۱۴۱ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش معین
تجمعی بازده بازار سهام و	گردیدند. نتایج نشان داد که بازدهی عادی و غیرعادی تجمعی بازده بازار
انتشار اوراق..	سهام بر انتشار اوراق تاثیر مستقیم دارد.

استناد: مرادی، روح‌الله، تودوئی، مهدی اوحدی، فریدون؛ و مهدی، محمد (۱۴۰۳). بازدهی بازده بازار سهام بر انتشار

اوراق. مدیریت سرمایه انسانی دفاعی، ۴ (۱۴)، ۶۳-۴۵.

DOI: http://doi.org/.....

ناشر: دانشگاه افسرس امام علی (ع)



## مقدمه

در دهه‌های گذشته، تحلیل رابطه بین بازده سهام و انتشار اوراق موضوعی اجتناب‌ناپذیر در بازارهای مالی بوده است، زیرا نشانه این رابطه نقشی محوری برای تخصیص دارایی، بهینه‌سازی پرتفوی و مدیریت ریسک ایفا می‌کند. بازده اوراق قرضه درآمد ثابتی را فراهم می‌کند در حالی که بازده سهام به سرمایه‌گذاران برای پذیرش ریسک پاداش می‌دهد. بنابراین، در یک محیط پویا، سرمایه‌گذاران می‌توانند ریسک خود را با انتخاب پرتفویی شامل این دو طبقه دارایی و با تنظیم نسبت‌های آن‌ها متنوع کنند (Dastghir and Sharifi, ۲۰۱۱). اپیزودهای بحران اخیر ثابت کرده است که سرمایه‌گذاران باید به شدت به تغییرات بازار توجه داشته باشند و عوامل مختلفی را که می‌توانند بر این رابطه تأثیر بگذارند را عمیقاً درک کنند. این دلیل اصلی برای انجام این تحقیق است.

مطالعات انجام گرفته در مورد ماهیت متغیر بازده سهام و اوراق قرضه اجماع نظر ندارند. با این حال، علیرغم حجم قابل توجهی از تحقیقات انجام شده، هیچ توافقی در مورد محرک‌های دقیق رابطه بین دو طبقه دارایی اصلی حاصل نشده است. این رابطه باید به طور متوسط مثبت باشد زیرا هر دو بازار در معرض شرایط کلان اقتصادی مشابهی مانند نرخ تورم، رشد اقتصادی و نرخ بهره واقعی هستند (Aloui and Hkiri, ۲۰۱۴). علاوه بر این، ادبیات نشان می‌دهد که رابطه بازده سهام و اوراق قرضه در دوره‌های زمانی طولانی مقدار کمی مثبت است. با این وجود، در دوره‌های آشفتگی بازار یا شرایط ضعیف اقتصادی، روند بازده سهام و اوراق قرضه تمایل به معکوس دارد و دوره‌های رابطه منفی پایدار را می‌توان مشاهده کرد. هدف این تحقیق، درک رابطه پیچیده و پویا بین بازدهی بازده بازار سهام بر انتشار اوراق است. برای انجام این کار، رابطه بازده عادی و غیرعادی تجمعی و اوراق شرکتی در طول زمان پنج ساله مورد بررسی قرار گرفته است.

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق و بهادار، بازده سهام است. بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند (Mehrani, Mehrani

۲۰۰۴، Karami &). در حال حاضر، سرمایه‌گذاران با ایجاد پل ارتباطی بین بازده سهام و سایر اطلاعات مالی و غیرمالی، تا حدودی بازده سهام را می‌توانند پیش‌بینی کنند. با توجه به این توضیحات، تلاش‌های زیادی انجام شد تا الگویی را جایگزین کند که بازده سهام را به بهترین شکل تعیین کند؛ اما پژوهشگران مالی تاکنون درباره یک الگوی جایگزین به توافق نرسیده‌اند. برخی از پژوهشگران معتقدند بنا به تنهایی، قدرت تبیین بازده سهام را ندارد و از بین متغیرهای مدنظر، دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، توانایی بهتری برای تبیین اختلاف بازده سهام را دارند. علاوه بر این، بررسی مطالعات انجام‌شده نشان می‌دهد علاوه بر ریسک نظام‌مند، عوامل متفاوتی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد که از جمله آن‌ها به نقد شوندگی سهام (Fujimoto, A., & Masahiro, ۲۰۰۶)، نسبت‌های مالی مبتنی بر نقدینگی (Lonkani, R., & Firth, ۲۰۰۵)، دقت پیش‌بینی سود (Li, ۲۰۱۶)، مدیریت سود (Habib, ۲۰۰۸)، حجم معاملات سهام (Hsieh, ۲۰۱۴)، اندازه شرکت (Lam, ۲۰۰۲) و غیره می‌توان اشاره کرد.

همچنین در حوزه عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق و بهادار تهران با وجود پژوهش‌های مختلفی که انجام شده است، نتایج بر تفاوت و حتی تضاد نتایج حاصل از این پژوهش‌ها دلالت دارد. با وجود این، بررسی‌ها نشان می‌دهد پژوهشگران مالی، فعالیت خاصی درباره مرور نقادانه مبانی نظری پژوهش و ترکیب نتایج و دستیابی به نقطه مشترکی در حوزه داخلی انجام نداده‌اند. دلیل اصلی چنین نقصی را این موضوع می‌توان دانست که روش‌شناسی فرا تحلیل که اصلی‌ترین ابزار ترکیب نتایج و شناسایی ماهیت نتایج متضاد در پژوهش‌های اجتماعی و رفتاری است، سابقه‌ای طولانی ندارد و زمینه لازم برای معرفی و به کارگیری چنین رویکردی در پژوهش‌های مدیریتی، به‌طور خاص در چند سال اخیر فراهم شده است. بنابراین فرا تحلیل به پژوهشگران اجازه می‌دهد نتایج کمی مطالعات را ترکیب کنند، سازگاری‌های موجود در نتایج را توضیح دهند و به نتیجه واحدی دست یابند.

عرضه محدود اوراق دولتی مانع از توسعه یک منحنی معیار بدون ریسک برای بازار اوراق و ناشران شرکتی برای قیمت‌گذاری شده است. معمولاً اوراق شرکتی، بازار مالی متعادلی را به هر اقتصادی با تنوع بخشیدن به ریسک واسطه‌گری در میان تعداد زیادی

از مؤسسات و بازیگران بازار، جدا از افزایش کارایی از طریق گزینه‌های تأمین مالی رقابتی، ارائه می‌دهد. مشخص شده است که در طول دوره پس از بحران مالی جهانی، بازارهای سهام در حال ظهور با بازارهای جهانی مانند بازار ایالات متحده در حال رقابت هستند (Marfatia, ۲۰۱۷). بر اساس مطالعات قبلی، یافته‌های غیرقطعی برای تأثیر اعلان‌های انتشار اوراق بر بازده غیرعادی تجمعی سهام وجود دارد (Sherif and Erkol, ۲۰۱۷). اکثر مطالعات قبلی در مورد تأثیر اعلان‌های انتشار اوراق بر بازده قیمت سهام در بازارهای مختلف از جمله بازارهای نوظهور، دوره‌های قبل از بحران مالی را در نظر گرفته‌اند. بنابراین مطالعه تأثیر اعلامی انتشار اوراق بر بازده قیمت سهام پس از بحران مالی جهانی باید به ادبیات و سیاستگذاران کمک کند. علاوه بر این، بررسی تأثیر ویژگی‌های اوراق مانند اندازه شرکت، اهرم، تغییر در اهرم و اندازه نسبی اوراق بر بازده غیرعادی قیمت سهام جالب خواهد بود.

مطالعه حاضر کارایی بازار را در شکل نیمه قوی آن مورد بررسی قرار می‌دهد که در آن بازده غیرعادی ناشی از اعلام انتشار اوراق شرکتی نباید وجود داشته باشد (Fama, ۱۹۷۰). تحقیق حاضر در پی بررسی رابطه بین بازدهی بازار سهام با انتشار اوراق است

## مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش

### مبانی نظری

بازدهی غیرعادی تجمعی بازده بازار سهام: بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از آن سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آن‌ها را حداکثر کنند. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند، زیرا نقدترین دارائی خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آن‌ها نخواهد شد. اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه قرار می‌دهد بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این

معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. شاید این معیار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد. چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. بازده در فرآیند سرمایه‌گذاران، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. تفاوت بین بازده مورد انتظار و بازده واقعی سهم را بازده غیر عادی می‌گویند که این بازدهی می‌تواند مثبت یا منفی باشد. آن چه که مشخص است، بازدهی سهم همیشه مثبت نیست و بسته به میزان تغییرات قیمتی در دوره نگهداری و میزان پرداخت سود نقدی در پایان دوره مالی ممکن است مثبت، صفر و یا حتی منفی باشد (رضایی، ۱۳۹۸).

انتشار اوراق: اسنادی هستند که به موجب آن‌ها ناشر متعهد می‌شود مبلغ معینی را در فاصله زمانی مشخص به دارنده پرداخت کند و در سر رسید اصل مبلغ را بازپرداخت کند. اوراق شرکتی یک ابزار بدهی بلندمدت برای تامین مالی است و با تعهدات مشخصی همراه است (فرم‌هینی، ۱۳۹۷).

شرکت‌ها بخش قابل توجهی از سرمایه جدید را از بازارهای بدهی جذب می‌کنند. آمارهای کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا نشان می‌دهد که مجموع انتشار بدهی‌ها بسیار بیشتر از عرضه‌های سهام است. بین سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۱۵ بیش از ۳ تریلیون دلار در سهام شرکت‌ها از طریق پیشنهادات اولیه و ثانویه (بازار سرمایه) منتشر شد، در حالی که بیش از ۱۴ تریلیون دلار از طریق بازار بدهی تامین مالی انجام شد. ارزش کل بازار اوراق قرضه شرکتی در دهه گذشته به دلیل مسائل جدید تقریباً ۳٫۶ تریلیون دلار افزایش یافته است، در حالی که رشد ارزش بازار سهام بیشتر ناشی از سود سرمایه است.

جالب توجه است که اوراق قرضه جدید اغلب به صورت خوشه‌ای منتشر می‌شوند، الگویی که در بازار سهام دیده نمی‌شود. در حالی که ادبیات قبلی به طور گسترده به عوامل تعیین کننده انتشار اوراق قرضه می‌پردازد، الگوهای انتشار اوراق قرضه مطالعه نشده باقی می‌مانند. خوشه‌بندی اوراق قرضه دوره‌ای از فعالیت‌های انتشار بالا است که ناشی از ارائه تعداد غیرعادی اوراق قرضه توسط شرکت‌ها در یک سال به جای یک انتشار بزرگ است.

این مقاله به بررسی خوشه‌بندی اوراق قرضه، و دلایلی که چرا برخی از شرکت‌ها انتشار اوراق قرضه را خوشه‌ای می‌کنند، می‌پردازد.

خوشه‌بندی غیرمعمول است و احتمالاً به دلیل افزایش هزینه‌های انتشار، هزینه تأمین مالی بدهی را برای شرکت‌ها افزایش می‌دهد. خوشه‌بندی در تضاد با تحقیقات اساسی در مورد عوامل تعیین کننده بازده شرکت است، که با کار اصلی فیشر<sup>۱</sup> (۱۹۵۹) شروع می‌شود، که تعیین می‌کند "بازارپذیری" (به عبارت مدرن، نقدینگی) اوراق قرضه بخش مهمی از حق بیمه ریسک است و به طور قابل توجهی به هر دو بستگی دارد. مبلغ صادر شده و معوقه اگرچه تعریف ما از خوشه‌بندی اوراق قرضه الگوی انتشار خاص شرکت است، دوره‌های گسترده‌ای از تعداد غیرعادی انتشار بدون حجم دلار غیرعادی متناظر را به بازار عرضه می‌کند.

انتشار عمدتاً خوشه‌ای در گزارش‌های سالانه بازارهای اوراق قرضه ایالات متحده مستند شده است، که احتمالاً به شرکت‌هایی اشاره می‌کند که زمان انتشار اوراق قرضه خود را به میزان مطلوبی تعیین می‌کنند.

مطالعات نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر و سودآورتر با مقادیر بیشتر بدهی‌های معوق، با استفاده از نمونه ۲۸۱۴ شرکتی که بین ۱ ژانویه ۲۰۰۱ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۵ بدهی صادر کرده‌اند، تمایل به خوشه‌بندی انتشار اوراق قرضه خود دارند. افزایش فعالیت‌های انتشار خوشه‌ای زمانی نشان داده می‌شود که شرکت‌ها برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بزرگ، مدیریت نقدینگی خود و همچنین بهره‌گیری از شرایط مطلوب نرخ بهره پایین به منابع مالی نیاز دارند.

مسائل خوشه‌ای برای شرکت‌ها پرمخاطره‌تر و به طور بالقوه پرهزینه‌تر هستند و مطالعه انتشار خوشه‌ای را به موضوع مهمی در ادبیات اوراق قرضه شرکتی تبدیل می‌کند. چندین نظریه وجود دارد که ممکن است توضیح دهد که چرا برخی از شرکت‌ها مسائل بدهی را خوشه بندی می‌کنند: تعدیل بدهی گذرا، زمان بندی بازار و ملاحظات نقدینگی. دی آنجلو، دی آنجلو و وایتد<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) پیشنهاد می‌کنند که شرکت‌ها برای تأمین مالی

<sup>۱</sup> Fisher

<sup>۲</sup> DeAngelo, DeAngelo and Whited

سرمایه‌گذاری بدهی موقت صادر می‌کنند و بنابراین از اهرم هدف دائمی خود منحرف می‌شوند. آن‌ها یک مدل تبادل پویا از ساختار سرمایه را تخمین می‌زنند که در آن اهرم توالی هزینه‌های سرمایه‌گذاری را منعکس می‌کند، به عنوان مثال وقتی یک فرصت سرمایه‌گذاری سودآور ایجاد می‌شود، شرکت‌ها مقادیر قابل توجهی بدهی صادر می‌کنند که ممکن است منجر به انتشار خوشه‌ای شود. مفهوم دیگر فرضیه بدهی گذرا، مطابق با الگوی انتشار خوشه‌ای، این است که عدم فعالیت انتشار بلافاصله پس از سال‌های انتشار خوشه‌ای مشاهده شده در داده‌های نمونه مشاهده می‌شود. این دوره‌های عدم فعالیت به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا بدهی را با سطوح هدف تنظیم کنند تا امکان انباشت ظرفیت بدهی برای تسهیل سرمایه‌گذاری دیگر در آینده فراهم شود.

اوراق بهادار، اسنادی هستند که درآمد یا دارایی آتی قرض دهندگان را گواهی می‌کنند و همچنین تعهداتی را که برای افراد یا بنگاه‌های منتشرکننده این اوراق (ناشران) نشان می‌دهد. این اوراق از منظر اینکه گواهی مالکیت دارند آن نشان‌دهنده مشارکت دارنده گواهی در سود و زیان ناشر است یا تنها سند مؤید بدهی است، به اوراق بدهی (مانند اوراق قرضه) و اوراق دارایی (مانند سهام) تقسیم می‌شود.

اوراق بدهی، توافقی قراردادی است که ضمن آن قرض گیرنده تعهد می‌کند تا به دارنده این اوراق (بزار مالی) مقدار مشخصی دارایی (بیشتر در قالب پول) در دوره‌های زمانی مشخص (بهره پرداخته‌ای اصلی) پرداخت کند. سررسید ابزارهای بدهی تا یک زمان مشخص (تاریخ سررسید) تعداد سال‌ها از زمان ایجاد بدهی تا زمان پایان مدت تعهد است (قوت دین، ۱۴۰۱).

ابزارهای مالی را با توجه به تاریخ سررسید آن‌ها به کوتاه‌مدت (در صورتیکه سررسید یک سال و کمتر باشد) و بلندمدت (در صورتیکه سررسید بیشتر از یک سال باشد) تقسیم‌بندی کرده‌اند. در مقابل ابزارهای بدهی، اوراق دارایی وجود دارند که نشان دهنده شریک بودن دارنده آن در درآمد خالص (درآمد پس از هزینه‌ها و مالیات) و دارایی یک بنگاه یا واحد اقتصادی است. اوراق دارایی اغلب پرداخت‌های دوره‌ای (سود قابل تقسیم) را برای دارندگان آن‌ها فراهم می‌کنند و همه آن‌ها در زمره اوراق بلندمدت جای می‌گیرند زیرا تاریخ سررسید معینی ندارند. از منظر دیگر و با توجه به اوراقی که در بازار مبادله می‌شود، می‌توان بازارهای مالی را به بازار پول و بازار سرمایه تقسیم کرد. به دلیل اینکه ابزارهای

بدهی که در بازار پول مبادله می‌شوند کوتاه مدت هستند، حداقل نوسان قیمت را دارند و حداقل ریسک متوجه آنان است.

### پیشینه‌های پژوهش

#### جدول (۱) پیشینه تحقیقات انجام شده

روش‌شناسی‌ها	افق زمانی	اهداف	کشور	نام/سال
رگرسیون گارچ	۶ سال	تاثیر عدم اطمینان بازار سرمایه بر بازده سهام	ایران	قوت دین/ ۱۴۰۱
رگرسیون خطی چند متغیره	۵ سال	اثرات شناسایی به موقع زبان و کیفیت ارقام تعهدی بر انتشار اوراق قرضه شرکت	ایران	اسماعیلی و همکاران/ ۱۴۰۰
رگرسیون غیر خطی	۲۳ سال	پویایی شوک بازارهای موازی بر بازدهی سهام	ایران	خان محمدی و همکاران/ ۱۳۹۸
فرا تحلیل	۵ سال	عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها با به‌کارگیری روش فرا تحلیل	ایران	عسگرنژاد نوری
رگرسیون غیر خطی	۱۷ سال	نوسانات بازده بازار سهام پاکستان	پاکستان	خان/ ۲۰۲۳
معادلات ساختاری	۲۰۲۰	اطلاعات خاص در بازده اوراق قرضه پرداخته	بریتانیا	رودس/ ۲۰۲۳
رگرسیون خطی چند متغیره	۷ سال	عملکرد بلندمدت انتشار اوراق قرضه سبز شرکتی	اتحادیه اروپا	موتچی/ ۲۰۲۳
رگرسیون خطی چند متغیره	۱۰ سال	پیش‌بینی بازده بازار سهام عمدتاً در بازار	ایالات متحده	لی/ ۲۰۲۲
رگرسیون خطی چند متغیره	۹ سال	دینامیک بازده اوراق قرضه و سهام	ایالات متحده	کوزاک/ ۲۰۲۲
رگرسیون خطی چند متغیره	۹ سال	بررسی تاثیر چند برابری بازار بر بازده سهام بین بازارهای مالی نوظهور و توسعه یافته	آسه ان و توسعه یافته (اروپایی)	اختر/ ۲۰۲۱

## روش‌شناسی پژوهش

### ۱- روش تحقیق:

روش تحقیق حاضر از منظر هدف، کاربردی است و آگاهی از نتایج آن می‌واند بر تصمیمات گروه‌های مختلف استفاده‌کننده از اطلاعات مالی تأثیر بگذارد. روش از نظر اجراء، توصیفی - همبستگی است و برای این منظور از تحلیل رگرسیون جهت بررسی موضوع تحقیق استفاده می‌شود. روش رگرسیون به دلیل وجود مشاهده‌های شرکت-سال و به دلیل حضور متغیرهای مختلف از نوع چند متغیره ترکیبی است. از نظر فریاند اجراء کمی است و از استدلال‌های اقتصادسنجی استفاده می‌شود. از نظر منطق اجراء ترکیبی و از منظر بعد زماین مقطعی و از نوع گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. به دلیل انجام تحقیق در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات قابل استناد از طریق سایت‌ها و نرم‌افزارهای اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تهیه می‌شوند.

### ۲- فرضیه‌های تحقیق:

- فرضیه ۱: بازدهی غیرعادی تجمعی بازده بازار سهام بر انتشار اوراق تأثیر دارد.  
فرضیه ۲: بازدهی عادی تجمعی بازده بازار سهام بر انتشار اوراق تأثیر دارد.

### ۳- جامعه آماری و نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران دوره ۵ ساله طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می‌باشد.

برای انتخاب نمونه آماری این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده می‌شود بدین معنی که از بین جامعه آماری تحقیق که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران می‌باشد، شرکت‌هایی با ملاک‌های زیر در نظر گرفته می‌شود.

- ۱- شرکت‌های مورد نظر حداقل از ابتدای ۹۷ در بورس اوراق و بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- شرکت‌های مورد نظر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری نباشند.
- ۳- شرکت‌هایی که سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.
- ۴- شرکت‌های که سهام آنان بطور مستمر در بورس اوراق و بهادار مبادله گردیده و زیان انباشته شرکت، آن شرکت را جزء شرکت‌های ورشکسته معرفی نکرده باشد.

## ۴- قلمرو زمانی و مکانی

قلمرو زمانی شامل سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ و قلمرو مکانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران است.

## ۵- مدل ریاضی تحقیق

تخمین فرضیه اول:

$$\text{RelativeBond}_{it} = a + b_1 \text{ER}_{it} + b_2 \text{leverage}_{it} + b_3 \text{Size}_{it} + b_4 \text{ROA}_{it} + b_5 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

تخمین فرضیه دوم:

$$\text{RelativeBond}_{it} = a + b_1 \text{CARR}_{it} + b_2 \text{leverage}_{it} + b_3 \text{Size}_{it} + b_4 \text{ROA}_{it} + b_5 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

متغیرهای تحقیق:

متغیر وابسته:

اوراق شرکتی: اوراق شرکتی می‌باشد که از لگاریتم کل ارزش همه‌ی اوراق شرکتی (اوراق بهادار مشتقه، قرضه و ...) منتشر شده به دست می‌آید. ارزش کل تمام اوراق شرکتی از حاصلضرب ارزش یک عدد اوراق شرکتی در تعداد کل اوراق شرکتی منتشر شده به دست آمده است.

متغیر مستقل:

بازدهی عادی تجمعی: در مدل (۳)، بازده سهام با بازده مورد انتظار پرتفوی بازار در طول دوره رویداد مقایسه می‌شود که به شرح زیر است:

$$R_{it} = R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$R_{it}$ : نرخ بازده واقعی سهام از طریق رابطه زیر می‌باشد:

$$r_i = \frac{P_{i1} - P_{i0} + \text{div}_{i0}}{P_{i0}} \quad (4)$$

قیمت سهام در ابتدای دوره و انتهای دوره.  
سود تقسیمی دوره.

$R_{mt}$ : نرخ بازده مورد انتظار سهام: نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f) \quad (5)$$

$r_m$ : بازده پرتفولیوی بازار

$r_f$ : بازده بدون ریسک

$\beta_i$  ریسک سیستماتیک شرکت.

اساساً  $\varepsilon$  تفاوت بین نرخ بازده واقعی سهام و بازده مورد انتظار است.

بازده غیرعادی تجمعی: بازده غیرعادی تجمعی برابر است با بازده‌های غیرعادی ماهانه‌ای که در طول سال جمع می‌شوند و برابر است با

$$CAR_{it} = \sum_{T=1}^S AR_T \quad (6)$$

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

اهرم مالی: نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

بازده دارایی: نسبت سود خالص به مجموع دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

بازده حقوق صاحبان سهام: نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

## تجزیه و تحلیل داده‌ها

### ۱- بررسی آمار توصیفی متغیرهای طی دوره پژوهش

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع آوری، خلاصه کردن، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از آن‌ها به دست می‌دهد. در یک جمع بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیات اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می‌کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می‌نماید.

به طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آنها می‌توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. نمونه مورد بررسی طی مقطع زمانی مورد بررسی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ شامل ۱۴۱ شرکت پذیرفته شده

در بورس اوراق و بهادار تهران می‌باشد. در این قسمت، میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی متغیرهای مورد استفاده محاسبه و در جدول (۱) نمایش داده شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم	میانه	میانگین	متغیر	نماد
۴۴,۴۶۵۵۴	-۳۰,۹۴۲۰۵	۱۱۹,۱۶۴۱	۵۰,۶۲۹۸۱	۷۸,۴۱۶۵۹	بازدهی عادی تجمعی	ER
۱۲۵,۱۷۹۳	-۴۱۶,۴۵۱۸	۲۴۹,۱,۲۷	۱۹,۹۷۷۸۳	۹۲,۰۱۰۶۴	بازده غیرعادی تجمعی	CAR
۰,۱۰۵۹۲۸	۰,۰۰۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۳۱۰۰۰	۰,۰۶۴۵۳۳	اوراق شرکتی	RelativeBond
۰,۶۹۲۱۷۵	۴,۹۳۴۰۴۴	۹,۱۴۵۱۹۲	۶,۶۷۴۱۳۶	۶,۷۵۱۵۳۱	اندازه شرکت	Size
۰,۳۵۳۳۳۹	۰,۰۳۱۲۹۵	۰,۷۱۸۲۹۸	۰,۵۱۷۴۰۸	۰,۵۴۸۱۹۹	اهرم مالی	leverage
۰,۲۱۱۳۴۷	-۰,۵۸۱۱۴۱	۰,۳۵۰۹۹۶	۰,۱۷۵۲۲۶	۰,۱۹۵۸۰۹	بازده دارایی	ROA
۱,۱۲۴۷۰۷	-۰,۵۰۱۷۲۹	۰,۴۸۳۴۰۷	۰,۳۹۴۶۷۴	۰,۳۴۱۹۳۶	بازده حقوق صاحبان سهام	ROE

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین بازدهی عادی تجمعی و بازده غیرعادی تجمعی برابر ۷۸ و ۹۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت ۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات بعد از آن قرار دارند. همانطور که در جدول (۱) نشان داده شده است. مقدار میانه متغیر بازدهی عادی تجمعی و بازده غیرعادی تجمعی ۵۰ و ۱۹ است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می‌باشد. با توجه به جدول فوق، این مقدار برای متغیر بازدهی عادی تجمعی و بازده غیرعادی تجمعی ۴۴ و ۱۲۵ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر عملکرد شرکت

برابر با ۱۱۹ و ۲۴۹ و کمترین مقدار آن برابر ۳۰- و ۴۱۶- است. ویژگی‌های توصیفی سایر متغیرها نیز در جدول (۱) مشهود است.

## ۲- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کوواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود. مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کمتر از ۵٪ می‌باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتیکه بیشتر از ۵٪ باشد، نامانا است.

جدول (۲) مانایی متغیرها

نماد	متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
ER	بازدهی عادی تجمعی	-۶۴۰,۳۵۸	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)
CAR	بازده غیرعادی تجمعی	-۱۰۱,۳۶۸	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)
RelativeBond	اوراق شرکتی	-۱۶۹	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)
leverage	اندازه شرکت	-۲,۲۴۹	۰,۰۰۷	مانا/ I(۰)
Size	اهرم مالی	-۴۷,۷۸۲	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)
ROA	بازده دارایی	-۴۰,۳۵۰	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)
ROE	بازده حقوق صاحبان سهام	-۶۷,۳۶۲	۰,۰۰۰	مانا/ I(۰)

نتایج آزمون مانایی در جدول (۲) درج گردیده است. بر اساس آزمون "لوین لین و چو" چون سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۰,۰۵ است. همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح صفر قابلیت اتکا دارند.

## ۳- برآورد مدل

مطابق آنچه در جدول (۳) داده می‌شود، از آنجا که احتمال اماره  $F$  دارای مقدار مناسبی (سطح ۹۹ درصد) داشته است می‌توان گفت مدل حداقل مربعات در مدل‌های فوق دارای برازش کلی مناسبی است. از این‌روی، نتایج برآورد مدل در جدول (۳) ارایه شده است.

جدول (۳) نتایج آزمون

نماد	متغیر	ضرایب	آزمون-t	سطح معناداری	VIF	
CAR	بازده غیرعادی تجمعی	۰,۰۰۰۰۴	۲,۶۷۷۵۳۸	۰,۰۰۰۷۶	۱,۰۰۴۰۴۵	
leverage	اهرم مالی	-۰,۰۵۵۵۸۰	-۸,۳۷۲۰۷۹	۰,۰۰۰۰۰	۱,۰۷۴۲۱۶	
Size	اندازه شرکت	-۰,۰۰۴۶۶۴	-۰,۵۲۷۹۲۷	۰,۵۹۷۸	۱,۱۶۵۷۰۳	
ROA	بازده دارایی	۰,۰۰۴۲۵۸	۰,۳۳۳۶۰۷	۰,۷۳۸۸	۱,۱۶۴۹۰۴	
ROE	بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۰۳۳۷	۰,۲۱۵۶۱۷	۰,۸۲۹۴	۱,۰۳۵۸۹۹	
C	عرض از مبدا	۰,۴۲۶۸۴۷	۸,۸۱۱۴۰۳	۰,۰۰۰۰۰	-	
AR(1)	وقفه زمانی	۰,۵۵۶۶۷۸	۲۵,۹۴۱۴۰	۰,۰۰۰۰۰	۱,۰۲۶۳۶۶	
		ضریب تعیین				۰,۶۶۷۶۲۵
		ضریب تعیین تعدیل شده				۰,۶۶۴۰۲۵
		F آماره				۱۸۵,۴۶۵۱
		F احتمال آماره				۰,۰۰۰
		دوربین واتسون				۲,۱۷۱۸۶۳

در این پژوهش برای بررسی برقرار بودن فرض عدم خودهمبستگی در نتایج حاصل از معادله رگرسیونی از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود. برای اطمینان از برقرار بودن عدم خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها، از مقدار دوربین - واتسون برآورد شده در جدول (۳) استفاده می‌شود. از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسن ۲,۱۷ تقریباً نزدیک به ۲ بهترین حالت ممکن می‌باشد نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

همان گونه که در جدول مزبور مشاهده می شود آماره فیشر با سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است، بنابراین مدل پژوهش در کل معنادار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین، مناسب بودن خط رگرسیون برازش شده بر اساس مجموعه ای از داده ها را مورد بررسی قرار می دهد. هر چه مقدار این ضریب بالاتر باشد نشان دهنده این مطلب است که متغیرهای مستقل توان بیشتری در تبیین رفتار متغیر وابسته دارند. همان طور که در جدول (۳) نشان داده شده است مقدار ضریب تعیین، در نتایج برآورد شده مدل اول پژوهش برابر با ۰,۶۶ می باشد. مقدار ضریب تعیین برآورد شده، گویای این مطلب است که حدود ۶۶٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس اوراق و بهادار، بازده سهام است. بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می کنند. در حال حاضر، سرمایه گذاران با ایجاد پل ارتباطی بین بازده سهام و سایر اطلاعات مالی و غیرمالی، تا حدودی بازده سهام را می توانند پیش بینی کنند.

عرضه محدود اوراق دولتی مانع از توسعه یک منحنی معیار بدون ریسک برای بازار اوراق و ناشران شرکتی برای قیمت گذاری شد. معمولاً اوراق شرکتی، بازار مالی متعادلی را به هر اقتصادی با تنوع بخشیدن به ریسک واسطه گری در میان تعداد زیادی از مؤسسات و بازیگران بازار، جدا از افزایش کارایی از طریق گزینه های تأمین مالی رقابتی، ارائه می دهد. مشخص شده است که در طول دوره پس از بحران مالی جهانی، بازارهای سهام در حال ظهور با بازارهای جهانی مانند بازار ایالات متحده در حال رقابت هستند. بر اساس مطالعات قبلی، یافته های غیرقطعی برای تأثیر اعلان های انتشار اوراق بر بازده غیرعادی تجمعی سهام وجود دارد. اکثر مطالعات قبلی در مورد تأثیر اعلان های انتشار اوراق بر بازده قیمت سهام در

بازارهای مختلف از جمله بازارهای نوظهور، دوره‌های قبل از بحران مالی را در نظر گرفته‌اند. بنابراین مطالعه تأثیر اعلامی انتشار اوراق بر بازده قیمت سهام پس از بحران مالی جهانی باید به ادبیات و سیاستگذاران کمک کند. علاوه بر این، بررسی تأثیر ویژگی‌های اوراق مانند اندازه شرکت، اهرم، تغییر در اهرم و اندازه نسبی اوراق بر بازده غیرعادی قیمت سهام جالب خواهد بود.

انتشار اوراق قرضه شرکتی دارای چندین نقطه ضعف است. به عنوان مثال، اگر شرکت نتواند بهره اوراق قرضه بازدهی به دست آورد، اهرم مالی ای که از طریق انتشار اوراق بهادار (با بهره ثابت) به وجود می‌آید باعث افت شدید سود هر سهم خواهد شد. یا شرکت مجبور است اصل و بهره اوراق قرضه را در موعد مقرر بپردازد. همچنین، شرکت ممکن است تعهد کند که هر سال مبلغی به عنوان وجوه استهلاک تدریجی وام پرداخت کند. اگر به دلایلی نقدینگی شرکت در آینده نامناسب گردد، ممکن است نتواند به موقع به تعهدات خود عمل کند و ناتوانی در پرداخت معوقات ممکن است منجر به ورشکستگی شرکت گردد.

اعلام انتشار اوراق قرضه می‌تواند به عنوان یک سیگنال بازار برای سرمایه‌گذاران و ناشران باشد. نتایج شواهدی را برای دانشگاهیان و همچنین دست‌اندرکاران بازار فراهم می‌کند که بازار در شکل نیمه قوی خود نیست زیرا بازده غیرعادی را می‌توان از اعلام انتشار اوراق مشارکت به دست آورد. یافته‌ها به موقع و مرتبط با مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است که به دنبال انتشار اوراق قرضه هستند زیرا اطلاعات مفید و کاربردی در مورد تأثیرات قیمت سهام آنها ارائه می‌دهد. از این رو، انتظار می‌رود که نتایج به نفع جامعه، دانشگاهیان و دست‌اندرکاران بازار باشد زیرا این اطلاعات دانش و درک بازار اوراق قرضه را عمیق‌تر می‌کند.

پیشنهادهای برخواسته از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

- (۱) با توجه به یافته‌های پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، در خصوص توجه به نوع استراتژی شرکت در هنگام خرید سهام دقت کنند؛ زیرا نوع استراتژی شرکت نقش موثری در نوع بازده عادی یا غیرعادی شرکت دارد.
- (۲) با توجه به یافته‌های پژوهش به سرمایه‌گذاران بورس اوراق و بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد که استفاده از ابزارهای مالی، متناسب با شرایط مختلف اقتصادی می‌تواند در انتخاب مناسب نوع سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران کمک کند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی به شرح زیر است:

۱. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به محققین پیشنهاد می‌شود، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی ( تورم، رشد اقتصادی و ...) بر رابطه بین بازدهی بازده بازار سهام با انتشار اوراق بررسی شود.
۲. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به محققین پیشنهاد می‌شود، تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین بازدهی بازده بازار سهام با انتشار اوراق بررسی شود.

## منابع

- خان محمدی محمدحامد، اسدی اصغر و محسنی دهکلانی نرگس. (۱۳۹۸). پویایی شوک بازارهای موازی با بازار سهام بر بازدهی سهام (رویکرد مدل‌های تغییر پارامتر زمان). چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۲۳، ۶۱-۸۵.
- رضایی جواد (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین فشار جو روانی بازار با بازده غیرعادی سهام و بازده غیرعادی انباشته شده شرکتها. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. عسگرنژاد نوری باقر. (۱۳۹۷). عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فراتحلیل. فصلنامه مدیریت و تامین مالی.
- فرمپهینی فراهانی، محمدرضا و محمدی، سیدموسی و مشتاق، وحیدرضا. (۱۳۹۷). تاثیر افزایش بهره وام های بانکی بر انتشار اوراق قرضه شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد در توسعه پایدار، مشهد.
- قوت دین، محمدسعید. (۱۴۰۱). تاثیر عدم اطمینان بازار سرمایه و نوسانات ارتباط با موسسات مالی بر بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، نخستین کنفرانس ملی تحول گرایی در مدیریت، شیراز.
- Akhtar Tahir. (۲۰۲۱). Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets. *Borsa Istanbul Review*.
- Aloui, C. and Hkiri, B. (۲۰۱۴). Co-movements of GCC emerging stock markets: new evidence from wavelet coherence analysis. , *Economic Modelling*, Vol. ۳۶, January, pp. ۴۲۱-۴۳۱
- Dastghir, M., & Sharifi Mobarake, R., (۲۰۱۱). Examining relationship between cash flows with stock return. *Journal of Auditing*. ۵۲: ۱-۵.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Whited, T., (۲۰۱۱). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics* ۹۹, ۲۳۵-۲۶۱.
- Fama, E.F., Fischer, L., Jensen, M.C., & Roll, R. (۱۹۶۹). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, ۱۰(۱), ۱-۲۱.
- Fisher, L., (۱۹۵۹). Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *Journal of Political Economy* ۶۷, ۲۱۷-۲۳۷
- Fujimoto, A., & Masahiro W. (۲۰۰۶). Time-varying liquidity risk and the cross section of stock returns. Available at: <http://papers.ssrn.com/id=۹۰۶۳۲۷>.
- Habib, A. (۲۰۰۸). The role of accruals and cash flows in explaining security returns. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, ۱۷: ۵۱-۶۶.

- Hsieh, S. (۲۰۱۴). The causal relationships between stock returns, trading volume, and volatility. *International Journal of Managerial Finance*. ۱۰(۲): ۲۱۸ – ۲۴۰.
- Kozak Serhiy . (۲۰۲۲). Dynamics of bond and stock returns. *Journal of Monetary Economics*.
- Lam, K. S. K. (۲۰۰۲). The relationship between size, book-to-market equity ratio. *Journal of Banking & Finance*, ۳۱ (۲): ۴۵۵-۴۷۵.
- Li, G. (۲۰۱۶). Growth options, dividend payout ratios and stock returns. *Studies in Economics and Finance*. ۳۳(۴): ۶۳۸ – ۶۵۹.
- Li Xiyang .(۲۰۲۲). Predictability of stock market returns: New evidence from developed and developing countries. *Global Finance Journal*.
- Lonkani, R., & Firth, M. (۲۰۰۵). The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and their relationships with stock market valuation. *Journal of Accounting and Business Research*, ۳۵: ۲۶۹-۲۸۶.
- Khan Nasir .(۲۰۲۳). Do geopolitical oil price risk influence stock market returns and volatility of Pakistan: Evidence from novel non-parametric quantile causality approach. *Resources Policy*.
- Marfatia, H.A. (۲۰۱۷). A fresh look at integration of risks in the international stock markets: a wavelet approach. *Review of Financial Economics*, Vol. ۳۴ No. ۱, pp. ۳۳-۴۹.
- Mehrani, S., Mehrani, K., & Karami, G. R. (۲۰۰۴). Using of historical financial and nonfinancial information to distinguish successful and unsuccessful firms. *Journal of The Accounting and Auditing Review*. ۳۸: ۷۷-۹۲.
- Rhodes.Meredith E. (۲۰۲۳). ETF ownership and firm-specific information in corporate bond returns. *Journal of Financial Markets*.
- Sherif, M. and Erkol, C.T. (۲۰۱۷). Sukuk and conventional bonds: shareholder wealth perspective. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. ۸ No. ۴, pp. ۳۴۷-۳۷۴.