



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بسمه تعالی

شماره : دانشگاه علامه طباطبائی  
تاریخ : دانشکده حسابداری و مدیریت  
پیوست :

### صورتجلسه دفاعیه رساله دکتری

با تأییدات خداوند متعال رساله آقای ابراهیم نوروزیگی دانشجوی مقطع دکتری رشته تحصیلی حسابداری  
گرایش --- تحت عنوان :

« اندازه گیری ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی و نقش آن در ارزش گذاری  
که به راهنمایی دکتر ثقفی تنظیم گردیده است در جلسه مورخه ۹۱/۶/۲۸ با حضور اعضای هیات داوران مطرح و با نمره  
( ۱۹٫۵ ) و درجه ( عالی ) نمره به حروف ( نوزده و نیم ) به تصویب رسید. اس  
اعضاء هیات داوران :

سمت	نام و نام خانوادگی	امضاء
استاد راهنما	دکتر علی ثقفی	
استاد مشاور ۱	دکتر رحمانی	
استاد مشاور ۲	دکتر مرادزاده فرد	
استاد داور ۱	دکتر یحیی حساس یگانه	
استاد داور ۲	دکتر حسین اعتمادی	
نماینده تحصیلات تکمیلی دانشکده	دکتر مجید شریعت پناهی	

۱۳ - ۱۲/۹۹ : درجه قابل قبول  
کمتر از ۱۴ : مردود

۲۰ - ۱۹ : درجه عالی  
۱۷ - ۱۸/۹۹ : درجه بسیار خوب  
۱۶/۹۹ - ۱۵ : درجه خوب



رساله دکتری در رشته مسابرداری

**«اندازه‌گیری ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی و نقش آن در ارزش‌گذاری»**

استاد راهنما

دکتر علی ثقفی

اساتید مشاور

دکتر مهدی مرادزاده فرد- دکتر علی رحمانی

نگارش

ابراهیم نوروزیگی

تابستان

۱۳۹۱

تقدیرم به پدر و مادرم که از نگاهشان صلابت، از رفتارشان محبت و از  
صبرشان ایستادگی را آموختم؛

تقدیرم به استاد و برادر عزیزم «دکتر مهدی مرادزاده فرد» که نه تنها  
مشوق من در ادامه تحصیل بود، بلکه صمیمیت و صفای او بهترین  
درس‌ها را به من آموخته است.

تقدیرم به همسر فویم، به فاطمه تمام کمک‌هایش در دوران سختی و  
مشکلات، که موجب روشن ماندن نور امید در درونم می‌گشت.

## تشکر و قدردانی

پروردگارم را سپاسگزارم که هر چه دارم از اوست...

در اینجا بر خود لازم می‌دانم از لطف و راهنمایی‌های بی‌دریغ اشخاص بسیاری که در انجام این تحقیق، اینجانب را یاری داده‌اند، نهایت سپاس و قدردانی را به عمل آورم:

با تشکر فراوان از استاد محترم، دکتر علی ثقفی که علاوه بر بهره‌مندی از دانش ایشان در طول دوران تحصیل و نیز در انجام این پژوهش، از لطف و راهنمایی‌های پدران‌شان بهره‌مند بوده‌ام و امیدوارم در آینده نیز بتوانم از راهنمایی‌های گره‌گشا و ارزنده‌شان استفاده کنم.

با سپاس بی‌پایان از استادان گرامی، دکتر مهدی مرادزاده فرد و دکتر علی رحمانی که بر من منت نهادند و زحمت مشاوره‌ی رساله‌ی مرا بر عهده گرفته‌اند.

با سپاس فراوان از استادان ارجمند، دکتر یحیی حساس یگانه و دکتر حسین اعتمادی که با کمال حسن‌نیت، زحمت ارزیابی و داوری این رساله را پذیرفته‌اند.

با تشکر فراوان از اساتید عزیزم در دوره دکتری و دیگر مقاطع تحصیلی که مطمئناً بدون بهره‌گیری از نور وجودشان پیمودن این راه میسر نبود.

با تشکر فراوان از دوستان بسیار خوبم، خانم‌ها سپیده حسامی، مژگان رباط میلی و هدی همتی و نیز آقایان مجید معتمدی فاضل و پیمان مسلمی به خاطر کمک‌هایی که در مراحل مختلف انجام تحقیق از آن بهره‌مند شده‌ام.

با تشکر از خانم‌ها سمیه جمشیدی و الهه مهدی که در جمع‌آوری اطلاعات و گاه تجزیه و تحلیل کمک شایانی به اینجانب نمودند.

از دوستان هم‌دوره‌ای در مقطع دکتری و کارشناسی ارشد، به خاطر کمک‌ها، حمایت‌ها و دوستی‌هایشان سپاسگزارم.

همچنین وظیفه‌ی خود می‌دانم تا از تمامی بزرگوارانی که نامی از آنها برده نشد، ولی هر یک به نحوی در به انجام رسیدن این تحقیق مرا یاری دادند، مراتب قدردانی و امتنان خود را ابراز دارم.

ابراهیم نوروزبگی

شهریور ۱۳۹۱

## چکیده

تحقیقات حسابداری اندکی در خصوص تبیین ریسک از طریق داده‌های بنیادی صورت گرفته است و بیشتر در مورد نقش اطلاعات مالی جهت اندازه‌گیری بازده سهام تاکید شده است. در این تحقیق دو پرسش مد نظر قرار گرفته است: (۱) آیا معیارهای ریسک مبتنی بر اطلاعات حسابداری با ارزیابی‌های بازار و قیمت‌گذاری ریسک توسط آن ارتباط دارد؟ (۲) اگر چنین است، آیا مدل پایه‌گذاری شده بر اساس این معیارهای ریسک مبتنی بر اطلاعات حسابداری نسبت به مدل‌های رایج بازار (مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل فاما و فرنچ) در ارزش‌گذاری سهام کارا تر است؟ نتایج حاصل از بررسی ۸۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ نشان داد که معیارهای ریسک مبتنی بر اطلاعات حسابداری می‌تواند ریسک قیمت‌گذاری شده توسط بازار را به خوبی توجیه کند و با معیارهای ریسک رایج در بازار همخوانی دارد. همچنین خطای ارزش‌گذاری مدل مبتنی بر متغیرهای بنیادی نسبت به مدل‌های رایج بازار کمتر و هزینه سرمایه تعیین شده از طریق آن همبستگی بیشتری با هزینه سرمایه ضمنی دارد. این در حالی است که علی‌رغم آشنایی کمتر محققان و فعالان بازار، محاسبه ریسک مبتنی بر اطلاعات حسابداری کار پیچیده‌ای تلقی نمی‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** معیارهای ریسک مبتنی بر اطلاعات حسابداری<sup>۱</sup>، ریسک قیمت‌گذاری شده<sup>۲</sup>، بتای بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup>، انحراف استاندارد بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۴</sup>، انحراف استاندارد سود عملیاتی<sup>۵</sup>، انحراف استاندارد سود مستمر<sup>۶</sup>.

---

<sup>1</sup> Accounting-Based Risk Measures

<sup>2</sup> Priced Risk

<sup>3</sup> Excess Return on Equity Beta

<sup>4</sup> Excess Return on Equity Standard deviation

<sup>5</sup> Operating Income Standard deviation

<sup>6</sup> Incurring Income Standard deviation

## فهرست مطالب

۱.....	فصل اول: کلیات تحقیق
۲.....	مقدمه
۳.....	بیان مسأله
۵.....	مدل ارزشیابی و تعیین معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی
۷.....	ارزش فعلی براساس نرخ بدون ریسک
۸.....	رابطه بین معیار قیمتی ریسک و هزینه سرمایه
۹.....	اهمیت و ضرورت تحقیق
۱۰.....	اهداف تحقیق
۱۱.....	پرسش و مدل‌های مفهومی تحقیق
۱۲.....	دسته اول- ارتباط صرف ریسک با متغیرهای بنیادی
۱۳.....	دسته دوم- ارتباط مازاد بازده سهام با متغیرهای بنیادی
	دسته سوم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه فضای
۱۴.....	ارزش‌گذاری
	دسته چهارم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه همبستگی با
۱۵.....	هزینه سرمایه ضمنی
	دسته پنجم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه توانایی تبیین
۱۶.....	بازده سهام ارزشی و بازده سهام رشدی
	دسته ششم- ارتباط معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی با فاکتورهای محرک ریسک معرفی
۱۸.....	شده در ادبیات مالی
۱۹.....	فرضیه‌های تحقیق
۱۹.....	فرضیه‌های دسته اول- ارتباط صرف ریسک با متغیرهای بنیادی
۲۰.....	فرضیه‌های دسته دوم- ارتباط مازاد بازده سهام با متغیرهای بنیادی



فرضیه‌های دسته سوم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه فصلی ارزش‌گذاری .....	۲۰
فرضیه‌های دسته چهارم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه همبستگی با هزینه سرمایه ضمنی .....	۲۱
فرضیه‌های دسته پنجم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه توانایی تبیین بازده سهام ارزشی و بازده سهام رشدی .....	۲۱
فرضیه‌های دسته ششم- ارتباط معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی با فاکتورهای محرک ریسک محرفی شده در ادبیات مالی .....	۲۲
متغیرهای تحقیق .....	۲۳
متغیرهای بنیادی .....	۲۳
سایر متغیرها .....	۲۳
جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه .....	۲۶
روش شناسی تحقیق .....	۲۷
روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها .....	۲۸
ساختار پیشنهادی تحقیق .....	۲۸
<b>فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه‌ی تحقیق .....</b>	<b>۳۰</b>
مقدمه .....	۳۱
بخش اول: مبانی نظری تحقیق .....	۳۲
مفهوم ارزش .....	۳۲
ارزش اقتصادی .....	۳۳
ارزش منصفانه یا ارزش متعارف .....	۳۳
ارزش دفتری .....	۳۴
ارزش ذاتی .....	۳۴
ارزش بازار .....	۳۵

۳۶.....	مفاهیم و مدل‌های ارزش‌گذاری
۳۶.....	تصریف ارزش‌گذاری
۳۶.....	رویکردهای ارزش‌گذاری
۳۶.....	رویکردهای ارزش‌گذاری بر مبنای دارایی‌ها
۳۷.....	رویکردهای ارزش‌گذاری جریان‌های نقدی تنزیل شده
۳۸.....	رویکردهای ارزش‌گذاری نسبی
۳۸.....	رویکردهای ارزش‌گذاری مق افتیار
۳۹.....	مدل تنزیل سود تقسیمی
۴۰.....	حالت‌های مختلف مدل
۴۰.....	مدل رشد گوردون
۴۱.....	نرخ رشد ثابت
۴۲.....	تداوم نرخ رشد ثابت
۴۲.....	محدودیت‌های مدل
۴۳.....	مدل تنزیل سود تقسیمی دو مرحله‌ای
۴۴.....	مماسبه ارزش نهایی
۴۴.....	محدودیت‌های مدل
۴۶.....	مدل H ارزش‌گذاری
۴۷.....	محدودیت‌های مدل
۴۷.....	مدل تنزیل سود تقسیمی سه مرحله‌ای
۴۸.....	محدودیت‌های مدل
۴۹.....	مدل‌های ارزش‌گذاری سود باقی‌مانده
۵۰.....	سود اقتصادی و ارزش افزوده بازار
۵۱.....	ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار
۵۲.....	ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار
۵۳.....	ریسک
۵۳.....	ماهیت ریسک

۵۴	ریسک و ارزش‌گذاری
۵۴	ریسک تنوع‌پذیر و غیر تنوع‌پذیر
۵۴	مؤلفه‌های ریسک
۵۶	مدل‌های اندازه‌گیری ریسک بازار
۵۷	مدل قیمت‌گذاری دارائی‌های سرمایه‌ای
۵۷	الف) مفروضات مدل قیمت‌گذاری دارائی‌های سرمایه‌ای
۵۸	ب) انواع پورتهوی سرمایه‌گذاران در مدل قیمت‌گذاری دارائی‌های سرمایه‌ای
۵۸	ج) اندازه‌گیری ریسک بازاری یک دارایی فاص
۵۹	د) اندازه‌گیری ریسک غیرقابل تنوع‌بخشی
۵۹	ه) استاندارد سازی کواریانس‌ها
۶۰	و) مناسبی بازدهی مورد انتظار
۶۰	مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ
۶۱	الف) مفروضات مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ
۶۱	ب) منابع ریسک بازار
۶۲	ج) اثر تنوع‌بخشی
۶۲	د) بازده مورد انتظار و بتا
۶۳	ه) مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ در عمل
۶۳	مدل‌های چندعاملی
۶۴	به‌دست آوردن یک مدل چندعاملی
۶۵	مدل‌های رگرسیون یا نمایندگی
۶۵	مدل سه متغیره فاما و فرنچ
۶۸	تملیل مقایسه‌ای مدل‌های ریسک و بازده
۷۱	اجزای ریسک: رویکرد بنیادی
۷۱	ریسک سیاسی
۷۱	ریسک تجاری
۷۲	ریسک نرخ بهره

۷۲.....	ریسک نرخ تورم.....
۷۲.....	ریسک مالی.....
۷۲.....	ریسک نقدشوندگی.....
۷۲.....	ریسک نرخ ارز.....
۷۳.....	<b>بخش دوم: پیشینه‌ی تحقیق.....</b>
۷۳.....	<b>تمقیقات مرتبط در سایر کشورها.....</b>
۷۳.....	نکراسو و شرف (۲۰۰۹).....
۷۵.....	گینر و ریورت (۲۰۰۶).....
۷۷.....	فیانتگ چنگ (۲۰۰۴).....
۷۸.....	بگینسکی و واهلن (۲۰۰۳).....
۸۳.....	علی، هوانگ و ترومبلی (۲۰۰۳).....
۸۳.....	اوهانلن و پیسنل (۲۰۰۲).....
۸۴.....	بگلی و فلتهاج (۲۰۰۲).....
۸۵.....	کریستن سن، فلتهاج و وو (۲۰۰۲).....
۸۷.....	کلاس و توماس (۲۰۰۱).....
۸۷.....	نیسیم و پنمن (۲۰۰۱).....
۸۹.....	فلتهاج و اوهلسن (۱۹۹۹).....
۹۰.....	مایرس (۱۹۹۹).....
۹۳.....	فرانکل و لی (۱۹۹۸).....
۹۴.....	فاما و فرنچ (۱۹۹۲، ۱۹۹۳ و ۱۹۹۵).....
۹۴.....	<b>تمقیقات مرتبط در ایران.....</b>
۹۴.....	معتمدی (۱۳۸۸).....
۹۵.....	میدرنیا (۱۳۸۶).....
۹۷.....	همتی (۱۳۸۶).....
۹۸.....	محمودآبادی (۱۳۸۵).....
۱۰۰.....	امدیپور (۱۳۷۸).....
۱۰۱.....	<b>مداول خلاصه شده مرتبط با پیشینه تحقیق.....</b>

۱۰۴.....	خلاصه مطالب فصل دوم .....
۱۰۶.....	<b>فصل سوم: روش تحقیق.....</b>
۱۰۷.....	مقدمه .....
۱۰۷.....	طرح کلی تحقیق.....
۱۰۸.....	بیان مسأله .....
۱۰۹.....	مدل ارزشیابی و تعیین معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی.....
۱۱۲.....	ارزش فعلی براساس نرخ بدون ریسک.....
۱۱۳.....	رابطه بین معیار قیمتی ریسک و هزینه سرمایه .....
۱۱۴.....	پرسش و مدل‌های مفهومی تحقیق .....
۱۱۴.....	دسته اول- ارتباط صرف ریسک با متغیرهای بنیادی.....
۱۱۵.....	دسته دوم- ارتباط مازاد بازده سهام با متغیرهای بنیادی.....
	دسته سوم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه فطای
۱۱۶.....	ارزش‌گذاری.....
	دسته چهارم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه همبستگی با
۱۱۷.....	هزینه سرمایه ضمنی.....
	دسته پنجم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه توانایی تبیین
۱۱۸.....	بازده سهام ارزشی و بازده سهام رشدی.....
	دسته ششم- ارتباط معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی با فاکتورهای محرک ریسک معرفی
۱۲۰.....	شده در ادبیات مالی .....
۱۲۱.....	فرضیه‌های تحقیق.....
۱۲۱.....	فرضیه‌های دسته اول- ارتباط صرف ریسک با متغیرهای بنیادی .....
۱۲۲.....	فرضیه‌های دسته دوم- ارتباط مازاد بازده سهام با متغیرهای بنیادی .....

- فرضیه‌های دسته سوم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه  
 ۱۲۲..... فطای ارزش‌گذاری
- فرضیه‌های دسته چهارم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه  
 ۱۲۳..... همبستگی با هزینه سرمایه ضمنی
- فرضیه‌های دسته پنجم- کارایی مدل مورد استفاده در این تحقیق نسبت به مدل‌های رایج از جنبه  
 ۱۲۳..... توانایی تبیین بازده سهام ارزشی و بازده سهام رشدی
- فرضیه‌های دسته ششم- ارتباط معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی با فاکتورهای ممرک ریسک  
 ۱۲۴..... معرفی شده در ادبیات مالی
- جامعه آماری ..... ۱۲۵
- نمونه آماری و شرایط انتخاب نمونه ..... ۱۲۵
- دوره زمانی تحقیق ..... ۱۲۹
- منابع اطلاعاتی و نحوه جمع‌آوری اطلاعات ..... ۱۲۹
- آماده‌سازی داده‌ها برای پردازش ..... ۱۳۰
- اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق ..... ۱۳۰
- متغیرهای بنیادی ..... ۱۳۰
- سایر متغیرها ..... ۱۳۱
- نمونه اندازه‌گیری نرخ رشد ..... ۱۳۳
- برآورد ارزش فعلی براساس نرخ بدون ریسک ..... ۱۳۴
- برآورد کوواریانس ریسک ..... ۱۳۵
- برآورد فاکتور مساسیت (بتا) ..... ۱۳۵
- برآورد فاکتور معرف ریسک ..... ۱۳۶
- برآورد ارزش از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ..... ۱۳۷
- برآورد ارزش از طریق مدل فاما و فرنچ ..... ۱۳۸
- برآورد در سطح پورترفوی و صنعت ..... ۱۳۸

۱۳۹.....	روش‌های آماری مورد استفاده در تحقیق
۱۴۰.....	تخمین مدل‌های رگرسیون با داده‌های تلفیقی
۱۴۰.....	مدل اثرات مشترک
۱۴۰.....	مدل اثرات ثابت
۱۴۱.....	مدل اثرات تصادفی
۱۴۱.....	آزمون F برای انتخاب بین اثرات ثابت و مشترک
۱۴۱.....	آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی
۱۴۲.....	بررسی فروض کلاسیک رگرسیون قطعی
۱۴۳.....	آزمون کلموگروف-اسمیرنوف
۱۴۳.....	آزمون‌های مقایسه میانگین‌های دو گروه مستقل
۱۴۳.....	آزمون مقایسه میانگین‌های دو گروه مستقل به شیوه پارامتری
۱۴۵.....	آزمون مقایسه میانگین‌های دو گروه مستقل به شیوه ناپارامتری
۱۴۶.....	تلیل همبستگی
۱۴۶.....	ضریب همبستگی پیرسون
۱۴۷.....	ضریب همبستگی اسپرمن
۱۴۷.....	ضریب همبستگی کندال
۱۴۷.....	آزمون وُنگ
۱۴۷.....	آزمون‌های آماری فرضیه‌ها
۱۴۸.....	آمار توصیفی
۱۴۸.....	بررسی متقارن بودن توزیع از طریق
۱۴۸.....	میان
۱۴۸.....	ضریب چولگی
۱۴۸.....	ضریب کشیدگی
۱۴۹.....	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته اول
۱۴۹.....	فرضیه اول

۱۴۹	فرضیه دوم.....
۱۴۹	فرضیه سوم و چهارم.....
۱۵۰	فرضیه پنجم.....
۱۵۰	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته دوم.....
۱۵۰	فرضیه‌های ششم و هفتم.....
۱۵۰	فرضیه‌های هشتم و نهم.....
۱۵۱	فرضیه دهم.....
۱۵۱	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته سوم.....
۱۵۱	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته چهارم.....
۱۵۲	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته پنجم.....
۱۵۳	روش آزمون تجربی فرضیه‌های مرتبط با دسته ششم.....
۱۵۳	روش شناسی تحقیق.....
۱۵۴	اعتبار درونی تحقیق.....
۱۵۴	اعتبار بیرونی تحقیق.....
۱۵۵	فلاصه فصل.....
۱۵۶	<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها.....</b>
۱۵۷	مقدمه.....
۱۵۷	تحلیل توصیفی داده‌ها.....
۱۵۷	نتایج آماره‌های توصیفی.....
۱۶۶	نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق.....
۱۶۶	نتایج آزمون دسته اول فرضیه‌های تحقیق- ارتباط صرف ریسک با متغیرهای بنیادی.....
۱۶۶	فرضیه اول.....
۱۶۷	فرضیه دوم.....
۱۶۸	فرضیه سوم.....
۱۶۸	فرضیه چهارم.....



۱۶۹.....	فرضیه پنجم.....
۱۷۱.....	نتایج آزمون دسته دوم فرضیه‌های تمقیق- ارتباط مازاد بازده سهام با متخیرهای بنیادی.....
۱۷۱.....	فرضیه ششم.....
۱۷۲.....	فرضیه هفتم.....
۱۷۳.....	فرضیه هشتم.....
۱۷۴.....	فرضیه نهم.....
۱۷۴.....	فرضیه دهم.....
	نتایج آزمون دسته سوم فرضیه‌های تمقیق- کارایی مدل مورد استفاده در این تمقیق نسبت به
۱۷۶.....	مدلهای رایج از جنبه قطعی ارزش‌گذاری.....
۱۷۶.....	فرضیه یازدهم.....
۱۷۸.....	فرضیه دوازدهم.....
۱۸۱.....	فرضیه سیزدهم.....
۱۸۳.....	فرضیه چهاردهم.....
۱۸۵.....	فرضیه پانزدهم.....
۱۸۷.....	فرضیه شانزدهم.....
	نتایج آزمون دسته چهارم فرضیه‌های تمقیق- کارایی مدل مورد استفاده در این تمقیق نسبت به
۱۸۹.....	مدلهای رایج از جنبه همبستگی با هزینه سرمایه ضمنی.....
۱۹۱.....	فرضیه هفدهم.....
۱۹۴.....	فرضیه هجدهم.....
	نتایج آزمون دسته پنجم فرضیه‌های تمقیق- کارایی مدل مورد استفاده در این تمقیق نسبت به
۱۹۶.....	مدلهای رایج از جنبه توانایی تبیین بازده سهام ارزشی و بازده سهام رشدی.....
۱۹۷.....	فرضیه نوزدهم.....
۲۰۰.....	فرضیه بیستم.....
۲۰۴.....	فرضیه بیست و یکم.....
۲۰۸.....	فرضیه بیست و دوم.....
۲۱۰.....	فرضیه بیست و سوم.....

۲۱۵.....	فرضیه بیست و چهارم
	نتایج آزمون دسته ششم فرضیه‌های تحقیق- ارتباط معیار ریسک مبتنی بر متغیرهای بنیادی با
۲۱۸.....	فاکتورهای محرک ریسک معرفی شده در ادبیات مالی
۲۱۹.....	فرضیه بیست و پنجم
۲۲۰.....	فرضیه بیست و ششم
۲۲۱.....	فرضیه بیست و هفتم
۲۲۲.....	فرضیه بیست و هشتم
۲۲۳.....	فرضیه بیست و نهم
۲۲۴.....	فصل
۲۲۵.....	<b>فصل پنجم: خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادها</b>
۲۲۶.....	مقدمه
۲۲۶.....	خلاصه تحقیق
۲۳۵.....	نتیجه‌گیری
۲۳۷.....	محدودیت‌های تحقیق
۲۳۹.....	پیشنهادها و تحقیق
۲۳۹.....	پیشنهادهای برگرفته از نتایج تحقیق
۲۴۰.....	پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی
۲۴۱.....	فصل
۲۴۲.....	منابع
۲۴۲.....	منابع
i.....	منابع فارسی
iii.....	منابع انگلیسی

## فصل اول: کلیات تحقیق

## مقدمه

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که از آن به عنوان یکی از اهرم‌های قوی توسعه یاد می‌شود. اما به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند موجب رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن نیز می‌تواند موجب رکود اقتصادی شود. بنابراین، رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلندمدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل تاثیر گذار بر آن، امکان پذیر نیست. از جمله‌ی این عوامل، ریسک و بازده سرمایه‌گذاری است. (شارپ، الکساندر، و بایلی، ۱۳۸۸)

سرمایه‌گذاری به عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی است که از تقابل این دو، ترکیب‌های گوناگون سرمایه‌گذاری به دست می‌آید. از یک طرف، سرمایه‌گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه هستند؛ که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد. به عبارت دیگر، تمامی تصمیمات سرمایه‌گذاری براساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد.

به‌طور معمول، سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. به‌همین خاطر است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای خطر، امتناع می‌کنند. با توجه به میزان خطر و ریسک سرمایه‌گذاری، انتظار کسب سود و بازده متناسب وجود دارد. معمولاً سرمایه‌گذاران به‌وسیله تجزیه و تحلیل‌های مالی خود به دنبال بازده متناسب با توجه به ریسک مربوط هستند. در یک بازار متعارف که در آن عوامل بازار، اطلاعات در اختیار خود دارند، بازده بالا همواره ریسک بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت. این موضوع موجب می‌شود که همواره تصمیم‌گیری جهت سرمایه‌گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت گیرد و یک سرمایه‌گذار همواره دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود مدنظر قرار دهد. (راعی و تلنگی، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، ۱۳۸۳)

به‌منظور هدایت پس‌اندازها به سمت سرمایه‌گذاری، وجود ساز و کارهای ساختارمند مالی از ضروریات است، تا امکان تخصیص بهینه منابع محدود مالی از بخش‌های دارای مازاد به سمت بخش‌های دارای کسری فراهم شود تا به تبع آن سایر بخش‌های اقتصادی نیز به سمت توسعه اقتصادی رهنمون شود. از جمله‌ی این سازو کارها نحوه ارزش‌گذاری و مدلها و روشهای انجام آن است.