

## Factors Affecting Stock Return of Firms Listed in Tehran Stock Exchange: Meta-analysis Approach

Bagher Asgarnezhad Nouri<sup>1\*</sup>

1- Assistant Professor of Business Administration, Department of Management and Economy, Faculty of Literature and Humanities, University of Mohaghegh Ardabili, Ardabil, Iran  
asgarnezhad.research@uma.ac.ir

### Abstract

The purpose of this study is to investigate the factors influencing firms' stock return using meta-analysis approach. The study population consists of studies that had examined factors affecting stock returns of listed firms in Tehran Stock Exchange. Accordingly, a total of 89 different research are selected. Based on the literature review, the following factors are considered; liquidity ratios, leverage ratios, activity ratios, profitability ratios, multiple ratios cash flow ratios, risk indicators, earning management indicator, earning forecast, real investment and firm characteristics. The results show that the effect of liquidity ratios, leverage ratios, activity ratios, earning management indicator and firm characteristics on stock return are not significant. But the positive effect of profitability ratios consists of return on equity, profit and profit margin, market-based ratios consist of market return, cash flow ratios consist of cash flow based on operations, risk indicators including market risk premium, indices of earning forecast including the time horizon of profit forecasts and eventually real investment are confirmed.

**Keywords:** Financial investment, Stock return, Meta-analysis approach

## عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فراتحلیل

باقر عسگرنژاد نوری<sup>۱\*</sup>

۱- استادیار مدیریت بازرگانی، گروه مدیریت و اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه محقق اردبیلی، اردبیل، ایران

asgarnezhad.research@uma.ac.ir

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها با به‌کارگیری روش فراتحلیل است. جامعه آماری پژوهش شامل مطالعاتی است که عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. براساس این، در مجموع، ۸۹ پژوهش مختلف انتخاب شد. براساس پیشینه پژوهش، عوامل مؤثر شامل نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، سودآوری، بازار، جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، مدیریت سود و ویژگی‌های شرکت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر نداشته است؛ اما تأثیر مثبت سایر عوامل یعنی نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود، نسبت‌های بازار شامل بازده بازار، نسبت‌های جریان‌های نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، شاخص‌های ریسک شامل صرف ریسک، شاخص‌های پیش‌بینی سود شامل افق زمانی پیش‌بینی سود و در نهایت، سرمایه‌گذاری واقعی در بازده سهام تأیید شد.

**واژه‌های کلیدی:** بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران، روش فراتحلیل، سرمایه‌گذاری مالی

## مقدمه

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق 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 [۳۵]. 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 [۱۴].

براساس این، در زمینه پیش‌بینی بازده سهام که یکی از موضوع‌های مطلوب سرمایه‌گذاران و پژوهشگران مالی است، تاکنون تلاش‌های زیادی انجام شده است تا الگویی ارائه شود که بازده سهام را به شکل درخور اتکایی پیش‌بینی کند. براساس بررسی‌های انجام‌شده، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پرکاربردترین الگویی است که در حوزه‌های مختلف مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری به‌ویژه برآورد بازده سهام شرکت‌ها درعمل استفاده شده است [۲۴]. اگرچه آزمون‌های تجربی اولیه، پیش‌بینی محوری الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را مبنی بر وجود رابطه خطی مثبت بین ریسک نظاممند و بازده سهام تأیید می‌کند، نتایج مطالعات اخیر نشان می‌دهد ضریب بتا به‌عنوان شاخص ریسک نظاممند، توانایی تشریح اختلاف میانگین بازده سهام را ندارد و غیر از ریسک نظاممند، متغیرهای دیگری که در چارچوب این الگو قرار ندارند، در تبیین اختلاف بازده سهام، نقش مؤثری دارد [۸].

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 [۸].

برخی از پژوهشگران معتقدند بتا به‌تنهایی، 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 دارد [۱۶]. 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 نقدشوندگی سهام [۲ و ۲۰]، نسبت‌های مالی مبتنی بر نقدی [۷، ۱۵ و ۲۵]، دقت پیش‌بینی سود [۳۳ و ۳۷]، مدیریت سود [۴، ۲۱ و ۲۵]، حجم معاملات سهام [۲۷]، اندازه شرکت [۳۱] و غیره می‌توان اشاره کرد.

همچنین در حوزه عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق 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 نقضی را این موضوع می‌توان دانست که روش‌شناسی فراتحلیل 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 به‌کارگیری چنین رویکردی در پژوهش‌های مدیریتی، به‌طور خاص در چند سال اخیر فراهم شده است [۱۳]؛ بنابراین فراتحلیل به پژوهشگران اجازه می‌دهد نتایج کمی مطالعات را ترکیب کنند، سازگاری‌های موجود در نتایج را توضیح دهند و به نتیجه واحدی دست یابند [۵].

بازده سهام انجام شده است و سپس مطالعات پژوهشگرانی گزارش می‌شود که از روش فراتحلیل در زمینه موضوعات مختلف به‌ویژه در حوزه مالی استفاده کرده‌اند.

بنز<sup>۱</sup> (۱۹۸۱) در پژوهشی بیان کرد اندازه شرکت، اثر زیادی در بازده سهام دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌های با اندازه کوچک‌تر، بازده بیشتری نسبت به شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر دارند [۹]. روزنبرگ<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۸۵) گزارش کرده‌اند بین متوسط بازده سهام و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار در بازار سرمایه آمریکا، رابطه مثبت وجود دارد [۳۸]. لام<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) رابطه بازده مد نظر سهام و اندازه و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را در پنج بازار نوظهور آسیایی شامل هند، کره، مالزی، تایوان و تایلند بررسی کرد. نتایج پژوهش در مجموع، نشان‌دهنده اثر قوی اندازه در هر پنج بازار است. همچنین اثر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در کره، مالزی و تایلند معنادار است [۳۱]. بیلدیک و گولای<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) در پژوهش که بر سهام بورس اوراق بهادار استانبول انجام دادند، شواهدی به دست آوردند مبنی بر اینکه قیمت، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت به سود، اثر معنی‌داری در بازده سهام شرکت‌ها دارد [۱۱]. فوجیموتو و واتاناب<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) به رابطه مثبت بین نقدناشوندگی و نوسان‌های بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران دست یافتند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد متغیر تعیین‌کننده برای ۷۵ درصد سهم‌های مد نظر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است. هرچه نقدناشوندگی سهام بیشتر باشد، نوسان‌های

با توجه به آنچه گفته شد، در این پژوهش تلاش شد با به‌کارگیری روش فراتحلیل به‌عنوان رویکرد متفاوتی با سایر پژوهش‌های انجام‌شده، ضمن ازبین‌بردن شکاف اشاره‌شده، عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران شناسایی شود. براساس پیشینه پژوهش و مرور کامل مطالعات انجام‌یافته، مهم‌ترین این عوامل شامل نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های بازار، نسبت‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت در نظر گرفته شد و تأثیر هر یک از آنها در بازده سهام در قالب فرضیه‌های مستقل در این پژوهش بررسی شد. بدین‌منظور، در بخش دوم پژوهش، مبانی نظری، در بخش سوم، پیشینه پژوهش، در بخش چهارم، روش پژوهش، در بخش پنجم، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و در نهایت، در آخرین بخش، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای حاصل از پژوهش بیان خواهد شد.

## مبانی تجربی

همانگونه که اشاره شد، فراتحلیل روشی آماری است که با ترکیب نتایج پژوهش‌های تجربی قبلی انجام‌شده در زمینه موضوع خاصی، تفاوت‌های موجود در نتایج به‌دست‌آمده را شناسایی می‌کند و علاوه بر شناسایی دلایل اختلاف و یا تضاد در یافته‌های پژوهش‌های مشابه با ترکیب نتایج مد نظر، نتیجه نهایی خاصی را در زمینه ارتباط بین متغیرهای مد نظر ارائه می‌دهد. براساس این، در این بخش تلاش می‌شود پژوهش‌هایی مرور شود که درباره موضوع این پژوهش انجام شده است. بدین‌منظور، ابتدا پژوهش‌های داخلی و خارجی‌ای بررسی می‌شود که درباره عوامل مؤثر در

1. Banze  
2. Rosenberg  
3. Lam  
4. Bildik and Gulay  
5. Fujimoto and Masahiro

بازده سهام نیز بیشتر خواهد بود [۲۰]. حبیب<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) نقش اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را در توضیح بازده سهام بررسی کرد. نتایج پژوهش نشان داد سود، قدرت توضیحی بیشتری نسبت به جریان‌های نقدی دارد. هیرشلیفر، کیوی و سیو<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) رابطه اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را با بازده سهام بررسی کردند. براساس یافته‌های آنها، ارتباط مثبت زیادی بین اندازه اقلام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن اینکه بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام، ارتباط منفی وجود داشت [۲۵]. هاسیه<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی نشان داد رابطه مثبتی بین حجم معاملات و بازده سهام وجود دارد و علاوه بر آن، حجم معاملات، اطلاعات مهمی درباره بازده دارد. مازروس<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی را در بازده سهام در بورس اوراق بهادار زیمبابوه بررسی کرد. نتایج نشان داد حداکثر بازده سهام در بورس اوراق بهادار زیمبابوه به‌طور عمده، تحت تأثیر تغییر در شاخص قیمت مصرف‌کننده، عرضه پول، نرخ ارز و اوراق خزانه قرار دارد [۲۷]. لی<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) تأثیر فرصت‌های رشد و نرخ سود تقسیمی بازده آینده سهام و استراتژی‌های مومنتوم را بررسی کرده است. بدین منظور، از رویکرد رتبه‌بندی مبتنی بر سبد سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های مربوط به مومنتوم استفاده شد. نتایج نشان داد در صورت پرداخت نشدن اولیه سود تقسیمی، بازده برای سهام سودآور بازار ابتدا به افزایش تمایل خواهد داشت و سپس روند کاهشی آن همراه با پرداخت سود تقسیمی شروع خواهد شد. همچنین بازده برای سهام زیان‌ده، ارتباط یوشکل با نرخ سود تقسیمی داشته است؛ اما

بازده برای آن دسته از سهام زیان‌ده که شرکت هیچگونه سودی تقسیم نکرده است، در کمترین سطح ممکن قرار داشت. سهام سایر شرکت‌هایی که در بین سهام سودآور و زیان‌ده قرار می‌گیرد، بدون توجه به تقسیم شدن یا نشدن سود، بازده نسبتاً مشابهی داشته است [۳۲]. هدف از پژوهش صفدر و یان<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) بررسی ریسک اطلاعات مرتبط با هزینه سرمایه بود تا بدین ترتیب مشخص شد ریسک اطلاعات، عامل ریسک قیمت‌گذاری شده محسوب می‌شود. این پژوهشگران از کیفیت اقلام تعهدی به‌عنوان شاخص ریسک اطلاعات و از رگرسیون چندگانه و رگرسیون فاما-فرنج برای بررسی ارتباط کیفیت اقلام تعهدی به‌ترتیب با هزینه سرمایه و بازده سهام واقعی در آینده استفاده کردند. نتایج نشان داد ارتباط ضعیفی بین کیفیت اقلام تعهدی با هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد؛ اما این ارتباط برای مجموعه‌ای از شرکت‌های دولتی معنادار نبوده است. همچنین براساس نتایج به‌دست آمده، بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه بدهی هیچگونه ارتباطی وجود نداشت. درنهایت، مشخص شد ارتباط مثبت ضعیفی بین کیفیت اقلام تعهدی و بازده واقعی سهام در آینده وجود دارد [۴۰]. عبدلی (۱۳۷۹) رابطه نسبت‌های بدهی و بازده سهام را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد. نتایج نشان داد تنها در صنعت داورسازی بین نسبت بدهی و بازده سهام، رابطه مهمی وجود دارد. درباره سایر صنایع (نساجی، سیمان و لوازم خانگی) این ارتباط ضعیف است و یا اصلاً وجود ندارد [۱]. مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) رابطه متغیرهای مالی و غیرمالی را با بازده سهام در بورس اوراق بهادار بررسی کردند. متغیرهای مالی شامل بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش و رشد

1. Habib
2. Hirshleifer, Kewei and Siew
3. Hsieh
4. Mazuruse
5. Li

عاملی متشکل از عوامل بتا بازار، نقدشوندگی، اندازه و ارزش، بهترین الگو برای تبیین مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران محسوب می‌شود [۲]. موسوی‌زاده (۱۳۹۳) بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه را با رویکرد فاما و فرنچ بررسی کرد. در این پژوهش با افزودن عوامل درصد سهام شناور، سود تقسیمی، نقدشوندگی و اهرم به الگوی سه‌عاملی فاما و فرنچ، بازده عرضه‌های اولیه در قلمرو زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۴ بررسی شد. در این پژوهش از آزمون‌های رگرسیون چندمتغیره و روش داده‌های مقطعی برای تحلیل داده‌ها استفاده شد. با توجه به نتایج، در دوره ۳۰ روزه معاملاتی بعد از عرضه اولیه، بین متغیر وابسته بازده عرضه اولیه با متغیرهای بازده بازار (+)، ریسک بازار (-)، سود تقسیمی (-)، اهرم مالی (+)، نقدشوندگی (+)، ارزش شرکت (+)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (-) و درصد سهام شناور (+) ارتباط معنادار به دست آمد. همچنین در دوره ۱۲۰ روزه بعد از عرضه اولیه، بین متغیر بازده عرضه اولیه با متغیرهای بازده بازار (+)، ریسک بازار (-)، سود تقسیمی (+)، نقدشوندگی (-)، اهرم مالی (-)، ارزش شرکت (-)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (+) و درصد سهام شناور (+) ارتباط معنادار وجود داشت. همچنین در دوره ۲۴۰ روزه بعد از عرضه اولیه، بین بازده عرضه اولیه با متغیرهای بازده بازار (-)، ریسک بازار (-)، سود تقسیمی (-)، نقدشوندگی (+)، اهرم مالی (-)، ارزش شرکت (+)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (+) و درصد سهام شناور (-) ارتباط معنادار حاصل شد [۳۶]. انصاری و همکاران (۱۳۹۴) عوامل مؤثر در ساختار سرمایه و بازده سهام را بررسی همزمان کردند. اطلاعات مالی مربوط به ۹۷ شرکت بورسی که اطلاعات آنها در دوره زمانی پژوهش (۱۳۸۰-۱۳۸۹)

سود است. متغیرهای غیرمالی نیز حجم معاملات، تعداد خریداران و تعداد دفعات معامله در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد بین متغیرهای مالی و غیرمالی با بازده سهام، همبستگی وجود دارد [۳۵]. گودرزی (۱۳۸۴) ارتباط نسبت‌های مالی را با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد. نتایج پژوهش، نشان‌دهنده وجود ارتباط بین نسبت‌های جاری، گردش دارایی‌های ثابت، قدرت سودآوری و بازده فروش با بازده سهام است [۲۲]. دوستیان (۱۳۸۵) میزان ارتباط تغییرات سود خالص و تغییرات جریان نقدی عملیاتی را با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مقایسه کرد. نتایج نشان داد فقط متغیر مستقل سود خالص، رابطه معنادار با بازده سهام دارد [۱۵]. قائمی و همکاران (۱۳۸۷) در پژوهشی نشان دادند بین بازده سهام شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آنها به بیشترین و کمترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معناداری وجود دارد [۲۱]. ذمازی (۱۳۸۹) رابطه نسبت‌های مالی مبتنی بر صورت جریان‌های نقدی و بازده سهام را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد. براساس این پژوهش، نسبت‌های مالی (نسبت قدرت پوشش بدهی جاری، نسبت قدرت پوشش بهره، جریان نقدی هر سهم و نسبت قیمت به جریان‌های نقدی هر سهم) رابطه معناداری با بازده سهام ندارد [۴۳]. ابنزری و همکاران (۱۳۹۲) با روشی ترکیبی برای پوشش ابعاد مختلف نقدشوندگی در قالب یک سنجه واحد، به تأثیرات نقدشوندگی در بازده سهام و نقش کنترلی سبک‌های سرمایه‌گذاری در این مورد توجه کردند. یافته‌ها نشان داد تأثیرات نقدشوندگی حتی پس از کنترل سبک‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، ارزش و روند حرکت سهام از لحاظ آماری معنادار است و الگوی چهار

در دسترس بود، با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری تجزیه و تحلیل شد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد بازده سهام، سودآوری، ساختار دارایی‌ها، رشد مدّ نظر، اندازه شرکت و نوع صنعت در ساختار سرمایه تأثیرگذار است و عوامل مؤثر در بازده سهام شامل ساختار سرمایه، سودآوری، تکانه قیمت سهام و ارزش شرکت است. همچنین یافته‌های پژوهش، نشان‌دهنده وجود ارتباط متقابل بین ساختار سرمایه و بازده سهام است؛ به گونه‌ای که بازده سهام براساس نظریه زمان‌بندی بازار در ساختار سرمایه، تأثیر منفی و ساختار سرمایه براساس رابطه مستقیم ریسک و بازده در بازده سهام تأثیر مثبت داشته است [۳]. فاتحی (۱۳۹۵) تأثیر کیفیت گزارشگری مالی را در نوسان‌های بازده غیرمعارف سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد تعداد ۱۰۴ شرکت براساس روش غربالگری برای نمونه انتخاب و اطلاعات آنها در دوره زمانی ۹۳-۱۳۸۹ جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه و داده‌های ترکیبی و تلفیقی با آثار ثابت یا تصادفی انجام شد. نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی، تأثیر معکوس در نوسان‌های غیرمعارف سهام دارد؛ ولی رشد در آمد و متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی و نوع صنعت، تأثیر مثبت در نوسان‌های بازده غیرمعارف سهام دارد. همچنین جریان‌های نقدی عملیاتی، تأثیر مثبت اما غیرمعنادار در نوسان‌های بازده غیرمعارف سهام دارد [۱۷].

کاپون و فارلی<sup>۱</sup> (۱۹۹۰) در پژوهشی با عنوان «شناسایی عوامل تأثیرگذار در عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از رویکرد فراتحلیل» اطلاعات ۳۲۰ مطالعه انجام شده درباره عملکرد شرکت‌ها را بررسی کرد.

هدف پژوهشگران، شناسایی عوامل محیطی، سازمانی و استراتژیک تأثیرگذار در عملکرد مالی شرکت‌ها بوده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد از میان عوامل محیطی مدّ نظر آنها، میزان تمرکز صنعت، میزان رشد فروش، سرمایه‌گذاری و تبلیغات، تأثیر بسیار زیادی در عملکرد شرکت‌ها دارد و از میان عوامل استراتژیک، کیفیت خدمات و تولید، مسئولیت اجتماعی شرکت، سطح بدهی‌های کمتر و تنوع محصولات کمتر، رابطه مثبتی با افزایش عملکرد شرکت دارد. همچنین از میان عوامل سازمانی، اندازه شرکت، یکپارچگی صنعت، هزینه‌های بازاریابی و نوع مدیریت و کنترل سازمانی، ارتباط مستقیم کمتری با میزان عملکرد شرکت دارد [۱۳]. سویسی و خلیف<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) با استفاده از روش آماری پیشرفته هانتر و همکاران، فراتحلیل را انجام داده‌اند. هدف از پژوهش آنها، بررسی روابط بین افشای داوطلبانه و حقوق صاحبان سهام است. این مطالعه حاصل ۲۲ مطالعه تجربی است. براساس نتایج پژوهش، ارتباط منفی بین افشاکگری و حقوق صاحبان سهام در کشورهای با سطح افشای محیطی کم به دست آمد و براساس آن، مدیران در این زمینه به افشاکگری داوطلبانه‌تر تشویق شده‌اند [۴۲]. عسگرزاد<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی، تأثیر قابلیت‌های تاکتیکی بازاریابی را در عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش فراتحلیل بررسی کرد. مقاله با هدف ارائه و آزمون الگوی جامعی از رابطه قابلیت‌های تاکتیکی بازاریابی و عملکرد مالی انجام شده است. نتایج روش فراتحلیل نشان می‌دهد قابلیت‌های میان‌وظیفه‌ای بازاریابی و قابلیت‌های پویای بازاریابی در عملکرد سازمانی مؤثر است؛ اما هیچ رابطه‌ای بین قابلیت‌های تخصصی بازاریابی و عملکرد سازمانی مشاهده نشد [۶]. اینام و

2. Souissi and Khlif  
3. Asgarnezhad

1. Capon and Farley

نتایج تحلیل آماری ۱۲۷ مطالعه در این زمینه در سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۹۲ استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد اندازه، ساختار دارایی، فرصت‌های رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان‌پذیری، نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه دارد [۱۹]. عسگرزاد و همکاران (۱۳۹۳) با رویکرد فراتحلیل، نقش متغیرهای تعدیل‌کننده مربوط به ویژگی‌های نمونه در ارتباط فعالیت‌های بازاریابی و عملکرد سازمانی را بررسی کردند. بدین منظور از بین ۵۲۳ مطالعه انجام‌شده و به دلیل محدودیت‌های پژوهشگر، از ۱۴۲ مقاله استفاده شده است. در نهایت، این نتیجه به دست آمد که متغیرهای تعدیلگری مانند نوع صنعت و نوع مالکیت سازمان باعث تفاوت معنادار در نتایج مربوط به تأثیر رابطه فعالیت‌های بازاریابی در عملکرد سازمانی سازمان می‌شود [۵]. هدف از پژوهش بذرافشان و همکاران (۱۳۹۴) فراتحلیل (متا‌آنالیز) استقلال کمیته حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی است. برای یکپارچه‌سازی نتایج پژوهش‌های مختلف و شناسایی عوامل تعدیل‌کننده روابط بین متغیرهای استقلال و کیفیت، از روش فراتحلیل بهره برده شد. نتایج بررسی مطالعات انجام‌شده نشان داد این مطالعات نامتجانس است. در راستای شناسایی عامل این ناتجانسی، با تقسیم‌بندی پژوهش‌ها بر مبنای معیارهای متفاوت کیفیت گزارشگری مالی و محاسبه آماره کای دو درون‌گروهی مشخص شد این معیارهای متفاوت به کاررفته در مطالعات، یکی از عوامل تناقض در نتایج بوده است. در ادامه بررسی مشاهده شد، رابطه معناداری بین استقلال کمیته حسابرسی با مدیریت سود و امتیاز کیفیت وجود ندارد؛ در حالی که در مقابل، رابطه معناداری بین استقلال کمیته با کیفیت ارقام تعهدی، بازده غیرعادی و تجدید ارائه و تقلب وجود دارد [۱۰].

خاموشی<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) بیان می‌کنند در حوزه‌های مختلفی، تأثیر اثربخش کمیته حسابرسی و متغیرهای کیفیت حسابرسی را در کاهش درجه مدیریت سود بررسی کرده‌اند و نتایج به دست آمده نیز به طور عمده متناقض بوده است. هدف از پژوهش آنها، فراتحلیل نتایج ۵۸ مطالعه قبلی است تا متغیرهای تعدیل‌کننده ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و شاخص‌های مدیریت سود را شناسایی کنند. نتایج نشان می‌دهد رویکرد فراتحلیل، روابط معنادار بسیاری را شناسایی کرده است. استقلال کمیته حسابرسی، اندازه و تخصص کمیته حسابرسی و تعداد جلسات، رابطه‌ای منفی با مدیریت سود دارد. روابط منفی مشابهی بین اندازه حسابرس، تخصص و مدیریت سود نیز مشاهده شد [۲۹]. خداداد حسینی و همکاران (۱۳۸۵) الگویی برای بررسی تأثیر فناوری اطلاعات در سنجش‌های عملکرد مالی با استفاده از رویکرد فراتحلیل طراحی کرده‌اند. جامعه آماری پژوهش، کلیه مطالعات انجام شده درباره تأثیر فناوری اطلاعات در عملکرد مالی است. بدین منظور، ۱۱۸ مقاله منتشرشده در سال‌های ۱۹۷۶ تا ۲۰۰۴ در این مورد گردآوری شده است. پس از حذف مقالات نامناسب در نهایت، ۴۹ مقاله باقی مانده است که در این مقاله، ۳۸ مطالعه (اندازه اثر) درباره اثر فناوری اطلاعات در عملکرد مالی وجود داشته است و قوت رابطه در این مطالعات به صورت کمی ارائه شده است. نتایج به دست آمده از پژوهش نشان می‌دهد شاخص‌های مختلف عملکرد مالی به طور متفاوتی از فناوری اطلاعات تأثیر می‌پذیرد [۳۰]. فتحی و همکاران (۱۳۹۳) با رویکرد فراتحلیل، تأثیر عوامل سطح شرکت و عوامل ساختاری پژوهش را در ساختار سرمایه بررسی کرده‌اند. بدین منظور از

۱۰- سرمایه‌گذاری واقعی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۱۱- ویژگی‌های شرکت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

### روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، توسعه‌ای است که با بررسی الگو و مطالعات گذشته، الگوی جامع‌تری برای بررسی و تبیین عوامل مؤثر در بازده سهام ارائه می‌دهد؛ بنابراین ابتدا تفاوت در نتایج پژوهش‌های قبلی بررسی شده است و سپس عوامل یا متغیرهای مؤثر در ایجاد تفاوت‌ها شناسایی شد. در مرحله طراحی الگو، از روش استدلال قیاسی بهره گرفته شده است که یک حکم کلی به متغیرهای پژوهش تعمیم داده می‌شود. آزمون الگوی مفهومی با استفاده از استدلال استقرایی انجام شد که در این روش، حکم کلی همان فرضیه‌های پژوهش است که مصادیق آن در مطالعات گذشته بررسی شده است. همچنین از نظر ماهیت و روش نیز این پژوهش تحلیلی-همبستگی است که عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها را بررسی کرده است.

با توجه به رویکرد فراتحلیل، جامعه آماری، کلیه مطالعات گذشته است که عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را تا پایان سال ۱۳۹۳ بررسی کرده باشد. براساس این، از نظر زمانی، پژوهش‌هایی در جامعه آماری انتخاب شد که تا انتهای سال ۱۳۹۳ گزارش آن ارائه شده است. همچنین قلمرو مکانی شامل پژوهش‌های در دسترسی است که در داخل کشور و در زمینه بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته‌اند. با توجه به اینکه این پژوهش با رویکرد فراتحلیل انجام می‌شود و به کل جامعه آماری مدنظر دسترسی وجود دارد، هیچگونه نمونه‌گیری از جامعه آماری انجام نشده است. از لحاظ

براساس پیشینه پژوهش و مرور کامل مطالعات انجام‌شده در حوه عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، گفتنی است عوامل متعددی در بازده سهام تأثیر می‌گذارند؛ ولی در یک دسته‌بندی کلی، مهم‌ترین این عوامل را نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های بازار، نسبت‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت می‌توان در نظر گرفت. براساس این، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر خواهد بود:

۱- نسبت‌های نقدینگی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۲- نسبت‌های اهرمی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۳- نسبت‌های فعالیت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۴- نسبت‌های سودآوری در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۵- نسبت‌های بازار در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۶- نسبت‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۷- شاخص‌های ریسک بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۸- مدیریت سود در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

۹- پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.



اولین مرحله در روش فراتحلیل، تعریف متغیرهای وابسته و مستقل است. در فراتحلیل انجام شده در این پژوهش، متغیر مستقل شامل عواملی است که در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارند. متغیر وابسته نیز بازده سهام شرکت‌ها است. بررسی‌های پژوهشگر نشان می‌دهد براساس مطالعات انجام شده در حوزه بورس اوراق بهادار تهران، عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها را به صورت جدول ۱ می‌توان طبقه‌بندی کرد.

موضوعی نیز عوامل مختلفی شناسایی شده است که در بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است. همانگونه که قبلاً اشاره شد، برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش از روش فراتحلیل استفاده شده است. فرایند فراتحلیل در هفت مرحله اجرا شد که در ادامه این بخش، هر یک از این مراحل توضیح داده می‌شود [۲۸].

جدول (۱) عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها

عوامل اصلی	عوامل فرعی
نسبت‌های نقدینگی	نسبت جاری، نسبت آتی، نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی
نسبت‌های اهرمی	نسبت بدهی
نسبت‌های فعالیت	گردش موجودی کالا، گردش دارایی، گردش دارایی ثابت
نسبت‌های سودآوری	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها، میزان سود، تغییرات میزان سود، حاشیه سود
نسبت‌های بازار	نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، ارزش بازار شرکت، بازده بازار، نسبت بود به قیمت، نقدشوندگی سهام
نسبت‌های جریان نقدی	جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی، جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقدی ناشی از عملیات
شاخص‌های ریسک	ریسک نظاممند، صرف ریسک
مدیریت سود	اقدام تعهدی
پیش‌بینی سود	خطای پیش‌بینی سود، افق زمانی پیش‌بینی سود
سرمایه‌گذاری واقعی	خالص دارایی‌های عملیاتی
ویژگی‌های شرکت	عمر شرکت، اندازه شرکت

پایان سال ۱۳۹۳ بررسی کرده باشد. جدول ۲ تعداد مقالات گردآوری شده از هر یک از پایگاه‌های اینترنتی استفاده شده برای شناسایی پژوهش‌های مدنظر را نشان می‌دهد.

مرحله دوم به جمع‌آوری گزارش مطالعات گذشته ارتباط دارد. همانگونه که گفته شد، جامعه آماری شامل کلیه مطالعات گذشته است که عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها را در بورس اوراق بهادار تهران تا

## جدول (۲) پایگاه‌های اطلاعاتی و تعداد مقالات جمع‌آوری شده از آنها

ردیف	پایگاه اینترنتی اطلاعات	تعداد مقالات
۱	بانک اطلاعات نشریات کشور (magiran.com)	۳۱
۲	پایگاه مجلات تخصصی نور (noormags.ir)	۹۴
۳	پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی (sid.ir)	۸۶
	جمع	۲۱۱

اطلاعات لازم برای محاسبه اندازه اثر و بررسی رابطه متغیرهای پژوهش به صورت کیفی و غیر آماری، از برخی از این مطالعات نمی‌توان استفاده کرد. تعداد مقالات استفاده‌ناشدنی و استفاده‌شدنی به تفکیک هر یک از پایگاه‌های اطلاعاتی در جدول ۳ نشان داده شده است که براساس آن، در نهایت ۸۹ پژوهش برای بررسی انتخاب شد.

در مرحله سوم، تمامی مطالعات استفاده‌شدنی در جامعه آماری انتخاب شد. با توجه به اینکه این پژوهش با رویکرد فراتحلیل انجام می‌شود و به کل جامعه آماری مدنظر دسترسی وجود دارد، هیچگونه نمونه‌گیری از جامعه آماری انجام نشده است. اطلاعات جمع‌آوری شده در مرحله قبل، صرفاً با توجه به نوع متغیر مستقل و وابسته انتخاب شده است؛ ولی با توجه به استانداردهای رویکرد فراتحلیل به‌ویژه ارائه‌ندادن

## جدول (۳) پایگاه‌های اطلاعاتی و تعداد مقالات استفاده‌ناشدنی و استفاده‌شدنی از آنها

ردیف	دلایل حذف	تعداد مقالات استفاده‌ناشدنی	تعداد مقالات استفاده‌شدنی
۱	بانک اطلاعات نشریات کشور	۱۲	۱۹
۲	پایگاه مجلات تخصصی نور	۶۵	۲۹
۳	پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی	۴۵	۴۱
	جمع	۱۲۲	۸۹

رابطه متغیر مستقل و وابسته و درجه معناداری رابطه متغیر مستقل و وابسته است که از پژوهش‌های قبلی استخراج شده است [۳۹]. پس از گردآوری اطلاعات لازم، در مرحله پنجم، اندازه اثر محاسبه شده است. اندازه اثر، معیار استاندارد است که با آن قوت اثر یا ارتباط بین دو متغیر برای هر یک از مطالعات میدانی بررسی و اندازه‌گیری می‌شود [۴۲]. اندازه اثر محاسبه شده در این

گردآوری اطلاعات لازم از هر یک از پژوهش‌های انتخاب شده در مرحله چهارم انجام شد. ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش، مطالعات کتابخانه‌ای و مستندات است؛ به عبارت دیگر، اطلاعات مربوط به محاسبه اندازه اثر از مطالعات گذشته استخراج می‌شود. فهرست این اطلاعات شامل نوع ضریب همبستگی، مقدار آمار  $t$ ، مقدار آماره  $R^2$ ، مقدار آزمون  $t$ ، مقدار بتای رگرسیون، مقدار P-Value، مقدار آماره  $Z$ ، برای

فرمول تبدیل آماره به اندازه اثر  $t$  در جدول ۴ گزارش شده است.

پژوهش، اندازه اثر  $t$  است. روش پژوهش، رویکرد تحلیل داده‌ها و ابزار تحلیل داده‌ها در هر یک از مطالعات، آماره استفاده‌شده برای استخراج اندازه اثر و

#### جدول (۴) فرمول محاسبه اندازه اثر در رویکردهای مختلف پژوهش و تحلیل داده‌ها (۴۲)

روش پژوهش	رویکرد تحلیل	ابزار تحلیل	آماره	فرمول محاسبه $t$
همبستگی	رگرسیون	معادله رگرسیون	$t$ مرتبط با هر بتا	
همبستگی	ضریب همبستگی	ضریب پیرسون	$R$	اندازه اثر برابر مقدار آماره $t$
همبستگی	رگرسیون	معادله رگرسیون	$R^2$	

درباره معنادار بودن برآوردهای به‌دست آمده قضاوت می‌شود. اگر فاصله اطمینان محاسبه‌شده شامل صفر شود، می‌توان ادعا کرد اندازه اثر برابر با صفر نیست و ارتباط معناداری بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد و فرضیه پژوهش رد می‌شود؛ اما در صورتی که فاصله اطمینان محاسبه‌شده شامل صفر نباشد، نتیجه گرفته می‌شود که اندازه اثر، مخالف صفر نیست و ارتباط معناداری بین متغیرهای پژوهش وجود دارد و فرضیه پژوهش تأیید می‌شود [۵].

اگر میانگین اندازه اثر محاسبه‌شده مثبت باشد، رابطه بین دو متغیر، مثبت و اگر منفی باشد، منفی است. در تفسیر اندازه اثر به‌طور معمول، مقدار کمتر از ۰/۱ (بزرگ‌تر از ۰/۱-) را کوچک، بین ۰/۱ تا ۰/۳ (بین ۰/۱- تا ۰/۳-) را متوسط و بیشتر از ۰/۳ (کوچک‌تر از ۰/۳-) را بزرگ در نظر می‌گیرند [۱۲].

در نهایت، گفتنی است در این پژوهش برای اجرای روش فراتحلیل از بسته نرم‌افزاری تخصصی جامع فراتحلیل با عنوان CMA2 استفاده شده است. بسته نرم‌افزاری جامع فراتحلیل معروف‌ترین، تخصصی‌ترین

مرحله ششم به ارزیابی همگنی و ناهمگنی موجود در اندازه‌های اثر ارتباط دارد. به‌طور معمول، از بررسی نموداری اندازه آثار و مشاهده عینی همگنی یا ناهمگنی اندازه آثار مطالعات، مقایسه مقادیر حداقل و حداکثر اندازه آثار محاسبه و استفاده از آزمون همگنی  $Q$  و  $I^2$  برای ارزیابی ناهمگونی اندازه‌های اثر استفاده می‌شود [۲۳]. در این پژوهش از آزمون همگنی  $Q$  و  $I^2$  برای ارزیابی همگنی استفاده شده است.

در نهایت، در مرحله هفتم، قوت رابطه متغیرهای مستقل و وابسته ارزیابی شد. در رویکرد فراتحلیل برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا به آزمون ناهمگونی اندازه اثر توجه می‌شود تا براساس آن، نوع الگوی فراتحلیل استفاده‌شده برای آزمون فرضیه مدنظر تعیین شود. در صورت همگون بودن داده‌ها از الگوی آثار ثابت و در صورت ناهمگون بودن نیز از الگوی آثار تصادفی استفاده می‌شود. نتایج به‌دست آمده از به‌کارگیری الگوهای فراتحلیل شامل برآورد نقطه‌ای (میانگین براساس وزن‌دهی حجم نمونه) و برآورد فاصله‌ای (فاصله اطمینان) اندازه اثر همه مطالعات همراه با آماره آزمون و سطح معناداری نیست که براساس آن

و کامل ترین برنامه کامپیوتری برای مطالعات فراتحلیلی و ترکیبی است [۱۲].

### یافته‌ها

برای شناخت بهتر الگوی مفهومی پژوهش، توصیف آماری متغیرها ضروری به نظر می‌رسد؛ زیرا این مهم، درک بهتری برای تجزیه و تحلیل‌های انجام شده برای آزمون الگوی مفهومی فراهم می‌کند. در این پژوهش، برای هر مطالعه میدانی، یک اندازه اثر کمی محاسبه شده است. مقدار اندازه اثرهای محاسبه شده و فراوانی آنها نشان می‌دهد از تعداد ۸۹ پژوهش مدنظر، در مجموع، در ۷۴۶ مورد، مقدار کمی اندازه اثر محاسبه شدنی بود. میانگین اندازه اثر محاسبه شده برای مطالعات مختلف در این پژوهش برابر با ۰/۲۸۹ و انحراف معیار آن برابر ۰/۱۰۱ است.

کوچک ترین اندازه اثر محاسبه شده در مطالعات برابر ۰/۳۲۱- و بزرگ ترین اندازه اثر برابر با ۰/۵۰۴ است. تعداد اندازه اثری که در مطالعات با علامت منفی گزارش شده است، برابر با ۲۵۱ گزارش و در ۴۹۵ مطالعه، اندازه اثر با علامت مثبت گزارش شده است. همچنین تعداد اندازه آثار بسیار معنادار (خطای کمتر از ۰/۰۰۱) در این مطالعات برابر ۱۸۹ مورد (۲۵/۳۳ درصد)، تعداد اندازه آثار معنادار زیاد (خطای کمتر از ۰/۰۱) برابر با ۲۴۵ مورد (۳۲/۸۴ درصد) و تعداد اندازه آثار تا حدی معنادار (خطای کمتر از ۰/۰۵) برابر با ۳۱۲ مورد (۴۱/۸۲ درصد) بوده است.

نتایج به دست آمده از انجام آزمون ناهمگونی اندازه اثر بر اساس نرم افزار CMA2 در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول (۵) آزمون ناهمگونی اندازه اثر

نتیجه آزمون	آزمون ناهمگونی اندازه اثر			شاخص‌های فرعی	متغیرهای اصلی
	مقدار $F^2$	سطح معناداری	آماره Q		
آثار تصادفی	۹۷/۹۶۴	۰/۰۰۰	۷۳۶/۹۰۵	-	نسبت‌های نقدینگی
آثار تصادفی	۹۷/۵۸۶	۰/۰۰۰	۷۴۵/۶۳۸	نسبت بدهی	نسبت‌های اهرمی
آثار ثابت	۱۹/۸۶۴	۰/۲۶۶	۹/۹۸۳	-	نسبت‌های فعالیت
آثار ثابت	۲۲/۱۷	۰/۲۳۹	۱۱/۵۶۴	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	نسبت‌های سودآوری
آثار تصادفی	۲۱۴۷/۵۳۴	۰/۰۰۰	۹۹/۳۹۵	نرخ بازده سرمایه گذاری	
آثار تصادفی	۱۶۶/۹۵۸	۰/۰۰۰	۸۸/۶۲	میزان سود	
آثار تصادفی	۹۴/۱۳۶	۰/۰۰۰	۱۸۷/۶	تغییرات سود	
آثار تصادفی	۹۵/۲۵۱	۰/۰۰۰	۱۶۸/۴۴۲	حاشیه سود	

ادامه جدول (۵) آزمون ناهمگونی اندازه اثر					
نتیجه آزمون	آزمون ناهمگونی اندازه اثر			شاخص‌های فرعی	متغیرهای اصلی
	آماره Q	آماره Q	آماره Q		
آثار تصادفی	۸۶/۸۰۶	۰/۰۰۰	۶۸/۲۱۲	نسبت قیمت به سود	نسبت‌های بازار
آثار تصادفی	۷۲/۴۷۲	۰/۰۰۰	۱۱۱/۸۷۷	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	
آثار تصادفی	۸۵/۲۳۷	۰/۰۰۰	۴۰/۶۴۳	ارزش بازار شرکت	
آثار تصادفی	۸۹/۱۸۵	۰/۰۰۰	۱۷۵/۶۸۱	بازده بازار	
آثار تصادفی	۷۸/۴۱۲	۰/۰۰۱	۱۸/۵۲۸	نسبت سود به قیمت	
آثار تصادفی	۹۸/۳۱۱	۰/۰۰۰	۸۲۹/۰۴	نسبت‌های نقدشوندگی	
آثار ثابت	۱۳/۰۲	۰/۰۷۲	۴۶/۲۳۶	جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی	
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۰/۸۲۵	۰/۹۰۳	جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری	
آثار تصادفی	۶۹/۶۰۲	۰/۰۰۰	۷۵/۵۷۵	جریان‌های نقدی ناشی از عملیات	
آثار تصادفی	۹۷/۴۹۸	۰/۰۰۰	۲۷۹/۸۲۵	ریسک نظاممند	شاخص‌های ریسک
آثار تصادفی	۹۵/۰۷۹	۰/۰۰۰	۶۰/۹۶۸	صرف ریسک	
آثار تصادفی	۵۰/۹۱۳	۰/۰۳۱	۱۸/۳۳۵	اقدام تعهدی	مدیریت سود
آثار تصادفی	۹۲/۵۳۳	۰/۰۰۰	۴۰/۱۷۹	خطای پیش‌بینی سود	پیش‌بینی سود
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۰/۹۸۸	۰/۹۲۷	افق زمانی پیش‌بینی سود	
آثار ثابت	۰/۰۰۰	۰/۴۷	۱۰/۶۸۳	خالص دارایی‌های عملیاتی	سرمایه‌گذاری واقعی
آثار تصادفی	۱۲۷۰/۷۸۶	۰/۰۰۰	۹۶/۵۳۸	اندازه شرکت	ویژگی‌های شرکت
آثار تصادفی	۷۹/۶۹	۰/۰۰۱	۱۹/۶۹۴	عمر شرکت	

جریان نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، شاخص‌های مدیریت ریسک شامل ریسک نظاممند و صرف ریسک، مدیریت سود، معیارهای پیش‌بینی سود شامل خطای پیش‌بینی سود و درنهایت، ویژگی‌های

براساس نتایج جدول ۵ مشخص است، برای متغیرهای نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده سرمایه‌گذاری، میزان سود، تغییرات سود و حاشیه سود، نسبت‌های

پیش‌بینی سود شامل افق زمانی پیش‌بینی سود و درنهایت، سرمایه‌گذاری واقعی، مقدار آماره Q از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Q بزرگ‌تر از سطح معناداری ۰/۰۵ است. همچنین مقدار  $I^2$  برای متغیرهای مد‌نظر نشان می‌دهد ناهمگونی اندازه اثر در سطح بسیار پایینی قرار دارد؛ بنابراین فرضیه یک رد و فرضیه صفر مبنی بر همگونی اندازه اثر متغیرهای مذکور در بازده سهام تأیید می‌شود؛ بنابراین به دلیل همگون بودن، برای برآورد اندازه اثر این متغیرها در بازده سهام از الگوی آثار ثابت استفاده می‌شود.

با توجه به نتایج جدول ۵، آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس یکی از دو الگوی آثار ثابت و یا تصادفی و با به کارگیری نرم‌افزار CMA2 در جدول ۶ نشان داده شده است.

شرکت شامل اندازه و عمر شرکت، مقدار آماره Q از مقدار جدول بزرگ‌تر و سطح معناداری آزمون Q کوچک‌تر از سطح معناداری ۰/۰۵ است. همچنین مقدار  $I^2$  برای متغیرهای مد‌نظر، بزرگ‌تر از ۷۵ است که نشان می‌دهد ناهمگونی اندازه اثر در سطح بالایی قرار دارد؛ بنابراین فرضیه صفر رد و فرضیه یک مبنی بر ناهمگونی اندازه اثر متغیرهای اشاره شده در بازده سهام تأیید می‌شود؛ بنابراین به دلیل ناهمگون بودن، برای برآورد اندازه اثر این متغیرها در بازده سهام از الگوی آثار تصادفی استفاده می‌شود.

علاوه بر این، برای متغیرهای نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های جریان نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، معیارهای

جدول (۶) آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس الگوی آثار ثابت و یا تصادفی

نتیجه	سطح معناداری	آماره Z	فاصله اطمینان اندازه اثر	میانگین وزنی اندازه اثر	شاخص‌های فرعی	متغیرهای اصلی
رد	۰/۴۲۶	۰/۷۹۷	(-۰/۲۵۵, ۰/۵۵)	۰/۱۷۷	-	نسبت‌های نقدینگی
رد	۰/۲۹	-۱/۰۵۸	(-۰/۴۰۷, ۰/۱۲۹)	-۰/۱۵	نسبت بدهی	نسبت‌های اهرمی
رد	۰/۱۵	۱/۴۴	(-۰/۰۲, ۰/۱۲۸)	۰/۰۵۴	-	نسبت‌های فعالیت
تأیید	۰/۰۰۰	۳/۶۸۷	(۰/۰۷۱, ۰/۲۲۹)	۰/۱۵۱	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	نسبت‌های سودآوری
رد	۰/۴۹۱	۰/۶۸۹	(-۰/۴۳۳, ۰/۷۴۷)	۰/۲۴۶	نرخ بازده سرمایه‌گذاری	
تأیید	۰/۰۰۰	۴/۱۶۸	(۰/۱۷۵, ۰/۴۵۵)	۰/۳۲۲	میزان سود	
رد	۰/۲۶۲	۱/۱۲۳	(-۰/۱۰۵, ۰/۳۷)	۰/۱۴	تغییرات سود	
تأیید	۰/۰۰۹	۲/۶۱۵	(۰/۱۰۳, ۰/۶۱۶)	۰/۳۸۹	حاشیه سود	

ادامه جدول (۶) آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس الگوی آثار ثابت و یا تصادفی						
نتیجه	سطح معناداری	آماره Z	فاصله اطمینان اندازه اثر	میانگین وزنی اندازه اثر	شاخص‌های فرعی	متغیرهای اصلی
رد	۰/۱۹۹	۱/۲۸۶	(-۰/۱ , ۰/۴۵)	۰/۱۹	نسبت قیمت به سود	نسبت‌های بازار
رد	۰/۷۲۵	-۰/۳۵۲	(-۰/۰۸۲ , ۰/۰۵۷)	-۰/۰۱۳	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	
رد	۰/۶۶۴	۰/۴۳۴	(-۰/۲۱۸ , ۰/۳۳۵)	۰/۰۶۳	ارزش بازار شرکت	
تأیید	۰/۰۰۰	۳/۹۳۴	(۰/۱۵ , ۰/۴۲۳)	۰/۲۹۲	بازده بازار	
رد	۰/۴۷۸	-۰/۷۰۹	(-۰/۳۵۹ , ۰/۱۷۴)	-۰/۰۹۹	نسبت سود به قیمت	
رد	۰/۲۴۲	۱/۱۶۹	(-۰/۱۴۳ , ۰/۵۱۶)	۰/۲۱	نسبت‌های نقدشوندگی	
رد	۰/۵۱۸	-۰/۶۴۷	(-۰/۱۰۷ , ۰/۰۵۴)	-۰/۰۲۷	جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی	نسبت‌های جریان نقدی
رد	۰/۲۰۳	-۱/۲۷۲	(-۰/۲۵ , ۰/۰۵۴)	-۰/۱	جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری	
تأیید	۰/۰۰۰	۴/۴۶۷	(۰/۱۳۲ , ۰/۳۲۷)	۰/۲۳۲	جریان‌های نقدی ناشی از عملیات	
رد	۰/۰۷۴	۱/۷۸۹	(-۰/۰۴۱ , ۰/۷۱۴)	۰/۴۰۳	ریسک نظاممند	شاخص‌های ریسک
تأیید	۰/۰۵۵	۱/۹۱۶	(-۰/۰۰۹ , ۰/۶۸۱)	۰/۳۸۹	صرف ریسک	
رد	۰/۱۵۳	-۱/۴۳	(-۰/۱۷۵ , ۰/۰۲۸)	-۰/۰۷۵	اقدام تعهدی	مدیریت سود
تأیید	۰/۰۲۸	۲/۱۹۸	(۰/۰۴۴ , ۰/۶۴۷)	۰/۳۸۶	خطای پیش‌بینی سود	پیش‌بینی سود
رد	۰/۴۵۳	-۰/۷۵۱	(-۰/۱۰۵ , ۰/۰۴۷)	-۰/۰۲۹	افق زمانی پیش‌بینی سود	
تأیید	۰/۰۰۱	۳/۴۴۵	(۰/۰۴۹ , ۰/۱۷۸)	۰/۱۱۴	خالص دارایی‌های عملیاتی	سرمایه‌گذاری واقعی
رد	۰/۱۴۶	-۱/۴۵۳	(-۰/۲۶۸ , ۰/۰۴۱)	-۰/۱۱۶	اندازه شرکت	ویژگی‌های شرکت
رد	۰/۱۴۶	۱/۴۵۴	(-۰/۰۶۲ , ۰/۳۹۴)	۰/۱۷۶	عمر شرکت	

براساس نتایج جدول ۶، برای نسبت نقدینگی، مقدار آماره Z برابر با مقدار ۰/۷۹۷ به دست آمده است که از مقدار جدول کوچک تر نیست. سطح معناداری آزمون Z برابر با ۰/۴۲۶ و از سطح معناداری ۰/۰۵ بزرگ تر است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر نسبت نقدینگی در بازده سهام شرکت ها پذیرفته نمی شود؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش رد می شود.

برای نسبت بدهی، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر نسبت بدهی در بازده سهام شرکت ها پذیرفته نمی شود؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد می شود.

برای نسبت فعالیت، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر نسبت فعالیت بد بازده سهام شرکت ها پذیرفته نمی شود؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد می شود.

از بین نسبت های سودآوری، برای شاخص های نرخ بازده سرمایه گذاری و تغییرات سودآوری، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر نرخ بازده سرمایه گذاری و تغییرات سودآوری در بازده سهام شرکت ها پذیرفته نمی شود؛ اما برای شاخص های نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله

اطمینان برآوردشده شامل صفر نیست؛ بنابراین تأثیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود در بازده سهام شرکت ها پذیرفته می شود. میانگین وزنی اندازه اثر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود به ترتیب، برابر با ۰/۱۵۱، ۰/۳۲۲ و ۰/۳۸۹ است. با توجه به مثبت بودن مقادیر اندازه اثر نتیجه گرفته می شود تأثیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود در بازده سهام شرکت ها مستقیم است؛ به عبارت دیگر، شرکت هایی با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته اند. در مجموع، گفتنی است فرضیه چهارم پژوهش در صورتی پذیرفته می شود که نسبت های سودآوری برابر با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود در نظر گرفته شود.

از بین نسبت های بازار، برای شاخص های نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، ارزش بازار شرکت، نسبت سود به قیمت و نسبت نقدشوندگی، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، ارزش بازار شرکت، نسبت سود به قیمت و نسبت نقدشوندگی در بازده سهام شرکت ها پذیرفته نمی شود؛ اما برای شاخص بازده بازار، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک تر به دست آمده است که نشان می دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر نیست؛ بنابراین تأثیر بازده بازار در بازده سهام شرکت ها پذیرفته می شود. میانگین وزنی اندازه اثر بازده بازار برابر با ۰/۲۹۲ به دست آمده است. با



از بین شاخص‌های مدیریت ریسک، برای ریسک نظاممند مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر ریسک نظاممند در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته نمی‌شود؛ اما برای صرف ریسک، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است؛ بنابراین تأثیر صرف ریسک در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته می‌شود. میانگین وزنی اندازه اثر صرف ریسک برابر با ۰/۳۸۹ است. با توجه به مثبت بودن مقدار اندازه اثر نتیجه گرفته می‌شود تأثیر صرف ریسک در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم است؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با صرف ریسک بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند. در مجموع، گفتنی است فرضیه هفتم پژوهش در صورتی پذیرفته می‌شود که شاخص‌های مدیریت ریسک برابر با صرف ریسک در نظر گرفته شود.

برای ارقام تعهدی، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر مدیریت سود در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته نمی‌شود؛ بنابراین فرضیه هشتم پژوهش رد می‌شود.

از بین شاخص‌های پیش‌بینی سود، برای خطای پیش‌بینی سود مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر خطای پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها

توجه به مثبت بودن مقدار اندازه اثر نتیجه گرفته می‌شود، تأثیر بازده بازار در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم است؛ به عبارت دیگر، با افزایش بازده بازار، بازده سهام شرکت‌ها نیز افزایش یافته است. در مجموع، گفتنی است فرضیه پنجم پژوهش در صورتی پذیرفته می‌شود که نسبت‌های بازار برابر با بازده بازار در نظر گرفته شود.

از بین نسبت‌های جریان‌های نقدی، برای شاخص‌های جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی و جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است. براساس این، تأثیر جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی و جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته نمی‌شود؛ اما برای جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است؛ بنابراین تأثیر جریان‌های نقدی ناشی از عملیات در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته می‌شود. میانگین وزنی اندازه اثر جریان‌های نقدی ناشی از عملیات برابر با ۰/۲۳۲ است. با توجه به مثبت بودن مقدار اندازه اثر نتیجه گرفته می‌شود تأثیر جریان‌های نقدی ناشی از عملیات در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم است؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی ناشی از عملیات بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند. در مجموع، گفتنی است فرضیه ششم پژوهش در صورتی پذیرفته می‌شود که نسبت‌های جریان نقدی برابر با جریان‌های نقدی ناشی از عملیات در نظر گرفته شود.

شامل صفر است. براساس این، تأثیر اندازه شرکت و عمر شرکت در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته نمی‌شود؛ بنابراین فرضیه یازدهم پژوهش رد می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بازده سهام یکی از مهم‌ترین معیارهایی است که در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین بسیاری از پژوهشگران تلاش کرده‌اند با شناسایی عوامل مؤثر بازده سهام شرکت‌ها، امکان برآورد دقیق آن را فراهم آورند. بدین منظور، الگوهای مختلفی برای تعیین الگوی بازده سهام الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، الگوی سه‌عاملی فاما و فرنچ و غیره می‌توان اشاره کرد. مطالعات اولیه بر این اساس قرار داشت تا ریسک نظاممند به‌عنوان تنها عامل مؤثر در بازده سهام معرفی شود؛ اما آزمون‌های تجربی به‌عمل آمده نشان داد بازده سهام تنها تحت تأثیر ریسک قرار ندارد و عوامل متفاوتی مانند نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های اهرمی، نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های بازار، نسبت‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت در تعیین روند بازده سهام شرکت‌ها نقش دارند. همچنین نتایج مطالعات انجام‌شده برای شناسایی عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران به نتایج متفاوت و حتی متضادی دست یافته است و تاکنون پژوهش خاصی با هدف مرور نقادانه مبانی نظری پژوهش و ترکیب نتایج و دستیابی به نتیجه مشترکی انجام نشده است. براساس این، در پژوهش حاضر تلاش شد با به‌کارگیری رویکرد فراتحلیل، ضمن ازبین‌بردن شکاف پژوهشی اشاره‌شده، نتایج مشخصی درباره

پذیرفته نمی‌شود؛ اما برای افق زمانی پیش‌بینی سود، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است؛ بنابراین تأثیر افق زمانی پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته می‌شود. میانگین وزنی اندازه اثر صرف ریسک برابر با ۰/۰۲۹- است. با توجه به منفی بودن مقدار اندازه اثر، نتیجه گرفته می‌شود تأثیر افق زمانی پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها معکوس است؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با افق زمانی پیش‌بینی سود بلندمدت، بازده سهام کمتری داشته‌اند. در مجموع، گفتنی است فرضیه نهم پژوهش در صورتی پذیرفته می‌شود که شاخص‌های پیش‌بینی سود برابر با افق زمانی پیش‌بینی سود در نظر گرفته شود.

برای خالص دارایی‌های عملیاتی، مقدار آماره Z از مقدار جدول بزرگ‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ کوچک‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده شامل صفر است؛ بنابراین تأثیر خالص دارایی‌های عملیاتی در بازده سهام شرکت‌ها پذیرفته می‌شود. میانگین وزنی اندازه اثر صرف ریسک برابر با ۰/۱۱۴ است. با توجه به مثبت بودن مقدار اندازه اثر نتیجه گرفته می‌شود، تأثیر خالص دارایی‌های عملیاتی در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم است؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی با خالص دارایی‌های عملیاتی بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند؛ بنابراین فرضیه دهم پژوهش پذیرفته می‌شود.

از بین ویژگی‌های شرکت، برای اندازه و عمر شرکت، مقدار آماره Z از مقدار جدول کوچک‌تر و سطح معناداری آزمون Z از ۰/۰۵ بزرگ‌تر به دست آمده است که نشان می‌دهد فاصله اطمینان برآوردشده

معکوس است. شرکت‌هایی با افق زمانی پیش‌بینی سود بلندمدت، بازده سهام کمتری داشته‌اند. در نهایت، برای سرمایه‌گذاری واقعی، تأثیر خالص دارایی‌های عملیاتی در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم بوده است؛ یعنی شرکت‌هایی با خالص دارایی‌های عملیاتی بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده مشخص شد پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران متضاد و ناهمگون بوده است که ضرورت انجام چنین پژوهشی را با رویکرد فراتحلیل نشان می‌دهد. با توجه به اهمیت دو متغیر ریسک و بازده در تصمیم‌گیری سهامداران برای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، شناسایی عوامل تأثیرگذار در بازده سهام شرکت‌ها به سهامداران در اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه می‌تواند کمک کند و بدین ترتیب، زمینه توسعه بورس اوراق بهادار تهران در بلندمدت فراهم شود. براساس این، تأثیر نسبت‌های مالی در بازده سهام کاملاً متفاوت بوده است؛ یعنی سهامداران در تجزیه و تحلیل‌های مالی خود باید به‌طور عمده بر نسبت‌های سودآوری، بازار و جریان‌های نقدی صرفاً شامل سود خالص، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود، بازده بازار و جریان‌های نقدی ناشی از عملیات توجه داشته باشند. سایر شاخص‌های نسبت‌های سودآوری، بازار و جریان‌های نقدی در پیش‌بینی بازده آینده سهام شرکت‌ها کمکی نمی‌کند و علاوه بر آن، نسبت‌های نقدینگی، اهرمی و فعالیت نیز در تبیین تغییرات در بازده سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران مفید نیست. مدیریت سود، ریسک نظاممند، افق زمانی پیش‌بینی سود و ویژگی‌های شرکت شامل اندازه و عمر شرکت نیز راهنمایی خاصی در زمینه استفاده از بازده سهام برای انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری به فعالان بورس اوراق بهادار

عوامل تأثیرگذار در بازده سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران ارائه شود. نتایج به‌دست‌آمده از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش براساس روش فراتحلیل نشان داد نسبت نقدینگی، نسبت اهرمی شامل نسبت بدهی، نسبت فعالیت، نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده سرمایه‌گذاری و تغییرات سودآوری، نسبت‌های بازار شامل شاخص‌های نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، ارزش بازار شرکت، نسبت سود به قیمت و نسبت نقدشوندگی، نسبت‌های جریان‌های نقدی شامل شاخص‌های جریان‌های نقدی ناشی از تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، شاخص‌های مدیریت ریسک شامل ریسک نظاممند، مدیریت سود شامل اقلام تعهدی، شاخص‌های پیش‌بینی سود شامل افق زمانی پیش‌بینی سود و در نهایت، ویژگی‌های شرکت شامل اندازه شرکت و عمر شرکت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر ندارد؛ اما از بین نسبت‌های سودآوری، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت داشته است. شرکت‌هایی با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند. از بین نسبت‌های بازار، بازده بازار در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت داشته است. با افزایش بازده بازار، بازده سهام شرکت‌ها نیز افزایش یافته است. از بین نسبت‌های جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی ناشی از عملیات در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی ناشی از عملیات بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند. از بین شاخص‌های مدیریت ریسک، تأثیر صرف ریسک در بازده سهام شرکت‌ها مستقیم است. شرکت‌هایی با صرف ریسک بیشتر، بازده سهام بیشتری نیز داشته‌اند. از بین شاخص‌های پیش‌بینی سود، تأثیر افق زمانی پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها

آماري، دوره زمانی مدنظر، تعداد شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش و غیره می‌توان اشاره کرد. پژوهشگران در مطالعات آینده خود، نقش تعدیل‌کننده این متغیرها را در زمینه عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها می‌توانند بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود با استفاده از روش فراتحلیل، نقش برخی از دیگر متغیرهای تأثیرگذار در بازده سهام شرکت‌ها مانند متغیرهای کلان اقتصادی را بررسی کنند. در نهایت، کاربرد روش فراتحلیل در شناسایی عوامل مؤثر در بازده سهام، درباره برخی دیگر از متغیرهای مالی مانند ساختار سرمایه، عملکرد مالی، مدیریت سرمایه در گردش و غیره یکی دیگر از پیشنهادها مناسب برای پژوهش‌های آینده است.

درباره محدودیت‌های پژوهش گفتنی است اندازه اثر، مهم‌ترین و معروف‌ترین اصطلاح استفاده‌شده در رویکرد فراتحلیل است. در عین حال، در محیط پژوهشی، استاندارد خاصی درباره چگونگی گزارش‌دهی محاسبات آماری و ریاضی در حوزه‌های پژوهشی مختلف وجود ندارد. بدین دلیل در پژوهش حاضر، در برخی از مطالعات میدانی به دلیل گزارش نکردن آماره‌های لازم، امکان محاسبه اندازه اثر وجود نداشت؛ بنابراین پژوهشگر مجبور شد پژوهش‌های مذکور را از جامعه آماری حذف کند. به علاوه، نتایج حاصل از این پژوهش به پایگاه‌های اطلاعاتی استفاده‌شده یعنی مگ ایران، نورمگز و جهاد دانشگاهی و به عبارت دیگر، مطالعات انجام‌شده در زمینه بورس اوراق بهادار تهران محدود است.

### منابع

- [1] Abdoli, M. R., (2000). *The relationship between dividends and stock return*. Master Thesis. Faculty of Accounting and Management, University of Allameh Tabatabaei, Tehran.
- [2] Abzari, M., Kabiri Pour, V., & Soheili, S. (2013). Analyzing the effect of liquidity on stock return with control of investment

تهران نمی‌توانند ارائه دهند؛ اما سرمایه‌گذاری واقعی، شاخص‌های ریسک شامل صرف ریسک و شاخص‌های پیش‌بینی سود شامل خطای پیش‌بینی سود در بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است و سهامداران در تجزیه و تحلیل اطلاعات برای سرمایه‌گذاری مالی در بورس اوراق بهادار تهران باید از این متغیرها استفاده کنند. سرمایه‌گذاران در استفاده از نتایج پژوهش‌های انجام‌شده برای شناسایی عوامل تأثیرگذار در بازده سهام شرکت‌ها باید احتیاط لازم را داشته باشند و به ویژگی‌های پژوهش انجام‌شده از قبیل فرایند انتخاب شرکت‌های عضو نمونه آماری، صنایع مدنظر، دوره زمانی مدنظر و غیره توجه کنند تا قیمت و بازده آینده سهام شرکت‌های مدنظر را با دقت بیشتری بتوانند پیش‌بینی کنند. همچنین به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌شود درباره دلایل تأثیرنگذاشتن نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، سودآوری شامل نرخ بازده دارایی‌ها و تغییرات میزان سود، بازار شامل نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، ارزش بازار شرکت، نسبت سود به قیمت و نقدشوندگی سهام، مدیریت سود شامل اقلام تعهدی، ویژگی‌های شرکت شامل عمر و اندازه شرکت، نسبت‌های جریان‌های نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و در نهایت، شاخص‌های ریسک شامل صرف ریسک در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های بیشتری را انجام دهند. بخش زیادی از تفاوت در نتایج به دست آمده ناشی از متغیرهایی است که در ارتباط عوامل مالی و غیرمالی با بازده سهام شرکت‌ها نقش تعدیل‌کننده می‌تواند داشته باشد. براساس پژوهش‌های انجام‌شده با رویکرد فراتحلیل، از جمله این عوامل به شاخص‌های استفاده‌شده برای اندازه‌گیری متغیرها، نوع صنعت، اندازه شرکت، روش‌های تجزیه و تحلیل

- analysis.com /downloads/meta-analysis-manual.pdf.
- [13] Capon, N., & Farley, J. U. (1990). Determinants of financial performance: A meta-analysis. *Management Science*, 36 (10): 1143-1159.
- [14] Dastghir, M., & Sharifi Mobarake, R., (2011). Examining relationship between cash flows with stock return. *Journal of Auditing*. 52: 1-5.
- [15] Dostian, S. (2006). *A comparison of net income and operating cash flow changes with changes in stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis. Faculty of Social Sciences and Economics, University of Al-Zahra, Tehran.
- [16] Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47 (2): 427-465.
- [17] Fatehi, S. (2016). Examining the effect of financial reporting quality on abnormal stock return fluctuations in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management and Accounting Studies*. 2(1): 111-119.
- [18] Fathi, S. (2007). *Explaining a model of determinants of relationship between information technology and financial performance of business firms: A meta-analysis approach*. PhD Thesis. Faculty of Humanities, University of Tarbiat Modares, Tehran.
- [19] Fathi, S., Abzari, M., & Habibi, S. (2014). Meta-analysis of capital structure determinants in firm level. *Asset Management and Financing*. 2(4): 55-74.
- [20] Fujimoto, A., & Masahiro W. (2006). *Time-varying liquidity risk and the cross section of stock returns*. Available at: <http://papers.ssrn.com/id=906327>.
- [21] Ghaemi, M. H., Livani, A. J., & Dehbozorgi, S. (2008). Earning quality and stock return of firms. *Journal of The Accounting and Auditing Review*. 52: 71-88.
- [22] Ghoudarzi, A. (2005). *Analytical review of the relationship between financial ratios and stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis. Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran.
- [23] Ghrohani Zadeh, V. A., & Hassan Nanghir, S. T. (2013). *Practical guide of styles: A new approach with multidimensional criteria*. *Journal of Accounting Knowledge*. 4(15): 79-103.
- [3] Ansari. A. M., Yousef Zadeh, N. & Zare, Z. (2015). A parallel study of factors affecting capital structure and stock return in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*. 7(25): 28-41.
- [4] Asgarnezhad Nouri, B., Moradi, M. & Khaleghi, N. (2016). Product market power, industry structure, and corporate earnings management: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*. 4(2): 1-14.
- [5] Asgarnezhad Nouri, B., Sanayei, A., Fathi, S., & Kazemi, A. (2014). Meta-analysis of the mediating role of sample characteristics in the relationship between marketing activities and organizational performance. *Management Research in Iran*. 18(1): 151-169.
- [6] Asgarnezhad, B., Sanayei, A., Fathi, S., & Kazemi, A. (2015). The effect of marketing tactical capabilities on the financial performance of the firms: Meta-analysis approach. *Iranian Journal of Management Studies*. 8 (1): 73-96.
- [7] Asgarnezhad Nouri, B. & Soltani, M. (2016). Designing a bankruptcy prediction model based on account, market and macroeconomic variables (Case study: Cyprus Stock Exchange). *Iranian Journal of Management Studies*. 9(1): 125-147.
- [8] Bagher Zadeh, S., (2005). Determinants of stock return in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*. 19: 25-64.
- [9] Banze, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*. 9: 3-18.
- [10] Bazr Afshan, A., Hejazi, R., Rahmani, A. & Bastani, S. (2015). Meta-analysis of auditing committee independency and financial reporting quality. *Management Accounting*. 8 (25): 101-117.
- [11] Bildik, R., & Gulay, G. (2000). Profitability of contrarian vs. momentum strategies: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *International Review of Finance*. 7(1-2): 61-87.
- [12] Bronstein, M., Hedges, L., Higgins, J., & Rothstein, H. (2004). *Comprehensive meta-analysis manual*. Available at: [www.meta-analysis.com](http://www.meta-analysis.com)

- [35] Mehrani, S., Mehrani, K., & Karami, G. R. (2004). Using of historical financial and nonfinancial information to distinguish successful and unsuccessful firms. *Journal of The Accounting and Auditing Review*, 38: 77-92.
- [36] Mosavi Zadeh, M. (2014). *Factors affecting stock returns after the initial release in Tehran Stock Exchange by aggregate looking to variables and emphasis on Fama and French Three-Factor Model*. Master Thesis. Shahrood University of Technology. Semnan.
- [37] Reza Zadeh, J., & Ashtab, A. (2010). The relationship between the accuracy of earnings forecasts and stock returns of newly listed firms in Tehran Stock Exchange. *Journal of Economics Science*, 9(1): 55-76.
- [38] Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11: 9-17.
- [39] Rosenthal, R., & Dematteo, M. R. (2001). *Meta-analysis: Recent developments in quantitative cumulation methods*. Advances in Measurement and Data Analysis, San Francisco: Jossey-Bass.
- [40] Safdar, R. & Yan, C. (2016). Information risk, stock returns, and the cost of capital in China. *China Finance Review International*, 6(1): 77 - 95.
- [41] Shawn, M. F., Phillip, D., & Rumrill, J. R. (2003). Meta-analysis as a tool for understanding existing research literature. *Journal: Work*, 21 (1): 97-103.
- [42] Souissi, M., & Khlif, H. (2012). Meta-analytic review of disclosure level and cost of equity capital. *International Journal of Accounting & Information Management*, 20(1), 49 - 62.
- [43] Zamari, R., (2007). *The relationship between financial ratios based on cash flows and stock returns in Tehran Stock Exchange*. Master Thesis. Faculty of Accounting and Management, University of Allameh Tabatabaiei, Tehran.
- meta-analysis with CMA2 software*. Tehran: Sociologists Publications.
- [24] Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60: 187-243.
- [25] Habib, A. (2008). The role of accruals and cash flows in explaining security returns. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17: 51-66.
- [26] Hirshleifer, D., Kewei, H., & Siew, H. T. (2009). Accruals, cash flows, and aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91 (3): 389-406.
- [27] Hsieh, S. (2014). The causal relationships between stock returns, trading volume, and volatility. *International Journal of Managerial Finance*, 10(2): 218 - 240.
- [28] Hunter, J., & Schmidt, F. (2004), *Methods of meta-analysis: Correcting error and bias in research findings*. Beverly Hills CA: Sage.
- [29] Inaam, Z. & Khamoussi, H. (2016). Audit committee effectiveness, audit quality and earnings management: a meta-analysis. *International Journal of Law and Management*, 58 (2): 179 - 196.
- [30] Khodadad Hosseini, S. H., Fathi. S., & Elahi, S. (2006). Explaining a model of information technology effect on financial performance criteria with meta-analysis approach. *Journal of The Accounting and Auditing Review*, 46: 61-70.
- [31] Lam, K. S. K. (2002). The relationship between size, book-to-market equity ratio. *Journal of Banking & Finance*, 31 (2): 455-475.
- [32] Li, G. (2016). Growth options, dividend payout ratios and stock returns. *Studies in Economics and Finance*, 33(4): 638 - 659.
- [33] Lonkani, R., & Firth, M. (2005). The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and their relationships with stock market valuation. *Journal of Accounting and Business Research*, 35: 269-286.
- [34] Mazuruse, P. (2014). Canonical correlation analysis. *Journal of Financial Economic Policy*, 6 (2): 179-196.