



Investigating the Impact of Accounting and Financial Variables on Stock Systematic Risk: A Bayesian Model Averaging Approach

Leila Farvizi

PhD student, Economics, Tabriz University
Aras International Campus, Tabriz, Iran.

Sakineh Sojoodi *

Associated Professor, Department of
Economics, Tabriz University, Tabriz, Iran

Hossein Asgharpour

Professor, Department Economics Tabriz
University, Tabriz, Iran

Jafar Haghighat

Professor, Department Economics, University
of Tabriz, Tabriz, Iran.

Abstract

Numerous studies have investigated the relationship between systematic risk and a wide range of accounting and financial variables. However, most empirical studies have adopted the classical regression method, which entails limitations such as a restricted number of variables to preserve degrees of freedom. To overcome this constraint, the present study employs the Bayesian Model Averaging (BMA) method. Using data from 55 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2010 and 2023, this study examines the influence of 58 different financial and accounting variables on the systematic risk of these companies. The research aims to identify the key variables that significantly contribute to systematic risk. The findings reveal that among the examined variables, company size has the strongest impact on systematic risk, with a positive coefficient. In second and third place, asset turnover and operational efficiency demonstrate significant effects, with the former exhibiting a positive

* Corresponding Author: S_sojudi@tabrizu.ac.ir

How to Cite: Farvizi, L., Sojoodi, S., Asgharpour, H., Haghighat, J. (2025). Investigating the Impact of Accounting and Financial Variables on Stock Systematic Risk: A Bayesian Model Averaging Approach, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 22(85), 37-82. DOI: 10.22054/qjma.2024.81755.2608

coefficient and the latter a negative coefficient. The fourth influential variable is the ratio of long-term debt-to-equity, showing a positive coefficient. Lastly, the ratio of a company's market value to the book value of its total assets is identified as the fifth influential variable, exerting a negative impact on systematic risk.

Keywords: Accounting variables, Bayesian model averaging method, Systematic risk.

1. Introduction

Understanding the drivers of systematic risk is crucial for investors seeking to optimize their portfolios and for companies aiming to develop robust risk management strategies. While many studies have explored the relationship between systematic risk and various accounting and financial variables, the majority have used classical regression methods, which tend to focus on a limited number of factors. This limitation often overlooks the complex interplay among variables that could better explain systematic risk. Given the growing need for more accurate models in the face of financial market volatility, this study adopts the Bayesian Model Averaging (BMA) approach to assess the impact of a wider range of accounting and financial variables on systematic risk. The research seeks to answer the following questions:

Research Question(s)

- Which accounting and financial variables most significantly influence the systematic risk of companies listed on the Tehran Stock Exchange?
- Do the selected variables have a positive or negative impact on systematic risk, and how do these effects vary across different industries and financial contexts?

2- Literature Review

Systematic risk, commonly measured by the beta coefficient, represents the portion of a company's risk that cannot be diversified away. Previous studies have highlighted several accounting and financial factors, including company size, financial leverage, operational efficiency, and asset turnover, as important determinants of systematic risk (Figure 1). However, the results across studies are

mixed, and traditional models often fail to account for the complex interactions among variables. Additionally, several studies have noted that the method of variable selection and estimation can significantly influence the conclusions drawn about risk determinants. The literature suggests that large firms tend to have higher systematic risk due to greater exposure to market and economic cycles, while smaller firms may experience lower risk due to reduced exposure to such fluctuations. Other studies have explored the roles of profitability, debt ratios, liquidity, and asset management in determining market risk, but there is no consensus on which variables are most influential.

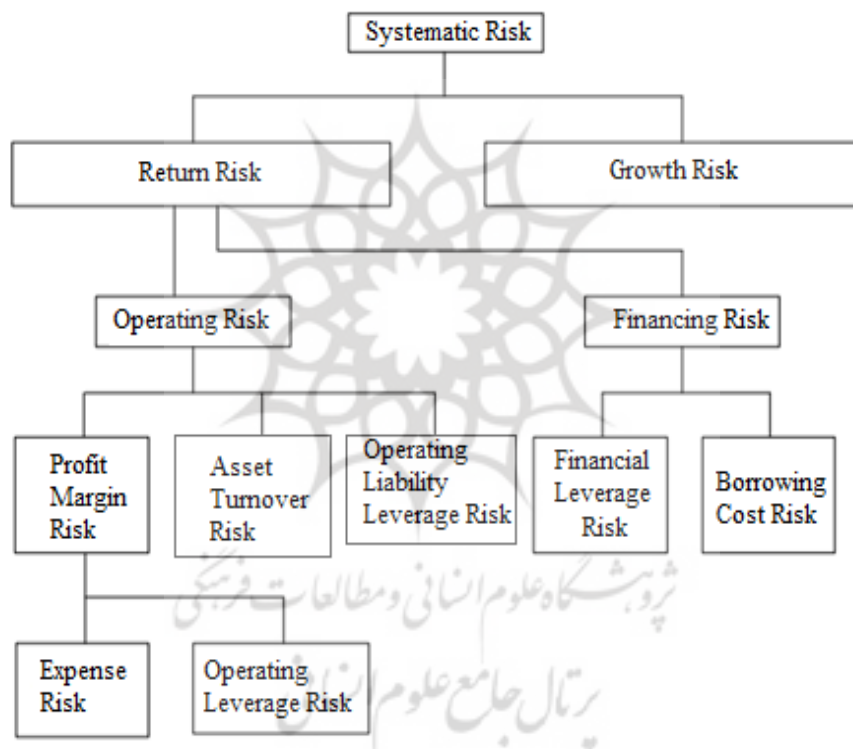


Figure1- Fundamental Factors Affecting Systematic Risk
Source: Brimble & Hodgson (2007)

3- Methodology

This study employs the BMA technique to assess the impact of 58 potential accounting and financial variables on systematic risk. The

BMA approach is particularly well-suited to this context because it enables the simultaneous consideration of multiple models, allowing for a more comprehensive understanding of the relationships between variables and risk. The study uses data from 55 companies listed on the Tehran Stock Exchange, covering the period from 2010 to 2023. The sample includes companies from a range of sectors, ensuring that the findings are not limited to any one industry. Data were collected from financial statements and reports available on the official website of the Tehran Stock Exchange (TSETMC), and the BMA method was implemented using Stata 18 software. The estimation process includes backward sampling, in which weak models are sequentially excluded and the best models are selected based on their posterior probability of explaining the data.

4- Results

The results of the BMA analysis indicate that several variables have a significant impact on systematic risk

- 1- Company Size: Company size has the strongest effect on systematic risk, with a positive coefficient, indicating that larger companies generally face higher systematic risk.
- 2- Asset Turnover: The asset turnover ratio, which measures how efficiently a company uses its assets to generate revenue, also has a positive effect on systematic risk.
- 3- Operational Efficiency: Companies with higher operational efficiency exhibit lower systematic risk, as indicated by the negative coefficient for operational efficiency.
- 4- Long-Term Debt-to-Equity Ratio: A positive relationship is found between the long-term debt-to-equity ratio and systematic risk, suggesting that companies with higher leverage tend to experience greater exposure to market risk.
- 5- Market Value to Book Value Ratio: This ratio has a negative effect on systematic risk, indicating that companies with higher market valuations relative to their book values are less sensitive to market fluctuations.

These variables were identified as the most significant based on their posterior inclusion probabilities (PIP), with company size having the highest PIP of 0.8143, indicating it is the most important determinant of systematic risk.

5- Discussion

The findings suggest that company size plays a pivotal role in determining systematic risk. Larger companies tend to be more exposed to broader economic fluctuations and market cycles, which can lead to higher systematic risk. Asset turnover, though generally considered a measure of operational efficiency, also contributes positively to risk, potentially due to the increased exposure of firms with higher asset turnover to volatile markets. Operational efficiency, on the other hand, shows a negative relationship with systematic risk, supporting the notion that companies with better control over their operations are more resilient to market shocks. This finding is consistent with the literature suggesting that operational efficiency can mitigate the impact of external risks. Similarly, the positive relationship between the long-term debt-to-equity ratio and systematic risk aligns with prior studies that highlight the role of financial leverage in amplifying market risk. Finally, the negative relationship with the market value to book value ratio indicates that investors view companies with higher market valuations as more stable, potentially because these companies are perceived as less vulnerable to market downturns.

6- Conclusion

This study contributes to the understanding of the determinants of systematic risk by employing the BMA approach, which overcomes limitations inherent in traditional regression models. The results highlight that company size, asset turnover, operational efficiency, the long-term debt-to-equity ratio, and the market value to book value ratio are the key factors influencing systematic risk. These findings have practical implications for investors and corporate managers seeking to mitigate exposure to market risk. Companies, especially larger ones, can benefit from enhancing operational efficiency and optimizing their financial structures to reduce systematic risk. Future research could explore the interaction between these variables across different sectors and market conditions, and further refine models by incorporating additional macroeconomic factors.



بررسی اثر متغیرهای حسابداری و مالی شرکت بر ریسک سیستماتیک سهام: کاربرد روش میانگین گیری مدل بیزین

لیلا فرویزی  دانشجوی دکتری اقتصاد مالی، پردیس بین‌المللی ارس دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

سکینه سجودی  * دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

حسین اصغریور  استاد گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

جعفر حقیقت  استاد گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

چکیده

تحقیقات متعددی که ریسک سیستماتیک را به انبوهی از متغیرهای حسابداری و مالی شرکت مرتبط می‌کنند، انجام شده است. اکثر مطالعات تجربی از روش رگرسیون کلاسیک استفاده نموده‌اند که ایراد اساسی این روش، تمرکز بر چند متغیر محدود برای حفظ درجه آزادی رگرسیون در یک سطح قابل قبول بوده است. مطالعه حاضر با به کارگیری روش میانگین گیری مدل بیزین این محدودیت را رفع نموده است. این مطالعه با به کارگیری داده‌های ۵۵ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۴۰۲ به بررسی اثر ۵۸ متغیر مختلف مالی و حسابداری بر ریسک سیستماتیک این شرکت‌ها پرداخته و مهم‌ترین متغیرهای تعیین کننده ریسک سیستماتیک را مشخص نموده است. بر اساس نتایج تخمین از مجموعه متغیرهای موردبررسی درمجموع ۵ متغیر دارای بیشترین تأثیر بر ریسک سیستماتیک بوده که از میان آن‌ها اندازه شرکت در رتبه اول قرار دارد. متوسط ضریب این متغیر مثبت است. در رتبه دوم و سوم به ترتیب گردش دارایی و کارایی عملیاتی قرار دارند. ضریب متوسط کارایی عملیاتی منفی است و متوسط ضریب

گردش دارایی مثبت است. در رتبه چهارم نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام با ضریب مثبت قرار دارد. در نهایت پنجمین متغیر توضیحی نسبت ارزش بازاری بنگاه به ارزش دفتری کل دارایی‌ها است که اثر منفی بر ریسک سیستماتیک دارد.

کلیدواژه‌ها: متغیرهای حسابداری، ریسک سیستماتیک، میانگین‌گیری مدل بیزین.



مقدمه

در اصطلاح مالی، ریسک به مفهوم نوسانات بازدهی مورد انتظار است. بدین معنی که ریسک بازده را می‌توان احتمال تفاوت بین میزان بازده واقعی و بازده موردانتظار تعریف نمود. ریسک یکی از متغیرهای کلیدی در تصمیمات سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران مایل‌اند منابع مالی خود را در جایی سرمایه‌گذاری کنند که ضمن کسب حداکثر بازده با کمترین میزان ممکن ریسک مواجه باشند. به همین دلیل شناخت و پیش‌بینی سیگنال‌های ریسک در گزینه‌های سرمایه‌گذاری یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. این موضوع در بازار سهام به مراتب پیچیده‌تر از سایر بازارهای سرمایه است، زیرا در این بازار نرخ بازده سهام شرکت‌ها تغییرپذیری بالا و قابلیت پیش‌بینی کمی داشته و شدیداً متأثر از سایر متغیرهای اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و حتی حوادث طبیعی است. علاوه بر سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌ها نیز علاقه‌مند به شناخت عوامل مؤثر بر ریسک هستند، چراکه مدیریت ریسک جزء مهمی از حاکمیت شرکتی است و این امر به‌ویژه در مورد شرکت‌های کوچک و دارای تنوع کم در محصولات و خدمات و یا بازارها، بیشتر صدق می‌کند.

تحلیل‌گران مدرن سرمایه‌گذاری، ریسک بازار اوراق بهادار را که باعث تغییر و پراکندگی در بازده می‌شوند، به دو دسته سیستماتیک و غیرسیستماتیک تقسیم می‌کنند. از آنجایی که ریسک غیرسیستماتیک را می‌توان از طریق تنوع‌بخشی به سبد دارایی کنترل کرد، توجه محققان و سرمایه‌گذاران بیشتر معطوف به ریسک سیستماتیک و عوامل تعیین‌کننده آن بوده است. بعد از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۷ و واکنش زنجیره‌ای عظیم برای تخریب حوزه مالی، توجه به ریسک سیستماتیک به عنوان عامل حیاتی مرتبط با امنیت مالی بیش‌ازپیش افزایش یافت؛ بنابراین، با توجه به اهمیت روزافزون ریسک سیستماتیک و نیاز به واکنش مناسب شرکت‌ها به آن، پیش‌نیاز اقدامات مؤثر در راستای مدیریت ریسک، آگاهی از عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک است. علاوه بر این، بتا به عنوان معیاری برای ریسک سیستماتیک، برای شرکت‌هایی که در بازار اوراق بهادار فهرست نشده‌اند

مستقیماً از طریق حرکات قیمت سهام قابل اندازه گیری نیست و این واقعیت هنگام تخمین هزینه سرمایه و ساختارهای ریسک نسبی شرکت های غیربهره‌بررسی مشکلاتی را ایجاد می کند. در نتیجه ارائه مدلی برای پیش بینی ریسک سیستماتیک شرکت ها یک اولویت پژوهشی است.

باوجود تحقیقات متعددی که به این موضوع پرداخته اند، مدل سازی نظری محدودی برای بررسی عوامل درون شرکتی تعیین کننده ریسک سیستماتیک وجود دارد و این مطالعات عموماً مبتنی بر انتخاب اختیاری برخی متغیرهای مستقل بدون ادبیات نظری دقیق هستند. در حالت کلی، اختلاف نظر درباره متغیرهای مؤثر بر ریسک سیستماتیک در اغلب موارد منجر به تفاوت در نتیجه نیز شده است.

اغلب مطالعات داخلی نیز به اثر متغیرهای حسابداری بر بازده سهام متمرکز شده (شکرخواه و اصغری، ۱۴۰۲؛ بادپا و همکاران، ۱۴۰۲) و به تأثیر این متغیرها در تعیین ریسک سیستماتیک توجه چندانی نشده است. از این رو به دلیل اهمیت ریسک سیستماتیک و عدم جامعیت پژوهش های پیشین، هدف اساسی مطالعه حاضر، بررسی اثر متغیرهای درون شرکتی بر ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتخاذ رویکرد میانگین گیری مدل بیزین^۱ (BMA) شناسایی و اولویت بندی مهم ترین متغیرها از بین تمامی متغیرهای بالقوه مؤثر بر ریسک سیستماتیک می باشد.

ادبیات موضوع

رایج ترین معیار ریسک سیستماتیک، مفهوم بتا (β) است که نشان دهنده حساسیت اوراق بهادار فردی (یا سبد اوراق بهادار) به ریسک بازار است (Cornelius, 2011). ضریب بتا بر اساس رابطه ۱ محاسبه می شود.

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در اینجا r_p نرخ بازده سهام عادی شرکت، r_b نرخ بازده بازار و β_p ریسک سیستماتیک شرکت می‌باشد. (Cheema, 2016). بازدهی سهام و بازدهی بازار از طریق رابطه ۲ محاسبه می‌گردد:

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

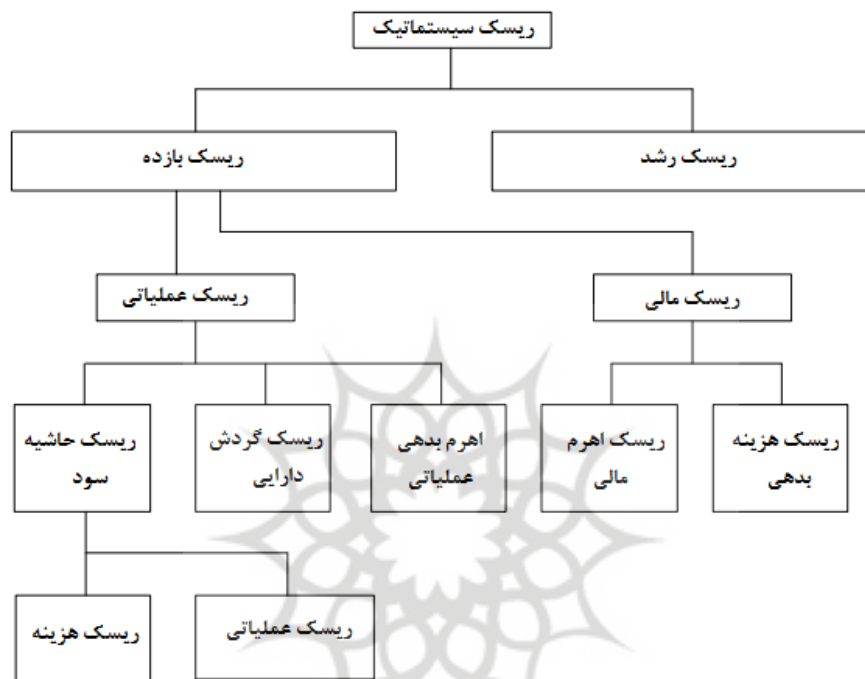
در این رابطه P شاخص قیمت سهام یا بازار است.

متغیرهای مؤثر بر بتا

ریسک سیستماتیک نخستین بار توسط Sharpe (1964) معرفی شده است. بعد از آن، محققان تلاش کرده‌اند تا عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک را توضیح دهند. اولین تلاش‌ها برای پیوند ریسک سیستماتیک و متغیرهای داخلی شرکت توسط Beaver et al. (1970) و Rosenberg and McKibben (1973) انجام شد. سایر محققان بر روی متغیرهای خاص از قبیل اهرم عملیاتی (Lev, 1974)، اهرم مالی (Lev & Kunitzky, 1974) و گردش مالی (Bildensee, 1975)، تمرکز کردند. تعداد کمی از تحقیقات در عین حال نشان می‌دهد که ریسک ذاتی تجاری (نوسانات تقاضای تولید یک شرکت به دلیل شرایط کلان اقتصادی) جزء اصلی بتای بازار است (به عنوان مثال، Griffin & Dogan, 1989; Chung, 1992; Mensah, 2003; Penman, 2010). پیشنهاد می‌کند که علاوه بر ریسک عملیاتی و مالی، ریسک رشد نیز از اهمیت کلیدی برخوردار است، زیرا عدم اطمینان در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت را نشان می‌دهد. بر اساس چارچوب نظری معیارهای اندازه‌گیری ریسک تجاری متفاوتی پیشنهاد شده است. یکی از حدس‌های کلیدی این است که ریسک تجاری به بهترین وجه توسط ریسک رشد (یعنی عدم قطعیت تولید یک شرکت در مقایسه با حرکات بازار، همان‌طور که در پنمن ۲۰۱۰ بیان شده است) اندازه گرفته می‌شود. همچنین برای سطح معینی از اهرم مالی و گردش دارایی، رشد یک شرکت توسط تغییرات در فروش آن اندازه گرفته می‌شود.

مدلی که از مجموعه مطالعات این دوران استخراج شده و از لحاظ نظری ریسک سیستماتیک را به متغیرهای حسابداری مرتبط می‌کند در شکل ۱ ارائه شده است

(Brimble & Hodgson, 2007). در ادامه به مهم‌ترین متغیرهای حسابداری تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک مبتنی بر مطالعات پیشین اشاره می‌شود.



شکل ۱. عوامل بنیادی مؤثر بر ریسک سیستماتیک

منبع: بریمبل و هاجسون (۲۰۰۷)

- نقدینگی

نقدینگی توانایی شرکت برای انجام تعهدات کوتاه‌مدت می‌باشد. از آنجایی که پتانسیل یک شرکت برای ایجاد زمینه رشد به نقدینگی شرکت وابسته است، افزایش نقدینگی باعث دسترسی بیشتر به منابع موردنیاز و انجام به‌موقع تعهدات و در نتیجه، کاهش ریسک سیستماتیک می‌شود (Foster, 1986). این نظریه توسط Logue and Merville (1972:37) تأیید شده است. در مقابل، بر اساس تئوری‌های رقیب، نقدینگی بالا می‌تواند از طریق افزایش مخاطره اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد، ریسک سیستماتیک

را افزایش دهد (Leea & Jang, 2007). مطالعاتی همچون Shah and Iqbal (2012) و Sharif et al. (2016) به تأثیر معکوس نقدینگی بر ریسک سیستماتیک اشاره کرده‌اند.

- اهرم مالی

بر اساس تئوری مالی، اهرم مالی بالاتر، سهامداران را در معرض ریسک مالی بیشتر و در نتیجه ریسک سیستماتیک بالاتری قرار می‌دهد (Leea & Jang, 2007)، زیرا شرکت‌های دارای بدهی بالاتر، در برابر رکود اقتصادی و تغییرات نرخ بهره آسیب‌پذیرترند. همچنین، در مواقع بحران‌های مالی، شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر ممکن است برای انجام تعهدات بدهی خود دچار مشکل شوند که منجر به افزایش نوسانات قیمت سهام و افزایش ریسک سیستماتیک آن‌ها شود. مطالعاتی همچون Rosenberg McKibben (1973:317) و Borde et al. (1998) رابطه مثبت بین اهرم بدهی و بتا را تأیید می‌کنند.

- اهرم عملیاتی

اهرم عملیاتی به میزان تغییر درآمد عملیاتی در پاسخ به تغییر فروش اشاره دارد. شرکت‌های دارای اهرم عملیاتی بالا، هزینه‌های ثابت بالایی دارند. در این شرکت‌ها، افزایش (کاهش) اندک فروش منجر به افزایش (کاهش) بیشتر سود می‌شود، زیرا هزینه‌های ثابت در یک پایه درآمد بزرگ‌تر (کوچک‌تر) پخش می‌شود. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای اهرم عملیاتی پایین، نسبت هزینه‌های متغیر بالاتری دارند و سودآوری آن‌ها نسبت به تغییرات فروش حساسیت کمتری دارد. این امر می‌تواند اثرات نوسانات بازار را بر عملکرد مالی شرکت تقویت کند و منجر به افزایش ریسک سیستماتیک شود. مطالعاتی همچون Houmes et al. (2012) و Ali et al. (2019) به رابطه مثبت بین اهرم عملیاتی و ریسک سیستماتیک اشاره کرده‌اند.

- کارایی عملیاتی

شرکت‌هایی که کارایی عملیاتی بالاتری دارند و به‌طور مؤثر از دارایی‌های خود در ایجاد درآمد استفاده می‌کنند، به‌احتمال بیشتری زیان‌های احتمالی را کاهش می‌دهند و در نتیجه سطح بتای پایینی دارند (Leea & Jang, 2007). Gu and Kim (2002) استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی با راندمان عملیاتی بالاتر ممکن است سود بیشتری تولید کنند و بنابراین با احتمال شکست کمتر و ریسک سیستماتیک کمتر مرتبط هستند. مطالعاتی همچون Tan et al. (2015) و سعیدی و رامشه (۱۳۸۹) به رابطه منفی بین شاخص‌های مختلف کارایی عملیاتی و ریسک سیستماتیک اشاره کرده‌اند.

سودآوری

بر اساس اظهارات Logue and Merville (1972:37)، سودآوری بالا می‌تواند با افزایش توانایی شرکت‌ها برای کاهش بی‌ثباتی مالی، احتمال شکست کسب‌وکار و بنابراین، ریسک سیستماتیک را کاهش دهد؛ اما بر اساس مطالعه Melicher (1974:231)، ممکن است شرکت‌های سودآورتر استراتژی‌های تجاری تهاجمی را اجرا کنند و خود را در معرض ریسک بالاتری قرار دهند. مطالعاتی همچون Biase and Apolito (2012) به رابطه منفی و مطالعاتی همچون Kumar et al. (2015) به رابطه مثبت بین سود و ریسک سیستماتیک اشاره کرده‌اند.

- پرداخت سود سهام

بر اساس تئوری مالی، پرداخت سود سهام بالا تأثیر منفی بر ریسک سیستماتیک دارد، چراکه سرمایه‌گذاران بازده حاصل از سود سهام را مطمئن‌تر از بازده ناشی از قیمت‌های بالاتر سهام می‌دانند (Logue and Merville, 1972:37). طبق نظر Jahankhani and Lynge (1980:169)، شرکت‌هایی با نوسان سود بیشتر تمایل به توزیع سود سهام کمتری نسبت به شرکت‌های با ثبات دارند. مطالعات متعددی همچون Shah and Iqbal (2012) و Adhikari (2015) رابطه منفی بین پرداخت سود سهام و بتا را تأیید کردند.

- اندازه شرکت

Ben-Zion and Shalit (1975) چندین استدلال نظری در تأیید رابطه منفی بین اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک، ارائه نموده‌اند:

(الف) بازارپذیری: اوراق بهادار شرکت‌های بزرگ نقدشوندگی بالایی دارند و بنابراین، ریسک کمتری دارند.

(ب) احتمال ورشکستگی: شرکت‌های بزرگ در یک دوره زمانی طولانی رشد می‌کنند و با توجه به احتمال ورشکستگی بیشتر در سال‌های اولیه فعالیت، اندازه شرکت معیاری از عملکرد گذشته و آتی و ریسک کمتر آن است.

(ج) تنوع: شرکت‌های بزرگ می‌توانند به‌طور کارآمد فعالیت‌های خود را متنوع نموده و ریسک خود را کاهش دهند.

(د) صرفه‌های به مقیاس: صرفه‌های به مقیاس شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا هزینه‌های واحد کمتری داشته و در نتیجه رانت اقتصادی بالاتری داشته باشند که به عنوان محافظی در برابر زیان عمل می‌کند و ریسک را کاهش می‌دهد.

تأثیر منفی اندازه بر ریسک سیستماتیک در مطالعاتی همچون Patel and Olsen (1984:481) و Logue and Merville (1972:37) تأیید شده است.

- رشد

بر اساس نظریه Fewings (1975)، از آنجایی که نرخ رشد سود مورد انتظار حقوق صاحبان سهام یک تابع مثبت از نرخ سرمایه‌گذاری و نرخ بازده سرمایه‌گذاری است، افزایش هر یک از این متغیرها باعث افزایش ریسک سیستماتیک سرمایه‌گذاری می‌شود. شرکت‌های با رشد سریع به منابع بیشتری نیاز دارند (Roh, 2002) که باعث می‌شود که شرکت‌ها به دنبال تأمین مالی خارجی باشند و زمان و پول را در آموزش منابع انسانی سرمایه‌گذاری کنند. این هزینه‌های تعدیل داخلی، شرکت‌ها را به سمت اهرم بالاتر و ریسک سیستماتیک بالاتری سوق می‌دهد؛ اما بر اساس دیدگاه مخالف، شرکت‌های دارای رشد بالاتر

می‌توانند قیمت سهام را به دلیل پیش‌بینی سود بالا پایدار نگه دارند و ریسک پایین‌تری داشته باشند. (Boyd, 1998).

- سن شرکت

برخی از مطالعات استدلال می‌کنند که شرکت‌های جوان در معرض آسیب ناشی از قیمت‌گذاری نادرست هستند که باعث افزایش ریسک‌های سیستماتیک می‌گردد (Saravia et al., 2020)؛ اما بر اساس مطالعاتی همچون Clarkson and Thompson (1990) و Clarkson and Satterly (1997) این پدیده، کوتاه‌مدت است. Chincarini et al. (2019) استدلال می‌کنند سهامداران به این درک رسیده‌اند که شرکت‌های جوان‌تر ریسک بیشتری دارند. این ریسک تخمینی بالا منجر به بتای بالاتر می‌گردد.

- ارزش بازاری و ارزش دفتری سهام

Miles (1986) معتقد است که عوامل تعیین‌کننده بتا و عوامل واقعی ارزش بازار سهام مشابه‌اند. براین اساس، Galai and Masulis (1976) در قالب یک مدل ترکیبی از قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بین دوره‌ای^۱ Merton (1973) و قیمت‌گذاری اختیار^۲ Black and Scholes (1973)، ارزش حقوق صاحبان سهام و سپس ریسک سیستماتیک آن را استخراج کردند. آن‌ها نرخ بهره بدون ریسک، ارزش جاری شرکت، واریانس بازده شرکت، ارزش دفتری بدهی و زمان تا سررسید بدهی را به عنوان عوامل تعیین‌کننده بتا شناخته‌اند. برخی مطالعات همچون Eldomiaty et al. (2009) تأثیر معکوس ارزش دفتری سهام بر ریسک سیستماتیک را تأیید می‌کنند.

- تمرکز مالکیت

بر اساس مطالعه Mousa et al. (2021)، پراکندگی مالکیت اولاً منجر به کاهش قدرت سهامداران بزرگ برای کنترل تصمیمات مدیران و کاهش احتمال آسیب رساندن به منافع

1 Intertemporal Capital Asset Pricing

2 Option Pricing

سهامداران می‌شود و ثانیاً، منجر به اثر سلب مالکیت می‌گردد و سهامداران کنترل‌کننده ممکن است بدون توجه به منافع سایر مالکان، به نفع خود عمل کنند که به رفتار تونل‌زنی^۱ سهامداران عمده معروف است. Dhillon and Rossetto (2015) نیز اظهار داشته‌اند که وجود چندین سهامدار کنترل‌کننده، ریسک شرکت در بازار را افزایش می‌دهد، درحالی که یک سهامدار کنترل‌کننده به‌طور قابل توجهی به کاهش ریسک کمک می‌کند.

- مالیات شرکت

بر اساس مطالعه Mnzava (2009)، رابطه بین مالیات و ریسک سیستماتیک به سرعت تعدیل بدهی حقوق صاحبان سهام در پاسخ به تغییرات مالیات بستگی دارد. اگر شرکت‌ها به اخبار مربوط به تغییرات مالیات بلافاصله با تغییر نسبت بدهی پاسخ ندهند، مالیات به‌طور منفی با بازده و در نتیجه با ریسک سیستماتیک مرتبط می‌شود؛ اما در صورت واکنش آنی، ممکن است یک رابطه مثبت بین نرخ مالیات شرکت و ریسک سیستماتیک مشاهده شود. برخی مطالعات تجربی همچون Cheema (2016) و یادگاری و حاج‌حیدری (۱۴۰۱) به رابطه بین مالیات شرکت و ریسک سیستماتیک اشاره کرده‌اند.

- نسبت درآمد به قیمت (EPR)

نسبت درآمد به قیمت بالاتر نشان‌دهنده رشد بالاتر شرکت است، اما قبول احتمال ریسک که با رشد سریع همراه است، غیرقابل اجتناب است؛ بنابراین رشد ناشی از بالا بودن این نسبت باعث افزایش ریسک و خنثی نمودن اثر کاهنده ریسک می‌گردد. در حالت کلی بر اساس مطالعات پیشین انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این نسبت و ریسک سیستماتیک وجود داشته باشد. (Cheema, 2016). برخی مطالعات تجربی همچون Jacquier et al. (2009) رابطه بین EPR و ریسک سیستماتیک را تأیید نموده‌اند.

1 Tunneling behavior

- نسبت قیمت به ارزش دفتری (PBR)

Patro et al. (2002) بیان می کنند که سهامی که دارای نسبت قیمت به ارزش دفتری بالاتری باشد به دلیل بازدهی بیشتر، ریسک بالاتر دارد. به علاوه، Cheema (2016) بیان می کند که نسبت بالاتر قیمت به ارزش دفتری سهام نشان می دهد که سهام به سمت رشد حرکت می کند و در نتیجه با ریسک سیستماتیک ارتباط مثبت دارد.

- هزینه بازاریابی

بر اساس نظر Agic et al. (2016) تلاش های بازاریابی را می توان یک سرمایه گذاری بلندمدت در نظر گرفت که می تواند موفقیت شرکت بین رقبای و منافع مالی را به همراه داشته باشد. برخی مطالعات از جمله Mousa et al. (2021) و Bank et al. (2019) این ارتباط را تأیید کرده اند.

- ریسک تجاری

ریسک تجاری احتمال زیان های حاصل از عملیات ضروری مانند تکمیل محصولات است. برخی مطالعات پیشین همچون Griffin and Dogan (2003) و Saravia et al. (2020) به وجود رابطه مثبت بین ریسک سیستماتیک و ریسک تجاری اشاره نموده اند.

مطالعات تجربی

در این بخش، تعدادی از مطالعات پیشین مرتبط با عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک در جدول ۱ به صورت خلاصه ارائه می گردد.

جدول ۱. خلاصه مطالعات پیشین

متغیرهای تأثیرگذار بر ریسک	روش تحقیق	مورد مطالعه	محقق (سال)
نسبت دارایی به حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری هر سهم، نسبت عملیات نقدی به دارایی، بدهی به حقوق صاحبان سهام	حداقل مربعات معمولی	بازار سهام امارات، ۲۰۰۵-۲۰۰۷	Eldomiaty et al. (2009)
کیفیت پرتفوی وام، سودآوری، نقدینگی،	داده های تابلویی	بورس کراچی،	Kumar et al. (2015)

محقق (سال)	مورد مطالعه	روش تحقیق	متغیرهای تأثیرگذار بر ریسک
	پاکستان		اهرم مالی، اندازه بانک
Karakus (2017)	بازار سهام ترکیه، ۲۰۰۶-۲۰۱۵	داده‌های تابلویی	اندازه دارایی، گردش دارایی، سودآوری، بدهی به دارایی‌ها، تولید ناخالص داخلی
Saravia et al. (2020)	ایالات متحده، ۲۰۱۴-۱۹۸۸	داده‌های تابلویی	سن شرکت، فروش، ریسک تجاری، اهرم مالی، اندازه شرکت
Mousa et al. (2021)	قطر، دبی، ابوظبی، کویت، ۲۰۱۰-۲۰۱۹	داده‌های تابلویی	سرمایه‌گذاری در بازاریابی، تمرکز مالکیت
Liu et al. (2022)	۱۳۴۷۴ شرکت چینی، ۱۹۹۸-۲۰۱۵	رگرسیون خطی	سن شرکت
Zhang et al. (2023)	مؤسسات مالی چین، ۲۰۲۰-۲۰۰۶	داده‌های تابلویی	نسبت دارایی به سهام، تولید ناخالص داخلی، شاخص قیمت مصرف‌کننده، نرخ بازده اوراق قرضه دولتی
Rodríguez-Sanz et al. (2024)	شرکت‌های اسپانیایی، ۲۰۱۹-۲۰۱۲	تحلیل عاملی	سودآوری، نسبت ارزش بازاری به دفتری، اهرم مالی و عملیاتی
Randika et al. (2024)	۱۵۴ شرکت کلمبو، ۲۰۱۹-۲۰۱۴	داده‌های تابلویی	بازده حقوق صاحبان سهام، جریان نقدی آزاد، گردش سهام، فروش، درآمد
نمازی و خواجه‌جی (۱۳۸۳)	بورس تهران، ۱۳۸۰-۱۳۷۰	داده‌های تابلویی	شاخص نقدینگی، نسبت بدهی، اهرم عملیاتی، رشد دارایی جاری و ثابت
سعیدی و رامشه (۱۳۸۹)	بورس تهران، ۱۳۸۷-۱۳۷۶	داده‌های تابلویی	رشد سود عملیاتی، تغییرپذیری سود عملیاتی، اهرم مالی
اسلامی بیدگلی و جولا (۱۳۸۹)	بورس تهران، ۱۳۸۶-۱۳۸۰	داده‌های تابلویی	اهرم مالی
مینویی و اسماعیلی (۱۳۹۵)	بورس تهران، ۱۳۹۳-۱۳۸۸	داده‌های تابلویی	اهرم مالی، اهرم عملیاتی، اندازه شرکت
فدایی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۶)	بورس تهران	مدل رگرسیون پروبیت	اندازه شرکت، بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق مالکانه، نسبت جاری
رضائی و همکاران (۱۳۹۸)	بورس تهران	مدل خودرگرسیونی برداری	ابزارهای سیاست پولی
نمکی و همکاران (۱۴۰۱)	بورس تهران، ۱۳۹۷-۱۳۹۳	مدل تعمیم‌یافته خودرگرسیونی	مرکزیت نزدیکی، قدرت گره، درجه گره

متغیرهای تأثیرگذار بر ریسک	روش تحقیق	مورد مطالعه	محقق (سال)
مالیات، اهرم مالی	همبستگی علی و رگرسیون	بورس تهران، ۱۳۹۹-۱۳۹۳	یادگاری و حاج-حیدری (۱۴۰۱)
سن، ریسک تجاری، اندازه شرکت	داده‌های تابلویی	۴۷ شرکت بازار سهام ایران، ۱۴۰۰-۱۳۹۳	سجودی و همکاران (۱۴۰۳)

روش‌شناسی تحقیق

نمونه این مطالعه شامل ۵۵ شرکت بورسی است که بر اساس دسترسی به اطلاعات و پیوستگی اطلاعات طی سال‌های ۱۴۰۲-۱۳۸۹ انتخاب شده‌اند. لیست شرکت‌های حاضر در نمونه در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نمونه انتخابی مطالعه

نام شرکت	نماد	نام شرکت	نماد
سیمان بهبهان	سبهان ۱	لابراتوارهای رازک	درازک
سیمان خزر	سخر ۱	کارخانجات شهید قندی	بکام
سیمان دورود	سدور ۱	صنایع کاغذ سازی کاوه	چکاوه
سیمان سفید نی‌ریز	سنیر ۱	صنایع مس شهید باهنر	فباهر
سیمان صوفیان	سصوفی ۱	صنایع لاستیکی سهند	پسهند
سیمان قائن	سقاین ۱	صنایع سیمان غرب	سغرب
سیمان خاش	سرخاش ۱	سیمان فارس	سفار
سیمان شاهرود	سرود ۱	سیمان ارومیه	ساروم
شهد ایران	غشهد ۱	فرآورده‌های نسوز ایران	کفرا
شیرپاستوریزه پگاه اصفهان	غشصف ۱	داروسازی جابر ابن حیان	دجابر
شیرپاستوریزه پگاه خراسان	غشان ۱	تأمین ماسه ریخته گری	کماسه
شیمی دارویی داروپخش	دشیمی ۱	پتروشیمی شازند	شاراک
فرآورده‌های نسوز آذر	کاذر ۱	پتروشیمی خارگ	شخارک
فروسازی خاور	خفخر ۱	صنایع خاک چینی ایران	کخاک
کارخانجات تولیدی شیشه‌رازی	کرازی ۱	البرز دارو	دالبر
کاشی سعدی	کسعدی ۱	کارخانجات داروپخش	دارو
کربن ایران	شکربن ۱	الکتربیک خودرو شرق	خشرق ۱

نماد	نام شرکت	نماد	نام شرکت
فمراد ۱	آلومراد	زمگسا ۱	کشاورزی و دامپروری مگسال
غپینو ۱	پارس مینو	دکیمی ۱	کیمیدارو
کپشیر ۱	پشم شیشه ایران	شلعاب ۱	لعاپیران
غشاذر ۱	پگاه آذربایجان غربی	فلوله ۱	لوله و ماشین سازی ایران
دتماد ۱	تولید مواد اولیه داروپخش	خوساز ۱	محورسازان ایران خودرو
دلر ۱	داروسازی اکسیر	شاملا ۱	معدنی املاح ایران
دامین ۱	داروسازی امین	خموتور ۱	موتورسازان تراکتورسازی ایران
ددام ۱	داروسازی زاگرس	شنفت ۱	نفت پارس
شدوص ۱	دوده صنعتی پارس	فنورد ۱	نورد و قطعات فولادی
ختراک ۱	تراکتورسازی ایران	خمحرکه ۱	نیرو محرکه
سبجنو ۱	سیمان بجنورد		

شایان ذکر است، با توجه به تعداد زیاد متغیرها و نظر به لزوم حفظ حداکثر سال‌های مورد مطالعه، امکان انتخاب شرکت‌ها از یک گروه صنعتی معین فراهم نبوده و شرکت‌های حاضر در نمونه از گروه‌های مختلف صنعتی است که این موضوع به عنوان مهم‌ترین محدودیت این مطالعه محسوب می‌شود.

بعد از جمع‌آوری داده‌ها از گزارش‌های ترازنامه و سود و زیان شرکت‌ها در سایت کدال، با به کارگیری روش میانگین‌گیری مدل بیزی (BMA) به تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی متغیرها پرداخته شده است. مزیت‌های اقتصادسنجی بیزی باعث شده است که محققان بیش از پیش به این رویکرد توجه کنند. برای آشنایی با روش اقتصادسنجی بیزین، با در نظر گرفتن دو پیشامد تصادفی A و B، با توجه به قوانین احتمال، می‌توان نوشت:

$$P(A \cdot B) = P(A|B)P(B) \quad \text{رابطه (۳)}$$

که $P(A, B)$ احتمال مشترک A و B، $P(A|B)$ احتمال رخ دادن A به شرط B و $P(B)$ احتمال حاشیه‌ای B می‌باشد. بر این اساس می‌توان قانون بیز را به صورت زیر نوشت:

$$P(A|B) = \frac{P(B|A)P(A)}{P(B)} \quad \text{رابطه (۴)}$$

با این فرض که k متغیر توضیحی بالقوه وجود دارد، تعداد مدل‌های ممکن برابر است با 2^k . اگر M_r مدل r ام باشد، مدل رگرسیون خطی به صورت رابطه (۵) در نظر گرفته می‌شود:

$$y = \alpha + X_r \beta_r + \epsilon \quad \text{رابطه (۵)}$$

در اینجا y یک بردار $N \times 1$ است و X_r رگرسورهای موجود در مدل M_r است. حال با این فرض که Y ماتریس متغیرهای توضیحی و وابسته باشد، می‌توان در قانون بیز، $B = M_r$ و $A = Y$ در نظر گرفته و معادله فوق را به صورت زیر بازنویسی کرد:

$$P(M_r|Y) = \frac{P(Y|M_r)P(M_r)}{P(Y)} \quad \text{رابطه (۶)}$$

در این معادله می‌توان از $P(Y)$ به دلیل یکسان بودن آن برای همه مدل‌ها، صرف نظر کرد.

$$P(M_r|Y) \propto P(Y|M_r)P(M_r) \quad \text{رابطه (۷)}$$

$P(Y|M_r)$ نشان‌دهنده تراکم داده‌ها بر روی پارامترهای مدل است و به فرآیند تولید داده‌ها اشاره دارد. به عنوان مثال از آنجایی که در مدل‌های خطی اغلب فرض می‌شود که خطاها دارای توزیع نرمال‌اند، این موضوع ایجاب می‌کند $P(Y|\theta)$ نیز دارای چگالی نرمال باشد. به $P(Y|M_r)$ ، تابع درست‌نمایی گفته می‌شود که دارای توزیع نرمال-گاما می‌باشد. $P(M_r)$ چگالی پیشین می‌باشد که نشان‌دهنده مجموعه‌ای از اطلاعات مربوط به پارامترهای مدل بدون توجه به داده‌ها می‌باشد. $P(M_r|Y)$ نیز عبارت است از آنچه با توجه به توابع پیشین و درست‌نمایی به دست می‌آید. در واقع هر اطلاعاتی که درباره M_r بعد از دیدن داده‌ها کسب می‌شود، بر اساس تابع $P(M_r|Y)$ است. از این رو به آن، تابع پسین^۱ گفته می‌شود.

در اقتصادسنجی بیزی برای هر پدیده‌ای که از آن اطلاعاتی در دسترس نباشد، یک توزیع در نظر گرفته و سپس با انجام نمونه‌گیری فراوان بر مبنای الگوریتم‌های مناسب اقدام به برآورد آن می‌شود. در روش BMA، انتخاب تابع پیشین بسیار مهم است. اغلب نیاز به

تابع پیشینی است که به اطلاعات ورودی محقق نیاز نداشته باشد. به طور معمول در BMA، موارد قبلی تأثیر کمی بر استنتاج‌های بعدی دارند. در این مطالعه با تکیه بر پیشنهاد Fernandez et al. (2001) از توزیع Zellner g-prior (1986) برای β_r و از توزیع ناسره^۱ برای α و σ استفاده شده است. در توزیع پیشین g-prior انتخاب g می‌تواند برای تجزیه و تحلیل حیاتی باشد. اکثر مطالعات، از مقادیر ثابت برای g استفاده می‌کنند که دلالت بر $g/(1 + g)$ بزرگ دارد. Ciccone and Jarocinski (2010) نشان می‌دهند که این انتخاب منجر به تمرکز بر چند مدل مناسب می‌شود که استنتاج BMA را بسیار شکننده می‌نماید. Feldkircher and Zeugne (۲۰۱۲) به عنوان راه‌حلی برای این شکنندگی، توزیع ابرپیشین^۲ را برای g پیشنهاد می‌کنند که مطابق با Liang et al. (2008)، انقباض وابسته به داده را امکان‌پذیر می‌کند. این توزیع را می‌توان به صورت توزیع پیشین بتا برای ضریب انقباض بیان کرد:

$$\frac{g}{g+1} \sim \text{Beta}\left(1, \frac{\alpha}{2} - 1\right) \quad \text{رابطه (۸)}$$

مهم‌ترین مجهول در روش BMA، احتمال پسین حضور^۳ (PIP) هر متغیر بالقوه توضیحی است که برای x_k برابر است با:

$$P(I_k = 1|Y) = \sum_A P(M_r|Y) \quad \text{رابطه (۹)}$$

در اینجا I_k یک تابع نشانگر است که اگر رگرسور x_k در مدل ز گنجانده شود ۱ و در غیر این صورت ۰ است و $A = \{M_r; r=1, \dots, 2K; I_k = 1\}$. احتمالات مدل پسین مطابق رابطه ۷ به دست می‌آید که در آن $P(M_r)$ احتمال پیشین به صورت رابطه ۱۰ محاسبه می‌گردد:

$$P(M_r) = \theta^{k_r} (1 - \theta)^{K - k_r} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

1 Improper

2 Hyperprior

3 Posterior Inclusion Probability

در اینجا θ احتمال گنجاندن هر رگرسور در M_r و k_j تعداد رگرسورهای موجود در M_r است. در این مطالعه بر اساس مطالعه Ley and Steel (2009) به جای ثابت در نظر گرفتن، از توزیع بتا برای θ استفاده می شود. آخرین مسئله در الگوی BMA، نحوه محاسبه ضریب و انحراف معیار هر متغیر است. طبق قانون بیز تمام اطلاعاتی که درباره پارامترها (μ) وجود دارد در تابع پسین به صورت زیر خلاصه می گردد:

رابطه (۱۱)

$$P(\mu|Y) = \sum_{r=1}^{2^k} P(M_r|Y) \cdot P(\theta|Y, M_r) \rightarrow E(\mu|Y) = \sum_{r=1}^{2^k} P(M_r|Y) \hat{\mu}_r$$

که $P(\mu|Y)$ توزیع پسین μ با فرض در دست داشتن داده ها، $P(\mu|Y, M_r)$ توزیع μ با فرض در دست داشتن داده ها و معلوم بودن مدل M_r و $P(M_r|Y)$ احتمال پسین مدل M_r با فرض در دست داشتن داده ها است. همچنین، $\hat{\mu}_r = E(\theta|Y, M_r)$ تخمین OLS از $\hat{\mu}_r$ با مجموعه متغیرهای توضیحی مدل M_r است و $\hat{\mu}_r$ متوسط پسین به شرط مدل M_r می باشد. با مرور مطالعات نظری و تجربی، تعداد ۵۸ متغیر بالقوه تعیین کننده ریسک سیستماتیک در نظر گرفته شده است که در جدول ۳ معرفی شده اند.

جدول ۳. متغیرهای مستقل بالقوه مؤثر بر ریسک سیستماتیک

نماد	نام متغیر	تعریف عملیاتی	علامت انتظاری
x1	اهرم مالی	ارزش دفتری بدهی ها بر مجموع ارزش دفتری کل بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	مثبت
x2	اهرم عملیاتی	حاشیه سود بر سود عملیاتی	مثبت
x3	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها	مبهم
x4	نرخ بازده سرمایه گذاری	سود خالص بر دارایی های جاری	مثبت
x5	رشد سود سهام	$\frac{\text{سود سهام سال قبل} - \text{سود سهام سال جاری}}{\text{سود سهام سال قبل}}$	مبهم
x6	رشد دارایی جاری	$\frac{\text{دارایی جاری سال قبل} - \text{دارایی جاری سال جاری}}{\text{دارایی جاری سال قبل}}$	مبهم

نماد	نام متغیر	تعریف عملیاتی	علامت انتظاری
x7	رشد دارایی ثابت	$\frac{\text{دارایی ثابت دوره گذشته} - \text{دارایی ثابت دوره فعلی}}{\text{دارایی ثابت دوره گذشته}} \times 100$	مبهم
x8	ارزش بازاری سهام	ضرب قیمت روز سهام در تعداد سهام	منفی
x9	ارزش دفتری سهام	ارزش دارایی‌ها منهای ارزش بدهی‌ها	منفی
x10	گردش دارایی (نسبت کل درآمد به کل دارایی)	نسبت کل درآمد شرکت به کل دارایی شرکت	مبهم
x11	نسبت دارایی به حقوق صاحبان سهام	تقسیم کل دارایی به حقوق صاحبان سهام	منفی
x12	بازدهی دارایی‌ها	تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها	مبهم
x13	ضریب تغییر درآمد	انحراف معیار فروش شرکت تقسیم بر میانگین فروش شرکت طی ۳ سال گذشته	مثبت
x14	تمرکز مالکیت	درصد مالکیت سهامداران عمده شرکت	مبهم
x15	عمر شرکت	برحسب تعداد سال‌های پس از تأسیس شرکت تعریف می‌شود.	منفی
x16	کارایی عملیاتی	تقسیم هزینه‌های عملیاتی بر کل درآمد	منفی
x17	نسبت درآمد به قیمت	تقسیم سود هر سهم بر قیمت پایانی سهم	مثبت
x18	هزینه بازاریابی	$\frac{\text{هزینه بازاریابی‌های فروش}}{\text{فروش}}$	منفی
x19	ریسک تجاری	انحراف معیار درصد تغییر در فروش خالص سالانه طی ۵ سال قبل از سال t	مثبت
x20	نسبت نقدینگی شرکت	جمع سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و موجودی نقدی تقسیم بر بدهی‌های جاری	منفی
x21	سود نقدی سهام	سود نقدی هر سهم	منفی
x22	نسبت دارایی‌های ثابت خریداری شده به کل دارایی	تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی	مبهم
x23	نسبت درآمد قبل از بهره و مالیات و استهلاک به دارایی	تقسیم سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک به کل دارایی	مبهم

نماد	نام متغیر	تعریف عملیاتی	علامت انتظاری
x24	نسبت ارزش بازاری بنگاه به ارزش دفتری کل دارایی‌ها	تقسیم ارزش بازاری بنگاه به کل دارایی‌ها	مثبت
x25	درصد تغییر فروش	$100 \times \frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری}}{\text{فروش سال قبل}}$	منفی
x26	نسبت حقوق صاحبان سهام به کل بدهی	تقسیم حقوق صاحبان سهام به کل بدهی	منفی
x27	حاشیه سود خالص	تقسیم سود خالص بر درآمد کل	منفی
x28	سود هر سهم	درآمد هر سهم	منفی
x29	سود قبل از کسر بهره و مالیات	سود قبل از کسر بهره و مالیات	منفی
x30	نسبت درآمد خالص پس از کسر مالیات قبل از ارقام فوق‌العاده به گردش مالی	$\frac{\text{درآمد خالص (سود خالص)}}{\text{گردش مالی}} = \frac{\text{فروش اعتباری}}{\text{متوسط دریافتی‌ها}}$	منفی
x31	بازدهی حقوق صاحبان سهام	تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام	مثبت
x32	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	تقسیم کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام	مثبت
x33	نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	تقسیم نسبت بدهی بلندمدت بر حقوق صاحبان سهام	مثبت
x34	نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی	تقسیم نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی	مثبت
x35	نسبت کل بدهی به کل دارایی	تقسیم کل بدهی به کل دارایی	مثبت
x36	نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی	تقسیم بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی	مثبت
x37	نسبت درصد تغییرات سود هر سهم به درصد	تقسیم درصد تغییرات سود رسم به درصد تغییرات سود عملیاتی	مثبت

نماد	نام متغیر	تعریف عملیاتی	علامت انتظاری
	تغییرات سود عملیاتی		
x38	نسبت سود عملیاتی به سود قبل از کسر مالیات	تقسیم سود عملیاتی به سود قبل از کسر مالیات	مثبت
x39	رشد سود عملیاتی	متوسط تغییرهای جزئی در سود عملیاتی شرکت	منفی
x40	تغییرپذیری سود عملیاتی	انحراف معیار تغییرهای جزئی در سود عملیاتی شرکت	مثبت
x41	همبستگی سود عملیاتی با شاخص پرتفوی بازار	همبستگی میان سود عملیاتی و شاخص پرتفوی بازار	مبهم
x42	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	تقسیم ارزش بازاری سهام به حقوق صاحبان سهام	مثبت
x43	نسبت سود خالص به فروش	تقسیم سود خالص به فروش	منفی
x44	هموارسازی سود	نسبت تغییرپذیری سود عملیاتی به فروش	منفی
x45	نسبت فروش به دریافتی‌ها	تقسیم فروش به حساب‌های دریافتی	مبهم
x46	نسبت سود سهام به سود قبل از کسر بهره و مالیات	تقسیم سود هر سهم به سود قبل از کسر بهره و مالیات	منفی
x47	نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی ثابت	تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی ثابت	منفی
x48	نسبت فروش به دارایی	تقسیم فروش به دارایی	مبهم
x49	نسبت جاری	تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری	منفی
x50	نسبت آنی	نسبت دارایی‌های جاری منهای موجودی به بدهی‌های جاری	منفی
x51	نسبت دارایی ثابت به مجموع بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام	تقسیم دارایی ثابت به مجموع بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام	منفی
x52	گردش موجودی کالا	$\frac{\text{تمام‌بهای شده کالای فروش رفته}}{\text{میانگین موجودی مواد و کالا}}$	منفی

نماد	نام متغیر	تعریف عملیاتی	علامت انتظاری
x53	گردش حساب‌های دریافتی	$\frac{\text{فروش}}{\text{متوسط دریافتی‌ها}}$	مثبت
x54	نسبت سرمایه در گردش (خالص)	تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری	منفی
x55	گردش دارایی ثابت	$\frac{\text{فروش خالص}}{\text{متوسط دارایی ثابت شرکت}}$	مثبت
x56	حاشیه سود ناخالص	سود ناخالص تقسیم بر فروش	منفی
x57	گردش حقوق صاحبان سهام	$\frac{\text{فروش}}{\text{متوسط حقوق صاحبان سهام}}$	منفی
x58	درصد تغییر در آمد قبل از بهره و مالیات	(سود قبل از بهره و مالیات سال جاری - سود قبل از بهره و مالیات سال قبل) / سود قبل از بهره و مالیات سال قبل	مثبت

یافته‌های تحقیق

در این بخش به کمک روش BMA به رتبه‌بندی و تعیین عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک پرداخته می‌شود. در این روش برای بازنمونه‌گیری از متد عقب‌نگر (backward) استفاده می‌شود؛ به عبارت دیگر ابتدا مدل‌های ضعیف حذف و سپس بهترین مدل انتخاب می‌گردد. در نهایت احتمال حضور متغیرها در همه آن مدل‌ها محاسبه می‌گردد. در این پژوهش بر اساس نظر Kass and Raftery (1995)، مقدار حد آستانه برای احتمال پسین ۰/۵ در نظر گرفته شده است؛ به عبارت دیگر چنانچه احتمال پسین (PIP) کمتر از ۰/۵ حاصل شود، اثر آن روی متغیر وابسته ناچیز بوده و در مدل قرار نمی‌گیرد. برای تخمین الگو به روش BMA از نرم افزار استتا نسخه ۱۸ استفاده شده است.

در مطالعه حاضر، با توجه به ادبیات تحقیق ۵۸ متغیر بالقوه مؤثر بر ریسک سیستماتیک شرکت شناسایی شده است؛ اما به دلیل محدودیت تعداد سال‌هایی که داده‌های آن قابل دسترس است و بر اساس امکان‌پذیر^۱ بودن تخمین متغیرهای توضیحی به صورت

1 Feasible

تصادفی به ۳ گروه (دو گروه با ۱۹ متغیر و یک گروه با ۲۰ متغیر) تقسیم شده و در هر گروه بعد از برآورد الگو به روش BMA متغیرهای مهم شناسایی شده‌اند. در انتها یک‌بار دیگر اثرات این متغیرها بر ریسک سیستماتیک شرکت با استفاده از روش BMA مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

برآورد الگو برای گروه اول از متغیرها

نتایج تخمین مدل برای متغیرهای حاضر در گروه اول در جدول (۴) ارائه شده است. این جدول شامل میانگین وزنی پسین و احتمال حضور متغیر در مدل‌ها است. با توجه به جدول (۳)، اندازه شرکت دارای بالاترین PIP است. میانگین ضریب این متغیر مثبت است که نشان‌دهنده افزایش ریسک با افزایش اندازه شرکت است. در رتبه دوم و سوم به ترتیب گردش دارایی و نسبت دارایی به حقوق صاحبان سهام با ضریب مثبت قرار دارد؛ بنابراین، اثر این دو متغیر بر ریسک سیستماتیک مثبت است. دو متغیر دیگری که دارای PIP بالاتر از ۰/۵ هستند، سود نقدی سهام و کارایی عملیاتی است که دارای ضریب منفی هستند و با افزایش آن‌ها ریسک سیستماتیک کاهش می‌یابد.

جدول ۴. عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک با استفاده از گروه اول از متغیرهای توضیحی و روش

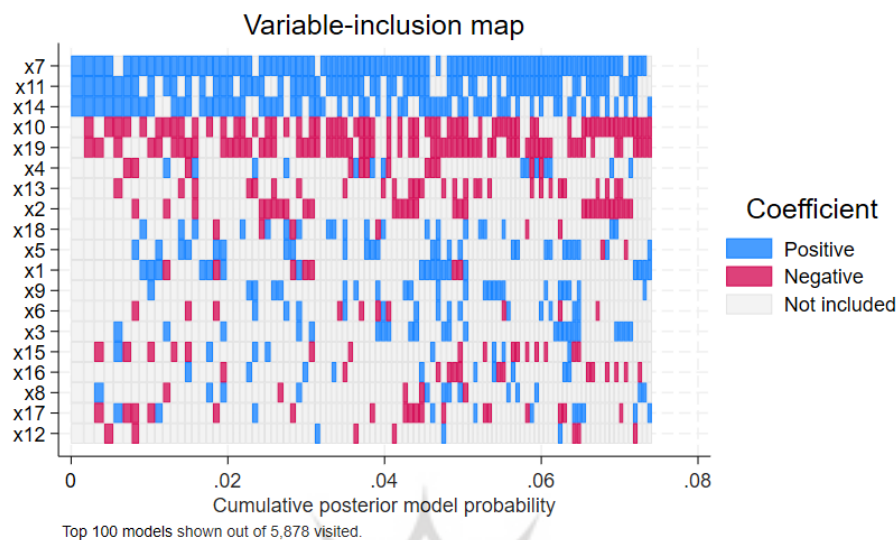
BMA

نماد	میانگین ضریب	PIP
X _۳	۰.۰۳۱۱۳۹۹	۰.۸۳۹۳
X _{۱۰}	۰.۰۳۱۳۹۹۹	۰.۶۴۰۱
X _{۱۱}	۰.۰۰۴۱۴۵۶	۰.۶۳۱۳
X _{۲۱}	-۰.۰۰۰۰۱۰۳	۰.۵۹۶۲
X _{۱۶}	-۰.۳۵۳۳۸۵۶	۰.۵۷۸۷
X _{۴۲}	-۰.۰۰۰۱۵۷	۰.۴۸۲۷
X _۱	-۰.۰۵۲۰۵۵۹	۰.۴۶۸۸
X _{۱۸}	۰.۰۹۹۲۲۲۹	۰.۴۴۰۹
X _۲	۰.۰۰۰۶۲۸۶	۰.۴۱۷۱
X _{۵۵}	۰.۰۰۰۱۲۶۴	۰.۴۱۴۹

نماد	میانگین ضریب	PIP
X۷	-۰.۰۰۰۰۱۳۱	۰.۳۹۵۱
X۴	۰.۰۰۶۹۵۲۴	۰.۳۹۰۱
X۵۴	۰.۰۰۰۶۳۰۱	۰.۳۶۹۲
X۱۵	۰.۰۰۰۰۶۴۵	۰.۳۵۶۵
X۱۷	-۰.۰۰۰۱۹۴۷	۰.۳۵۱
X۱۲	۰.۰۱۳۷۲۹۸	۰.۳۳۵۳
X۱۳	-۰.۰۰۳۷۴۰۷	۰.۳۱۳۸
X۳۰	۷.۶۲e-۱۱	۰.۱۵۹۳
X۹	۱.۳۲e-۱۱	۰.۰۹۲۳

همان‌طور که در بخش روش‌شناسی ذکر شد، در الگوریتم بیزی میانگین‌گیری مدل‌ها، به‌جای انتخاب یک مدل به‌عنوان مدل نهایی، مدل‌هایی که بیشترین احتمال توضیح دادن داده‌ها را دارند و دارای بالاترین احتمال پسین هستند، ترکیب می‌شوند و متوسط آن‌ها به‌عنوان مدل نهایی در نظر گرفته می‌شود. این مدل‌های برتر بیشترین هم‌خوانی را با داده‌ها دارند و به‌احتمال بیشتری بازنمایی مناسبی از واقعیت را ارائه می‌دهند.

در نمودار ۱ احتمال پسین مدل‌های برتر و نقشه حضور هر متغیر در ۱۰۰ الگوی برتر ارائه شده است. مشاهده می‌شود که ۵ متغیر با PIP بالای ۰/۵ در قریب به‌اتفاق ۱۰۰ مدل برتر حضور دارند و علامت ضریب این متغیرها در تمامی مدل‌هایی که حضور دارند، یکسان است (رنگ آبی نشان‌دهنده ضریب مثبت و رنگ قرمز نشان‌دهنده علامت منفی است).



نمودار ۱. نقشه حضور متغیرهای توضیحی گروه اول در فضای مدل‌ها

برآورد الگو برای گروه دوم از متغیرها

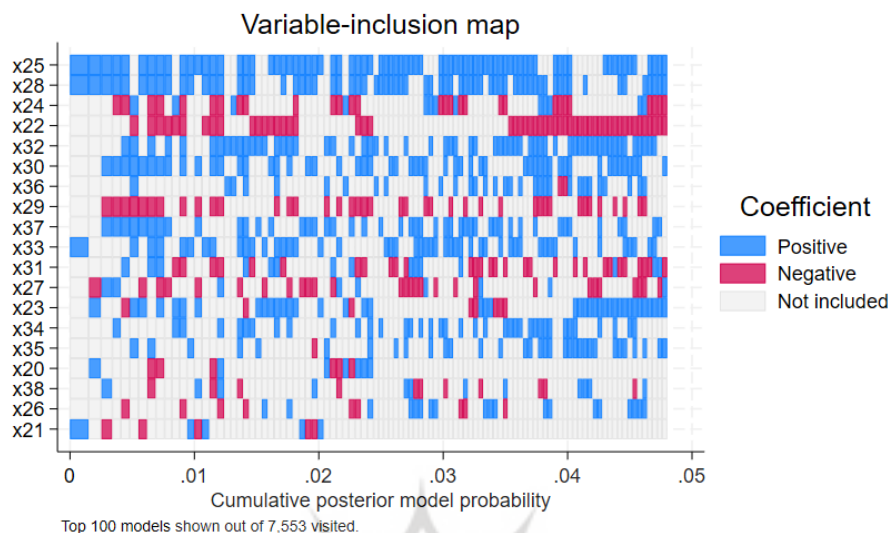
نتایج تخمین مدل برای متغیرهای حاضر در گروه دوم در جدول (۵) ارائه شده است. در این گروه ۶ متغیر دارای PIP بیشتر از ۰/۵ می‌باشند. در این گروه، نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارای بالاترین PIP و ضریب مثبت است که نشان‌دهنده افزایش ریسک با افزایش این متغیر است. در رتبه دوم متغیر بازدهی حقوق صاحبان سهام با ضریب مثبت قرار دارد. در رتبه‌های سوم و چهارم به ترتیب نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و نسبت نقدینگی قرار دارد که دارای ضریب منفی هستند. رتبه پنجم به متغیر نسبت سود خالص به فروش اختصاص دارد که مطابق با انتظار دارای ضریب مثبت است. در رتبه ششم هم متغیر سود قبل از کسر بهره و مالیات قرار دارد که دارای اثر مثبت بر ریسک سیستماتیک است.

بررسی اثر متغیرهای حسابداری و مالی شرکت بر ریسک سیستماتیک سهام ...؛ فرویزی و همکاران | ۶۷

جدول ۵. عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک با استفاده از گروه دوم از متغیرهای توضیحی و روش

BMA		
نماد	میانگین ضریب	PIP
X۳۳	۰.۰۱۱۲۱۹۷	۰.۶۲۱۳
X۵۷	۰.۰۰۳۶۶۶	۰.۵۶۷۱
X۳۲	-۰.۰۰۱۸۵	۰.۵۴۹۹
X۲۰	-۰.۰۱۱۵۶۴۷	۰.۵۴۶۹
X۴۳	۰.۰۳۴۶۸۲۷	۰.۵۳۹
X۲۹	۱.۹۹e-۰۹	۰.۵۲۱
X۴۸	۰.۰۱۰۱۴۲۳	۰.۴۸۷۵
X۲۸	-۴.۰۴e-۰۶	۰.۴۸۱۶
X۵۱	۰.۰۰۰۳۴۸۲	۰.۴۷۱۲
X۴۵	۰.۰۰۰۰۲۷۵	۰.۴۶۷۹
X۳۱	۰.۰۰۱۹۰۵۱	۰.۴۶۵۲
X۲۷	-۰.۰۰۰۱۷۲۳	۰.۴۶۰۱
X۴۹	۰.۰۰۳۹۹۷۳	۰.۴۵۸۷
X۴۶	۰.۰۰۳۲۸۲	۰.۴۵۵۵
X۴۷	۰.۰۰۰۰۵۷۹	۰.۴۴۳۷
X۲۲	۰.۰۰۳۱۶۳۷	۰.۴۲۲۵
X۵۳	-۸.۳۱e-۰۶	۰.۴۱۷۵
X۳۴	۰.۰۰۶۵۰۶۴	۰.۴۱۳۷
X۸	-۶.۱۷e-۱۲	۰.۰۱۳۹

در نمودار ۲ نقشه حضور هر متغیر در ۱۰۰ الگوی برتر ارائه شده است. دو متغیر بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و بازدهی حقوق صاحبان سهام در ۵ الگوی برتر حضور دارند. ضرایب شش متغیر برتر به جز نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در تمامی الگوهایی که حضور دارند علامت یکسان دارد. متغیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در برخی مدل‌ها مثبت و در برخی مدل‌ها منفی است ولی متوسط این اثر منفی است.



نمودار ۲. نقشه حضور متغیرهای توضیحی گروه دوم در فضای مدل‌ها

برآورد الگو برای گروه سوم از متغیرها

نتایج تخمین مدل برای متغیرهای گروه سوم در جدول (۶) مشاهده می‌گردد. در این گروه ۵ متغیر دارای PIP بیشتر از ۰/۵ می‌باشند و متغیر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی دارای بالاترین PIP و ضریب منفی است. نسبت ارزش بازاری بنگاه به ارزش دفتری کل دارایی‌ها در رتبه دوم قرار دارد و دارای اثر منفی بر ریسک سیستماتیک است. در رتبه سوم، نسبت درصد تغییرات سود هر سهم به درصد تغییرات سود عملیاتی با ضریب منفی قرار دارد. چهارمین متغیر در این گروه، حاشیه سود خالص است که دارای ضریب مثبت است. در رتبه پنجم نیز همبستگی سود عملیاتی با شاخص پرتفوی بازار قرار دارد که دارای اثر مثبت بر ریسک سیستماتیک است.

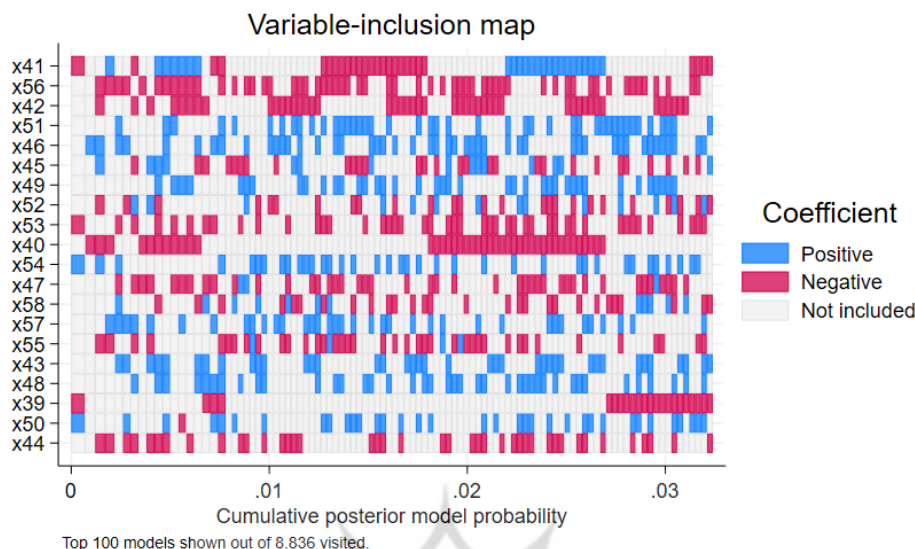
جدول ۶. عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک با استفاده از گروه سوم از متغیرهای توضیحی و

روش BMA

نماد	میانگین ضریب	PIP
X _{۳۶}	-۰.۰۰۰۲۰۲۳	۰.۵۵۱۲
X _{۲۴}	-۰.۰۰۱۲۶۴۵	۰.۵۱۳۴

نماد	میانگین ضریب	PIP
X۳۷	-۰.۰۰۸۸۱۹	۰.۵۱۱
X۲۷	۰.۰۰۰۱۳۷۹	۰.۵۱۰۳
X۴۱	۰.۰۰۱۶۴۶۴	۰.۵۰۹۳
X۴۰	-۱.۶۱e-۰۶	۰.۴۸۵
X۵۲	۰.۰۰۰۲۴۷۳	۰.۴۸۲۴
X۱۴	-۱.۴۷e-۰۷	۰.۴۷۹۲
X۵	-۰.۰۰۰۳۵۷۸	۰.۴۷۶۵
X۳۵	-۰.۰۲۰۱۹۰۶	۰.۴۷۶۱
X۶	۰.۰۰۰۰۱۰۶	۰.۴۶۳۱
X۵۰	-۰.۰۰۰۹۶۹۱	۰.۴۵۹۷
X۲۶	-۰.۰۰۰۶۲۳۲	۰.۴۵۹
X۲۵	۰.۰۰۰۰۴۴۲	۰.۴۵۴۹
X۲۳	-۰.۰۰۶۰۱۳۵	۰.۴۵۱۵
X۳۸	۰.۰۰۰۰۳۵۲	۰.۴۴۹۲
X۱۹	۰.۰۰۰۰۲۷	۰.۴۴۴۲
X۵۸	-۰.۰۰۰۲۷۳۴	۰.۴۴۳۳
X۴۴	۰.۰۰۰۰۲۷۴	۰.۴۳۵
X۳۹	-۶.۱۹e-۰۶	۰.۴۲۵۱

در نمودار ۳ نقشه حضور هر متغیر در ۱۰۰ الگوی برتر برای گروه سوم از متغیرهای توضیحی ارائه شده است. بر اساس این نمودار به نظر می‌رسد که سه متغیر اول با تراکم بیشتری در الگوها حضور دارند. متغیر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی در برخی مدل‌ها ضریب مثبت و در برخی ضریب منفی دارد که متوسط آن‌ها منفی شده است.



نمودار ۳. نقشه حضور متغیرهای توضیحی گروه سوم در فضای مدل‌ها

تخمین الگو برای متغیرهای دارای PIP بیش از ۰/۵

بر اساس نتایج تخمین الگو برای سه گروه از متغیرهای توضیحی در مجموع ۱۶ متغیر دارای PIP بیش از ۰/۵ شدند که در این بخش این متغیرها به عنوان متغیرهای توضیحی در نظر گرفته می‌شوند تا مهم‌ترین آن‌ها شناسایی شود. در جدول ۷ نتایج تخمین مدل به روش BMA برای ۱۶ متغیر منتخب از سه گروه ارائه شده است. بر اساس PIP ارائه شده، در مجموع ۵ متغیر دارای PIP بیشتر از ۰/۵ می‌باشند. از میان این ۵ متغیر، اندازه شرکت با متوسط ضریب مثبت در رتبه اول قرار دارد. در رتبه دوم و سوم به ترتیب گردش دارایی با متوسط ضریب مثبت و کارایی عملیاتی با متوسط ضریب منفی قرار دارند. در رتبه چهارم نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام با ضریب مثبت قرار دارد. در نهایت پنجمین متغیر توضیحی با PIP بالاتر از ۰/۵ نسبت ارزش بازاری بنگاه به ارزش دفتری کل دارایی‌ها است که دارای ضریب منفی است. نمودار ۴ نقشه حضور هر متغیر در ۱۰۰ الگوی برتر برای گروه منتخب از متغیرهای توضیحی را نشان می‌دهد. بر اساس این نمودار، اندازه

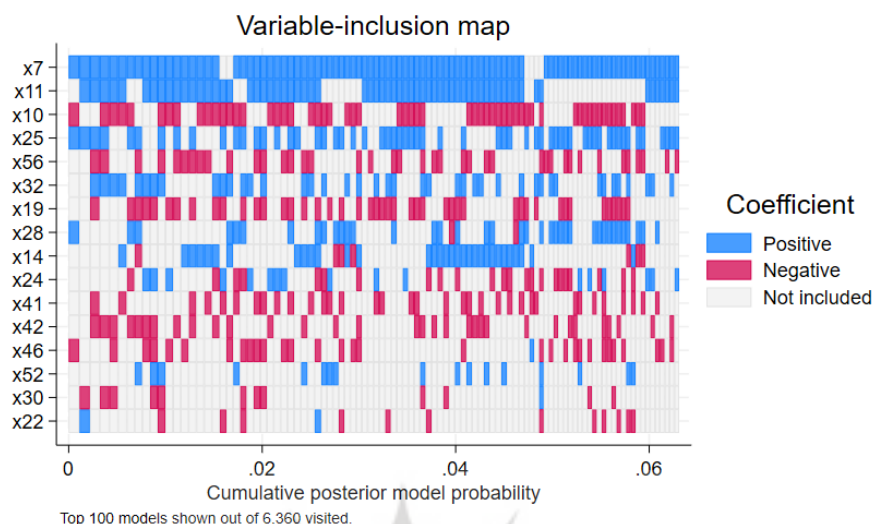
بررسی اثر متغیرهای حسابداری و مالی شرکت بر ریسک سیستماتیک سهام ...؛ فرویزی و همکاران | ۷۱

شرکت یک توضیح‌دهنده مهم برای ریسک سیستماتیک است و علامت گردش دارایی نیز در اغلب الگوها مثبت است.

جدول ۷. عوامل مؤثر بر ریسک سیستماتیک با استفاده از متغیرهای توضیحی منتخب از سه گروه

و روش BMA

نام متغیر	نماد	میانگین ضریب	PIP
اندازه شرکت	X _۳	۰.۰۳۰۲۸۲۷	۰.۸۱۴۳
گردش دارایی	X _{۱۰}	۰.۰۳۶۵۱۹۳	۰.۶۷۸
کارایی عملیاتی	X _{۱۶}	-۰.۳۱۵۶۴۱۵	۰.۶۲۳
نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	X _{۳۳}	۰.۰۰۹۴۰۷۳	۰.۵۴۱۸
نسبت ارزش بازاری بنگاه به ارزش دفتری کل دارایی‌ها	X _{۲۴}	-۰.۰۰۲۸۷۸۶	۰.۵۰۷۳
نسبت سود خالص به فروش	X _{۴۳}	۰.۰۳۲۱۳۳	۰.۴۸۷۸
سود نقدی سهام	X _{۲۱}	-۵.۳۹e-۰۶	۰.۴۷۹۹
گردش حقوق صاحبان سهام	X _{۵۷}	۰.۰۰۲۵۶۳۴	۰.۴۷۵۹
ارزش دفتری سهام	X _۹	۰.۰۰۳۳۵۲۳	۰.۴۶۰۵
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	X _{۳۲}	-۰.۰۰۱۹۱۷۹	۰.۴۵۹۱
نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی	X _{۳۴}	-۰.۰۰۳۳۷۰۵۵	۰.۴۴۳۷
نسبت درصد تغییرات سود رسم به درصد تغییرات سود عملیاتی	X _{۳۷}	-۰.۰۰۲۱۵۷۱۸	۰.۴۳۵۳
همبستگی سود عملیاتی با شاخص پرتفوی بازار	X _{۴۱}	-۰.۰۰۰۴۲۰۵۵	۰.۴۲۳۵
تمرکز مالکیت سهام	X _{۱۴}	۴.۲۶e-۰۶	۰.۳۶۱
سود قبل از کسر بهره و مالیات	X _{۲۹}	-۵.۳۰e-۱۰	۰.۳۵۲۴
نسبت نقدینگی	X _{۲۰}	-۰.۰۰۱۰۳۰۵	۰.۳۴۹۸



نمودار ۴. نقشه حضور متغیرهای توضیحی منتخب از سه گروه در فضای مدل‌ها

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی

نتایج تخمین مدل برای متغیرهای تحقیق نشان داد که از میان ۵۸ متغیر، ۵ متغیر دارای بیشترین اهمیت در تعیین ریسک سیستماتیک هستند. در تفسیر نتایج به‌دست آمده و با در نظر گرفتن مثبت بودن متوسط ضریب متغیر اندازه شرکت به‌عنوان تأثیر گذارترین متغیر مستقل، دلایل متعددی می‌تواند وجود داشته باشد. از جمله:

۱. اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً بیشتر در معرض روندهای بازار و چرخه‌های اقتصادی هستند و رشد آن‌ها بیشتر به شرایط اقتصادی وابسته است. در دوران رکود اقتصادی و بحران‌های مالی، این شرکت‌ها ممکن است با کاهش قابل توجهی در ارزش گذاری مواجه شوند. برای کاهش ریسک سیستماتیک، شرکت‌ها می‌توانند از طریق تنوع در عملیات (گسترش خطوط تولید یا ورود به بازارهای جدید) وابستگی به یک بازار خاص را کاهش دهند. همچنین، مدیریت ریسک مالی از طریق تعادل در ساختار سرمایه (ترکیب مناسب بدهی و حقوق صاحبان سهام) می‌تواند ریسک را کاهش دهد.

۲. گردش دارایی :گردش دارایی بالاتر که نشان‌دهنده استفاده کارآمد از دارایی‌ها برای تولید درآمد است، می‌تواند به افزایش ریسک سیستماتیک منجر شود. شرکت‌ها با گردش دارایی بالا اغلب در صناعی فعال هستند که به چرخه‌های اقتصادی حساس‌اند. برای کاهش این ریسک، شرکت‌ها می‌توانند از تنوع در منابع درآمدی بهره‌برند تا وابستگی به یک جریان درآمدی خاص را کاهش دهند. علاوه بر این، بهینه‌سازی ساختار سرمایه و پذیرش فناوری‌های نوین برای ساده‌سازی عملیات می‌تواند به کاهش حساسیت به نوسانات بازار کمک کند.
۳. کارایی عملیاتی :بهبود کارایی عملیاتی می‌تواند به کاهش هزینه‌ها و افزایش حاشیه سود منجر شود و در نتیجه ریسک سیستماتیک را کاهش دهد. برای این منظور، شرکت‌ها می‌توانند حسابرسی و ارزیابی مستمر کارایی عملیاتی را انجام دهند و با مقایسه با رقبای، شکاف‌های موجود را شناسایی و بهبود دهند. همچنین، استفاده از فناوری‌های نوین و بهینه‌سازی فرآیندهای داخلی می‌تواند باعث افزایش کارایی و کاهش حساسیت به نوسانات بازار شود.
۴. نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام :افزایش نسبت بدهی بلندمدت می‌تواند باعث افزایش ریسک سیستماتیک شود. برای کاهش این ریسک، شرکت‌ها می‌توانند از طریق انتشار سهام جدید و استفاده از سود انباشته به جای توزیع آن، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را کاهش دهند. همچنین، مدیریت اهرم مالی از طریق بهینه‌سازی ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌تواند حساسیت به نوسانات اقتصادی را کاهش دهد.
۵. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری :این نسبت نشان‌دهنده دیدگاه مثبت سرمایه‌گذاران از چشم‌انداز رشد آتی شرکت است. برای کاهش ریسک سیستماتیک، شرکت‌ها می‌توانند با ارتقای شفافیت مالی و ارتباط مستمر با سرمایه‌گذاران اعتماد آن‌ها را جلب کرده و ریسک سیستماتیک را کاهش دهند.

همچنین، گسترش فرصت‌های رشد از طریق تحقیق و توسعه، ورود به بازارهای جدید یا تنوع در محصولات می‌تواند منجر به کاهش ریسک سیستماتیک شود. نتایج این مطالعه می‌تواند برای ساخت معیاری از ریسک سیستماتیک متشکل از ۵ متغیر مشخص شده در این مطالعه به کار رود. همچنین، با توجه به نتایج این مطالعه پیشنهادهاى زیر جهت کنترل ریسک سیستماتیک پیشنهاد می‌شود:

- برای گردش دارایی: شرکت‌ها می‌توانند از طریق تنوع در خطوط تولید یا بازارهای مختلف، بهینه‌سازی ساختار سرمایه و ساده‌سازی عملیات، ریسک سیستماتیک را کاهش دهند.
- برای کارایی عملیاتی: انجام ممیزی‌های منظم، مقایسه عملکرد با رقبای و بهینه‌سازی فرآیندهای داخلی می‌تواند به کاهش ریسک سیستماتیک منجر شود.
- برای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام: انتشار سهام جدید و تقویت استفاده از سود انباشته می‌تواند نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را کاهش دهد و ریسک سیستماتیک را کنترل کند.

تعارض منافع

نویسندگان هیچ گونه تعارض منافعى ندارند.

ORCID

Leila Farvizi

Sakineh Sojoodi

Hossein Asgharpour

Jafar Haghighat



<https://orcid.org/0009-0009-2283-6080>



<https://orcid.org/0000-0002-2109-3555>



<https://orcid.org/0000-0002-1440-8977>



<https://orcid.org/0009-0003-6715-6237>

منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و جولا، جعفر (۱۳۸۹). بررسی رابطه ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۸(۲)، ۹۱-۱۱۳. https://journal.seo.ir/article_10877.html
- بادپا، بهروز، استا، سهراب و درویش حسینی، فاطمه. (۱۴۰۲). نقش مدیریت اقلام سرمایه در گردش در تبیین کارایی عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۰(۸۰)، ۲۵۵-۲۸۷. <https://doi.org/10.22054/qjma.2024.74109.2468>
- رضایی، غلامرضا، شهرستانی، حمید، هژبر کیانی، کامبیز و مهرآرا، محسن. (۱۳۹۸). تأثیر سیاست پولی بر بازدهی و بی‌ثباتی بازار سهام (مقایسه‌ای بین ابزارهای سیاست پولی در ایران). *تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۹(۳۶)، ۷۵-۱۲۵. <http://jemr.khu.ac.ir/article-1-1810-fa.html>
- سجودی، سکینه، علی پور، زهرا و عزیزی نوروزآبادی، المیرا. (۱۴۰۳). انتشار آنلاین. تأثیر چرخه عمر شرکت بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری*. <https://doi.org/10.22055/jqe.2024.45451.2595>
- سعیدی، علی، رامشه، منیژه. (۱۳۸۹). عوامل تعیین‌کننده ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۱۷)، ۱۲۵-۱۴۲. <https://dori.net/dor/20.1001.1.23223405.1390.3.1.8.7>
- شکرخواه، جواد و اصغری، ایرج. (۱۴۰۲). مدل‌سازی بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۰(۷۷)، ۱۰۷-۱۳۹. <https://doi.org/10.22054/qjma.2023.73315.2450>
- فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل و فراهانی، رضا. (۱۳۹۶). اثرات متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۱(۳۹)، ۱-۲۶. <https://dori.net/dor/20.1001.1.25383833.1396.11.39.1.4>
- مینویی، مهرزاد و اسماعیلی، محمد (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی با ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *ششمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و سومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز*، تهران. <https://civilica.com/doc/577877>

- نمازی، محمد و خواجوی، شکراله. (۱۳۸۳). سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۳۸)، ۹۳-۱۱۹. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1383.11.4.4.0>
- نمکی، علی، عباسیان، عزت‌الله و شفیعی، الهه. (۱۴۰۱). تجزیه و تحلیل میزان ریسک سیستمی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد سیستم‌های پیچیده. راهبرد مدیریت مالی، ۱۰(۳۶)، ۹۱-۱۱۲. <https://doi.org/10.22051/JFM.20203.0910.2360>
- یادگاری، سعید و حاج‌حیدری، پریسا. (۱۴۰۱). بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۶(۲۰)، ۳۶۱-۳۷۸. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/1267>

References

- Adhikari, N. (2015). Determinants of Systemic Risk for Companies Listed on Nepal Stock Exchange. *Global Journal of Management and Business Research*, 15(5), 75-83. https://globaljournals.org/GJMBR_Volume15
- Agic, E., Cinjarevic, M., Kurtovic, E., & Cicic, M. (2016). Strategic Marketing Patterns and Performance Implications. *European Journal of Marketing*, 50, 2216-2248. <https://doi.org/10.1108/EJM-08-2015-0589>
- Ali, F., Fareed, Z., Khan, T.M., & Hamid, R. (2019). Impacts of Leverage on Investment: A Brief View of Pakistani Listed Firms. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies*, 10(17), 1-8. <http://doi.org/10.14456/ITJEMAST.2019.233>
- Bank, S., Yzar, E., & Sivri, U. (2019). The Portfolios with Strong Brand Value: More Returns? Lower Risk? *Borsa Istanbul Review*, 20, 64-79. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2019.09.001>
- Beaver, W., Kettler, P., & Scholes, M. (1970). The association between market determined and accounting determined risk measures. *The Accounting Review*, 45(4), 654-682. <https://doi.org/10.2307/2979035>
- Ben-Zion, U., & Shalit, S. S. (1975). Size, leverage, and dividend record as determinants of equity risk. *The Journal of Finance*, 30(4), 1015-1026. <https://doi.org/10.2307/2326720>

- Bildersee, J. S. (1975). The association between a market-determined measure of risk and alternative measures of risk. *The Accounting Review*, 50(1), 81-98. http://resolver.scholarsportal.info/resolve/00014826/v50i0001/81_tabammraamor.xml
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 81, 637- 654. <https://www.jstor.org/stable/1831029>
- Borde, S. (1998). Risk diversity across restaurants. *Cornell Hotel & Restaurant Quarterly*, 4, 64-69. [http://dx.doi.org/10.1016/S0010-8804\(98\)80013-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0010-8804(98)80013-X)
- Boyd, J. M. & Smith, B. D. (1998). Capital Market Imperfections in a Monetary Growth Model. *Economic Theory*, 11(2), 241-273. <https://doi.org/10.1007/s001990050187>
- Cheema, H. N. G. (2016). *Determinants of Systematic Risk: An Empirical Investigation of the South Asian Countries* [Unpublished doctoral dissertation, Department of Management Sciences, Capital University], Capital University, Islamabad, Pakistan. https://cust-library.azurewebsites.net/uploads/Hafiza_Nayab_Gul_Cheema-MBAG_143011.pdf
- Chincarini, L. B., Kim, D., & Moneta, F. (2020). Beta and firm age. *Journal of Empirical Finance*, 58, 50-74. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2020.05.003>
- Ciccone, A., & Jarociński, M. (2010). Determinants of economic growth: will data tell? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(4), 222-246. <https://doi.org/10.1257/mac.2.4.222>
- Clarkson, P. M., & Satterly, A. (1997). Australian Evidence on the Pricing of Estimation Risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 281–299. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(97\)00009-7](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(97)00009-7)
- Clarkson, P. M., & Thompson, R. (1990). Empirical Estimates of Beta When Investors Face Estimation Risk. *The Journal of Finance*, 45, 431–453. [https://doi.org/10.1016/1057-0810\(91\)90016-R](https://doi.org/10.1016/1057-0810(91)90016-R)
- Cornelius, P. K. (2011). *International investments in private equity: asset allocation, markets, and industry structure*. Academic Press. <http://dx.doi.org/10.1016/C2009-0-20656-8>
- Dhillon, A., & Rossetto, S. (2015). Ownership Structure, Voting, and Risk. *Review of Financial Studies*, 28(2), 521-560. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu071>
- Eldomiaty, T. I., Al Dhahery, M. H., & Al Shukri, M. (2009). The Fundamental Determinants of Systematic Risk and Financial Transparency in the DFM General Index Al Dhahery. *Middle Eastern Finance and Economics*, 5, 62-74. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571028

- Feldkircher, M., & Zeugner, S. (2012). The impact of data revisions on the robustness of growth determinants—A note on ‘Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?’ *Journal of Applied Econometrics*, 27(4), 686-694. <https://doi.org/10.1002/jae.2265>
- Fernandez, C., Ley, E., & Steel, M. F. (2001). Benchmark priors for Bayesian model averaging. *Journal of Econometrics*, 100(2), 381-427. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(00\)00076-2](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(00)00076-2)
- Fewings, D. R. (1975). The impact of corporate growth on the risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 30(2), 525-531. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01827.x>
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*, Printic – Hall, Second Edition. <https://www.amazon.com/George-Foster-Financial-Statement-1986-03-14/dp/B0197P8XWK>
- Galai, D., & Masulis, R. (1976). The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock. *The Journal of Financial Economics*, 3(1-2), 53-81. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90020-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x(76)90020-9)
- Griffin, H. F., & Dugan, M. T. (2003). Systematic Risk and Revenue Volatility. *Journal of Financial Research*, 26, 179-189. <http://dx.doi.org/10.1111/1475-6803.00053>
- Gu, Z., & Kim, H. (2002). Determinants of restaurant systematic risk: A reexamination. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 10(1), 1-13. <http://dx.doi.org/10.1080/10913211.2002.10653757>
- Houmes, R. E., MacArthur, J. B., & Stranahan, H. (2012). The Operating Leverage Impact on Systematic Risk within a Context of Choice: An Analysis of the US Trucking Industry. *Managerial Finance*, 38(12), 1184-1202. <http://dx.doi.org/10.1108/03074351211271283>
- Iqbal, M. J., & Shah, S. Z. A. (2012). Determinants of systematic risk. *The Journal of Commerce*, 4(1), 47-56. <https://www.proquest.com/docview/963733044?sourcetype=Scholarly%20Journals>
- Jacquier, E., Titman, Sh., & Yalçın, A. (2009). Predicting Systematic Risk: Implications from Growth Options. *Journal of Empirical Finance*, 17(5), 991-1005. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.05.003>
- Karakus, R. (2017). Determinants of affecting level from systematic risk: Evidence from BIST 100 companies in Turkey. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 10(20), 33-46. <http://dx.doi.org/10.17015/ejbe.2017.020.03>
- Kass, R. E., & Raftery, A. E. (1995). Bayes factors. *Journal of the american statistical association*, 90(430), 773-795. <http://dx.doi.org/10.1080/01621459.1995.10476572>
- Kumar, V., Aleemi, A. R., & Ali, A. (2015). The determinants of systematic risk: Empirical evidence from pakistan's banking sector. *Global*

- Management Journal for Academic and Corporate Studies*, 5(1), 146-154. <https://gmjacs.bahriauni.com/index.php/ojs/issue/view/14>
- Lev, B. (1974). On the association between operating leverage and risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 9(4), 627-641. <http://dx.doi.org/10.2307/2329764>
- Lev, B., & Kunitzky, S. (1974). On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. *The Accounting Review*, 49(2), 259-270. <https://www.jstor.org/stable/245100>
- Ley, E., & Steel, M. F. (2009). On the effect of prior assumptions in Bayesian model averaging with applications to growth regression. *Journal of applied econometrics*, 24(4), 651-674. <http://dx.doi.org/10.1002/jae.1057>
- Liang, F., Paulo, R., Molina, G., Clyde, M. A., & Berger, J. O. (2008). Mixtures of g priors for Bayesian variable selection. *Journal of the American Statistical Association*, 103(481), 410-423. <http://dx.doi.org/10.1198/016214507000001337>
- Liu, H., Zhang, H., Gao, Y. C., & Chen, X. D. (2022). Firm age and beta: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 77, 244-261. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2021.10.006>
- Logue, D. E., & Merville, L. J. (1972). Financial policy and market expectations. *Financial management*, 37-44. <http://dx.doi.org/10.2307/3665142>
- Melicher, R. W. (1974). Financial factors which influence beta variations within a homogeneous industry environment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(2), 231-241. <https://doi.org/10.2307/2330100>
- Merton, R. K. (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, *Econometrica*, 41(5), 867-887. <https://doi.org/10.2307/1913811>
- Miles, J. A. (1986). Growth Options and the Real Determinants of Systematic Risk, *Journal of Business Finance and Accounting*, 13(1). 95-105. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.1986.tb01175.x>
- Mnzav, I. D. (2009). The Significance of Corporation Tax as a Determinant of Systematic Risk: Evidence Using United Kingdom (UK) Data. *KCA Journal of Business Management*, 2(1), 44-61. <http://dx.doi.org/10.4314/kjbm.v2i1.44410>
- Mousa, M., Nosratabadi, S., Sagi, J., & Mosavi, A. (2021). The effect of marketing investment on firm value and systematic risk. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(1), 64. <http://dx.doi.org/10.3390/joitmc7010064>
- Patel, R. C., & Olsen, R. A. (1984). Financial determinants of systematic risk in real estate investment trusts. *Journal of Business*

- Research*, 12(4), 481-491. [http://dx.doi.org/10.1016/0148-2963\(84\)90026-2](http://dx.doi.org/10.1016/0148-2963(84)90026-2)
- Patro, D. K., Wald, J. K., & Wu, Y. (2002). The impact of macroeconomic and financial variables on market risk: evidence from international equity returns. *European Financial Management*, 8(4), 421-447. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-036x.00198>
- Randika, P. A. D. D. (2024). Assessing Systematic Risk through Accounting Information: Evidence from the Colombo Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 9(2), 79-83. <http://dx.doi.org/10.24018/ejbmr.2024.9.2.2305>
- Rodríguez- Sanz, J. A., Vallelado, E., & Fernández- Martín, M. (2024). Risk analysis of Spanish companies. *Global Policy*, 15, 76-91. <http://dx.doi.org/10.1111/1758-5899.13316>
- Roh, Y. S. (2002). Size, growth rate and risk sharing as the determinants of propensity to franchise in chain restaurants. *International Journal of Hospitality Management*, 21(1), 43-56. [http://dx.doi.org/10.1016/s0278-4319\(01\)00014-7](http://dx.doi.org/10.1016/s0278-4319(01)00014-7)
- Rosenberg, B., & McKibben, W. (1973). The prediction of systematic and specific risk in common stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(2), 317-333. <https://doi.org/10.2307/2330027>
- Saravia, J. A., García, C. S., & Almonacid, P. M. (2020). The Determinants of Systematic Risk: A Firm Lifecycle Perspective. *International Journal of Finance and Economics*, 26(1), 1037-1049. <http://dx.doi.org/10.1002/ijfe.1834>
- Sharif, M. N., Hamid, K., Khurram, M. U., & Zulfiqar, M. (2016). Factors Effecting Systematic Risk in Isolation vs. Pooled Estimation: Empirical Evidence from Banking, Insurance, and Non-Financial Sectors of Pakistan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(4), 287-300. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v6-i4/2430>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Tan, N., Chua, J., & Salamanca, P. (2015). *Study of the Overall Impact of Financial Leverage and Other Determinants of Systematic Risk*. In Proceeding of the Research Congress, Philippines, 3, 1-7. <https://www.dlsu.edu.ph/wp-content/uploads/pdf/conferences>
- Zellner, A. (1986). Bayesian estimation and prediction using asymmetric loss functions. *Journal of the American Statistical Association*, 81(394), 446-451. <http://dx.doi.org/10.1080/01621459.1986.10478289>

Zhang, X., Wei, C., Lee, C. C., & Tian, Y. (2023). Systemic risk of Chinese financial institutions and asset price bubbles. *The North American Journal of Economics and Finance*, 64, 101880. <http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2023.101880>

References [In Persian]

- Badpa, B., Esta, S., & Darvish Hosseini, F. (2024). The Role of Working Capital Management in Explaining Operational Efficiency of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 20(80), 255-287. <https://doi.org/10.22054/qjma.2024.74109.2468> [In Persian]
- Fadai-Nejad, M., & Farahani, R. (2017). The Effects of Macroeconomic Variables on the Tehran Stock Exchange Index. *Financial Economics (Financial Economics and Development)*, 11(39), 1-26. <https://dorl.net/dor/20.1001.1.25383833.1396.11.39.1.4> [In Persian]
- Islami Bidgoli, G., & Joola, J. (2010). Investigating the Relationship Between Capital Structure and Systematic Risk for Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange Review*, 8(2), 91-113. https://journal.seo.ir/article_10877.html [In Persian]
- Namazi, M., & Khajavi, S. (2004). The Utility of Accounting Variables in Predicting Systematic Risk for Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 11(38), 93-119. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1383.11.4.4.0> [In Persian]
- Rezaei, G., Shahrestani, H., Hejber Kiani, K., & Mehrara, M. (2019). The Impact of Monetary Policy on Stock Market Returns and Instability (A Comparative Study of Monetary Policy Tools in Iran). *Economic Modeling Research*, 9(36), 75-125. <http://jemr.khu.ac.ir/article-1-1810-fa.html> [In Persian]
- Shokrkah, J., & Asghari, I. (2024). Modeling Long-Term Returns of Initial Public Offerings (IPOs). *Empirical Studies in Financial Accounting*, 20(77), 107-139. <https://doi.org/10.22054/qjma.2023.73315.2450> [In Persian]
- Sojoodi, S., Alipour, Z., & Azizi, M. (2024). The Impact of Company Life Cycle on Systematic Risk for Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Quantitative Economics Scientific Research Quarterly*. <https://doi.org/10.22055/jqe.2024.45451.2595> [In Persian]
- Yadgari, S., & Haj-Hidari, P. (2022). Investigating the Effect of Corporate Tax and Financial Leverage on Investment Risk for Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Scientific Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 6(20), 361-378. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/1267> [In Persian]

- Minoui, M., & Esmaeili, M. (2016). Investigating the Relationship Between Financial Leverage, Operating Leverage, and Systematic Risk in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *6th International Conference on Accounting and Management, 3rd Conference on Entrepreneurship and Open Innovation, Tehran*. <https://civilica.com/doc/577877> [In Persian]
- Namaki, A., Abasian, E., & Shafiei, E. (2022). Analysis of the Systematic Risk of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange Using a Complex Systems Approach. *Financial Management Strategy*, 10(36), 91-112. <https://doi.org/10.22051/JFM.202030910.2360> [In Persian]
- Saeidi, A., & Ramash, M. (2010). The Determinants of Systematic Risk in the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 3(1), 125-142. <https://dorl.net/dor/20.1001.1.23223405.1390.3.1.8.7> [In Persian]



استناد به این مقاله: فرویزی، لیلا، سجودی، سکینه، اصغریور، حسین، حقیقت، جعفر. (۱۴۰۴). بررسی اثر متغیرهای حسابداری و مالی شرکت بر ریسک سیستماتیک سهام: کاربرد روش میانگین گیری مدل ییزین، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۲۲(۸۵)، ۳۷-۸۲. DOI: 10.22054/qjma.2024.81755.2608



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.