

## شناسایی عوامل مؤثر بر نوسانات بازده سهام با استفاده از روش فراترکیب

حسین جعفرپور گلرودباری

گروه حسابداری، واحد خمین، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران  
hossein.jafarpour@iau.ir

زهره حاجیها

گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
Drzhajiha@iau.ac.ir

آذر مسلمی

گروه حسابداری، واحد خمین، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران  
azar.moslemi@iau.ac.ir

محمدحامد خان محمدی

گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
dr.khanmohammadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۸/۰۱

### چکیده

رونق بازار سرمایه و پایداری آن در برابر شوک های اقتصادی و سهم آن از میزان سرمایه گذاری های یک کشور به عنوان شاخصی برای توسعه یافتگی و رشد اقتصادی کشورها به شمار می رود که تضمین کننده ثبات اقتصادی و اجتماعی نیز می باشد. به منظور جلوگیری از عدم قطعیت و ریسک در بازار سهام، اندازه گیری عوامل مؤثر بر نوسانات بازده شاخص سهام از اهمیت ویژه ای برخوردار است. تحقیقات در مورد نوسان بازده سهام و ریسک سرمایه گذاری حول چند محور اساسی مرتبط با هم یعنی دوره های زمانی نوسان، تبعات و پیامدهای نوسان بازده سهام، پیشی بینی آن و عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام صورت گرفته است. هدف این پژوهش شناسایی عوامل مؤثر بر نوسانات بازده سهام با استفاده از روش فراترکیب (متاسنتر) است. روش شناسی تحقیق ترکیبی می باشد. در بخش کیفی بر اساس مراحل هفتگانه فراترکیب بر اساس روش سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷) در فاصله زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۲۴ با بررسی ۲۲۱ مقاله ای که امتیاز لازم را کسب کرده بودند به شناسایی مهمترین عوامل مؤثر در این زمینه پرداخته شد. در بخش کمی نیز با استفاده از روش آنالیز شانون عوامل شناخته شده اولویت بندی شدند. نتایج نشان داد عوامل مختلفی بر نوسان بازده سهام تأثیرگذار هستند که تمامی آنها را می توان در ۹ بعد و ۲۷ مولفه طبقه بندی نمود. همچنین بر اساس الویت بندی، متغیرهای کلان اقتصادی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، بیماری های واگیردار در سطح جهانی، رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم، سرریز نوسان، احساسات سرمایه گذاران، حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت مهم ترین عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام بر اساس روش فراترکیب هستند.

**واژه های کلیدی:** نوسان بازده سهام، ریسک سرمایه گذاری، فراترکیب.

## ۱- مقدمه

به دلیل روند رو به رشد پیوستگی اقتصاد جهانی، جریان آزاد سرمایه و همچنین دسترسی صاحبان سهام به دانش بیشتر و قدرت تصمیم گیری بیشتر در بین بازارهای مختلف، شناخت فرصت‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از آنها مورد توجه قرار گرفته است (تاباش و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴)؛ و بنابراین از آنجا که رفتار بازده سهام دقیقاً در قلب هرگونه مشکل مدیریت سرمایه‌گذاری قرار دارد، از زمانی که بازارهای سهام به وجود آمده‌اند، سرمایه‌گذاران در تلاش برای ایجاد استراتژی‌ها و نظریه‌های به‌منظور کسب بازده سهام بوده‌اند و فهم دینامیک‌های زیربنایی این بازده‌ها به‌منظور انتخاب بهترین فرصت سرمایه‌گذاری حیاتی بوده است (خوشکار و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۴۰۱). در شناخت فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری در مورد آنها ریسک و بازده مهم‌ترین مفاهیمی هستند که پیوسته مورد توجه افراد سرمایه‌گذار قرار می‌گیرند (لی<sup>۳</sup>، ۲۰۲۴). احتمال وقوع بازده واقعی به‌غیر از آنچه انتظار می‌رود را نوسان پذیری بازده سهام یا همان ریسک سرمایه‌گذاری تعریف کرده‌اند؛ بنابراین نوسان پذیری بازده سهام به‌عنوان برآوردی از ریسک بازار سهام، یکی از مهم‌ترین عوامل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مبنایی برای ارزیابی عملکرد مدیران است (فیض الهی و لشکری زاده، ۱۴۰۰). تحقیقات در مورد نوسان بازده سهام و ریسک سرمایه‌گذاری حول چند محور اساسی مرتبط با هم یعنی دوره‌های زمانی نوسان، تبعات و پیامدهای نوسان بازده سهام، پیشی بینی آن و عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام صورت گرفته است (حسین و همکاران، ۲۰۲۴). نوسانات بازده خاص از دهه ۱۹۶۰ تغییر الگوهای زمانی را نشان داده است: قبل از سال ۲۰۰۰ نوسان بازده سهام افزایش یافت؛ از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶ کاهش یافته است و در طول بحران مالی اخیر (۲۰۰۸ به بعد) دوباره به‌شدت افزایش یافته است. به‌طور خاص این نوسانات بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، همه‌گیری بیماری کرونا، اختلافات آمریکا و چین و پس از آن بحران‌های ژئوپلیتیکی در خاورمیانه، جنگ روسیه و اوکراین و همچنین بیشتر نمایان شد (جیو و شی<sup>۴</sup>، ۲۰۲۴). با این‌وجود در هر دوره‌ای متأثر از شرایطی خاص مانند عدم قطعیت سیاست اقتصادی، جنگ‌ها، سرایت، ویژگی‌های خاص شرکت‌ها و اقتصاد داخلی، با افزایش حباب قیمت‌ها بازارها دچار نوسان می‌شدند در نتیجه با توجه به ریسک بیشتر ضرر سرمایه‌گذاری ناشی از افزایش نوسانات، سرمایه‌گذاران شروع به دور شدن از بازارها کردند که منجر به کاهش نقدینگی شد؛

بنابراین، از آنجا که درک منابع نوسانات بازار سهام برای تصمیمات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، تخصیص کارآمد منابع و سیاست احتیاطی کلان بسیار مهم است، جای تعجب نیست که تحقیقات گسترده‌ای با در نظر گرفتن عوامل مختلفی که می‌توانند منجر به نوسانات شوند، انجام شده است (کاپورال و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۳). بخش عمده‌ای از مطالعات نیز در مورد پیش‌بینی نوسان بازده سهام انجام گرفته است. مطابق با این دسته از مطالعات از الگوهای متعددی مانند مدل‌های میانگین متحرک، هموارسازی نمایی، مدل شبکه‌های عصبی (به‌عنوان مدل‌های غیرشرطی، مدل‌های ترکیبی، سیستم آشوبناک، یادگیری ماشین و...) برای پیش‌بینی نوسان بازده سهام استفاده شده است. عمده این دسته از مطالعات بر اطلاعات تاریخی بازده متکی هستند و وابستگی به تاریخچه قیمت سهام و ناآگاهی از سایر اطلاعات مرتبط در مورد نوسانات بازار را می‌توان به‌عنوان نقاط آسیب‌پذیر این رویکردها درک کرد و همین ضعف اساسی از دلایلی عمده توجه به عوامل مؤثر بر ایجاد نوسان می‌باشد. در واقع با توجه به اینکه نوسانات بازده خاص پیامدهایی برای موضوعاتی مانند تنوع سبد، مدیریت فعال پرتفوی، رابطه پاداش ریسک و ارزش‌گذاری انتخاب دارد، درک منابع (عوامل مؤثر بر) این الگوهای زمانی مهم است. با این‌حال، ارائه توضیحی برای جزو و مدهای مشاهده‌شده چالش‌برانگیز بوده است. مطابق با این دیدگاه‌ها می‌توان گفت که تحقیقات در این زمینه با توجه به اینکه متکی بر اطلاعات تاریخی هستند، تنها بر پیش‌بینی نوسان تأکید داشته‌اند و عوامل مؤثر بر آن را نادیده گرفته‌اند، به بیان دقیق‌تر آن چیزی که مورد نظر بوده است، نوسان ایجادشده است، فارغ از عوامل ایجادکننده آن و به همین دلیل برخی دیگر از مطالعات به بررسی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام پرداخته‌اند.

در تحقیقات قبلی نقش عوامل مختلفی مانند عوامل مربوط به اقتصاد کلان، عوامل مربوط به حوادث طبیعی و غیرقابل‌پیش‌بینی، عوامل مربوط به کیفیت گزارشگری مالی، عوامل مربوط به ویژگی‌های سرمایه‌گذاران، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و عوامل مربوط به ویژگی‌های سطح شرکت - که خود بسیار گسترده و در چند بخش قابل‌طبقه‌بندی هستند - (مانند اندازه شرکت، رقابت بازار محصول، محبوبیت سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش، فرصت‌های رشد، تغییرات، فعالیت معامله آگاهانه، عدم تقارن اطلاعاتی، حد نوسان قیمت و...) بر نوسان بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است؛ اما تنوع این معیارها در بازار سرمایه ایران و همچنین بازارهای

## عوامل کلان اقتصادی و نوسان بازده سهام

بازار سرمایه در هر کشوری از مهم‌ترین بخش‌های اقتصاد محسوب می‌شود و تغییر و تحولات آن می‌تواند منعکس‌کننده تمام‌عیار ساختار اقتصادی آن کشور باشد. ریسک سهام، ناشی از دو منبع است. منشأ اول ریسک، عوامل اقتصاد کلان هستند که با تنوع و گوناگونی در سهام، از بین نمی‌رود. منشأ دوم ریسک، عنصر ویژگی‌های خاص است؛ بنابراین در یک بازار کارا، صرف ریسک تنها با عوامل سیستماتیک (کلان اقتصادی) ارتباط دارد/تصمیمات مربوط به عوامل کلان اقتصادی تمامی شرکت‌های بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد درحالی‌که عوامل خرد اقتصادی می‌تواند بر شرکت‌های مختلف (حتی از یک صنعت) تأثیرات متفاوتی داشته باشد. ازجمله عوامل کلان اقتصادی مؤثر بر بازار سهام می‌توان به تولید ناخالص ملی، نقدینگی، شاخص قیمت مصرف‌کننده، نرخ ارز، قیمت طلا و قیمت نفت خام اشاره داشت (ژیاو و همکاران، ۲۰۲۴). خان و همکاران (۲۰۲۴) شواهدی از یک حرکت مشترک بلندمدت بین پنج شاخص سهام و معیارهای خاص از فعالیت واقعی کل یک کشور مانند قیمت واقعی نفت، درآمد ناخالص ملی واقعی، عرضه واقعی پول و مصرف واقعی، ارائه دادند. نتیجه مطالعات ژیاو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۴) نشان‌دهنده تأثیر سیاست مالی، سیاست پولی و تجاری و نرخ ارز و عدم بر نوسانات خوب و بد در بازار سهام چین است.

یک عامل دیگر وابسته به این موارد چرخه اقتصادی است. ادوار تجاری نوعی نوسانات با قاعده و منظم در فعالیت‌های کلان اقتصادی کشورها است که عمدتاً به‌وسیله بنگاه‌های تجاری سازمان‌دهی می‌شوند. یک چرخه، با یک دوره رونق اقتصادی که هم‌زمان در فعالیت‌های متعدد اقتصادی رخ می‌دهد، شروع و به دوره رکود و انقباض منتهی می‌شود. ارتباط بین نوسانات بازار سرمایه و چرخه کسب‌وکار نقطه عطف بسیاری از مطالعات گسترده کنونی است درحالی‌که این ارتباط یک موضوع بسیار حیاتی برای سیاست و بازارهای سرمایه‌گذاری می‌باشد در نوسانات چرخه کسب‌وکار، مرتبط‌ترین تحقیقات بر روی چگونگی نوسانات بازار سرمایه تمرکز داشته است که ارائه رفتار متفاوت در طول دوره‌های رونق و رکود می‌تواند به‌وسیله متغیرهای کلان اقتصادی پیش‌بینی شود در این زمینه تحقیقات چاوداری (۲۰۲۴) نشان‌دهنده رابطه چرخه‌های اقتصادی با نوسانات بازار سهام است.

یکی دیگر از عوامل متأثر از اقتصاد کلان نااطمینانی سیاسی است. اجماع کلی نشان می‌دهد که عدم قطعیت تأثیر منفی بر نتایج کلان اقتصادی دارد. عدم قطعیت اقتصادی ناشی از معرفی

مالی جهان موجب سردرگمی سهامداران شده است. تأکید صرف تنها بر یک عامل موجب می‌شود که درک نامناسبی از عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام ایجاد شود که در نتیجه آن ریسک سرمایه‌گذاری افراد افزایش می‌یابد. به‌خصوص در کشور ایران با توجه به نوسان بودن بازار سرمایه و نوسان مداوم قیمت‌ها تحت تأثیر عوامل مختلف و به‌تبع آن افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سهام، موجب ورود و خروج مداوم سرمایه‌گذاران به این بازار و جستجوی بازارهای موازی دیگر مانند ارز و مسکن و طلا (در ایران) و یا تحمل زیان‌های هنگفت می‌شود که ضرورت شناخت عوامل مؤثر نوسان بازده سهام را دوچندان می‌کند.

در تحقیقات جدید در هنگام مواجهه با چنین تنوعی در نظرات و عوامل مؤثر، سعی می‌شود که با رویکردهای جامعی به درک کاملی از مسئله پرداخته شود. از جمله روش‌های که در مطالعات جدید هنگام مواجهه با چنین معضلی برای بررسی، ترکیب و آسیب‌شناسی موضوع مورد بررسی، مدنظر قرار گرفته است، روش فراترکیب (شامل ۷ مرحله) است. در نتیجه این تحقیق با اتکا به روش فراترکیب اقدام به شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌های اثربخش نوسان بازده بر اساس فراترکیب و ارزیابی پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با آن می‌نماید. بر این اساس این پژوهش به دنبال بررسی این سؤالات است که عوامل مؤثر بر نوسانات بازده سهام کدام اند؟ اولویت‌بندی مؤلفه‌های شناسایی‌شده مؤثر بر نوسانات بازده سهام بر اساس تحلیل تفسیری ساختاری به چه صورت است؟

## ۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

### ۲-۱ ادبیات تحقیق

#### طبقه‌بندی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام

عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام متنوع هستند. در ادبیات مالی و بر اساس مدل شارپ، دودسته از عوامل مؤثر بر بازدهی اوراق بهادار در نظر گرفته می‌شود: عوامل درونی یا خرد که متغیرهای خود شرکت را شامل می‌شود و عوامل بیرونی یا کلان که متغیرهای محیطی از جمله متغیرهای کلان اقتصادی را شامل می‌شود. کاپورال و همکاران (۲۰۲۳) معتقدند این شامل تعیین‌کننده رفتاری (غیر بنیادی) (مانند رفتار توده‌ای، ضرر گریزی و غیره)، عوامل بنیادی کلان (مانند تولید ناخالص داخلی، تورم، عرضه پول، بهره و نرخ ارز و غیره) و عوامل خاص شرکت (مانند درآمد و تقسیم سود) است. اما در این تحقیق این دسته‌بندی تاندازه‌های متنوع‌تر شده است؛ چراکه عوامل سطح شرکت خود در چند دسته جای می‌گیرند.

یک سیاست جدید و تصمیمات سیاستی دولت به طور قابل توجهی بر نرخ بهره و حق بیمه ریسک در یک اقتصاد تأثیر می‌گذارد که نوسان بازده را متأثر می‌سازد (کوندو و همکاران، ۲۰۲۳). یک مطالعه در این زمینه نشان می‌دهد شاخص‌های اقتصاد کلان در طول دولت‌های دموکراتیک با دولت‌های جمهوری خواه در ایالات متحده متفاوت هستند. نا اطمینانی‌های سیاسی می‌تواند زمینه تغییراتی در بازار بورس را فراهم کند و اثرات این جابجایی‌ها بر اقتصاد کشورها می‌تواند قابل توجه باشد. چن و همکاران (۲۰۲۳) و لی و همکاران (۲۰۲۴) معتقدند شاخص رتبه‌بندی اقتصادی ریاست جمهوری که نشان‌دهنده اعتماد عمومی به مدیریت رئیس‌جمهور در امور اقتصادی است. نوسان بازده سهام را توضیح دهد.

### عوامل مربوط به حوادث طبیعی و غیرقابل پیش‌بینی و نوسان بازده سهام

افزایش روزافزون رویدادهای منفی در سراسر جهان، از جمله بلایای طبیعی و بیماری، بلایای مصنوعی و تروریسم، توجه عموم را به تأثیر این گونه رویدادها بر اقتصاد و بازار سرمایه جلب کرده است. طوفان هاروی در جنوب ایالات متحده، طوفان ماریا در دریای کارائیب و رانش‌های گل‌ولای بزرگ در هند، بنگلادش و نپال نمونه‌های دیگری از این موارد هستند (ماهالینگام و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

یکی از مهم‌ترین و جدیدترین عوامل و بیماری عوامل طبیعی که در زمره عوامل غیرمترقبه قرار می‌گیرد، بیماری کرونا است. (هسو و همکاران، ۲۰۲۲). بای و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که گسترش بیماری‌های عفونی با پیامدهای بین‌المللی، از جمله کووید-۱۹ و همچنین بیماری‌های قبلی مانند سارس یا ابولا، نوسانات را در بازارهای سهام بین‌المللی به‌طور دائم افزایش داده است.

علاوه بر این موارد تأثیر رویدادهای ژئوپلیتیکی و جنگ و تروریسم نیز به‌عنوان یک حادثه غیرمترقبه و غیرقابل پیش‌بینی بررسی شده است. رویدادهای سیاسی می‌توانند بر محیط اقتصادی و نوسانات بازار سهام تأثیر بگذارند. وضعیت بین‌المللی در سال‌های اخیر به‌طور فزاینده‌ای پیچیده شده است. با وقوع مکرر رویدادهای ژئوپلیتیکی، مانند مناقشه تجاری چین و ایالات متحده، برگزیت، جنگ روسیه و اوکراین و سفر تحریک‌آمیز پلوسی به تایوان، رویدادهای سیاسی ژئوپلیتیکی به‌طور فزاینده‌ای به عامل مهمی در تشدید نوسانات بازار سهام تبدیل شده است. (جیو و شی، ۲۰۲۴).

در مورد تروریسم هم با توجه به تعداد فزاینده رویدادهای تروریستی در سراسر جهان، علاقه روزافزونی از سوی دانشگاهیان به اثرات شوک‌های تروریستی بر اقتصاد کلان اختصاص یافته است. تروریسم حضور خود را با تضعیف اقتدار دولتی و ایجاد محیطی از هراس احساس می‌کند. همچنین ممکن است به اعتماد سرمایه‌گذاران لطمه بزند، زیرا تحولات مربوط به ریسک‌های مالی، اقتصادی و سیاسی کشورهایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند از اهمیت بالایی برخوردار است. حملات مادرید و لندن (به ترتیب در اسپانیا، ۲۰۰۴؛ و بریتانیا، ۲۰۰۵)، حمله بمب‌گذاری در بوستون (ایالات متحده، ۲۰۱۳)، حملات پاریس و بروکسل (به ترتیب در فرانسه، ۲۰۱۵؛ بلژیک، ۲۰۱۶)، از جمله فعالیت‌های دیگری بودند که بازده سهام را با نوسان مواجه کردند. (سعد، ۲۰۲۴).

### سرریز و سرایت و نوسان بازده سهام

سرریز نوسان به این معناست که سوابق تاریخی در خصوص نوسان شدید در یک بازار، به پیش‌بینی وقوع آن در بازار دیگر کمک می‌کند. تعریف کامل سرایت نیز چنین است که تغییرات هم‌زمان و معنادار در بازارهای مالی چند کشور بعد از وقوع یک تکانه را سرایت می‌گویند. در دو بازاری که با تکانه مواجه هستند، اگر درجه همبستگی در دوران ثبات به درجه همبستگی بعد از وقوع شوک، در یکی از این بازارها به یک نزدیک باشد، نوعی وابستگی متقابل را نشان می‌دهد، درحالی‌که سرایت وقتی وجود دارد که همکاری به‌صورت چشمگیری افزایش می‌یابد. همچنین سرایت ریسک سیستمی نوسانات بازده دارایی‌های مالی، نشان‌دهنده فرایند انتقال اطلاعات و تحولات میان این بازارها است. نظر به اینکه بازارهای مالی دارای ارتباط بسیار نزدیکی با یکدیگر هستند، اطلاعات ایجادشده در یک بازار، می‌تواند به‌سرعت بر سایر بازارها تأثیر بگذارد (باغبان و همکاران، ۱۴۰۲). امروزه با افزایش ارتباط میان اجزای مالی سیستم‌های مالی، ایجاد اثر سرایت، اثر دومینو و بروز بحران‌های زنجیره‌ای به شکل واقعی‌تری انکارناپذیر تبدیل شده است (رستم زاده و یادگار، ۱۴۰۱). این نوع سرایت اغلب دلیل رفتارهای غیرمنطقی نظیر رانش مالی، رفتار توده‌وار، فقدان اطمینان و افزایش ریسک‌گریزی است.

### عوامل مربوط به احساسات (ویژگی‌های) سرمایه‌گذاران

تاریخ بازار سهام مملو از اتفاقاتی است که با الگوهای استاندارد مالی نمی‌توان برای آنها توضیحی یافت؛ از جمله آنها می‌توان به

### کیفیت حسابرسی و نوسان بازده سهام

به‌طور کلی در ارتباط با تأثیر کیفیت حسابرسی بر ریسک سرمایه‌گذاری استدلال می‌شود، که افزایش کیفیت حسابرسی سبب افزایش شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات در سطح محیط اطلاعاتی شرکت می‌شود. افزایش شفافیت اطلاعاتی سبب کاهش عدم قطعیت در ارتباط با سهام شرکت و در نتیجه سبب کاهش نوسان‌های بازده سهام می‌شود و در نهایت منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (پاستور و ورونسی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳) در این زمینه تحقیقاتی انجام شده است (دی فوند و همکاران، ۲۰۰۰) معتقدند شرکت‌هایی که توسط حسابرسان مستقل‌تر و بزرگ‌تری حسابرسی می‌شوند، اطلاعات معتبرتر و باکیفیت‌تری افشا می‌کنند که سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. ایگ بی و آنا<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) نشان دادند در بلندمدت افزایش کیفیت افشا و حاکمیت شرکتی به سبب افزایش شفافیت گزارشگری مالی سبب کاهش ریسک کل و ریسک غیر سیستماتیک می‌شود. در ایران نیز نتایج تحقیق سجادی و همکاران (۱۳۹۲) بیانگر تأثیر مثبت اندازه‌ی موسسه‌ی حسابرسی و تداوم انتخاب حسابرس و تأثیر منفی تخصص حسابرس در صنعت بر ریسک سرمایه‌گذاری است.

### حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام

تئوری نمایندگی نشان می‌دهد که مدیران از دانش برتر نسبت به سهامداران شرکت برخوردار هستند و بنابراین می‌توانند اقدامات خودخواسته مانند سلب مالکیت جریان‌های نقدی به نفع خود را دنبال کنند که ممکن است بر ارزش شرکت و نوسانات شرکت تأثیر بگذارد. در مورد نوسان بازده سهام حوزه موردعلاقه در تحلیل نظری نمایندگی این است که چگونه عضویت در هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد و چگونه ساختار مدیریت مؤسسات شرکتی (دوگانگی نقش مدیرعامل/رئیس) نیز بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. حاکمیت شرکتی ضعیف موجب سلب اعتماد بازار شده که به‌نوبه خود می‌تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. بدین ترتیب انتظار می‌رود که کیفیت حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص پیش‌بینی بازده سهام کاسته و به‌تبع آن، سبب کاهش نوسان پذیری سهام شرکت گردد (دیلمی و صفری گرابلی، ۱۳۹۵). جیمز و همکاران (۲۰۲۳) نشان دادند یک هیئت‌مدیره مؤثر در صورتی که از پروژه‌های پرریسک افزایش ارزش حمایت

سقوط بزرگ سال ۱۹۲۹ دوشنبه سیاه اشاره کر (جیو و شی، ۲۰۲۴) احساسات سرمایه‌گذار از فضای رونق و رکود بازار ناشی می‌شود. اگر بازار در حالت رونق باشد؛ سرمایه‌گذاران تمایل دارند که سهام را حتی به بالاتر از قیمت واقعی خریداری کنند در این حالت سرمایه‌گذاران گرایش به پذیرش ریسک دارند و این حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است و در این شرایط انتظار آنها از بازار ادامه روند است و پیش‌بینی می‌کنند که قیمت‌ها باز هم افزایش می‌یابد. رفتار توده‌ای پدیده‌ای جذاب است که نوسانات بازده دارایی و قیمت اوراق بهادار را توضیح می‌دهد و ممکن است تأثیر مثبت یا منفی بر بازده سهام داشته باشد. (جابین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲)

### کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده سهام

تحقیقات فونو دومبو و همکاران (۲۰۲۲) نشان داد معیارهای مختلفی برای کیفیت سود وجود دارد و هر یک از معیارهای کیفیت سود منحصربه‌فرد است و جنبه خاصی از سود گزارش‌شده یک شرکت را نشان می‌دهد؛ بنابراین، هر یک از معیارهای کیفیت سود می‌تواند به‌طور متفاوتی بر نوسانات بازده سهام تأثیر بگذارد. مطابق با این نگرش می‌توان گفت کیفیت سود یک مفهوم چندبعدی است و معیارهای متعددی از جمله کیفیت تعهدی، محافظه‌کاری، به‌موقع بودن، ارتباط ارزش، تداوم سود، قابلیت پیش‌بینی و یکنواختی سود برای اندازه‌گیری آن مورد استفاده قرار گرفته است بر اساس مدل‌های اندازه‌گیری بازده‌های مورد انتظار، دو دلیل عمده برای ایجاد نوسانات بازده وجود دارد. اولین دلیل، عدم اطمینان ذاتی نسبت به سودآوری عملیات شرکت و دومین دلیل، قیمت‌گذاری نادرست بازار است. شرکت‌های با کیفیت سود پایین در دوره پس از گزارشگری سود، دچار افت بازدهی می‌شوند زیرا سرمایه‌گذاران به مسئله کیفیت سود پایین شرکت‌ها پی برده و قیمت سهام را متناسب با آن تعدیل می‌کنند در نتیجه کیفیت و پایداری سود پایین باعث افزایش نوسانات بازدهی سهام می‌شود (فیض الهی و لشکری، ۱۴۰۰). از آنجایی که حسابداری تعهدی با برآورد اقلام تعهدی و کیفیت آنها مرتبط است، می‌تواند بر کیفیت سود و گزارشگری مالی و در نتیجه بازدهی و نوسان پذیری سود شرکت مؤثر باشد. پس انتظار می‌رود که کیفیت اقلام تعهدی به‌طور مثبت با نوسانات بازده سهام مرتبط باشد (فیض الهی و لشکری، ۱۴۰۰).

بالین حال، یک وابستگی نامتقارن بین برهمکنش ریسک‌های ژئوپلیتیک، احساسات سرمایه‌گذار چین و ایالات متحده و نوسانات بازار سهام وجود دارد و ساختار وابستگی در حال تغییر است.

تاباش و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان شوک‌های بازار و نوسانات سهام: شواهدی از بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته، تلاطم بازار و تأثیر آن بر بازار مالی نشان دادند که بازارهای در حال توسعه و توسعه‌یافته واکنش متفاوتی به این دو بحران مالی نشان دادند.

حسین و همکاران (۲۰۲۴) در بررسی ارتباط و سرریز نوسان نرخ ارز و قیمت سهام در طول بحران‌های ناشی از همه‌گیری: شواهدی از کشورهای بریکس نشان دادند که نوسانات نرخ ارز و نوسانات بازده سهام در طول بحران‌های ناشی از بیماری همه‌گیر به هم مرتبط هستند. این مطالعه همچنین سرریز نوسانات را در بین کشورهای نمونه پیدا می‌کند. نیازخان و همکاران (۲۰۲۴) در بررسی تأثیر همه‌گیری کووید ۱۹ بر نوسانات بازار سهام: شواهدی از مجموعه‌ای از بازارهای سهام توسعه‌یافته و نوظهور نشان می‌دهند که نوسانات مداوم در این بازارها وجود دارد و این نوسان در نتیجه همه‌گیری افزایش یافته است.

خان و همکاران (۲۰۲۴) این نتیجه رسیدند که قیمت ژئوپلیتیکی نفت، فقط در شرایط نرمال بازار، بر بازدهی سهام اثر می‌گذارد اما در تمامی شرایط بازار، بر نوسان سهام، اثرگذار است کوندو و همکاران (۲۰۲۳) در بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر بازده و نوسانات بازار سهام تحت ویژگی‌های بازار ناهمگن در کشورهای G7 نشان می‌دهند که افزایش در قطعیت سیاست اقتصادی نوسانات بازار را افزایش می‌دهد و تنها زمانی که دوره زمانی همزمان باشد، بازده را کاهش می‌دهد.

حمیدیان و همکاران (۱۴۰۳) در بررسی تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام، نشان می‌دهند که نوسان نامتعارف سهام بر بازده آتی سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. علاوه بر این، توجه سرمایه‌گذار تأثیر منفی نوسان نامتعارف بر بازده آتی سهام را تقویت می‌کند که این موضوع ممکن است ناشی از تورش رفتاری توجه محدود سرمایه‌گذاران باشد.

مروی و همکاران (۱۴۰۲) بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری کوتاه‌مدت و بلندمدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه، نشان دادند افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش نوسان پذیری

کند، می‌تواند نوسانات بازده سهام را افزایش دهد. اندازه هیئت‌مدیره شرکت‌های شرکت‌های بورسی-اگر به اندازه کافی بزرگ باشد- نوسانات بازده سهام را کاهش دهد که در راستای نظریه نمایندگی است. علاوه بر این، استقلال هیئت‌مدیره نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار با نوسانات بازده سهام در حمایت از فرضیه ریسک‌جویی است. یک هیئت‌مدیره شرکتی مستقل و با عملکرد خوب، سطح بالایی از نظارت را نشان دهد که می‌تواند نوسانات سود یک شرکت را کاهش دهد (گاگنون و جانتر<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

### ساختار مالکیت و نوسان بازده سهام

مالکیت نه تنها از طریق نحوه مشارکت دسته‌های مختلف مالکان در اطلاعات و محیط تجاری شرکت، بلکه به این دلیل که ترجیحات متفاوتی برای حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری دارند، اهمیت دارد (جنکسگارد و ویلهامسون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). ژائو و ژانگ (۲۰۲۳) معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی توانایی تحلیل حرفه‌ای بیشتری دارند و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را به سرمایه‌گذاران کوچک و متوسط ترجیح می‌دهد و رفتار سرمایه‌گذاری منطقی‌تری دارند؛ بنابراین می‌توانند در کاهش نوسان بازده مؤثر باشند. آنها نشان دادند ساختار مالکیت برای درک تغییرات مقطعی در نوسانات بازده سهام مهم است. بر اساس این نتایج پروکسی‌های مالکانی که تنوع کمتری دارند - یعنی مالکیت عمده یک خانواده یا وابستگی به یک حوزه تجاری - با نوسانات کمتری همراه است. وقتی بزرگ‌ترین مالک یک سرمایه‌گذار نهادی با درجه بالایی از تمرکز پرتفوی است، نوسانات کمتر است. آنها همچنین نشان می‌دهند نوسانات در اندازه و ناهمگونی پایه سرمایه‌گذار شرکت کاهش می‌یابد؛ زیرا این عوامل منجر به سیگنال قیمت مؤثرتر می‌شوند؛ یعنی یک پایه سرمایه‌گذار بزرگ‌تر، (با شاخص) تعداد سرمایه‌گذاران با سهم بیش از ۰.۱٪ و همچنین سهام خرد (کسری از سهامی که توسط سرمایه‌گذاران با سهام کمتر از ۰.۱٪ نگهداری می‌شود)، در واقع با نوسانات بالاتر مرتبط است.

### ۲-۲ پیشینه تحقیق

جیو و شی (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان ریسک‌های ژئوپلیتیک، احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات بازار سهام صنعت در چین: نشان دادند برهمکنش ریسک‌های ژئوپلیتیک، احساسات سرمایه‌گذار چین و ایالات متحده و اثرات متقابل آنها تأثیر قابل توجهی بر نوسانات بازار سهام چین در سطح بازار ندارد.

قیمت سهام بعد از عرضه‌های اولیه در بلندمدت می‌شود ولی در کوتاه‌مدت تأثیرگذار نیست

امری اسرمی (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان کیفیت عملکرد ، بازده سهام و نوسان خاص شرکت، نشان داد در شرکت‌های با کیفیت عملکرد بالا، نوسانات خاص شرکت با بازده سهام، رابطه مستقیم دارد و در شرکت‌های با کیفیت عملکرد پایین، نوسانات خاص شرکت با بازده سهام، رابطه معکوس دارد.

هوشمند نقابی و همکاران (۱۴۰۱) در بررسی رابطه بازدهی سهام و نوسانات بازده با نقد شوندگی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره شیوع بیماری ویروس کرونا نشان دادند بین بازدهی سهام و نوسانات با نقد شوندگی بازار سهام در طی شیوع بیماری کرونا رابطه مستقیم معناداری وجود دارد.

فرهادی و همکاران (۱۴۰۱) در ارائه مدلی برای انتقال نوسان بازار نفت به بازارهای مالی موازی پرداختند. نتایج حاصل از مدل، وجود انتقال بین بازارهای مورد مطالعه را نشان داد و همچنین شواهدی از پدیده انتقال بین بازار ارز و طلا وجود دارد. این آزمایشات همچنین نشان داد که بازار نفت به دلیل اخبار گسترده و تنها درآمد ایران، تأثیر عمده‌ای در بازارهای طلا، ارز و سهام دارد.

فرخی و جبارزاده (۱۴۰۱) در ارزیابی نقش تعدیل گر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و تغییرات بازده سهام نشان دادند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همچنین متغیر سهامداران نهادی می‌تواند رابطه‌ی بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده را تعدیل نماید.

### ۳- سؤالات پژوهش

- ۱) عوامل مؤثر بر نوسانات بازده سهام کدام اند؟
- ۲) اولویت‌بندی عوامل شناسایی شده مؤثر بر نوسانات بازده سهام بر اساس تحلیل تفسیری ساختاری به چه صورت است؟

### ۴- روش پژوهش

این پژوهش از نظر نتیجه، جزء تحقیقات کاربردی قلمداد می‌گردد. از نظر هدف اکتشافی می‌باشد. رویکرد پژوهش از منظر گردآوری داده‌ها استقرا-قیاسی است. روش تحقیق ترکیبی از روش‌ها کیفی و کمی می‌باشد. ابتدا با رویکرد به شناسایی عوامل مؤثر در مرحله کیفی از روش ترکیبی (متاستز) استفاده می‌شود

و سپس در مرحله کمی به‌منظور اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام از آنترویی شانون استفاده می‌شود. در کل سه هدف اصلی برای فراترکیب بیان شده است که عبارت‌اند ساخت تئوری، شرح تئوری و توسعه مفهومی خاص. مراحل هفتگانه فراترکیب بر اساس پیشنهاد سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷) به شرح زیر است:

#### مرحله اول: تنظیم سؤال پژوهش (مشخص کردن هدف)

نخستین گام فراترکیب تنظیم سؤالات می‌باشد. در تنظیم سؤالات این موارد مطابق جدول ۱- باید مورد توجه قرار گیرند:

#### جدول ۱- سؤالات کلی جهت شروع روش فراترکیب منبع:

سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷)

| سؤال‌های پژوهش کیفی فراترکیب                                                                                                                          | مؤلفه |                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------------------|
| شناسایی ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های مؤثر بر نوسان بازده سهام                                                                                           | what  | هدف پژوهش         |
| بررسی آثار و منابع، شناسایی و اولویت‌بندی عوامل و شاخص‌های مؤثر، تحلیل و دسته‌بندی مفاهیم و شاخص‌های شناسایی شده                                      | How   | روش انجام پژوهش   |
| کلیه منابع و مقالات موجود در حدفصل سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۲۴ میلادی و سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۴۰۳ شمسی                                                            | when  | بازه زمانی پژوهش  |
| شامل تمامی منابع مختلف مانند مقالات، کتاب‌ها، پایان‌نامه‌ها و منابع موثق که در آنها به تشریح و شناسایی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام پرداخته شده است | who   | جامعه مورد مطالعه |

#### مرحله دوم: مروری بر ادبیات نظام‌مند

در این گام، پژوهشگر به جستجوی نظام‌مند مقالات و کتاب‌های منتشرشده در نشریات معتبر داخلی و خارجی بر اساس واژگان کلیدی مرتبط می‌پردازد. روال انتخاب واژه‌ها بدین شرح است که ابتدا کلی و سپس جزئی می‌شوند. همچنین با توجه به اینکه نوسان بازده سهام در تحقیقات مختلف با اصطلاحات دیگری مورد اشاره قرار گرفته است و یا اینکه در برخی تحقیقات از معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود؛ عبارات جدول ۲ به‌صورت ترکیبی و یا منفرد به‌صورت فارسی و انگلیسی مورد جستجو قرار می‌گیرد. البته لازم است که پس از یافتن مقالاتی مرتبط با این کلیدواژه‌ها حتماً بررسی شود که مقصود نوسان بازده سهام بوده است و از بررسی دیگر تحقیقاتی که از این کلیدواژه‌ها برای اندازه‌گیری شاخص‌های دیگری مانند نوسان قیمت استفاده شده است، پرهیز شود.

جدول ۲ - واژگان منتخب برای جستجو در پایگاه‌های اطلاعاتی

| فارسی                  | انگلیسی                     |
|------------------------|-----------------------------|
| نوسان                  | Volatility                  |
| نوسان بازده سهام       | Stock Return Volatility     |
| نوسانات بازار سهام     | Stock market Volatility     |
| تغییر بازده سهام       | stock returns Change        |
| ریسک سرمایه‌گذاری      | investment risk             |
| نوسان پذیری بازده سهام | Volatility of stock returns |

### مرحله سوم: جستجو و انتخاب متون مناسب

در فرایند جستجو، محقق شاخص‌های مختلفی مانند چکیده، محتوا، جزئیات (نام نویسنده، سال و...) را در نظر گرفته شده و مقالاتی که با سؤال و هدف تحقیق تناسبی ندارد حذف شده است. یکی از ابزارهایی که معمولاً برای ارزیابی کیفیت مقالات استفاده می‌شود برنامه ارزیابی مهارت‌های حیاتی گلین (۲۰۰۶)

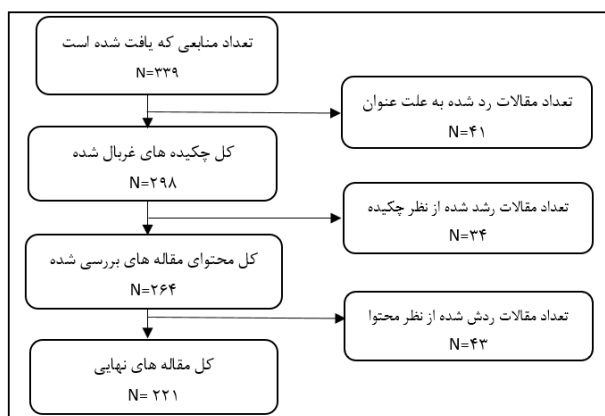
نام دارد. در این مرحله این بر اساس ده معیار ۱-وضوح اهداف پژوهش ۲- تناسب و تطابق روش پژوهش ۳- تناسب و تطابق طرح پژوهش ۴- نمونه‌برداری (تناسب روش انتخاب مشارکت‌کنندگان) ۵- تناسب روش جمع‌آوری داده‌ها ۶- انعکاس‌پذیری (رابطه پژوهشگر و مشاهده‌کنندگان) ۷- ملاحظات اخلاقی ۸ - دقت تجزیه و تحلیل ۹- بیان روشن یافته‌ها - و ۱۰ ارزش پژوهش؛ برای هر مقاله امتیازی در نظر گرفته می‌شود. به هر کدام از این سؤالات یکی امتیاز کمی داده شده است و سپس یک فرم ایجاد شد؛ در نتیجه امتیازاتی که برای هر مقاله داده شده جمع شده و نتایج ارزیابی شد. بر اساس امتیاز کلی و ماهیت مدرک پشتیبانی‌کننده در محتوا با هر نوع نقض یادداشت شده، تصمیم بر پذیرش و یا عدم پذیرش مقاله گرفته شد. بر اساس مقیاس ۵۰ امتیازی CASP روبریک سیستم امتیازبندی زیر مطرح شد و هر مقاله را که پایین از امتیاز خیلی خوب (کمتر از ۳۱) باشد، حذف شد. نمونه‌ای از این ارزیابی در جدول ۳ نشان داده شده است:

جدول ۳- نمونه‌ای از کنترل کیفیت متون منبع طبقه بندی سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷)

| سال و پژوهشگر                 | وضوح اهداف پژوهش | تناسب و تطابق روش پژوهش | تناسب و تطابق طرح پژوهش | نمونه‌برداری | تناسب روش جمع‌آوری داده‌ها | رابطه پژوهشگر و مشاهده‌کنندگان | ملاحظات اخلاقی | دقت تجزیه و تحلیل | بیان روشن یافته‌ها | ارزش پژوهش | جمع امتیاز |
|-------------------------------|------------------|-------------------------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------------------------|----------------|-------------------|--------------------|------------|------------|
| ژیائو و همکاران (۲۰۲۴)        | ۴                | ۴                       | ۴                       | ۴            | ۴                          | ۴                              | ۴              | ۵                 | ۴                  | ۴          | ۳۹         |
| جیو و شی (۲۰۲۴).              | ۵                | ۵                       | ۴                       | ۳            | ۴                          | ۴                              | ۴              | ۴                 | ۴                  | ۵          | ۳۷         |
| لی (۲۰۲۴)                     | ۴                | ۴                       | ۴                       | ۴            | ۴                          | ۳                              | ۳              | ۵                 | ۴                  | ۴          | ۴۰         |
| سعد (۲۰۲۴)                    | ۵                | ۵                       | ۴                       | ۴            | ۴                          | ۴                              | ۲              | ۴                 | ۴                  | ۵          | ۳۹         |
| دیز و همکاران (۲۰۲۲)          | ۴                | ۴                       | ۵                       | ۴            | ۴                          | ۴                              | ۳              | ۴                 | ۴                  | ۳          | ۳۸         |
| کاپورال (۲۰۲۳)                | ۴                | ۳                       | ۳                       | ۳            | ۴                          | ۳                              | ۳              | ۴                 | ۴                  | ۳          | ۳۴         |
| هوشمند نقابی و همکاران (۱۴۰۱) | ۴                | ۴                       | ۳                       | ۳            | ۴                          | ۳                              | ۴              | ۳                 | ۳                  | ۳          | ۳۴         |
| (فیض الهی و لشکری، ۱۴۰۰).     | ۵                | ۴                       | ۴                       | ۵            | ۴                          | ۴                              | ۴              | ۴                 | ۴                  | ۴          | ۴۲         |
| هاشمی دهچی و همکاران (۱۴۰۰)   | ۳                | ۳                       | ۳                       | ۲            | ۳                          | ۳                              | ۴              | ۴                 | ۴                  | ۳          | ۳۲         |
| ودیدی و همکاران (۱۳۹۶)        | ۵                | ۴                       | ۴                       | ۴            | ۴                          | ۴                              | ۴              | ۴                 | ۴                  | ۴          | ۳۹         |

سهام مطابق شکل ۱ به کار گرفته می‌شود:

پس از انجام امتیازبندی هر مقاله بر اساس ۱۰ معیار ذکرشده برای هر مقاله امتیازی در نظر گرفته شد و بر اساس امتیاز حاصله مقالات با کیفیت پایین حذف شدند. در نهایت تعداد ۲۲۱ مقاله در خروجی روش CASP با استفاده از معیارهای مورد نظر به‌دست‌آمده است که به‌منظور بررسی عوامل مؤثر بر نوسان بازده



شکل ۱- فرایند بازبینی انتخاب مقالات منبع طبقه بندی سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷)

ستون‌هایی شامل نویسندگان مقاله، سال انتشار و ... باشد. در این مرحله، مقاله‌های نهایی به روش تحلیل محتوا مطالعه شدند.

**مرحله پنجم: تحلیل و ترکیب یافته‌های حاصل از مطالعات**  
در این مرحله، ابتدا برای تجزیه و تحلیل و تلفیق یافته‌های کیفی؛ از روش کدگذاری باز استفاده شده شد. بدین منظور، ابتدا تمام عوامل استخراج شده از مطالعات، کد باز در نظر گرفته شد. سپس با در نظر گرفتن معنای هر یک از کدهای مذکور، در یک مفهوم مشابه، دسته‌بندی شدند. نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است:

#### مرحله چهارم: استخراج اطلاعات از متون

در فراترکیب، متن پژوهش‌های صورت گرفته به عنوان داده محسوب می‌شود که دقیقاً همانند متن مصاحبه مستند شده است؛ بنابراین اجرای پژوهش با این روش، مستلزم تحلیل کیفی محتوای مطالعات گذشته و یافته‌های پژوهش‌های انجام شده است. در شیوه فراترکیب به طور پیوسته مقالات منتخب و نهایی شده به منظور دستیابی به یافته‌های درون محتواهای مجزایی که در آن مطالعات اصلی و اولیه انجام شده‌اند، چندین بار مطالعه می‌نماید. به این منظور می‌توان جدولی تهیه نمود که دارای

جدول ۴- نمونه‌ای از طبقه‌بندی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام منبع: مطالعات محقق

| عامل شناخته شده (مؤلفه) | کد                                                                                                                        | منبع                                                                                                                                                                                               |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| عوامل کلان اقتصادی      | (متغیرهای کلان اقتصادی از جمله سیاست پولی، نرخ ارز، نرخ بهره، تورم، قیمت طلا، نفت، تولید صنعتی، رشد اقتصادی، بیکاری و...) | ژیائو و همکاران (۲۰۲۴) خان و همکاران (۲۰۲۴) سونگ و همکاران (۲۰۲۳) (غنی و همکاران، ۲۰۲۲) (لی و همکاران، ۲۰۲۲)، جوو و پارک (۲۰۲۲) (ما و همکاران، ۲۰۲۲) محجوبی و همکاران (۱۴۰۲).                      |
|                         | چرخه های اقتصادی                                                                                                          | چاوداری (۲۰۲۴) (کاریستنسن و سالزمان، ۲۰۱۷) (هینگلی و پارک، ۲۰۱۶)                                                                                                                                   |
|                         | عدم قطعیت سیاسی (انتخابات، نوع رژیمها و ویژگی‌های دولت، ترتیبات نهادی، تحریمها و...)                                      | چاوداری (۲۰۲۴) ژیاو و همکاران (۲۰۲۴) زنگ و همکاران (۲۰۲۴) لی و همکاران (۲۰۲۴) کوندو و همکاران (۲۰۲۳) لی و همکاران (۲۰۲۳) چن و همکاران (۲۰۲۳) جوو و پارک (۲۰۲۲) و (غنی و همکاران، ۲۰۲۲) زارع (۱۴۰۰) |
| عوامل غیر قابل پیش بینی | بیماریهای واگیردار در سطح جهانی                                                                                           | نیازخان و همکاران (۲۰۲۴) (دباز و همکاران، ۲۰۲۲) (هسو و تانگ، ۲۰۲۲) (بای و همکاران، ۲۰۲۱) (نگویان و چاپچی، ۲۰۲۱) هوشمند نقابی و همکاران (۱۴۰۱)                                                      |
|                         | بلایای طبیعی (سیل زلزله، طوفان و...)                                                                                      | باناتو و همکاران (۲۰۲۳) (ماهالینگام و همکاران، ۲۰۱۸)، بوردوبرین و همکاران (۲۰۱۷) (نگویان و چاپچی، ۲۰۲۱)                                                                                            |
|                         | رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم                                                                                        | جیو و شی (۲۰۲۴) سعد (۲۰۲۴) کورسا و همکاران (۲۰۲۴) (ویچی وارا، ۲۰۲۲) (آسلام فهیم و همکاران، ۲۰۲۲)، سالیسو و همکاران (۲۰۲۱)                                                                          |

| عامل شناخته شده<br>(مؤلفه) | کد                                                                | منبع                                                                                                                                                                                                |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| سرایت و سرریز              | سرایت                                                             | چاوداری (۲۰۲۴) (کاپورال و همکاران، ۲۰۲۳) حسین و همکاران (۲۰۲۴) باغبان (۱۴۰۲) (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۴)                                                                                             |
|                            | سرریز                                                             | حسین و همکاران (۲۰۲۴) چاوداری (۲۰۲۴) سونگ و همکاران (۲۰۲۳) (ما و همکاران، ۲۰۲۲) فرهادی و همکاران (۱۴۰۱)                                                                                             |
| احساسات سرمایه‌گذاران      |                                                                   |                                                                                                                                                                                                     |
| کیفیت گزارشگری مالی        | کیفیت اقلام تعهدی                                                 | فونو دومبو و همکاران، (۲۰۲۲) (شن هوی و همکاران، ۲۰۱۵) (راجکوپال و ونکاتناچالم، ۲۰۱۱) دی فوند و همکاران، ۲۰۰۰ (فیض الهی و لشکری، ۱۴۰۰).                                                              |
|                            | تداوم سود (پایداری)                                               | فونو دومبو و همکاران، ۲۰۲۲، (فیض الهی و لشکری، ۱۴۰۰).                                                                                                                                               |
|                            | کیفیت افشای اطلاعات و شفافیت مالی                                 | (تاو، ۲۰۱۲) ایگ بی و آنا (۲۰۰۸) (پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳) موسوی شیرینی و همکاران (۱۳۹۴)، (دیلمی و صفری گرایلی، ۱۳۹۵)                                                                                  |
|                            | قابلیت مقایسه                                                     | (حبیب و همکاران، ۲۰۱۸)، (دی فرانکو و همکاران، ۲۰۱۱)، هاشمی دهچی و همکاران (۱۴۰۰) جهانبخش و فروغی (۱۳۹۹)                                                                                             |
|                            | هموارسازی سود                                                     | مارکاریان (۲۰۱۲)                                                                                                                                                                                    |
|                            | قابلیت پیش بینی سود                                               | دیچو و تانگ (۲۰۰۹) فرانسیس (۲۰۰۴)                                                                                                                                                                   |
|                            | تصدی حسابر                                                        | سو و همکاران (۲۰۱۵)                                                                                                                                                                                 |
|                            | نوع گزارش حسابر                                                   | هسو و همکاران (۲۰۱۱)                                                                                                                                                                                |
|                            | اندازه حسابر                                                      | دی فوند (۲۰۰۰) سجادی و همکاران (۱۳۹۲)                                                                                                                                                               |
|                            | تخصص حسابر در صنعت                                                | سجادی و همکاران (۱۳۹۲)                                                                                                                                                                              |
| کیفیت حسابر                | تجدید ارائه صورت‌های مالی                                         | ودیدی و همکاران (۱۳۹۶)                                                                                                                                                                              |
|                            | تداوم انتخاب حسابر                                                | سجادی و همکاران (۱۳۹۲)                                                                                                                                                                              |
|                            | حاکمیت شرکتی                                                      | گاگنون و جانرت (۲۰۲۳) (جیمز و همکاران، ۲۰۲۳) دومتریسکو و زکریا (۲۰۲۲) (سادیچارتو و همکاران، ۲۰۲۱) (دیلمی و صفری گرایلی، ۱۳۹۵)                                                                       |
|                            | ساختار مالکیت                                                     | ژائو و ژانگ (۲۰۲۳) ژو و همکاران (۲۰۱۹) (جنکسگارد و ویلهامسون، ۲۰۱۶)، فرخی و جبارزاده (۱۴۰۱) (آرغا و همکاران، ۱۴۰۰)                                                                                  |
|                            | حجم معاملات (محبوبیت سهام)                                        | نایک و ستی (۲۰۲۲) توئی (۲۰۲۲) ژئوفری و همکاران (۲۰۲۲) (میرعرب بایگی و همکاران، ۱۳۹۹)                                                                                                                |
|                            | اندازه شرکت                                                       | آلوی و جاربوی (۲۰۱۸) (بالی و همکاران، ۲۰۰۸)، (پاستور و ورونزی، ۲۰۰۳) (سلیمانی و عرب صالحی، ۱۳۹۸) (اخگر و میرزایی، ۱۳۹۸) (قربانی و همکاران، ۱۳۹۳) (امیری و همکاران، ۱۳۹۳)، (مشکی و عاصی ربانی، ۱۳۹۰) |
|                            | اهرم مالی                                                         | (راجکوپال و ونتاچاکالام، ۲۰۱۱)، (دنيس و استریکلند، ۲۰۰۹)، (بالی و همکاران، ۲۰۰۸) (پاستور و ورونزی، ۲۰۰۳) (قربانی و همکاران، ۱۳۹۳)                                                                   |
|                            | عملکرد عملیاتی و جریان نقد عملیاتی                                | (دیوت و هامفری، ۲۰۱۳)، (قربانی و همکاران، ۱۳۹۳)، (امیری و همکاران، ۱۳۹۳)                                                                                                                            |
|                            | بازده سهام و سودآوری شرکت                                         | آلوی و جاربوی (۲۰۱۸) (دیوت و هامفری، ۲۰۱۳)، (آبدالا و سلیمان، ۲۰۱۲) (پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳) (اخگر و میرزایی، ۱۳۹۸) (قربانی و همکاران، ۱۳۹۳) (مشکی و عاصی ربانی، ۱۳۹۰)                               |
|                            | سن شرکت                                                           | جاست و همکاران (۲۰۲۰) چن و همکاران (۲۰۱۲)، (پاستور و ورونزی، ۲۰۰۳)، (بالی و همکاران، ۲۰۰۸) (اخگر و میرزایی، ۱۳۹۸)                                                                                   |
| ویژگی‌های سطح شرکت         | عدم تقارن اطلاعاتی / نقدشوندگی (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش) | (چن و همکاران، ۲۰۱۲) (دنيس و استریکلند، ۲۰۰۹) (پاستور و ورونزی، ۲۰۰۳) (هوشمند نقابی و همکاران (۱۴۰۱) (حسینی و رازنی، ۱۴۰۰)                                                                          |

| عامل شناخته شده (مؤلفه) | کد                       | منبع                                                                                           |
|-------------------------|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                         | فرصت‌های رشد             | (کاؤ و همکاران، ۲۰۰۸) چن و همکاران (۲۰۱۲)، (پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳) سلیمانی و عرب صالحی، (۱۳۹۸) |
|                         | رقابت بازار محصول        | آبدو (۲۰۱۷)                                                                                    |
|                         | فعالیت‌های تحقیق و توسعه | غربی و همکاران (۲۰۱۴)                                                                          |
|                         | فعالیت معامله آگاهانه    | هوانگ و چانگ (۲۰۱۴)،                                                                           |
|                         | حد نوسان قیمت            | (نبوی چشمی و الهی، ۱۳۹۴)،                                                                      |
|                         | تمرکز شرکت               | دنيس و استریکلند (۲۰۰۹)                                                                        |
|                         | تقسیم سود                | (حبیب و همکاران، ۲۰۱۸)                                                                         |

### مرحله ششم: کنترل کیفیت و تحلیل محتوا

برای کنترل نتایج استخراج شده، از مقایسه نظرات پژوهشگر با یک خبره ی دیگر استفاده شده است. ارزیابی روایی بر مبنای معیار CASP انجام شده است که قبلاً توضیح داده شد و برای پایایی از ضریب کاپا کوهن استفاده شده است. به این صورت که علاوه بر محقق که اقدام به کدگذاری اولیه نموده است، محقق دیگری نیز همان متنی را که خود محقق کدگذاری کرده است را بدون اطلاع از کدهای آن و جداگانه کدگذاری کرده است. مقدار ضریب کاپا ۰/۹۱ دست آمده است که مقدار قابل قبولی می‌باشد. همچنین برای بررسی محتوای آشکار پیام‌های موجود در یک متن از روش آنتروپی شانون استفاده شد. این روش نوع تجزیه و تحلیل داده‌های کیفی بر اساس فراوانی کدها به منظور اولویت‌بندی کردن مولفه ها است. گام‌های آنتروپی شانون به شرح زیر است:

گام اول: تعیین  $P_{ij}$

در رابطه ۱ مقدار  $\sum_{i=1}^m r_{ij}$  همان فراوانی هر کد می‌باشد.

$$p_{ij} = \frac{1}{\sum_{i=1}^m r_{ij}} \quad (1)$$

گام دوم: تعیین بار اطلاعاتی هر کد ( $E_j$ )

در رابطه ۲ مقدار  $m$  تعداد منابع مورد بررسی می‌باشد؛ که در این پژوهش ۲۱۳ منبع بررسی شده است.

$$K = \frac{1}{\ln m} \quad (2)$$

$$E_j = -K * p_{ij} \ln(p_{ij})$$

گام سوم: تعیین وزن هر شاخص ( $W_j$ )

$$W_j = \frac{E_j}{\sum_{i=1}^n E_j} \quad (3)$$

مطابق با نتایج آنتروپی شانون، متغیرهای کلان اقتصادی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، بیماری‌های واگیردار در سطح جهانی، رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم، سرریز، احساسات سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت مهم‌ترین عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام بر اساس روش فراترکیب هستند. همچنین اگر سهم هر عامل را نسبت به مفهوم خود در نظر گرفته شود مشخص می‌شود که متغیرهای کلان اقتصادی، رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم، کیفیت اقلام تعهدی، سرریز و اندازه شرکت دارای تأثیر بارزتری نسبت به دیگر عوامل هستند

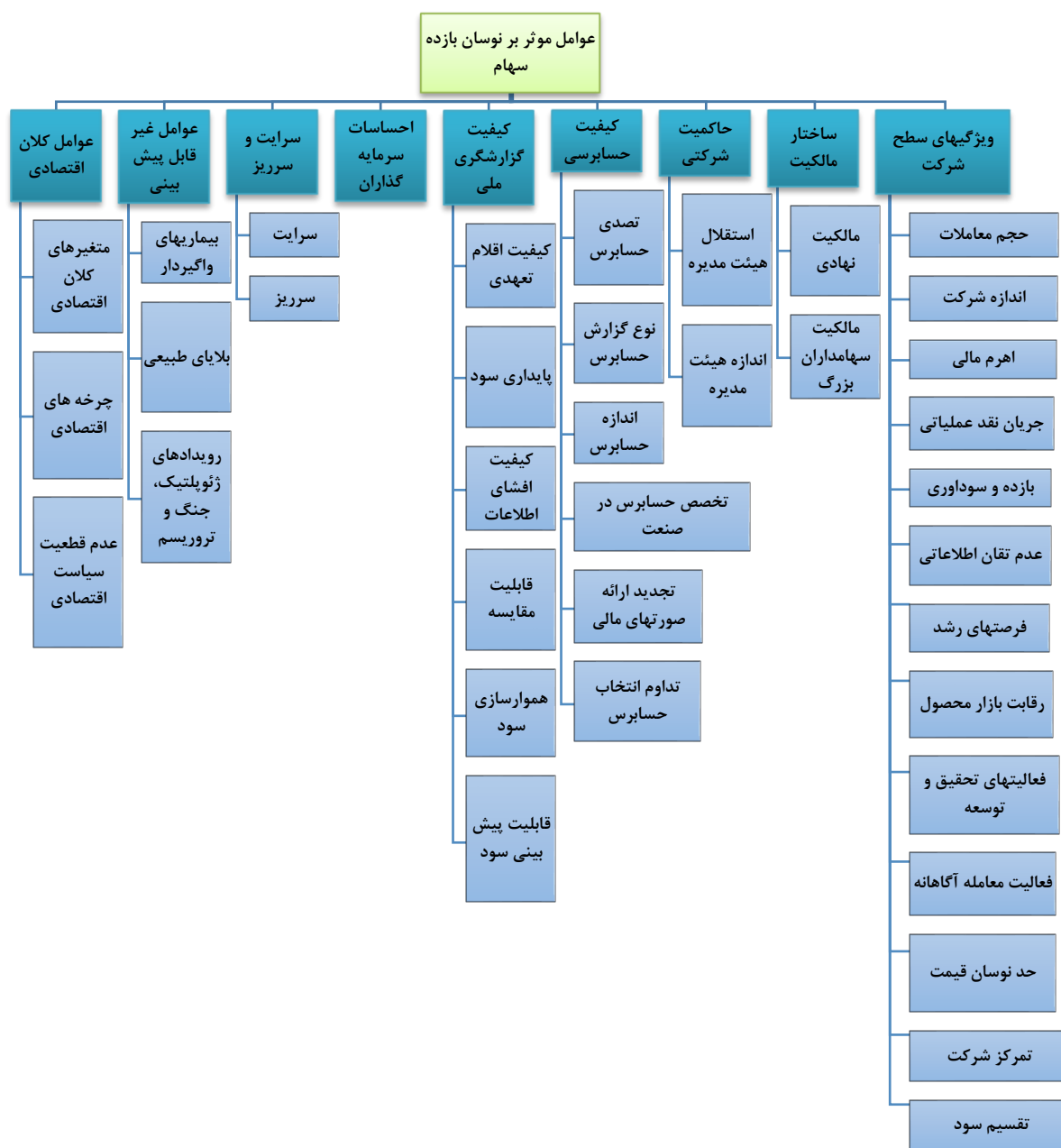
جدول ۵- تعیین وزن نهایی تم‌ها

| عامل شناخته شده (مؤلفه) | تم (کد)                            | فراوانی | بار اطلاعاتی ( $E_j$ ) | وزن نهایی ( $W_j$ ) | رتبه کل | سهم در مفهوم |
|-------------------------|------------------------------------|---------|------------------------|---------------------|---------|--------------|
| عوامل کلان اقتصادی      | متغیرهای کلان اقتصادی              | ۲۸      | ۰/۶۱۷۳                 | ۰/۰۶۱۰۲             | ۱       | ۴۹/۱۲        |
|                         | چرخه‌های اقتصادی                   | ۸       | ۰/۳۸۵۲                 | ۰/۰۳۸۰۸             | ۱۱      | ۱۴/۰۳        |
|                         | عدم قطعیت سیاست اقتصادی            | ۲۱      | ۰/۵۶۴۰                 | ۰/۰۵۵۷۶             | ۲       | ۳۶/۸۴        |
| عوامل غیرقابل پیش‌بینی  | بیماری‌های واگیردار در سطح جهانی   | ۱۷      | ۰/۵۲۴۸                 | ۰/۰۵۱۸۹             | ۶       | ۴۲/۵۰        |
|                         | بلاایای طبیعی                      | ۵       | ۰/۲۵۶۸                 | ۰/۰۲۵۳۹             | ۱۶      | ۱۲/۵۰        |
|                         | رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم | ۱۸      | ۰/۵۲۵۴                 | ۰/۰۵۲۹۳             | ۵       | ۴۵/۰۰        |
|                         | سرایت                              | ۱۰      | ۰/۴۲۶۵                 | ۰/۰۴۲۱۷             | ۱۱      | ۳۳/۳۳        |

| عامل<br>شناخته شده<br>(مولفه) | تم (کد)                            | فراوانی | بار اطلاعاتی<br>( $E_j$ ) | وزن نهایی<br>( $W_j$ ) | رتبه کل | سهم در<br>مفهوم |
|-------------------------------|------------------------------------|---------|---------------------------|------------------------|---------|-----------------|
|                               | سرریز                              | ۲۰      | ۰/۵۵۵۰                    | ۰/۰۵۴۸۶                | ۳       | ۶۶/۶۶           |
|                               | احساسات سرمایه‌گذاران              | ۱۹      | ۰/۵۴۵۵                    | ۰/۰۵۳۹۲                | ۴       | ۱               |
| کیفیت<br>گزارشگری مالی        | کیفیت اقلام تعهدی                  | ۱۳      | ۰/۴۷۵۲                    | ۰/۰۴۶۹۷                | ۹       | ۴۳/۳۳           |
|                               | تداوم سود (پایداری)                | ۲       | ۰/۱۲۸۴                    | ۰/۰۱۲۶۹                | ۱۸      | ۶/۶۶            |
|                               | کیفیت افشای اطلاعات و شفافیت مالی  | ۸       | ۰/۳۸۵۲                    | ۰/۰۳۸۰۸                | ۱۲      | ۲۶/۶۶           |
|                               | قابلیت مقایسه                      | ۴       | ۰/۲۵۶۸                    | ۰/۰۲۵۳۹                | ۱۶      | ۱۳/۳۳           |
|                               | هموارسازی سود                      | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۳/۳۳            |
|                               | قابلیت پیش‌بینی سود                | ۲       | ۰/۱۲۸۴                    | ۰/۰۱۲۶۹                | ۱۸      | ۶/۶۶            |
| کیفیت<br>حسابرسی              | تصدی حسابرس                        | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱۴/۲۸           |
|                               | نوع گزارش حسابرس                   | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱۴/۲۸           |
|                               | اندازه حسابرس                      | ۲       | ۰/۱۲۸۴                    | ۰/۰۱۲۶۹                | ۱۸      | ۲۸/۵۷           |
|                               | تخصص حسابرس در صنعت                | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱۴/۲۸           |
|                               | تجدید ارائه صورت‌های مالی          | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱۴/۲۸           |
|                               | تداوم انتخاب حسابرس                | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱۴/۲۸           |
|                               | حاکمیت شرکتی                       | ۱۵      | ۰/۵۰۱۷                    | ۰/۰۴۹۵۹                | ۷       | ۱/۰۰            |
|                               | ساختار مالکیت                      | ۱۴      | ۰/۴۸۸۹                    | ۰/۰۴۸۳۳                | ۸       | ۱/۰۰            |
| ویژگی‌های سطح<br>شرکت         | حجم معاملات                        | ۷       | ۰/۳۶۰۵                    | ۰/۰۳۵۶۴                | ۱۳      | ۱۰/۱۴           |
|                               | اندازه شرکت                        | ۱۳      | ۰/۴۶۰۳                    | ۰/۰۴۵۵۱                | ۱۰      | ۱۸/۸۴           |
|                               | اهرم مالی                          | ۸       | ۰/۳۸۵۲                    | ۰/۰۳۸۰۸                | ۱۲      | ۱۱/۵۹           |
|                               | عملکرد عملیاتی و جریان نقد عملیاتی | ۴       | ۰/۲۵۶۸                    | ۰/۰۲۵۳۹                | ۱۶      | ۵/۷۹            |
|                               | بازده سهام و سودآوری شرکت          | ۱۰      | ۰/۴۲۶۵                    | ۰/۰۴۲۱۷                | ۱۱      | ۱۴/۴۹           |
|                               | سن شرکت                            | ۶       | ۰/۳۳۱۹                    | ۰/۰۳۲۸۱                | ۱۴      | ۸/۶۹            |
|                               | عدم تقارن اطلاعاتی/ نقد شوندگی     | ۷       | ۰/۳۶۰۵                    | ۰/۰۳۵۶۴                | ۱۳      | ۱۰/۱۴           |
|                               | فرصت‌های رشد                       | ۵       | ۰/۲۹۸۱                    | ۰/۰۲۹۴۷                | ۱۵      | ۷/۲۴            |
|                               | رقابت بازار محصول                  | ۳       | ۰/۲۰۳۵                    | ۰/۰۲۰۱۲                | ۱۷      | ۴/۳۴            |
|                               | فعالیت‌های تحقیق و توسعه           | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱/۴۴            |
|                               | فعالیت معامله آگاهانه              | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱/۴۴            |
|                               | حد نوسان قیمت                      | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱/۴۴            |
|                               | تمرکز شرکت                         | ۱       | ۰/۰۰۰۰                    | ۰/۰۰۰۰۰                | ۱۹      | ۱/۴۴            |
|                               | تقسیم سود                          | ۲       | ۰/۱۲۸۴                    | ۰/۰۱۲۶۹                | ۱۸      | ۲/۸۹            |

### مرحله هفتم: ارائه یافته‌ها

در این مرحله از متاسنتر، یافته‌های حاصل از مراحل قبلی ارائه می‌شود و یافته‌های پژوهش طبقه‌بندی و به‌صورت سازمان‌دهی شده و مرتب ارائه می‌شود. شکل ۲ الگوی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام را بر اساس روش فراترکیب نشان می‌دهد:



شکل ۲- الگوی عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام را بر اساس روش فراترکیب، منبع: مطالعات محقق

## ۵- بحث و نتیجه گیری

همان‌طور که ذکر شد مدل‌های پیش‌بینی نوسان بازده سهام وابسته به تاریخچه قیمت سهام و ناآگاهی از سایر اطلاعات مرتبط در مورد نوسانات بازار است و طبیعتاً تنها اطلاعات کوتاه‌مدت را در نظر دارند درحالی‌که مطابق با مطالعات امکان دارد که به‌عنوان مثال مواردی مانند سرریز نوسان و یا سرایت مالی ناشی از دیگر حوادث و یا حتی محیطی دورتر از جامعه مورد مطالعه موجب نوسان بازده سهام شود که در تحقیقات قبلی

به‌عنوان تنها یک عامل مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش به روش فراترکیب عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام مورد بررسی قرار گرفتند. از یافته‌های پژوهش می‌توان نتایج زیر را استنباط نمود:

مطابق با سؤال اول نتایج نشان داد که عوامل مختلفی بر نوسان بازده سهام تأثیرگذار هستند که تمامی آنها را می‌توان در ۲۷ مولفه طبقه‌بندی نمود؛ این تنوع عوامل مختلف نشان‌دهنده این است که نوسان بازده سهام از تحولات سطح کلان اقتصادی،

بیماری‌ها، جنگ‌ها و تحولات ژئوپلیتیکی، سرایت نوسان و سرریز آن تا مفاهیم رفتاری، کیفیت گزارشگری مالی و حسابرسی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی و همچنین ویژگی‌های بسیار متنوع سطح شرکت مانند بازده و ساختار سرمایه و... تأثیر می‌پذیرد؛ بنابراین نمی‌توان برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری تنها بر تحولات قیمتی سهام و پیش‌بینی آن بر اساس مدل‌های آماری اکتفا نمود؛ بلکه طیف متنوعی از عوامل در سطح کلان و شرکت، باید مورد توجه قرار گیرد.

مطابق با نتیجه سؤال دوم بیشترین فراوانی مربوط به (متغیرهای کلان اقتصادی از جمله سیاست پولی، نرخ ارز، نرخ بهره، تورم، قیمت طلا، نفت، تولید صنعتی، رشد اقتصادی، بیکاری و...) بود. این نتیجه نشان می‌دهد حتی در سطح جهانی در بازار سرمایه نوسان بازده سهام بیش از هر عاملی متأثر از عوامل کلان است. اتخاذ سیاست‌های پولی متفاوت از سوی کشورها تغییرات نرخ ارز در کشورها، بیکاری، تولید ناخالص داخلی و... به دلیل اثرگذاری بر سودآوری شرکت‌ها، تأمین منابع مالی آنها، احتمال تغییر سرمایه‌گذاری از بازار سهام به بازارهای موازی و... می‌تواند بازده دریافتی را تحت تأثیر قرار دهد.

عدم اطمینان سیاسی برابر نتایج دومین عامل تأثیرگذار بر نوسان بازده سهام است. این عامل به‌خصوص در اکثر کشورها منطبق بر تغییرات دوره‌های ریاست جمهوری و یا تغییرات در سیاست‌های اقتصادی در دولت‌های مختلف مانند دولت‌های دموکراتیک‌تر یا محافظه‌کارتر؛ گرایش آنها به پیوستگی جهانی و بازار آزاد و همچنین در برخی کشورها تحت تأثیر تحریم‌ها قرار دارد. این نتیجه نشان می‌دهد با تغییر رژیم‌ها، سیاست اتخاذشده از سوی نهادهای اقتصادی بالاتر، به دلایلی مانند پیش‌بینی روشن‌تر از آینده یا برعکس، تسهیل در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و تشویق آن می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. در مجموع عدم قطعیت ناشی از معرفی یک سیاست جدید و تصمیمات سیاستی دولت، با متأثر ساختن عواملی مانند تورم، بهره، روابط جهانی، واردات و صادرات و ... نوسان بازده را متأثر می‌سازد.

سرریز نوسان سومین عامل مؤثر در این زمینه است. سرریز خود می‌تواند تحت تأثیر عوامل کلان اقتصادی قرار گیرد. این تأثیر نشان می‌دهد که سوابق تاریخی در خصوص نوسان شدید در یک بازار، به پیش‌بینی وقوع آن در بازار دیگر کمک می‌کند به این معنی که افزایش همگرایی و تأثیرگذاری بازارهای مالی بر یکدیگر در دهه‌های اخیر، انتقال اطلاعات بین آنها را تشدید کرده است هر تکانه یا نوسانی در یک بازار، بازارهای دیگر را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌عنوان نمونه سرریز نوسان در بازارهای طلا و نفی منجر به اثرگذاری بر بازده نوسان سهام می‌شود.

چهارمین عامل مؤثر احساسات سرمایه‌گذاران است. به‌طور کلی حتی در سطح جهانی با توجه به مالی رفتاری، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گرفته است. احساسات سرمایه‌گذاران خود تحت تأثیر اخبار و نااطمینانی سیاسی، تحولات در آمارهای کلان اقتصادی، انتشار اخبار مربوط به حوادث غیرمترقبه، بیماری‌ها و همچنین جنگ و تروریسم می‌تواند تشدید شود. علاوه بر این موارد اخبار مربوط به فعالیت شرکت به‌خصوص در دوره‌های رونق و سقوط قیمت سهام، رفتارهای هیجانی را تشدید می‌کند که نتیجه آن حتی در بازه‌های زمانی میان‌مدت نیز قابل مشاهده است.

رویدادهای ژئوپلیتیکی جنگ و تروریسم مربوط به طبقه حوادث غیرقابل پیش‌بینی نیز پنجمین عامل تأثیرگذار هستند. این تأثیرگذاری به‌خصوص از حملات یازده سپتامبر در آمریکا مشهودتر است. به دنبال این حادثه، تأثیرات ناشی از حملات تروریستی در اغلب کشورهای اسلامی و حتی اروپایی، تغییر در نقشه جغرافیا به‌طور خاص جنگ کریمه، ظهور داعش و در سال‌های اخیر خروج انگلستان از برگزیت و جنگ اوکراین به‌شدت منجر به نوسان بازده سهام شده است. این تأثیرگذاری نشان می‌دهد که همچنان توجه به ژئوپلیتیک جهانی، نمی‌تواند تنها یک عامل موقتی باشد، بلکه به دلیل تأثیرگذاری و تأثیرپذیری از عوامل کلان اقتصادی، می‌تواند در درازمدت نیز بازار سهام و ریسک سرمایه‌گذاری را نیز تحت تأثیر قرار دهد. در ذیل همین طبقه یعنی حوادث غیرمترقبه و پیش‌بینی‌نشده، انتشار همه‌گیری‌ها و به‌طور خاص در سالهای اخیر بیماری کرونا، اگرچه در ابتدا تأثیر آن موقتی به نظر می‌رسید؛ اما برای چندی

سال بازده شرکت‌ها را در همه جهان با نوسان مواجه ساخت حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت شرکت‌ها، به‌خصوص مالکیت نهادی نیز از جمله عوامل مؤثر دیگر در این زمینه هستند. به‌طور خاص در مورد حاکمیت شرکتی، تحت تأثیر تئوری نمایندگی و مباشرت، مطالعات نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص پیش‌بینی بازده سهام کاسته و به‌تبع آن، سبب کاهش نوسان پذیری سهام شرکت گردد. در مورد ساختار مالکیت نیز، تأثیرگذاری مالکان در فرایند تأمین مالی و اعتبار، سرمایه‌گذاری و توجه به کارایی آن، توجه به منافع شخصی یا برعکس در نظر گرفتن منافع سهامداران، می‌تواند نوسان بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهد. به‌طور خاص حضور سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل توانایی تحلیل حرفه‌ای بیشتر و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، رفتار سرمایه‌گذاری منطقی‌تر با درجه بالایی از تمرکز پرتفوی می‌تواند در کاهش نوسان بازده مؤثر باشند.

در مطالعات اثرات کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت حسابرسی نیز مورد توجه قرار گرفته است. در میان مولفه های این ابعاد، به ترتیب کیفیت اقلام تعهدی و اندازه حسابرس برجسته تر هستند. کیفیت اقلام تعهدی بالاتر ریسک برآوردی بالقوه سرمایه گذاران را در رابطه با پارامترهای بازده سهام آینده و یا سود تقسیمی کاهش می دهد. همچنین کیفیت اقلام تعهدی می تواند هزینه سرمایه را به طور مستقیم و غیرمستقیم تحت تأثیر قرار داده و در نتیجه بر بازده سهام و عملکرد شرکت اثر گذارد. تأثیرگذاری اندازه حسابرس نیز از این نظر قابل توجهی است که شرکت هایی که توسط حسابرسان بزرگ تری حسابرسی می شوند، اطلاعات معتبرتر و باکیفیت تری افشا می کنند که سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود. این کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سبب کاهش سطح ریسک در محیط اطلاعات اطلاعاتی شرکت می شود که نتیجه آن کاهش نوسان بازده سهام است.

در میان متغیرهای سطح شرکت نیز، دو عامل اندازه شرکت و اهرم مالی آن برجسته تر هستند. شرکت های بزرگ تر به دلایل هم شهرت و اعتبار بیشتر و هم پاسخگویی بیشتر در قبال منافع عمومی در مجموع بیشتر مورد توجه هستند؛ اگرچه احتمال بیشتر شدن بازده آنها همیشه قطعی نیست؛ اما در مقابل تحولات سیاسی و نااطمینانی ها، نوسان کمتری را تجربه می کنند در مورد اثرگذاری اهرم مالی بی ثباتی بازدهی سهام از کانال اهرم های مالی و عملیاتی به سطح فعالیت های اقتصادی مرتبط می شود؛ بنابراین می توان استنباط کرد شرکت هایی که از اهرم بالاتری استفاده می کنند، احتمالاً بحران های مالی بیشتری را تجربه می کنند در نتیجه بین نوسان بازده سهام و اهرم مالی در یک مقطع زمانی رابطه ایجاد می شود.

اگرچه در تحقیقات قبلی جیو و شی (۲۰۲۴)، پژوهشی با هدف ارائه الگو صورت نگرفته است؛ اما نتایج این تحقیق را می توان به صورت جزئی مطابق با یافته های تمام مطالعات شناسایی شده در روش فراترکیب و به خصوص مطالعات تاباش و همکاران (۲۰۲۴)، حسین و همکاران (۲۰۲۴)، امری اسرمی (۱۴۰۲)، هوشمند نقابی و همکاران (۱۴۰۱)، چاوداری (۲۰۲۴)، نیکومرام و همکاران، (۱۳۹۴)، فونو دومبو و همکاران، (۲۰۲۲)، فیض الهی و لشکری، (۱۴۰۰)، سجادی و همکاران (۱۳۹۲)، ژائو و ژانگ (۲۰۲۳) و ... دانست.

### پیشنهادهای کاربردی

مدل های پیش بینی نوسان بازده سهام وابسته به تاریخچه قیمت سهام و ناآگاهی از سایر اطلاعات مرتبط در مورد نوسانات بازار است و طبیعتاً تنها اطلاعات کوتاه مدت را در نظر دارند درحالی که مطابق با مطالعات امکان دارد که به عنوان مثال

مواردی مانند سرریز نوسان و یا سرایت مالی ناشی از دیگر حوادث و یا حتی محیطی دورتر از جامعه مورد مطالعه موجب نوسان بازده سهام شود که در تحقیقات قبلی به عنوان تنها یک عامل مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه الگوی ارائه شده از روش فراترکیب و مطالعه ادبیات نشان داد که عوامل مختلفی بر نوسان بازده سهام تأثیرگذار هستند، پیشنهاد می شود که ذینفعان بازار سرمایه با یک نگاهی جامع و سیستماتیک تنوع این عوامل را در نظر داشته باشند، چراکه تنها تکیه بر مدل های پیش بینی بازده سهام و توجه به نسبت های مالی نمی تواند نشان دهنده عوامل قطعی مؤثر بر نوسان بازده سهام باشد و لازم است که پیوستگی تمامی عوامل در نظر گرفته شود. همچنین با توجه به تأثیرگذاری بیشتر متغیرهای کلان اقتصادی بر نوسان بازده سهام مطابق با تحلیل آنتروپی شانون، پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران در اولین سطح بررسی، روندها و تحولات داخلی و جهانی مؤثر بر نرخ ارز، طلا، نفت، رشد اقتصاد، بیکاری، تولید صنعتی و ... را در نظر داشته باشند، چراکه عوامل مؤثر بر تغییرات در این موارد به طور مستقیم و غیرمستقیم بازار سرمایه را دچار نوسان می کند. با توجه به تشدید رویدادهای ژئوپلیتیکی به خصوص در سالهای اخیر هم در اروپا، هم در خاورمیانه و در شرق آسیا، پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران برای کاهش ریسک سرمایه گذاری خود تحولات سطح جهانی را در نظر داشته باشند، چراکه تأثیرات این بحران ها به صورت زنجیره وار می تواند منجر به متأثر شدن بازارهای سهام و سرریز آن به بازارهای سرمایه همه کشورهای جهان شود.

### پیشنهادهای برای محققین آتی

با توجه به اینکه در این پژوهش به روش فراترکیب به بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر نوسان بازده پرداخته شده است؛ پیشنهاد می شود که در مطالعات بعدی با روش فراترکیب نیز برای سنجش تأثیرگذاری منفی و مثبت عوامل شناخته شده و همچنین سنجش اثر آنها نیز اقدام شود.

### منابع

آرغا، لیلا؛ علیزاده، شیوا؛ محنت فر، یوسف، طاهری نیا، مسعود (۱۴۰۰) رابطه پایه سهامداری و نوسانات بازدهی سرمایه گذاری در شرکتهای صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های اقتصاد صنعتی، ۷۵-۹۲، (۱۵)، ۵  
باغبان، علی؛ فلاح شمس، میرفیض؛ غلامی جمکرانی، رضا و کردلوئی، حمیدرضا (۱۴۰۲) سرایت پذیری ریسک

- ش ۱، پیاپی ۱۰، ۱۲۳-۱۴۵
- سجادی، سیدحسین؛ نیک کار، جواد و حاجی‌زاده، سعید (۱۳۹۲) تأثیر معیارهای کیفیت حسابرسی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی، دانش حسابرسی، سال ۱۳، ش ۵۰
- سلیمانی، ایمان و عرب صالحی، مهدی. (۱۳۹۸) عوامل تعیین‌کننده نوسانات غیر سیستماتیک بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی، ۲۶، ۹۷-۱۱۹
- فرخی، الهام و جبارزاده، سعید (۱۴۰۱) ارزیابی نقش تعدیل‌گر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۵ (۵۶)، ۳۱-۴۳
- فرهادی، احمد؛ مینوئی، مهرزاد و زمریدیان، غلامرضا (۱۴۰۱) ارائه مدلی برای انتقال نوسان بازار نفت به بازارهای مالی موازی (رویکرد DCC-GARCH)، پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران، در دست انتشار
- فیض الهی، سلاسه و لشکری زاده، مریم (۱۴۰۰) تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر نوسانات بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۳، ش ۴۹، ۳۱-۵۱
- قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی و هاشمی، سید عباس (۱۳۹۳) کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیرمستعارف سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۱۷)، ۴۵-۶۱
- محبوبی، هادی، دامن کشیده، مرجان؛ مومنی، هوشنگ و نصاییان، شهریار (۱۴۰۲) تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر نوسانات بازده سهام، حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۵ (۳)، ۱۹۹-۲۱۸
- مروی، راضیه؛ توانگر، افسانه؛ حیدرپور، فرزانه و روحی، علی (۱۴۰۲) بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری کوتاه مدت و بلند مدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه، ۱۲ (۴۸)، ۳۶۰-۳۲۹
- مشکی، مهدی و عاصی ربانی، محمود (۱۳۹۰) بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود مدیریت با بازده غیرعادی سهام و ریسک سیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۶۶ (۵۳-۶۸)
- میر عربی بایگی، علیرضا؛ مکاری، هاشم و نظری زاده، محسن (۱۳۹۹) بررسی نظریه محبوبیت در بازار مالی ایران و سیستمی تلاطم بازده ارز واقعی و بازده ارز مجازی با رویکرد CCC، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۵۸، ۱۲۲-۱۰۳
- اخگر، محمدمامد و میرزائی، بهاره. (۱۳۹۸) رابطه بین چرخه عمر شرکت و نوسانات ویژه بازده سهام با تأکید بر عدم قطعیت بنیادین و عدم قطعیت اطلاعاتی. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۱ (۴۲)، ۱۰۰-۱۲۹
- امیری، هادی، داریوش فروغی و بهزاد قربانی (۱۳۹۳) تأثیر کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمستعارف، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۶ (۲۳)، ۳۶-۵۵
- امری اسرمی، محمد (۱۴۰۲) کیفیت عملکرد، بازده سهام و نوسان خاص شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۵ (۵۹)، ۲۱۹-۲۴۱
- جهانبخش، امید و فروغی، داریوش (۱۳۹۹) تأثیر قابل‌مقایسه بودن صورت‌های مالی بر نوسان‌های ویژه بازده سهام با در نظر گرفتن نقش خطای پیش‌بینی سود، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۴، ش ۳۵، ۱-۱۵
- حسینی، علی و رازانی، سارا (۱۴۰۰) بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی و ریسک نقدشوندگی سهام شرکت بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری، ۱۱ (۲)، ۵۹-۴۱
- حمیدیان، نرگس؛ فتاحی، حسن؛ رستمی، امین و اسحق، گلنار (۱۴۰۳) تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۲ (۱)، ۱-۱۶
- خوشکار حسن کیاده، فرزین؛ نبوی چاشنی، سیدعلی؛ داداشی، ایمان و آدینفر، کاوه (۱۴۰۱) شاخص‌های مدل اختیارات سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر بازده سهام، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۴ (۵۵)، ۱۵۹-۱۴۷
- دیلمی، صفیه و صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۵) بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۶، ش ۲۱، ۱۱۵-۱۳۶
- رستم زاده، پرویز و یادگار، زینب (۱۴۰۱) آسیب‌پذیری شبکه سرایت بازار سهام ایران: رویکرد نظریه شبکه‌های پیچیده، اقتصاد و الگوسازی، ۱۳ (۱)، ۹۳-۱۱۸
- زارع، هاشم (۱۴۰۰) عدم اطمینان سیاسی و نوسانات بازار سهام ایران؛ با توجه به تحولات بین‌المللی، توسعه و سرمایه،

- Bai, L., Wei, Y., Wei, G., Li, X., Zhang, S., (2021). Infectious disease pandemic and permanent volatility of international stock markets: a long-term perspective. *Finance Res. Lett.* 40, 101709.
- Bali TG, Cakici N (2008) Idiosyncratic and the cross section of expected return. *J Financ Quant Anal* 43(1):29-58
- Callen, J. & Khan, M. (2013). Accounting quality, stock price delay and future stock returns. *Temporary Accounting Research*, 30(1), 269295
- Cao, C. (2008). "Can Growth Options Explain the Trend in Idiosyncratic Risk?" *Review of Financial Studies* 21(6): 2599-2633.
- Caporale, Guglielmo Maria., Kyriacos Kyriacou., Nicola Spagnolo (2023) Aggregate insider trading and stock market volatility in the UK, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Volume 89, December 2023, 101861, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101861>
- Carstensen, K., & Salzmann, L. (2017) The G7 business cycle in a globalized world. *Journal of International Money and Finance*, 73, Part A, 134-161.
- Chen, C., Huang, A.G. and Jha, R. (2012), "Idiosyncratic Return Volatility and the Information Quality Underlying Managerial Discretion", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, PP. 873-899
- Choudhry, Taufiq (2024) Stock market volatility and business cycle: Evidence from linear and nonlinear causality tests, *Journal of Banking & Finance* Volume 66, May 2016, Pages 89-101
- Dichev D, Tang VW (2009) Earnings volatility and earnings predictability. *JAcc Econ* 47(1-2):160-181
- Defond, M.L., T.J. Wong and S. Li. (2000). The impact of improved auditor independence on audit market concentration in Chian. *Journal of Accounting and Economics* 28: 269-305
- De Franco, G., Kothari, S.P. & Verdi, R.S. (2011). The Benefits of Financial Statement Comparability. *Journal of Accounting Research*, 49 (4): 895-931
- Dennis, P. and D. Strickland (2009). "The Determinants of Idiosyncratic Volatility," Working Paper
- Díaz, Fernando., Pablo. Henríquez a, Diego Winkelried (2022) Stock market volatility and the COVID-19 reproductive number, *Research in International Business and Finance* 59 (2022) 101517
- Dumitrescu, R., Mohammed Zakriya (2022) Governance, information flow, and stock returns, *Journal of Corporate Finance* Volume 72, February 2022, 102168
- Fonou-Dombeu, Nyanine Chuele., Josue Mbonigaba, Odunayo Magret Olarewaju and Bomi Cyril Nomlala (2022) Earnings quality measures and stock return volatility in South Africa, *Future Business Journal* (2022) 8:4 <https://doi.org/10.1186/s43093-022-00115-x>
- Gagnon, Louis., Alexandre Jeanneret (2023) How Does Corporate Governance Affect Equity Volatility? Worldwide Evidence and Theory, *The Review of Corporate Finance Studies*, cfad002, <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfad002>
- رابطه آن با نوسانات بازده سهام و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۱۳۴-۱۳۱
- نبوی چشمی، سید علی و الهی، حسین (۱۳۹۴) بررسی تأثیر تغییر حد نوسان قیمت بر نوسان بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، سال ۱۲، ش ۳۷، ۴۴-۳۱
- نیکومرام، هاشم. پورزمانی، زهرا. دهقان، عبدالمجید (۱۳۹۴) بررسی سرایت تلاطم بازارهای مالی بازار سرمایه بر صنایع بورسی (صادرات و واردات محور)، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۸، ش ۲۵
- ودیعی، محمدحسین؛ قناد، مصطفی و غلامی مقدم، فائزه (۱۳۹۶) نقش سنج‌های کیفیت خدمات حسابرسی بر نوسان بازده سهام، دانش حسابرسی، دوره ۱۷، ش ۶۸، ۱۲۵-۱۰۷
- هاشمی دهچی، مجید؛ ایزدی نیا، ناصر و امیری، هادی (۱۴۰۰) تأثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر نوسانات ویژه بازده سهام با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۹ (۳)، ۱-۱۸
- هوشمند نقابی، زهرا؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین و آقاسی، محمد (۱۴۰۱) در رابطه بازدهی سهام و نوسانات بازده با نقد شوندگی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره شیوع بیماری ویروس کرونا، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۴ (۵۶)، ۲۲۰-۱۹۱
- Abdalla, S.Z.S. Suliman, Z. Modelling (2012) stock returns volatility: Empirical evidence from Saudi Stock Exchange. *Int. Res. J. Financ. Econ.*, 85, 166-179
- Abdoh, H (2017) Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility, *Journal of Corporate Finance* Volume 43, April 2017, Pages 500-513
- Aigbe, .A., Anna D. Martin. (2008). Influence of disclosure and governance on risk of US financial services firms following Sarbanes-Oxley", *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 2124-2135
- Aloui, M. and Jarboui, A. (2018), "The effects of corporate governance on the stock return volatility: During the financial crisis", *International Journal of Law and Management*, Vol. 60 No. 2, pp. 478-495. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2017-0010>
- Aslam Faheem & Awan, Tahir, Mohmand, Y. (2021). "Stock Market Volatility and Terrorism: New Evidence from the Markov Switching Model," *Peace Economics, Peace Science, and Public Policy*, De Gruyter, vol. 27(2), pages 263-284, May.

- Volatility, LUND UNIVERSITY SCHOOL OF ECONOMICS AND MANAGEMENT Working paper, The Knut Wicksell Centre for Financial Studies
- Joo, Y. C. & Park, S.Y. (2021), The impact of oil price volatility on stock markets: Evidence from oil-importing countries, *Energy Economics*, 101
- Just, M (2020) Stock market returns, volatility, correlation and liquidity during the COVID-19 crisis: Evidence from the Markov switching approach, *Finance Research Letters* Volume 37, November 2020, 101775
- Khan, N., Saleem, A. & Ozkan, O. (2024). Do geopolitical oil price risk influence stock market returns and volatility of Pakistan: Evidence from novel non-parametric quantile causality approach, *Resources Policy*, 81, 103355
- Korsah, D., Amewu, G. and Osei Achampong, K. (2024), "The impact of geopolitical risks, financial stress, economic policy uncertainty on African stock markets returns and volatilities: wavelet coherence analysis", *Journal of Humanities and Applied Social Sciences*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JHASS-12-2023-0172>
- Kundu, Srikanta, Amartya Paul (2023) Effect of economic policy uncertainty on stock market return and volatility under heterogeneous market characteristics, *International Review of Economics & Finance* Volume 80, Pages 597-612, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.047>
- Li, D., Zhang, L., & Li, L. (2023), Forecasting stock volatility with economic policy uncertainty: A smooth transition GARCH-MIDAS model, *International Review of Financial Analysis*, 102708.
- Li, Dakai (2024) Forecasting stock market realized volatility: The role of investor attention to the price of petroleum products, *International Review of Economics & Finance* Volume 90, January 2024, Pages 115-122, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.11.015>
- Li, Xiaodan. Xue Gong, Lu Xing (2024) The impact of presidential economic approval rating on stock volatility: An industrial perspective, *Finance Research Letters* Volume 63, May 2024, 105326, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105326>
- Li, Sijia, Yuping Wang, Zifan Zhang, Yiming Zhu (2022) Research on the Factors Affecting Stock Price Volatility, *Proceedings of the 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022)*
- Ma, Dan., Tianxing Yang, Liping Liu, and Yi He (2022) Analysis of Factors Influencing Stock Market Volatility Based on GARCH-MIDAS Model, *Hindawi Complexity* Volume 2022, Article ID 6176451, 10 pages <https://doi.org/10.1155/2022/6176451>
- Mahalingam, A., Coburn, A., Jung, C. J., Yeo, J. Z., Cooper, G., Evan, T., Impacts of Severe Natural Catastrophes on Financial Markets, March 2018.
- Markarian, G (2012) Income Smoothing and Idiosyncratic Volatility, <https://www.researchgate.net/publication/228230>
- Geoffrey, M (2022) Stock returns, trading volume, and volatility: The case of African stock markets, *International Review of Financial Analysis* Volume 82, July 2022, 102176, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102176>
- Ghani, M., Guo, Q., Ma, Feng., Tao, L. (2022) Forecasting Pakistan stock market volatility: Evidence from economic variables and the uncertainty index, *International Review of Economics & Finance* Volume 80, July 2022, Pages 1180-1189
- Gharbi, S ami., Jean-Michel Sahut., Frédéric Teulon (2014) R&D investments and high-tech firms' stock return volatility, *Technological Forecasting and Social Change* Volume 88, October 2014, Pages 306-312
- Guo, Peng., Jing Shi (2024) Geopolitical risks, investor sentiment and industry stock market volatility in China: Evidence from a quantile regression approach, *The North American Journal of Economics and Finance* Volume 72, May 2024, 102139, <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102139>
- Habib, A. Monzur Hasan, M. and Al-hadi, A. (2018). Financial Statement Comparability and Idiosyncratic Return Volatility, *International Review of Finance* 18(1): 1-31
- Hingley, P., & Park, W. G. (2017). Do business cycles affect patenting? Evidence from European Patent Office filings. *Technological Forecasting and Social Change*, 116, 76-86.
- Hussain, Muntazir., Usman Bashir. Ramiz Ur Rehman (2024) Exchange Rate and Stock Prices Volatility Connectedness and Spillover during Pandemic Induced-Crises: Evidence from BRICS Countries, *Asia-Pacific Financial Markets* (2024) 31:183–203 <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09411-0>
- Hsu Yu-Lin., Tang, Leilei (2022) Effects of investor sentiment and country governance on unexpected conditional volatility during the COVID-19 pandemic: Evidence from global stock markets, *International Review of Financial Analysis* 82 (2022) 102186
- Hsu, J., Young, W., & Chu, C. H. (2011). Price behavior of qualified companies around the audit report and report announcement days: the case of Taiwan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(2), 114130
- Huang, A. and Chang, C. (2014) Asymmetric Impact of Informed Trading Activity on Stock Return Volatility", *Theoretical Economics Letters*, 4, PP. 568- 573.
- Jabeen S, Rizavi SS and Farhan M (2022) Herd Behavior Fundamental, and Macroeconomic Variables – The Driving Forces of Stock Returns: A Panel-Based Pooled Mean Group Approach. *Front. Psychol.* 13:758364. doi: 10.3389/fpsyg.2022.758364
- James N. Doku, Haruna Abdul-Razak, Edward. A (2023) Impact of corporate board size and board independence on stock returns volatility in Ghana, *Cogent Business & Management*, 10:2, 2204597, DOI: 10.1080/23311975.2023.2204597
- Jankensgård, Håkan., Anders Vilhelmsson (2016) Ownership Determinants of Stock Return

- Markets. *International Journal of Financial Studies* 12: 2. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010002>
- Tao, M. (2012) Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market". <http://ssrn.com>
- Toe, Daouda Lawa tan (2022) Dynamic relationship between trading volume, returns and returns volatility: an empirical investigation on the main African's stock markets, *J Asset Manag.* 2022 Jul 28: 1–16. doi: 10.1057/s41260-022-00274-0
- Wijeweera, Albert (2022) The Impacts of Terrorist Events on Stock Market Volatility, *The Journal of Developing Areas*, Tennessee State University College of Business, Volume 56, Number 1, Winter 2022, pp. 143-155, 10.1353/jda.2022.0015
- Xiao, Jihong, Jiajie Jiang, Yaojie Zhang (2024) Policy uncertainty, investor sentiment, and good and bad volatilities in the stock market: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal* Volume 84, April 2024, 102303, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102303>
- Xie, Feng., Hamish D.Anderson., Jing, Chi., Jing Liao (2019) Does residual state ownership increase stock return volatility? Evidence from China's secondary privatization, *Journal of Banking & Finance* Volume 100, March 2019, Pages 234-251
- Zeng, Q (2024) Stock market volatility and economic policy uncertainty: New insight into a dynamic threshold mixed-frequency model, *Finance Research Letters* Volume 59, January 2024, 104714, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104714>
- Zhao, Mengyang, Lingxiao Zhang (2023) Foreign ownership, heterogeneous beliefs, and stock market volatility, *Finance Research Letters* Volume 55, Part A, July 2023, 103872, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103872> Get rights and content
- 709\_Income\_Smoothing\_and\_Idiosyncratic\_Volatility#:~:text=SSRN,1270826
- Naik, P., Sethy, T (2022) Stock Returns, Trading Volumes and Market Volatility: A Study on the Indian Stock Market, *he Indian Economic Journal* 70(3):001946622211047 June 2022 70(3):001946622211047 DOI:10.1177/00194662221104753
- Nguyen, T & Chaiechi, T (2021) Chapter 2 - The Effects of Natural Disasters on Stock Market Return and Volatility in Hong Kong, *Economic Effects of Natural Disasters Theoretical Foundations, Methods, and Tools* 2021, Pages 11-20
- Niaz Khan, Muhammad, Suzanne G. M. Fifield & David M. Power (2024) The impact of the COVID 19 pandemic on stock market volatility: evidence from a selection of developed and emerging stock markets, *SN Bus Econ* (2024) 4:63 <https://doi.org/10.1007/s43546-024-00659-w>
- Pastor L, Veronesi P (2003) Stock valuation and learning about profitability. *J Finance* 58:1749–1790
- Rajgopal S, Venkatachalam M (2011) financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *J Acc Econ* 51(1–2):1–20
- Saad, G. (2024), "Terrorism and its impact on the stock market: broad results from Tunisia", *LBS Journal of Management & Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/LBSJMR-12-2022-0079>
- Sadjiarto, Arja., Gabriella Ivana Gunawan Georgina Kelly Wibisono (2021) Reputation in the Middle of Pandemic as Mechanisms to Reduce Stock Return Volatility, 6th International Conference on Tourism, Economics, Accounting, Management, and Social Science (TEAMS 2021)
- Salisu, A., Lasisi, L.A. and Tchankam, J.P. (2021). Historical geopolitical risk and the behavior of stock returns in advanced economies, *The European Journal of Finance*, 2021, 28(9): 889-906
- Sandelowski, M., & Barroso, J. (2007), "Handbook for Synthesizing Qualitative Research", Springer Publishing Company
- Shen-Ho Chang, Teng-Shih Wang, An An Chiu and Shaio Yan Huang (2015). Earnings management and idiosyncratic risk – evidence from the post-Sarbanes Oxley Act period. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(2-1), 117-126
- Song, Yuping & Xiaolong Tang & Hemin Wang & Zhiren Ma, (2023). "Volatility forecasting for stock market incorporating macroeconomic variables based on GARCH-MIDAS and deep learning models," *Journal of Forecasting*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 42(1), pages 51-59, January.
- Su, L., Zhao, X., & Zhou, G. (2015). Auditor Tenure and Stock Price Idiosyncratic Volatility: The Moderating Role of Industry Specialization. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 35(2), 147166
- Tabash, Mosab I., Neenu Chalissery, T. Mohamed Nishad, and Mujeeb Saif Mohsen Al-Absy. (2024). Market Shocks and Stock Volatility: Evidence from Emerging and Developed



*Accounting Knowledge & Management Auditing*

*Vol. 16/ No. 63/ Autumn 2027*

## **Identifying Factors Affecting Stock Return Volatility Using Meta-Synthesis Method**

**Hosain Jafarpour Golroudbari**

Department of Accounting, Khom.C., Islamic Azad University, Khomein, Iran  
hossein.jafarpour@iau.ir

**Zohreh Hajiha**

Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author)  
Drzhajiha@iau.ac.ir

**Azar Moslemi**

Department of Accounting, Khom.C., Islamic Azad University, Khomein, Iran  
azar.moslemi@iau.ac.ir

**Mohammad Hamed Khanmohammadi**

Department of Accounting, Damavand Branch., Islamic Azad University, Tehran, Iran  
dr.khanmohammadi@yahoo.com

### **Abstract**

The prosperity of the capital market and its stability against economic shocks and its share in the amount of investments of a country is considered as an indicator for the development and economic growth of countries, which also guarantees economic and social stability. In order to avoid uncertainty and risk in the stock market, it is very important to measure the factors affecting the volatility of stock returns. Research on the volatility of stock returns and investment risk has been carried out around several basic axes related to each other, i.e. the time periods of volatility, the consequences of the volatility of stock returns, its prediction and the factors affecting the volatility of stock returns. The purpose of this research is Identifying and prioritizing factors affecting stock return Volatility Using Meta-Synthesis Method. The research methodology is combined. In the qualitative part, based on the seven steps of Meta-Synthesis proposed by Sandelowski and Barroso (2007) in the time interval from 1980 to 2024, the most important effective factors in this field were identified by examining 221 articles that had obtained the necessary points. In the quantitative part, the known factors were prioritized using the Shannon entropy method. The results showed that various factors influence the volatility of stock returns, all of which can be classified into 9 dimensions and 27 components. Also, based on prioritization, macroeconomic variables, uncertainty of economic policy, global infectious diseases, geopolitical events of war and terrorism, volatility spillover, investors' sentiments, corporate governance and ownership structure are the most important factors affecting the volatility of stock returns.

**Key words:** Stock Return Volatility, investment risk, Meta-Synthesis