





دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی حسابداری

تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام

استاد راهنما:

دکتر سید عباس هاشمی

استاد مشاور:

دکتر داریوش فروغی

پژوهشگر:

حسین جلالی مقدم

آبان ماه ۱۳۹۱

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات
و نوآوری های ناشی از تحقیق موضوع این پایان
نامه متعلق به دانشگاه اصفهان است.



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی حسابداری آقای حسین جلالی مقدم
تحت عنوان

تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام

در تاریخ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه به تصویب نهایی رسید.

۱- استاد/ استادان راهنمای پایان نامه دکتر سید عباس هاشمی با مرتبه‌ی علمی استادیار امضاء

۲- استاد/ استادان مشاور پایان نامه دکتر داریوش فروغی با مرتبه‌ی علمی استادیار امضاء

۳- استاد/ استادان داور داخل گروه دکتر عبدا... خانی با مرتبه‌ی علمی استادیار امضاء

۴- استاد/ استادان داور خارج از گروه دکتر رزیتا مؤید فر با مرتبه‌ی علمی استادیار امضاء

امضای مدیر گروه

سپاسگزاری

حمد و سپاس خداوندی را که، همواره با من بوده و هست، خدایی را که یاریم می کند، خدایی که گوشه هایی از علم و دانش بی انتهایش را بر من ارزانی نموده است.

حمد و سپاس پدر و مادری را که با زحماتشان، با تلاش هایشان، با دلگرمی هایشان، در همه حال یاری ام کرده اند و بر اشتیاقم در تحصیل علم و دانش افزوده اند.

بر خود لازم می دانم از راهنمایی های بی دریغ استاد بزرگوارم جناب آقای دکتر سید عباس هاشمی که با صبر و حوصله ی فراوان خویش در تمام دوران نگارش پژوهش، مرا از راهنمایی های ارزنده ی خویش بهره مند نمودند و از مشاوره های راهگشای استاد ارجمندم جناب آقای دکتر داریوش فروغی سپاسگزاری کنم.

نگارش این پایان نامه بدون حمایت ها و کمک های همسر مهربانم رؤیا مقدور نبود، بابت تمام زحماتش ممنونم.

تقدیم به:

پدر عزیزم به خاطر عشق پدرانه اش که از محبت سیراب نمود.

مادر مهربان برای عشق پاک و بی ادعایش که بهترین ها و زیباترین ها را به من

آموخت.

و همسر فداکارم که با تمامی مهربانی ها و دلگرمی هایش یار و همراهم بود.

فهرست مطالب

عنوان صفحه

فصل اول: کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه.....	۱
۲-۱- بیان مسأله پژوهش.....	۲
۳-۱- اهداف پژوهش.....	۴
۴-۱- اهمیت و ارزش پژوهش.....	۵
۵-۱- کاربرد نتایج پژوهش.....	۶
۶-۱- فرضیه های پژوهش.....	۶
۷-۱- روش پژوهش.....	۷
۸-۱- جامعه و نمونه آماری.....	۷
۹-۱- روش و ابزار گردآوری داده ها.....	۸
۱۰-۱- ابزار تجزیه و تحلیل.....	۸
۱۱-۱- کلید واژه ها.....	۹
۱۲-۱- خلاصه فصل.....	۱۰

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲- مقدمه.....	11
۲-۲- حسابداری تعهدی و علت به وجود آمدن آن.....	12
۳-۲- اقلام تعهدی.....	13
۲-۳-۱- طبقه بندی اقلام تعهدی و قابلیت اتکای آنها.....	۱۵
۲-۳-۲- رویکرد تحقیقی در ارتباط با سودمندی اقلام تعهدی در پیش بینی جریان های نقد آتی.....	19
۲-۳-۳-۱- رویکرد ارتباط ارزشی.....	19
۲-۳-۳-۲- رویکرد محتوای اطلاعاتی.....	20

21	..... رویکرد پیش بینی..... ۳-۲-۳-۲
21	..... رابطه اقلام تعهدی و سودهای آتی..... ۳-۳-۳
23	..... فرضیه بازار کارا و ارتباط آن با نابهنجاری های بازار..... ۴-۲
23	..... نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۵-۲
24	..... انواع نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۱-۵-۲
24	..... نابهنجاری اقلام تعهدی مبتنی بر ریسک..... ۱-۱-۵-۲
25	..... نابهنجاری اقلام تعهدی مبتنی بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی..... ۲-۱-۵-۲
26	..... ارزیابی نابهنجاری اقلام تعهدی در ارتباط با سایر نابهنجاری ها..... ۲-۵-۲
27	..... استدلال پایداری در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۳-۵-۲
28	..... استدلال رشد در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۴-۵-۲
29	..... تئوری نمایندگی تفسیری برای نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۵-۵-۲
29	..... اثر مدیریت سود بر نابهنجاری اقلام تعهدی..... ۶-۵-۲
30	..... مدیریت سود و انگیزه های مدیریت از انجام آن..... ۱-۶-۵-۲
32	..... تأمین مالی و شیوه های آن..... ۶-۲
۳۵	..... تأثیر روش های تأمین مالی بر بازده سهام..... ۱-۶-۲
۳۷	..... تأثیر نحوه مصرف عواید حاصل از روش های مختلف تأمین مالی بر بازده آتی سهام..... ۲-۶-۲
۳۸	..... نابهنجاری تأمین مالی خارجی..... ۷-۲
۳۹	..... ارتباط اقلام تعهدی و تأمین مالی..... ۸-۲
۴۰	..... مفهوم بازده سهام..... ۹-۲
۴۰	..... رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام..... ۱-۹-۲
۴۲	..... رابطه بین تأمین مالی و بازده سهام..... ۲-۹-۲
۴۴	..... اثر اندازه شرکت بر بازده سهام..... ۳-۹-۲
۴۵	..... ارتباط متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام..... ۴-۹-۲
۴۶	..... سایر عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام..... ۵-۹-۲
۴۷	..... مروری بر پژوهش های پیشین..... ۱۰-۲
۴۷	..... پژوهش های خارجی..... ۱-۱۰-۲
۵۰	..... پژوهش های داخلی..... ۲-۱۰-۲

۵۳ ۱۱-۲ - خلاصه فصل.....

فصل سوم: روش پژوهش

۵۴ ۱-۳ - مقدمه.....

۵۵ ۲-۳ - نوع پژوهش.....

۵۵ ۳-۳ - فرضیه های پژوهش.....

۵۶ ۴-۳ - جامعه و نمونه آماری.....

۵۶ ۱-۴-۳ - قلمرو پژوهش.....

۵۶ ۲-۴-۳ - روش نمونه گیری و حجم نمونه.....

۵۷ ۵-۳ - نحوه گردآوری و ابزار تجزیه و تحلیل اطلاعات.....

۵۸ ۶-۳ - مدل های پژوهش.....

۵۹ ۷-۳ - مراحل محاسبه متغیرها.....

۵۹ ۱-۷-۳ - متغیر وابسته.....

۶۳ ۲-۷-۳ - متغیرهای مستقل.....

۶۵ ۳-۷-۳ - متغیرهای کنترل.....

۶۵ ۱-۳-۷-۳ - اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام.....

۶۵ ۸-۳ - داده های ترکیبی و آزمون های مربوطه.....

۶۶ ۱-۸-۳ - مزایای استفاده از داده های ترکیبی.....

۶۷ ۲-۸-۳ - روش های تخمین در داده های ترکیبی.....

۶۷ ۱-۲-۸-۳ - آزمون F لیمر.....

۶۸ ۲-۲-۸-۳ - آزمون هاسمن.....

۶۸ ۹-۳ - روش های آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه ها.....

۶۸ ۱-۹-۳ - تحلیل رگرسیون.....

۶۸ ۲-۹-۳ - بررسی نقض فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک.....

۶۹ ۱-۲-۹-۳ - عدم ناهمسانی واریانس.....

۶۹ ۲-۲-۹-۳ - عدم خود همبستگی.....

۷۰ ۳-۹-۳ - آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون (آزمون t).....

۷۰	.....۴-۹-۳- ضریب تعیین
۷۰	.....۵-۹-۳- آزمون F فیشر
۷۱	.....۱۰-۳- خلاصه فصل

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۷۲	.....۱-۴- مقدمه
۷۳	.....۲-۴- آمار توصیفی
۷۴	.....۳-۴- آزمون تعیین نوع داده های ترکیبی
۷۶	.....۴-۴- آزمون فرضیه اول
۷۷	.....۵-۴- آزمون فرضیه دوم
۷۸	.....۶-۴- آزمون فرضیه سوم
۸۱	.....۷-۴- آزمون فرضیه چهارم
۸۲	.....۸-۴- آزمون فرضیه پنجم
۸۵	.....۹-۴- آزمون فرضیه ششم
۸۶	.....۱۰-۴- آزمون فرضیه هفتم
۹۰	.....۱۱-۴- خلاصه نتایج حاصل از برآورد مدل های پژوهش
۹۱	.....۱۲-۴- خلاصه فصل

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها

۹۲	.....۱-۵- مقدمه
۹۳	.....۲-۵- خلاصه موضوع پژوهش
۹۴	.....۳-۵- نتیجه گیری
۹۵	.....۱-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول
۹۵	.....۲-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم
۹۶	.....۳-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه سوم

۹۶	..... ۴-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه چهارم
۹۷	..... ۵-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه پنجم
۹۷	..... ۶-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه ششم
۹۸	..... ۷-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه هفتم
۹۸	..... ۴-۵- محدودیت های پژوهش
۹۹	..... ۵-۵- پیشنهادهای پژوهش
۹۹	..... ۱-۵-۵- پیشنهادهای مبتنی بر یافته های پژوهش
۱۰۰	..... ۲-۵-۵- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی
۱۰۱	..... ۶-۵- خلاصه فصل

فهرست جداول

صفحه	عنوان
۵۷	جدول ۳-۱: تفکیک شرکت ها بر اساس نوع صنعت.....
۷۳	جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.....
۷۵	جدول ۴-۲: خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای بررسی روش برآورد مدل های رگرسیونی.....
۷۶	جدول ۴-۳: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).....
۷۷	جدول ۴-۴: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۲) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).....
۷۹	جدول ۴-۵: نتایج برآورد مدل های رگرسیونی (۴-۳)، (۴-۴) و (۴-۵) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).
۸۱	جدول ۴-۶: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۶) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).....
۸۳	جدول ۴-۷: نتایج برآورد مدل های رگرسیونی (۴-۷)، (۴-۸) و (۴-۹) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).
۸۵	جدول ۴-۸: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱۰) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت).....
۸۷	جدول ۴-۹: نتایج برآورد مدل های رگرسیونی (۴-۱۱)، (۴-۱۲) و (۴-۱۳) با روش داده های تابلویی (اثرات ثابت)
۹۰	جدول ۴-۱۰: نتایج آزمون فرضیه های پژوهش.....

فصل سوم

روش پژوهش

۳-۱- مقدمه

پس از اینکه پژوهشگر در فرایند پژوهش با چارچوب نظری پیرامون موضوع پژوهش آشنا شد و پژوهش‌های مرتبط با موضوع را مورد بررسی قرار داد، خواهد توانست با دیدگاهی وسیع‌تر و ابعادی جدیدتر به موضوع پژوهش خود پردازد. همچنین خواهد توانست بر اساس چارچوب نظری پژوهش و روش‌های به کار گرفته شده در پژوهش‌های قبلی، روش مناسب را انتخاب و به نتایج بهتری دست یابد. یکی از مهمترین مراحل در انجام یک پژوهش علمی، مرحله اجرا و انجام پژوهش است. اینکه برای انجام یک مطالعه علمی از چه روش‌ها و ابزارهایی استفاده می‌شود، بسیار حائز اهمیت است. چرا که ابزارها و روش‌های مورد استفاده، بر قابل اتکا بودن نتایج حاصل از مطالعه و نیز قابل تعمیم بودن این نتایج به کل جامعه تأثیر بسزایی دارد.

در این فصل ابتدا نوع پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، جامعه و نمونه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه و نحوه جمع‌آوری داده‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل اطلاعات بیان می‌شود. سپس مدل‌های پژوهش، مراحل محاسبه متغیرها تشریح می‌شود. در نهایت روش شناختی پژوهش و آزمون‌های آماری مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل نتایج، مورد اشاره قرار می‌گیرد.

۳-۲- نوع پژوهش

پژوهش‌های علمی معمولاً بر اساس دو مبنای «هدف» و «ماهیت و روش گردآوری داده‌ها» طبقه‌بندی می‌شوند. بر اساس هدف، پژوهش‌های علمی را می‌توان به سه گروه بنیادی، کاربردی و عملی تقسیم نمود و بر اساس ماهیت و روش، پژوهش‌های علمی شامل پنج گروه تاریخی، توصیفی، همبستگی، تجربی و علی است. همچنین پژوهش توصیفی را می‌توان به پنج دسته پژوهش پیمایشی، اقدام پژوهشی، بررسی موردی، پژوهش پس‌رویدادی (علی مقایسه‌ای)، بررسی موردی و پژوهش همبستگی تقسیم کرد. در پژوهش همبستگی رابطه میان متغیرها بر اساس هدف پژوهش تحلیل می‌گردد. به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی و تحلیل علی است.

۳-۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به توضیحات مفصلی که در فصل دوم ارائه شد، سرمایه‌گذاران همیشه به دنبال کسب حداکثر بازدهی از محل وجوه سرمایه‌گذاری شده خود هستند. برای رسیدن به این هدف، سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مدنظر قرار دهند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آن‌ها نخواهد شد. در این راستا، پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌های مختلف یکی از مهمترین مسائل پیش‌روی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه تلقی می‌گردد، لذا شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام از اهمیت بسزایی برخوردار است. از جمله این عوامل می‌توان به اقلام تعهدی و تأمین مالی خارجی اشاره کرد. پژوهش حاضر به دنبال پاسخی به این سوال است که آیا اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی تعدیل شده بر اساس اندازه سهام تأثیر دارد؟ به منظور پاسخ به سوال مذکور، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه (۱): اقلام تعهدی با بازده آتی سهام ارتباط منفی دارد.

فرضیه (۲): تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام ارتباط منفی دارد.

فرضیه (۳): اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۳-۱): اقلام تعهدی سرمایه در گردش بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۳-۲): اقلام تعهدی بلندمدت بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۴): تأمین مالی خارجی از طریق انتشار سهام با بازده آتی سهام ارتباط منفی دارد.

فرضیه (۵): اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق انتشار سهام با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۵-۱): اقلام تعهدی سرمایه در گردش بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق انتشار سهام با بازده آتی سهام تأثیر

دارد.

فرضیه (۵-۲): اقلام تعهدی بلندمدت بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق انتشار سهام با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۶): تأمین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها با بازده آتی سهام ارتباط منفی دارد.

فرضیه (۷): اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۷-۱): اقلام تعهدی سرمایه در گردش بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۷-۲): اقلام تعهدی بلندمدت بر رابطه تأمین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها با بازده آتی سهام تأثیر دارد.

۳-۴- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، مضافاً قلمرو پژوهش،

روش نمونه‌گیری و حجم نمونه به شرح زیر قابل تفکیک می‌باشند:

۳-۴-۱- قلمرو پژوهش

قلمرو موضوعی: قلمرو موضوعی این پژوهش شامل بررسی تأثیر دو متغیر اقلام تعهدی و تأمین مالی خارجی بر

بازده آتی تعدیل شده بر اساس اندازه سهام می‌باشد.

قلمرو مکانی: بدلیل اینکه در وضعیت کنونی ایران، اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار در دسترس می‌باشد، همچنین با توجه به معیارها و ضوابطی که سازمان بورس اوراق بهادار برای پذیرش، ادامه

فعالیت و نحوه گزارشگری شرکت‌ها تعیین کرده، اطلاعات مربوط به شرکت‌های عضو بورس از کیفیت بالاتری

برخوردار بوده، منسجم‌تر و همگن‌تر است. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران است.

قلمرو زمانی: به دلیل در دسترس بودن اطلاعات در قالب فایل‌های الکترونیکی از سال ۱۳۸۴ به بعد، بازه زمانی

مورد استفاده در این پژوهش، در مورد محاسبه متغیرهای مستقل از فروردین ماه ۱۳۸۴ الی اسفند ماه ۱۳۸۸ و در مورد

محاسبه متغیر وابسته از مرداد ماه ۱۳۸۵ تا تیر ماه ۱۳۹۰ می‌باشد.

۳-۴-۲- روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

هدف از انجام هر پژوهش، شناخت و پیش‌بینی یک پدیده در یک جامعه آماری است. برای بدست آوردن

شناخت از آن پدیده، نمونه‌ای از آن جامعه انتخاب می‌شود و تجزیه و تحلیل‌ها بر روی آن نمونه منتخب انجام می‌

گیرد و سپس نتایج به کل جامعه آماری تعمیم داده می‌شود. در این پژوهش نمونه‌گیری با استفاده از روش حذفی

سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ) نباشد.
- معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نباشد.
- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد.

بر اساس شرایط فوق، 80 شرکت انتخاب گردیدند که اسامی شرکت‌های انتخاب شده بر روی لوح فشرده پیوست با نام Firms، ارائه شده است. با توجه به اطلاعات بدست آمده از سایت بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌های عضو نمونه در جدول (۳-۱) بر اساس نوع صنعت تفکیک گردیده اند.

جدول (۳-۱) تفکیک شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت

نوع صنعت	تعداد نمونه	نوع صنعت	تعداد نمونه	نوع صنعت	تعداد نمونه
چاپ و انتشارات	1	ماشین آلات	4	محصولات فلزی	2
پیمانکاری	1	مواد دارویی	18	کاشی و سرامیک	3
فرآورده‌های نفتی	2	خودرو	11	لاستیک	1
کانه‌های فلزی	5	فلزات اساسی	5	شیمیایی	9
کانی غیر فلزی	4	سیمان	6	غذایی	8

۳-۵- نحوه گردآوری و ابزار تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این پژوهش به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری پیشینه پژوهش از روش کتابخانه ای استفاده شده بدین منظور با مراجعه به کتب، مقالات و مراجعه به سایت های تخصصی، اطلاعات لازم جمع آوری شده است. همچنین جهت جمع آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها از روش اسنادکاوی استفاده شده، در این راستا داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار "تدبیر پرداز" و سایت اینترنتی "مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار"¹ جمع آوری شده، مضافاً برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از روش های کمی تجزیه و تحلیل آماری شامل روش تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه استفاده شده، همچنین، برای تجزیه و تحلیل داده ها و استخراج نتایج پژوهش، نرم افزارهای Eviews 7 و Excel مورد استفاده قرار گرفته است.

۳-۶- مدل های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها، همانند پژوهش پاپاناستاسوپولوس و همکاران (۲۰۱۱)، از داده های ترکیبی و مدل های رگرسیون چند متغیره به شرح روابط زیر استفاده شده است:

S (۱-۳)

S (۲-۳)

S (۳-۳)

S (۴-۳)

S (۵-۳)

S (۶-۳)

S (۷-۳)

S (۸-۳)

S (۹-۳)

S -۳)

(۱۰

S -۳)

(۱۱

S -۳)

(۱۲

S -۳)

(۱۳

در این روابط :

$SRET_{i,t+1}$ = بازده آتی خرید و نگهداری تعدیل شده بر اساس اندازه سهام برای سهم شرکت i از اول ماه

پنجم بعد از پایان سال مالی تا پایان ماه چهارم سال مالی بعد.

$TACC_{i,t}$ = ارقام تعهدی شرکت i در دوره t .

$CACC_{i,t}$ = ارقام تعهدی سرمایه در گردش شرکت i در دوره t (خالص رشد سرمایه در گردش غیر نقد).

$NCACC_{i,t}$ = ارقام تعهدی بلند مدت شرکت i در دوره t (خالص رشد در دارائی های عملیاتی بلند مدت).

$XFIN_{i,t}$ = وجه نقد ایجاد شده بوسیله فعالیت های تأمین مالی شرکت i در دوره t .

$EQUITY_{i,t}$ = تفاوت بین گردش وجوه نقد دریافتی ناشی از انتشار جدید سهام و گردش وجوه نقد پرداختی بابت

پرداخت سود سهام تقسیم شده برای شرکت i در دوره t .

$DEBT_{i,t}$ = خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت

$SIZE_{i,t}$ = اندازه شرکت شرکت i در دوره t .

$BVMV_{i,t}$ = نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در دوره t .

v_{t+1} = خطای مدل.

۳-۷- مراحل محاسبه متغیرها

متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که به شرح زیر مورد بررسی قرار می گیرند:

۳-۷-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر، همانند پژوهش پاپاناستاسوپولوس و همکاران (۲۰۱۱)، سابرامانیا (۱۹۹۶)،

دیچو (۱۹۹۴)، هولسسن و همکاران (۱۹۹۲)، رحمانی و سعیدی (۱۳۸۷) و ظفری (۱۳۹۰)، بازده تعدیل شده براساس

اندازه می باشد. با توجه به اینکه شرکت ها موظف هستند حداکثر تا چهار ماه بعد از پایان سال مالی، صورت های مالی

خود را منتشر کنند، لذا دوره محاسبه بازده هر سال از ماه پنجم بعد از سال مالی به مدت ۱۲ ماه تعیین شده است (برای کلیه

شرکت های نمونه، کلیه محاسبات مربوط به متغیر وابسته بر روی یک عدد لوح فشرده در پیوست پایان نامه آورده شده

است). بازده تعدیل شده براساس اندازه طی مراحل زیر محاسبه می شود:

ابتدا شرکت‌های نمونه براساس ارزش بازار در پایان ماه چهارم بعد از سال مالی یعنی پایان ۳۱ تیر (تعداد سهام* ارزش بازار هر سهم) به ترتیب از کوچک به بزرگ مرتب می‌شوند. سپس بازده ماهانه هر کدام از شرکت‌ها نیز در هر سال محاسبه می‌شود. دوره محاسبه بازده برای یک دوره ۱۲ ماهه از ماه پنجم بعد از سال مالی تا چهارماهه سال بعد می‌باشد. به عنوان مثال، صورت‌های مالی سال ۱۳۸۷ در پایان تیر سال ۱۳۸۸ منتشر می‌شود، لذا دوره محاسبه بازده سال ۱۳۸۷ برای یک دوره ۱۲ ماهه، از تاریخ اول مرداد سال ۱۳۸۸ شروع شده و به تیرماه سال ۱۳۸۹ ختم می‌شود. بنابراین برای محاسبه بازده برای یک دوره ۱۲ ماهه، بازده ماهانه سهام هر کدام از شرکت‌ها برای ماه‌های مرداد تا تیرماه سال بعد از طریق رابطه (۳-۱۴) محاسبه می‌شود (اطلاعات بازده ماهانه کلیه شرکت‌های نمونه از طریق نرم افزار "تدبیر پرداز" گردآوری شده و در فایل اکسل شماره ۳-۱۴ بر روی لوح فشرده در پیوست پایان نامه درج گردیده است):

$$R_{i,t} = \frac{(1+\alpha)P_{i,t} - P_{i,t-1} - \alpha\beta + (1+\alpha)D_{i,t}}{P_{i,t-1} + \alpha\beta} \quad (14-3)$$

در این رابطه:

$R_{i,t}$ = بازده سهم i در ماه t می‌باشد که با استفاده از قیمت بازار سهام شرکت در اول و آخر هر ماه و نیز منافع

مالکیت سهامدار در آن ماه

$P_{i,t}$ = قیمت سهم شرکت i در ماه t

$P_{i,t-1}$ = قیمت سهم شرکت i در ماه $t-1$

$D_{i,t}$ = سود نقدی هر سهم شرکت i در ماه t

α = درصد سهام جایزه شرکت i

β = مبلغ اسمی هر سهم شرکت i

پس از این مرحله، اقدام به دسته بندی شرکت‌ها به منظور تشکیل پورتفوی می‌شود. شرکت‌های نمونه بایستی به چهار چارک (پورتفوی) تقسیم شوند. به منظور تعیین اینکه هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه جزء کدام چارک قرار می‌گیرند، می‌بایستی ابتدا ردیف هر چارک محاسبه شود. ردیف چارک در واقع مشخص کننده نقطه تفکیک هر چارک از چارک بعدی است. بنابراین سه نقطه تفکیکی وجود خواهد داشت: نقطه تفکیک چارک اول از چارک دوم - نقطه تفکیک چارک دوم از چارک سوم و نقطه تفکیک چارک سوم از چارک چهارم.

ردیف چارک از طریق رابطه (۳-۱۵) محاسبه می‌شود:

$$(15-3)$$

در این رابطه:

نقطه تفکیک چارک اول از چارک دوم $a = 1$:

نقطه تفکیک چارک دوم از چارک سوم $a = 2$:

نقطه تفکیک چارک سوم از چارک چهارم $a = 3$:

تعداد شرکت‌های مورد مطالعه: n

با توجه به اینکه تعداد شرکت‌های نمونه پژوهش حاضر 80 شرکت است، با توجه به توضیحات فوق، نقاط

تفکیکی چارک‌ها به صورت زیر تعیین می‌شوند:

$$20 \cong 20.5a = 1 \Rightarrow Q=$$

$$40 \cong 40.5a = 2 \Rightarrow Q=$$

$$a = 3 \Rightarrow Q=60.5 \cong 60$$

لذا ۲۰ شرکت اول جزء چارک اول بوده، و از ۲۱ امین شرکت تا شرکت ۴۰ جزء چارک دوم بوده، از شرکت ۴۱ تا شرکت ۶۰ جزء چارک سوم و در نهایت از ۶۱ امین شرکت تا ۸۰ امین شرکت جزء چارک چهارم قرار می‌گیرند. پس از تعیین چارک‌ها (پورتفوی‌ها) و مشخص کردن تعداد و بازده ماهانه شرکت‌های هر چارک، میانگین هندسی بازده سهام هر شرکت در هر چارک نیز برای یک دوره ۱۲ ماهه از طریق رابطه (۳-۱۶) محاسبه می‌شود (اطلاعات مربوط به محاسبه میانگین هندسی بازده هر شرکت، در قالب فایل اکسل شماره ۳-۱۶ بر روی یک عدد لوح فشرده در پیوست پایان نامه درج گردیده است):

(۳-۱۶)

در این رابطه:

$$r_{E,t}(m) = \text{بازده شرکت } i \text{ در ماه } m \text{ در سال } t$$

$$r_{E,t} = \text{میانگین هندسی بازده سهام شرکت برای یک دوره } 12 \text{ ماهه}$$

سپس می‌بایستی جمع کل ارزش بازار ۳۱ تیرهر پورتفوی را بدست آورده، و سپس درصد ارزش بازار ۳۱ تیر هر شرکت را در هر پورتفوی نسبت به کل ارزش بازار همان پورتفوی بدست آورده، و آنگاه بازده ماهانه موزون هر پورتفوی نیز بایستی محاسبه شود.

برای محاسبه بازده ماهانه موزون هر پورتفوی (چارک) می‌بایستی بازده ماهانه سهام هر شرکت در هر پورتفوی را در درصد ارزش بازار آن ضرب کرده، و پس از این کار ارقام بازده وزنی بدست آمده مربوط به کلیه شرکت‌های