

بررسی تأثیر نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، محدودیت‌های مالی، نقدشوندگی بازار سهام و نوسان‌پذیری قیمت سهام بر نرخ رشد فروش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

پذیرش: ۹۷/۳/۱۹

دریافت: ۹۶/۹/۱

علی حسنونند

دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد، ایران

economy912@gmail.com

دست آمده‌ی پژوهش از نرم‌افزارهای ۲۲ Spss، Eviews و ۸،۱ Minitab، استفاده شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. در ادامه نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه سوم پژوهش نشان از آن داشت که بین نقدشوندگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه چهارم پژوهش به این نتیجه

نسبت سرمایه‌گذاران نهادی / محدودیت‌های مالی / نرخ رشد فروش / نقدشوندگی بازار سهام / نوسان‌پذیری قیمت سهام و پائل دیتا.

چکیده:

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، محدودیت‌های مالی، نقدشوندگی بازار سهام و نوسان‌پذیری قیمت سهام بر نرخ رشد فروش شرکت‌ها است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی-علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پائل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است (۶۳۶ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به

رسیدیم که بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

مقدمه

در نظام‌های اقتصادی مدرن، نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی نیز یکی از عوامل کلیدی در تبیین و معرفی ساختار کلی آن نظام اقتصادی می‌باشد (جونز، ۲۰۱۲) [۱]. سرمایه‌گذاران نهادی در زمره سزاوارترین گروه‌ها برای دریافت اطلاعات به موقع در مورد تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشند. معاملات سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه زمانی رونق خواهد شد که کلیه عوامل بیرونی و درونی شوک آور در نظر گرفته شده و در حین توجه به عوامل درونی متاثر بر رونق معاملات مانند تقسیم سود و نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی، عوامل خارجی‌ای مانند تغییرات اقتصادی سایر شرکت‌ها و کارایی بازار نیز در نظر گرفته شود (کوهن و همکاران، ۲۰۰۷) [۲]. نوسانات سود، یکی از بحث‌انگیزترین مباحث مالی است که مورد توجه سرمایه‌گذاران نهادی نیز می‌باشد. سرمایه‌گذار نهادی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شرکت‌های سرمایه‌گذاری محدود، شرکت‌های بیمه عمر که اندوخته اعضا را به شکل سبد سهام و اوراق قرضه نگهداری می‌کنند، همه از نمونه‌های سرمایه‌گذار نهادی هستند. این دسته از سرمایه‌گذاران به دلیل حجم بالایی دادوستدهایی که انجام می‌دهند، همواره نقش به‌سزایی در عملکرد بازار به عهده دارند. غیبت سرمایه‌گذاران نهادی در بازار اوراق بهادار پیامدهای جبران‌ناپذیری در پی خواهد داشت. سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا عبارتند از:

۱. بانک‌ها و بیمه‌ها.
۲. هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳. هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش

از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند.

۴. سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی.

۵. شرکت‌های دولتی.

۶. اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

نسبت سرمایه‌گذاران نهادی به معنی نسبت سهام مالکان (اعضا) نسبت به کل سهام، یکی از عوامل تاثیرگذار در نوسانات سود شرکت‌ها بوده و تغییرات این نسبت بر تصمیمات هیئت مدیره تاثیرگذار خواهد بود (هودارت و همکاران، ۲۰۰۶) [۳]. بنابراین، تصمیم‌های تقسیم سود متکی بر نوسانات سود که از سوی مدیران و سرمایه‌گذاران نهادی گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است. جریان‌های نقدی عملیاتی ناشی از وجوه نقد و معادل‌های وجوه نقد در شرکت‌ها می‌تواند توسط عواملی مانند تغییر سیاست‌های سرمایه‌گذاران نهادی افزایش یا کاهش داشته باشد، همچنین سرمایه‌گذاری وجوه نقد اضافی در مخارج تحقیق و توسعه می‌تواند باعث افزایش یا کاهش بهره‌وری و در نهایت باعث بالا بردن سطح بهینه عملکرد عملیاتی گردد (پاستور و استامبوگ، ۲۰۰۳) [۴]. وجود رابطه مستقیم بین جریان‌های نقدی و نرخ رشد سرمایه‌گذاری در مخارج تحقیق و توسعه نشأت گرفته از تفکر مدیران تحت نظر سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد (لایرودی و لازاریویس، ۲۰۰۰) [۵]. سودآوری شرکت عامل مهمی در تغییر ارزش بازار سهام و در نتیجه، تغییر ثروت سهامداران است (اسلوان، ۱۹۹۶) [۶]. از سوی دیگر عوامل متعددی بر سودآوری شرکت تاثیرگذار می‌باشند. یکی از این معیارها نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی در میزان افزایش نسبت بهره‌وری می‌باشد (چانگ و چن، ۱۹۸۹) [۷]. این معیار یکی از مهمترین معیارهایی است که در زمان انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌گیرد و لذا سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که

دارای نسبت نقدشوندگی بالایی باشند (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵) [۸]. در این پژوهش در بخش اول مقدمه‌ای در ارتباط با موضوع بیان شد، در ادامه در بخش دوم، بیان مساله و در بخش سوم، اهمیت و ضرورت انجام تحقیق و در بخش چهارم، مطالعات نظری و در ادامه در بخش پنجم، فرضیه‌ها بیان شده و در بخش ششم، مدل و تجزیه و تحلیل‌های مربوط به آمار توصیفی و همبستگی بین متغیرها بیان شده و در بخش هفتم به تشریح نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و در نهایت در بخش هشتم نتیجه‌گیری بیان خواهد شد.

۱. بیان مساله

محدودیت مالی از جمله متغیرهای است که به عقیده برخی از پژوهشگران نماینده‌ی یک بعد ریسک سیستماتیک است. این محدودیت در نتیجه نقص‌های بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ایجاد می‌شود و باعث می‌گردد تا تأمین مالی از طریق منابع بیرون از سازمان، مانند استقراض و یا انتشار بدهی نسبت به تأمین مالی درون سازمانی یعنی استفاده از سود انباشته، پرهزینه‌تر شود. به طور کلی شرکت‌های دارای محدودیت مالی، شرکت‌هایی هستند که منابع مالی کافی به منظور تأمین مالی پروژه‌های سودآور در اختیار ندارند و در صورت تأمین مالی از طریق به علاوه، این منابع برون سازمانی، هزینه‌های بالایی را باید متحمل شوند (اسپینسا [۹]، ۲۰۱۵). شرکت‌ها، توانایی اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان بندی جریان‌های نقدی را ندارند و قادر نیستند در قبال رویدادها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش مناسب نشان دهند. در نتیجه، شرکت‌های دارای محدودیت مالی، ریسک بالاتری دارند.

شرکت‌های دارای محدودیت مالی در قیاس با گروه دیگر کم‌تر مستعد سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و طرح‌های جاری فاقد سوددهی می‌باشند؛ این بدان دلیل است که تأمین مالی خارجی برای این شرکت‌ها امری دشوار می‌باشد (بای و همکاران، ۲۰۰۶) [۱۰]. بوهیر و همکاران (۲۰۰۸) [۱۱]،

بیان داشتند که شاخص ارائه شده از سوی آن‌ها بیشتر با خصوصیات مرتبط با محدودیت‌های مالی شرکت‌ها سازگارتر است. نسبت سود تقسیمی شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم می‌نمایند، نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم نمی‌کنند احتمال پایینی دارند که با محدودیت‌های مالی مواجه شوند. زیرا زمانی که توانایی آن‌ها در دسترسی به تأمین مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند پرداخت سود سهام را متوقف نمایند، لیکن این معیار باید با احتیاط استفاده شود. طی سالیان متمادی مدل‌های مختلفی برای ارزیابی محدودیت‌های مالی و نقدشوندگی بازار سهام مطرح گردیده است. این مدل‌ها مورد ارزیابی‌های مختلف قرار گرفته‌اند و نتایج آزمون‌ها بیانگر آن است که عوامل مطرح شده در این مدل‌ها به تنهایی نمی‌توانند ارتباط این دو متغیر با نوسانات سرمایه‌گذاری را توضیح دهند (بنکار و همکاران، ۲۰۱۱) [۱۲]. با تفکیک مدیریت از مالکیت و به دنبال آن، با پیدایش تئوری نمایندگی، ارزیابی عملکرد و اندازه‌گیری فرصت‌های رشد شرکت‌ها به‌عنوان یکی از مهمترین موضوع‌ها در حسابداری مطرح شده است. ارزیابی عملکرد و شناسایی محدودیت‌های مالی شرکت‌ها همواره مورد توجه سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان مالی، نظیر بانک‌ها و مؤسسات مالی، بستانکاران و به‌خصوص مدیران بوده است (چن و همکاران، ۲۰۰۲) [۱۳]. برخی دیگر از معیارهای محدودیت مالی، پرداخت سود سهام و دارا بودن امتیاز اعتباری می‌باشد که توسط (فاره منسا و لانکوئیست، ۲۰۱۶) [۱۴] مطرح شد. عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه منجر به عدم شفافیت و وقوع معاملاتی با هدف کسب سود یا پیشگیری از رخداد زیان برای اشخاص خاص، افزایش هزینه‌های معاملات، ضعف بازار، نقدشوندگی پایین و به‌طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات و در نهایت کاهش عملکرد بهینه شرکت‌ها در جامعه خواهد شد. سقوط یا ریزش بازار سهام [۱۵] به معنای کاهش چشمگیر و ناگهانی قیمت سهام در بخش‌های مهم و تأثیرگذار بازار سهام است که منجر به کاهش قابل توجهی

در ارزش اوراق می‌شود. هراس [۱۶] به همان اندازه‌ی عوامل بنیادی اقتصاد بر سقوط بازار تأثیر می‌گذارد. سقوط‌های بازار اغلب از حباب اقتصادی بازار سهام پیروی می‌نمایند. سقوط بازار سهام در واقع پدیده‌ای اجتماعی است که رخ داده‌های بیرونی اقتصادی با روانشناسی و رفتار جمعی، ترکیب شده‌اند و در یک چرخه متناوب شکل می‌گیرد که در آن فروش توسط برخی از شرکت‌کنندگان بازار، شرکت‌کنندگان بیشتری را وادار به فروش می‌کند و در واقع آن‌ها را نسبت به فروش تحریک می‌کند. به‌طور کلی سقوط بازار معمولاً در شرایط زیر رخ می‌دهند. (گالبرایت [۱۷]، ۱۹۸۸) دوره‌ای طولانی مدت از افزایش قیمت سهام و خوش بینی بیش از حد اقتصادی، بازاری که در آن نسبت P/E بیشتر از میانگین بلندمدت می‌شود، و استفاده گسترده از حاشیه بدهی و اهرم توسط شرکت‌کنندگان بازار. گاهی کاهش دو رقمی شاخص بازار سهام در یک دوره میان مدت چند روزه را سقوط بازار سهام می‌نامند که البته این تعریف، نمی‌تواند تعریف کمی دقیقی از ریزش بازار سهام باشد. سقوط بازار معمولاً از بازار افتان [۱۸] متمایز می‌شود، زیرا سقوط بازار همراه با فروش هول هولکی، و کاهش چشمگیر قیمت‌ها می‌باشد. بازار افتان اغلب نمایی از دوره‌های کاهش قیمت بازار سهام طی چند سال یا چند ماه را نشان می‌دهد و سقوط بازار سهام هرچند معمولاً در یک بازار افتان به وقوع می‌پیوندد ولی لزوماً این دو به جای هم به کار نمی‌روند. برای مثال سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ منجر به ایجاد یک بازار افتان نشد یا بازار نیکی ژاپن در سال ۱۹۹۰ چند سال بازار افتان را تجربه می‌کرد در حالی که هرگز سقوط بازاری در آن ایجاد نشد.

به‌طور کلی بازده شاخص منفی دو رقمی در چندین روز و در یک دوره‌ی زمانی کوتاه و افزایش نقدینگی بدون پشتوانه را می‌توان به‌عنوان یک سقوط در نظر گرفت به معنی ساده سقوط در بازارهای مالی افت ناگهانی شاخص سهام در مدت زمانی بسیار کوتاه می‌باشد (آمیهود، ۲۰۰۲) [۱۹]. اکثر مطالعات پیشین در ارتباط با نسبت نقدینگی بازار سهام توجه

خاصی به تئوری‌های تجربی اخیر نشان دادند و با توجه به نرخ رشد بهره مطالعات آن‌ها نشان از رابطه‌ای ممکن بین نقدینگی بازار سهام و نوسانات واقعی اقتصادی داشت. تحقیقات متعددی در سطح اقتصاد کلان مانند: سادکا، (۲۰۰۶) [۲۰] و هوگیس و همکاران (۲۰۰۷) [۲۱]، انجام شده است که شواهدی در ارتباط با توافق عمومی در سطح صنعت در ارتباط با رابطه مثبت بین نقدینگی بازار سهام و متغیرهای مربوط به سیاست‌های پولی کشورها وجود دارد. در سطح اقتصاد کلان، تصمیمات مربوط به نقدینگی سهام، می‌تواند ناشی از برخی عوامل مانند: انتشار سهام در سطح شرکت‌ها (دسای و همکاران، ۲۰۰۶) [۲۲]، ریسک شرکت (انگوبین و چن، ۲۰۰۸) [۲۳] و افزایش نقدینگی عمومی (اسچنیک من و ایکسیونگ، ۲۰۰۳) [۲۴] باشد. بنابراین کلیه مطالعات پیشین به‌طور خاص رابطه بین سرمایه‌گذاری واقعی و نقدینگی بازار سهام را در سطح صنعت و اقتصاد کلان مورد بررسی قرار داده‌اند. در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارد. به عبارت دیگر برخی سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقد شوندگی سهام می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد و یکی از معیارهای اساسی دستیابی به این اهداف داشتن عملکرد بهینه همراه با مبانی درست در ارتباط با توزیع سود سهام بین سهامداران و میزان و حجم نقدینگی بازار در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌های جدید است (کیم و همکاران، ۱۹۹۸) [۲۵]. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند. تعداد بسیاری از تحقیقات به تأثیرات نقدشوندگی بر عملکرد مورد انتظار بر مبنای تورم اکتشافی و حبابی پرداخته‌اند. با توجه به اهمیت نقدشوندگی سهام شناخت عوامل موثر بر آن خصوصاً سیاست‌های کلان پولی می‌تواند به بهبود آن یاری رساند (دچاو، ۱۹۹۴) [۲۶].

در اقتصاد رو به رشد حال حاضر سرمایه‌گذاران، مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های

مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۷) [۲۷]. بنابراین تعیین میزان تاثیر عواملی که بر روی بازده و قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد، هم از جهت سرمایه‌گذاران و هم از جهت مدیران مالی از اهمیت به سزایی برخوردار است (دچاو و همکاران، ۲۰۰۱) [۲۸]. نکته‌ای که باید بدان اشاره نمود، این است که در عمل سرمایه‌گذاران چندان به متغیر ریسک در کنار بازدهی توجهی نمی‌کنند و یا به عبارتی دیگر به ریسک تحت عنوان یک معیار مهم برای سرمایه‌گذاری بها نمی‌دهند و بیشتر توجه آنان به نوسان پذیری قیمت سهام با توجه به عواملی غیر از ریسک مانند ساختار مالی بهینه شرکت‌ها می‌باشد (بیر و پاگانو، ۲۰۱۳) [۲۹]. مدیران شرکت‌ها در وضعیت عادی به دنبال راه‌کارهایی هستند که وضعیت ساختار مالی را در نقطه بهینه قرار داده و نوسان‌پذیری قیمت سهام را کنترل کرده و کمتر به ریسک شرکت توجه کرده و بیشتر نظر خود را معطوف عوامل تاثیرگذار بر رشد شرکت می‌نمایند (پرنارد و نوئل، ۱۹۹۱) [۳۰]. به طور کلی همواره سرمایه‌گذاران خصوصا فعالان بازار سرمایه به دنبال فرصت‌های کسب بازدهی از محل تغییرات قیمت سهام هستند.

موجودی‌های شرکت‌ها یکی دیگر از عوامل حساس و مهم در جهت پیشبرد اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت شرکت‌ها می‌باشد. تغییرات در سطح موجودی‌ها به نحوی در ارتباط با کاهش یا افزایش نقدینگی شرکت و فروش شرکت‌ها است (کوهن و همکاران، ۲۰۰۷)، بنابراین افزایش و کاهش فروش شرکت‌ها به نوعی به توان مالی شرکت‌ها در ارتباط می‌باشد. اکثر شرکت‌ها با توجه به سیاست‌های مربوط به اهداف بلند مدت در پی افزایش موجودی‌های شرکت برای ایجاد تعادل در میزان تولید محصولات هستند که ایجاد تعادل در تولید مستلزم ایجاد تعادل در فروش‌های شرکت است (پاستور و استامبوگ، ۲۰۰۳). به همین دلیل از متغیرهای نسبت سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها به‌عنوان متغیر وابسته

و از متغیرهای عدم قطعیت در فروش شرکت، توان مالی شرکت و افزایش توان مالی شرکت از طریق افزایش عدم قطعیت در فروش به‌عنوان متغیر مستقل استفاده خواهیم کرد. هم‌چنین برای تعیین یک رابطه مناسب و درست بین متغیرهای وابسته و مستقل از یک سری متغیرهای کنترلی (مانند: نرخ رشد سرمایه‌گذاری نسبت به دو دوره قبل شرکت، نرخ رشد فروش شرکت، نرخ رشد فروش نسبت به دو دوره قبلی شرکت، نسبت تفاضل سرمایه‌گذاری به فروش شرکت) که بر روی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته به صورت غیرمستقیم تاثیر دارند، استفاده خواهیم کرد.

با توجه به هدف اصلی این پژوهش محقق به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، محدودیت‌های مالی، نقدشوندگی بازار سهام و نوسان پذیری قیمت سهام بر نرخ رشد فروش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است یا خیر؟

۲. اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

با توجه به اهمیت فراوان متغیرهای نرخ رشد قیمت سهام، نسبت نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی در تعیین سیاست‌های بنیادی و بازدهی بازار سهام و تاثیرگذاری آن بر میزان و حجم معاملات بلوکه شده و بازده مورد انتظار سهام، این حقیقت نمایان می‌شود که شرکت‌های که ریسک‌پذیری بالایی در ارتباط با تغییرات از خود نشان می‌دهند به همان اندازه نیزه نوسانات مثبت یا منفی را تجربه خواهند کرد (آچاریا و پدرسون، ۲۰۰۵). هر چند تحقیقات پیشین، از قبیل دچاو و همکاران، (۲۰۰۱)، به این رسیدند که محافظه‌کاری و نفوذ سهامداران نهادی منجر به افزایش کارایی قراردادهای کاهش مالیات‌ها، تعهدات سرمایه‌گذار و مخارج قانون‌گذاری می‌گردد که از دیدگاه سرمایه‌گذاران ممکن است مطلوب بنظر رسد ولی با فرض توزیع صحیح شرایط اقتصادی، یک سیستم حسابداری محافظه کارانه شواهدی را فراهم می‌نماید که

احتمال طبقه بندی واحد تجاری بعنوان شرایط غیر منصفانه را افزایش می دهد (کیم و همکاران، ۱۹۹۸). در واقع با توجه به اینکه کمبود نقدینگی در یک شرکت می تواند پیامدهای گسترده سیستمی در برداشته باشد. اهمیت نقدینگی در ارتباط با انجام مخارج سرمایه ای برای هر واحد تجاری و رای هر موضوع دیگری است (بای و همکاران، ۲۰۰۶). در مدیریت مبتنی بر دانش، مدیریت با آگاهی کافی از شرایط شرکت و سیاست های سرمایه گذاران نهادی، بایستی جریان های وجوه نقد آتی شرکت را پیش بینی نماید و متناسب با این پیش بینی ها اقدام به سرمایه گذاری و تامین مالی نماید تا با نیم نگاهی به آینده شرکت بتواند رشد شرکت را تضمین کند (بنکار و همکاران، ۲۰۱۱).

محدودیت های مالی و فرصت های رشد سوخت شده شرکت ها، یکی از موضوعات اساسی و بحث برانگیز در حوزه های مدیریت مالی و سرمایه گذاری است (بوهمر و همکاران، ۲۰۰۸). در بازار سهام، تغییر در ویژگی های شرکت های مورد معامله منجر به تغییر در جریان های بازار و انتظارات سرمایه گذاران می شود (سادکا، ۲۰۰۶). لذا ضمن از دست دادن توانایی خود در مدیریت مالی واحد اقتصادی و عدم پرداخت سود به سهامداران، بدهی های خود را با حجم بالاتر تنزیل نموده و دارایی های بی حاصل را خواهند فروخت و استفاده از فرصت های مناسب سرمایه گذاری با بازدهی بالا و ریسک کمتر را متوقف خواهند ساخت (چن و همکاران، ۲۰۰۲). محدودیت های مالی یکی از موارد با اهمیت در ارتباط با نوسانات بازدهی سهام است که باید مورد توجه خاصی قرار گیرد. مدیران علاقه مندند که میزان فروش، بازده سهام، نسبت بدهی و فرصت های سرمایه گذاری خود را از صورت های مالی گزارش شده توسط شرکت و سایر شواهد، پیش بینی و برآورد کرده و توانایی های خود را در معرض تماشای سرمایه گذاران قرار دهند (دسای و همکاران، ۲۰۰۶). یکی از دغدغه های اصلی مدیران واحدهای انتفاعی، جریان های نقدی و محدودیت های مالی آن واحدهای انتفاعی

است که نقش قابل توجهی در رشد و بقای واحد انتفاعی ایفا می کند. استراتژی های جریان های نقدی ناشی از نوسانات سرمایه در گردش در دو گروه دارایی های جاری و بدهی های جاری تقسیم می شود. مدیران واحد انتفاعی در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده باید استراتژی مناسبی را برای اداره و مدیریت جریان های نقدی ناشی از محدودیت های مالی واحد خود انتخاب نمایند (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵). محدودیت های مالی و فرصت های رشد سوخت شده شرکت ها، یکی از موضوعات اساسی و بحث برانگیز در حوزه های مدیریت مالی و سرمایه گذاری است (آمیهود، ۲۰۰۲).

در مدل [۳۱] CAPM فرض می شود نقدشوندگی کامل است، به این معنی که همیشه تمایلی در شرکا برای مخالفت با هرگونه تجارت با قیمت کنونی وجود دارد. در نتیجه قیمت سهام شرکت تابعی از انتظارات درباره گردش وجوه نقد شرکت است. با نقدشوندگی ناقص عرضه و تقاضای سهام توسط برخی از شرکای بازار می تواند قیمت را تحت تاثیر قرار دهد اگر که دیگران تمایلی به تجارت با قیمت کنونی نداشته باشند. ریسک بازار در هر دو حالت بازار نقد کامل و بازار نقد ناقص وجود دارد، در حالی که ریسک نقدشوندگی یک نوع ریسک سیستماتیک مهم است که سرمایه گذاران زمانی با آن مواجه می شوند که بازارها به صورت نقد کامل نباشد (اسچنیک من و ایکسیونگ، ۲۰۰۳). زمانی که نقدشوندگی بازار افزایش می یابد، یک نوع جریان ورودی از سرمایه گذاران و بازار سازها به وجود می آید که باعث افزایش تقاضا و نقدشوندگی سهام در ارتباط با عدم اطمینان بیشتر و انتخاب نامطلوب می شود و در نتیجه امکان دارد تاثیر به سزایی در حجم نقدینگی پولی کشور داشته باشد. در نتیجه زمانی که سرمایه گذاران در زمان نوسانات نقدشوندگی بازار تصمیم به ورود یا خروج سهامی خاص می گیرند، به کیفیت اطلاعات در مورد سهام و حجم نقدشوندگی بازار توجه بیشتری دارند (لایرودی و لازاریدیس، ۲۰۰۰). نقدشوندگی سهام و به دنبال آن افزایش

ریسک نقدشوندگی شرکت‌ها به خصوص پس از وقوع بحران مالی جهانی و سقوط بازارهای مالی اهمیت ویژه‌ای یافته است و برای بازارهای سرمایه ایران نیز مهم می‌باشد. پدیده صف‌های خرید و فروش بیانگر وجود مشکلات نقدشوندگی و ریسک مربوط به آن در بازار است (چانگ و چن، ۱۹۸۹). بنابراین تغییر در میزان متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، که تبیین‌کننده‌ی موقعیت ارزشی یا رشدی بودن سهام شرکت‌های مورد معامله است و نیز تغییر در سطح نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، می‌تواند حایز اهمیت بسیار باشد (انگوبین و چن، ۲۰۰۸). از سوی دیگر سهامداران می‌توانند با وجود توانایی بالای مدیران در افزایش رتبه نقد شوندگی سهام شرکت پی به استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری بهتر ببرند. بررسی میزان نقدشوندگی سهام در هر سال به مدیران خواهد گفت که باید چه میزان خود را آماده کنند تا بتوانند با این آمادگی به اهداف و توانایی‌های خود یعنی ارزش بیشتر و سودآوری و در نهایت به شرایط استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری که همان بازدهی بالا با ریسک پایین است، دست پیدا کنند (جونز، ۲۰۱۲).

امروزه مؤسسات و سازمان‌های مالی برای پایدار ماندن در فضای رقابتی امروزی باید به اصولی برای بالا بردن قیمت سهام و سودآوری سازمان دست یابند که با شناسایی اثرات ساختارهای سرمایه بر شاخص‌های مالی می‌توان موجبات بهبود در آن زمینه را در سازمان فراهم آورد. همچنین ارتباط بین عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام ناشی از ریسک شرکت خود عاملی با اهمیت در افزایش رونق بازار سرمایه خواهد شد (هوگس و همکاران، ۲۰۰۷). (بیر و پاگانو، ۲۰۱۳)

در تحقیق خود نشان داد که با اهمیت جلوه دادن معیار ریسک سیستماتیک و بیش‌بینی بازدهی سهام به‌عنوان عاملی برای عدم بلوکه شدن معاملات توسط مدیران، باعث جذب سرمایه‌گذاران عمده بیشتری شده و این خود گواهی بر افزایش کارایی و عملکرد بالای شرکت‌ها با توجه به رونق گرفتن معاملات سهام می‌باشد. همچنین ارتباط بین عوامل

تاثیرگذار بر کاهش نوسانات قیمت سهام، معاملات خود عاملی با اهمیت در افزایش رونق بازار سرمایه با توجه به تصمیمات تاثیرگذار سرمایه‌گذاران نهادی خواهد شد (چانگ و همکاران، ۲۰۰۷).

جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، محدودیت‌های مالی، نقدشوندگی بازار سهام و نوسان پذیری قیمت سهام شرکت و تاثیرگذاری آن بر نرخ رشد فروش، می‌تواند راه‌گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت‌ها باشد.

۳. مبانی نظری پژوهش

پژوهش حاضر با شناخت و بررسی تاثیر نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، محدودیت‌های مالی، نقدشوندگی بازار سهام و نوسان‌پذیری قیمت سهام بر نرخ رشد فروش شرکت‌ها، مبانی کاربردی برای بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و..... فراهم خواهد نمود. بدیهی است که به دنبال انجام هر تحقیقی تلاش بر این است نتایج به‌دست آمده مورد استفاده علاقمندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیمات موثر کارا و موثر باشد، لذا این تحقیق نیز مستثنی از این امر نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج تحقیقات برای خود مدیران شرکت‌ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند. در این پژوهش مفاهیم متغیرهای اصلی پژوهش به صورت زیر مطرح شده است:

نسبت سرمایه‌گذاران نهادی: به سهامداران عمده‌ای که بخش عظیمی از سهام یک شرکت را در دست داشته و تاثیر به‌سزایی در تصمیمات هیئت مدیره دارند، نسبت سرمایه‌گذاران نهادی گفته می‌شود (لایرودی و لازاریویس، ۲۰۰۰).

محدودیت‌های مالی: محدودیت‌های مالی شامل مواردی

می‌گردد که از داخل و یا خارج از شرکت نشأت گرفته و مانع ورود جریان‌های نقدی بوده و یا باعث خروج جریان‌های نقدی از شرکت می‌گردند. مانند میزان سود تقسیمی، اندازه شرکت، سن شرکت و درجه بندی سرمایه‌گذاری شرکت (دچاو و همکاران، ۲۰۰۱).

نقدشوندگی بازار سهام: نقدشوندگی بازار سهام زمانی رخ می‌دهد، که بتوان سهام را به سرعت و با هزینه پایین، به قیمت بازار در هر زمان خریداری کرد یا به فروش رساند (هوگس و همکاران، ۲۰۰۷)

نوسان پذیری قیمت سهام: منظور از نوسان پذیری قیمت سهام، تغییرات مختلف در ارزش مبادله‌ای سهامی است که در بازار بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد (چن و همکاران، ۲۰۰۲).

نرخ رشد فروش: طبق پژوهش اسپنیک من و ایکسیونگ (۲۰۰۳)، نرخ رشد فروش شرکت عبارت است از درصد افزایش یا کاهش در میزان و حجم فروش شرکت‌ها نسبت به سال قبل از سال مورد بررسی.

در ادامه به برخی از تحقیقات خارجی و داخلی انجام شده در زمینه این پژوهش اشاره خواهد شد.

۳-۱. مروری بر تحقیقات انجام شده

بنکر و همکاران (۲۰۱۵)، تاثیر عواملی مانند تغییرات متوالی هم جهت فروش، سفارش مشتریان، پیش‌بینی تحلیلگران از فروش و رشد تولید ناخالص داخلی، بر چسبندگی هزینه‌ها آزمون شد و یافته‌ها نشان داد که اگر عوامل مذکور، حاکی از خوش بینی بیشتر مدیریت باشد، افزایش هزینه‌ها، سریع‌تر و کاهش هزینه‌ها با سرعت کمتری انجام می‌شود. گوین و چن (۲۰۱۴)، اشاره کرد، به تحقیق در مورد رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تاثیر آن بر قیمت سهام پرداختند.

آنها دلیل این بررسی را به این موضوع ارتباط دادند که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند. انجام رفتار توده وار از طرف آنها ممکن است باعث بی ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. هودارت و همکاران (۲۰۱۳)، طی پژوهشی تاثیر عوامل روانی ناشی از تغییرات گذشته قیمت سهام را بر تصمیم به خرید سهام و شاخص قیمت‌ها مورد بررسی قرار داده و آن را تایید کرده است. آنها دریافتند که حجم معاملات هم از لحاظ آماری و هم از لحاظ اقتصادی در هفته‌هایی که قیمت جاری از بالاترین قیمت سال‌های گذشته بالاتر می‌رود مهم‌تر می‌باشد. بالاترین قیمت گذشته سهام مرجعی برای تصمیم‌گیری برای خرید سهام می‌باشد. یعنی در این مقاله نتیجه گرفته شده است که تغییرات گذشته سهام بر تصمیم سرمایه‌گذاران به خرید سهام موثر می‌باشد. آجینکیا و همکاران (۲۰۱۲)، به بررسی رابطه ترکیب هیات مدیره شرکت و سرمایه‌گذاران نهادی با ویژگی‌های پیش‌بینی سود مدیریت پرداختند. در این تحقیق برای آزمون دقت پیش‌بینی سود، خطای پیش‌بینی سود به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق آنان نشان داد که مدیران غیرموظف با دقت پیش‌بینی سود رابطه معنادار مستقیم و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی نیز با خطای پیش‌بینی سود رابطه معکوس دارد. لایرودی و لازاریوس (۲۰۱۱)، در پژوهشی با عنوان " دوره تبدیل وجه نقد و تحلیل نقدشوندگی صنعت غذایی کشور یونان"، به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و نسبت‌های اهرمی و سودآوری در ۸۲ شرکت از شرکت‌های صنایع غذایی بورس اوراق بهادار یونان طی سال ۱۹۹۷ پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین دوره تبدیل وجه نقد و نسبت‌های حاشیه سود خالص و نسبت‌های حاشیه سود خالص و نسبت بازده دارایی‌ها وجود دارد. کیم و همکاران (۲۰۱۰)، در پژوهشی با عنوان " عوامل تعیین کننده نقدشوندگی شرکت"، به بررسی رابطه میان نقدشوندگی و عملکرد شرکت پرداختند. آنها عملکرد شرکت را از طریق

معیار جریان نقد آزاد هر سهم اندازه‌گیری کردند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که رابطه میان نقدشوندگی و جریان نقد آزاد هر سهم منفی است. سلوان (۲۰۰۹)، به بررسی این مطلب پرداخت که آیا قیمت سهام، اطلاعات مربوط به اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را درباره‌ی درآمدهای آتی منعکس می‌کند؟ نتایج پژوهش سلوان نشان دهنده‌ی این مطلب است که قیمت سهام اطلاعات مربوط به اقلام تعهدی و جریان‌های وجه نقد را درباره‌ی درآمدهای آتی منعکس نمی‌کند. برنارد و نول (۲۰۰۸)، در پژوهشی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا اعداد موجودی کالا، سودها و فروش‌های آتی شرکت را پیش‌بینی می‌کند؟ نتایج پژوهش آنان با بررسی ۱۶۸ شرکت بین سال‌های ۲۰۰۰ تا پایان ۲۰۰۷ نشان داد که ارتباط مستقیمی بین موجودی کالا با سودها و فروش‌ها پیش‌بینی شده شرکت وجود دارد. دجو (۲۰۰۷)، به بررسی درآمدهای حسابداری و جریان‌های نقدی به‌عنوان اندازه‌هایی از عملکرد شرکت پرداخته است و به این نتیجه رسید که هر دو جریان‌های نقدی و تعهدی نسبت به یکدیگر محتوای افزاینده‌ی اطلاعاتی دارند و به گونه‌ای متفاوت توسط بازار ارزش‌گذاری می‌شوند. چانگ و چین (۲۰۰۶)، با بررسی واکنش قیمت سهام به سود هر سهم و سود نقدی غیرمنتظره، روش هیلمر و یو (۱۹۷۹) را در مورد اطلاعات روزانه به کار بردند و نشان دادند که محدوده رویداد تا روزی ادامه می‌یابد که بازار واکنش خود را به اخبار حفظ می‌کند.

آقایی و شاکری ۳۲ (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی توانایی جریان‌های نقد و اجزای تعهدی سود در پیش‌بینی جریان‌های نقد در بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مدل جریان نقدی و اجزاء تعهدی، توان پیش‌بینی بهتری نسبت به مدل سود دارند. بدری و رمضانیان ۳۳ (۱۳۹۳)، با استفاده از روش شناسی پژوهش رویدادی به بررسی اثربخشی حد قیمت سهام با استفاده از دو مقطع زمانی تغییر حد (از ۵ درصد به ۲ درصد در سال ۱۳۹۲) در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های

آنان نشان می‌دهد که تغییر میزان حد قیمت با تغییر در نوسان‌های قیمت و حجم معاملات، رابطه معکوس دارد. کریمی، اخلاقی و رضایی مهر ۳۴ (۱۳۹۲)، تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت‌ها را بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. به عبارتی، شرکت‌های دارای بدهی بالاتر نسبت به سایرین، کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. هم‌چنین، نتایج حاکی از نبود رابطه معنادار بین فرصت‌های رشد و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بود. خدابی پور و پور احمد (۱۳۹۱)، در پژوهشی به بررسی توانایی اقلام تعهدی، سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی، با در نظر گرفتن وقفه‌های زمانی خاص پرداختند. نتایج این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ نشان داد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و سود عملیاتی رابطه معناداری وجود دارد. انوری و تازی وردی ۳۵ (۱۳۹۰)، برای بررسی نحوه‌ی ارائه‌ی برتر صورت جریان و جوه نقد از نقطه نظرات سه گروه استادان و دانشجویان دکتری حسابداری، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و اعضای جامعه‌ی حسابداران رسمی استفاده کردند. یافته‌های آن‌ها حکایت از برتری با اهمیت مدل پنج بخشی صورت جریان و جوه نقد نسبت به مدل چهاربخشی و مدل سه بخشی و برتری با اهمیت مدل چهاربخشی این گزارش نسبت به مدل سه بخشی دارد. فروغی و مظاهری ۳۶ (۱۳۸۹)، ضمن بررسی توانایی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح ارزش ذاتی تحقق یافته‌ی سهام، به این نتیجه دست یافتند، که سود عملیاتی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی ارزش ذاتی تحقق یافته هر سهم را بهتر توضیح می‌دهد. محمدآبادی و بایزیدی ۳۷ (۱۳۸۸)، به بررسی مقایسه‌ای قدرت توضیح مدل‌های ارزیابی سود باقی مانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها پرداختند. دوره زمانی تحقق آن‌ها از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین دو مدل ارزیابی سود باقی

مانده و رشد غیرعادی در سود در میان صنایع مختلف و در کل تفاوت معنی داری وجود ندارد. طلوعی و حق دوست ۳۸ (۱۳۸۷)، پژوهشی را تحت عنوان الگوسازی پیش بینی قیمت سهام با استفاده از شبکه عصبی و مقایسه آن با روش های پیش بینی ریاضی انجام دادند. در این مقاله با بررسی کارکرد الگوهای شبکه عصبی و رگرسیون در حوزه داده های مرتبط با پیش بینی قیمت سهام به اندازه گیری خطاهای پیش بینی این دو روش پرداخته شد که نتایج تحقیق، دقت و خطای بسیار کم الگوی هوشمند شبکه های عصبی را تایید کرد. تهرانی و فهیمی دواب ۳۹ (۱۳۸۶)، در تحقیقی با عنوان " بررسی درجه اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. نتایج تحقیق آنان حاکی بود که تصمیم گیری سرمایه گذاران در مشهد به ترتیب تحت تاثیر الف: قدرت نقدشوندگی سهام عادی، ب: وجود عوامل فرهنگی خاص و ج: سودآوری شرکت های پذیرفته شده است، همچنین تصمیم سرمایه گذاران تهرانی به ترتیب تحت تاثیر الف: قدرت نقدشوندگی و ب: سودآوری شرکت های پذیرفته شده هستند. برزیده ۴۰ (۱۳۸۵)، نیز در پژوهشی با عنوان " نقش نسبت های مرسوم و نوین نقدینگی در تصمیم گیری های مالی"، در شرکت های فعال در صنعت سیمان سازمان بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۹ - ۱۳۸۳ به نتایجی مشابه با پژوهش قبل دست یافت.

۴. فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده فرضیه های این تحقیق به صورت زیر ارائه می شود:

فرضیه اصلی ۱: بین نسبت سرمایه گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. معاملاتی که به وسیله گروه های داخلی از جمله مالکان نهادی صورت می پذیرد، چند پیامد و نتیجه عمده در بر دارد: قیمت های

سهام بهتر اطلاعات را منعکس نموده و به طور میانگین قیمت ها از سطوح بالاتری برخوردار هستند، نرخ بازده مورد انتظار بالا می رود و موجب تغییر در فروش و ثروت کل شرکت می شود (یان و ژانگ، ۲۰۰۹۴۱).

فرضیه اصلی ۲: بین محدودیت های مالی و نرخ رشد فروش شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. شرکت ها در مواجهه با محدودیت مالی، هزینه ها و سرمایه گذاری پایین، اقداماتی را برای بهبود نقدشوندگی سهام خود به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعات و کاهش هزینه های محدودیت مالی انجام می دهند. افزایش نقدشوندگی برای چنین شرکت هایی ارزش بیشتری نسبت به سایر شرکت ها دارد، در این شرکت ها به منظور افزایش فروش، بیشتر تمایل به تامین مالی خارجی را نسبت به تامین سرمایه داخلی دارا می باشند. (نگوین ۲۰۱۷، ۴۲)

فرضیه اصلی ۳: بین نقدشوندگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. هر قدر احتمال درصد نقدشوندگی سهام بالاتر باشد از میزان ابهام در تعیین متغیرهای وابسته کاسته شده و طرح ریزی عملیات با اعداد بهتری انجام خواهد شد و امید می رود که کل سرمایه گذاری محقق شده، دارایی ها به نحو بهینه ای افزایش ارزش نموده و بدهی ها کمتر شده و در نهایت شرایط استفاده از فرصت های مناسب سرمایه گذاری با بازدهی بالا و به تبع آن فروش مهیا شود. (اسچینیک من و ایکسیونگ، ۲۰۰۳)

فرضیه اصلی ۴: بین نوسان پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نظریات اقتصادی در صورت وجود نوسانات قیمتی بالا در دارایی ها، ریسک خرید به دلیل نااطمینانی نسبت به آینده و فقدان اطلاعات افزایش پیدا کرده و در تصمیم سازی مشتریان اثر گذار است.

۵. روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی و از لحاظ هدف نیز از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی است، زیرا از داده‌های تاریخی استفاده می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۳ است و نمونه تحقیق شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند و داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس باشد. بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته شده تعداد شرکت (شرکت در تمام سال‌ها) به عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شد. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای انجام تحقیق از طریق سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (Rdis)، شرکت اطلاع رسانی بورس و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری و محاسبات اولیه مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم افزارهای Eviews ۷ و Spss ۲۰ و Minitab ۱۶ صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز از الگوی رگرسیونی چندگانه و روش آماری پانل دیتا استفاده شده است.

۵-۱. نتایج آزمون فرضیه‌ها

۱. نتایج آزمون فرضیه اصلی اول تحقیق

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی رابطه بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$SIGMA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INS_{i,t} - INV_{i,t} + \beta_2 AMI - ConS_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 AMI - INV_{i,t} + \beta_5 AMIL_{i,t} + \beta_6 CAR_{i,t} + \beta_7 AMIS_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases} \quad (1)$$

برای این‌که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این‌که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۳۶	F	۳/۸۵۰۰	(۱۰۵،۵۲۳)	۰/۰۳۶۴
هاسمن	۶۳۶	χ^2	۷/۴۰۶۲	۷	۰/۰۲۵۴

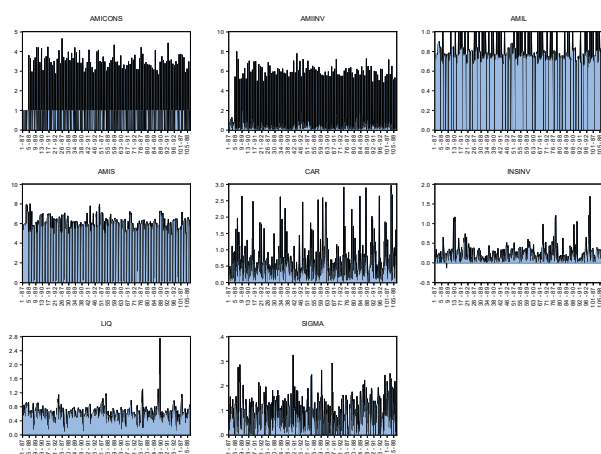
با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۳۶۴)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۲۵۴) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها،

مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. هم‌چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۹ بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این‌که مدل دارای رابطه خطی است و این‌که آیا مدل موردنظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این‌که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۸۷۹۱) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول (۲) ارائه شده است.

استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۳۷۶۲) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نارایب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۳۵۱)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این

جدول ۲- نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
<i>KTSD</i>	<i>F</i>	D	<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	χ^2
۰/۸۷۹۱	۰/۳۰۸۲	۲/۱۹	۰/۰۳۵۱	۴/۱۸۲۶	۰/۳۷۶۲	۱/۳۸۲۹



با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و هم‌چنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول (۳) ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار Eviews ۷ به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{aligned}
 SIGMA_{i,t} = & 0.1034 + 0.0141Ins - INV_{i,t} - 0.0065AMI - Cons_{i,t} + 0.0005LIQ_{i,t} \\
 & + 1.0003AMI - INV_{i,t} + 0.0041AML_{i,t} - 0.0007CAR_{i,t} \\
 & - 0.0052AMIS_{i,t} + \hat{a}_i
 \end{aligned}$$

نمودار برآورد شده متغیرهای تحقیق در مدل رگرسیونی چند متغیره به صورت زیر می‌باشد:

Model 1:

$$SIGMA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ins - INV_{i,t} + \beta_2 AMI - Cons_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 AMI - INV_{i,t} + \beta_5 AMIL_{i,t} + \beta_6 CAR_{i,t} + \beta_7 AMIS_{i,t} + \hat{a}_t$$

که در آن: نرخ رشد فروش شرکت i در سال t ($SIGMA_{i,t}$).

نسبت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t ($Ins - INV_{i,t}$).

محدودیت‌های مالی شرکت i در سال t ($AMI - Cons_{i,t}$).

نقدشوندگی بازار سهام شرکت i در سال t ($LIQ_{i,t}$).

نوسان پذیری قیمت سهام شرکت i در سال t ($AMI - INV_{i,t}$).

نسبت اهرم مالی شرکت i در سال t ($AMIL_{i,t}$).

بازده غیرعادی انباشته شرکت i در سال t ($CAR_{i,t}$).

اندازه شرکت i در سال t ($AMIS_{i,t}$).

نگاره ۴-۷، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت سرمایه‌گذاران نهادی کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۳۱۲)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۴۱) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، نرخ رشد فروش شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۱۴۱ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۲. نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم تحقیق

هدف از آزمون فرضیه دوم تحقیق بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_2 = 0 \\ H_1 : \beta_2 \neq 0 \end{cases} \quad (2)$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در

جدول ۳- نتایج نتایج برآورد مدل ۱ توسط روش GLS

متغیر وابسته: نرخ رشد فروش تعداد مشاهدات: ۶۳۶ سال - شرکت				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۱۰۳۴	۱/۵۶۲۰	۰/۰۳۷۹	مثبت
نسبت سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۰۱۴۱	۱/۳۰۸۶	۰/۰۳۱۲	مثبت
محدودیت‌های مالی	-۰/۰۰۶۵	-۱/۸۶۲۷	۰/۰۴۹۶	منفی
نقدشوندگی بازار سهام	۰/۰۰۰۵	۱/۰۵۲۰	۰/۰۲۸۵	مثبت
نوسان پذیری قیمت سهام	۱/۰۰۰۳	۱/۰۹۷۵	۰/۰۱۹۴	مثبت
نسبت اهرم مالی	۰/۰۰۴۱	۰/۴۹۳۵	۰/۶۲۱۸	بی معنی
بازده غیرعادی انباشته	-۰/۰۰۰۷	-۱/۱۹۶۲	۰/۰۳۸۵	منفی
اندازه شرکت	-۰/۰۰۵۲	-۱/۴۱۰۱	۰/۰۲۹۱	منفی
ضریب تعیین مدل				
آماره F (P-Value)				
۰/۷۳۹۵				
۳/۹۴۶۸ (۰/۰۰۰۰)				

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۷۳/۹۵ درصد از نرخ رشد فروش شرکت‌ها، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در

نگاره ۴-۷، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر محدودیت‌های مالی کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0496$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها در سطح اطمینان 95% درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95% درصد می‌توان گفت بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر ($-0/0065$) حاکی از وجود رابطه معکوس میان محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی محدودیت‌های مالی، نرخ رشد فروش شرکت‌ها نیز به میزان $0/0065$ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

۳. نتایج آزمون فرضیه اصلی سوم تحقیق

در فرضیه سوم تحقیق رابطه میان بین نقدشوندگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین نقدشوندگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان 95% معنی‌دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases} \quad (3)$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۷، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نقدینگی

بازار سهام کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0285$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها در سطح اطمینان 95% درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه سوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95% درصد می‌توان گفت بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر ($0/0005$) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی نقدینگی بازار سهام، نرخ رشد فروش شرکت‌ها نیز به میزان $0/0005$ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۴. نتایج آزمون فرضیه اصلی چهارم تحقیق

هدف از فرضیه چهارم تحقیق بررسی رابطه میان نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، بوده و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_4 در سطح اطمینان 95% معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_4 = 0 \\ H_1 : \beta_4 \neq 0 \end{cases} \quad (4)$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نوسان‌پذیری قیمت سهام کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0194$)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نوسان‌پذیری قیمت سهام و

نرخ رشد فروش شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۱/۰۰۰۳) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نوسان‌پذیری قیمت سهام، نرخ رشد فروش شرکت‌ها نیز به میزان ۱/۰۰۰۳ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه چهارم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

جمع‌بندی و ملاحظات

در این پژوهش ابتدا خلاصه آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شد. در ادامه به ارائه آمار استنباطی پرداخته شد و مدل‌های تحقیق در قالب آمار استنباطی فرضیه‌ها ارائه شد. برای آزمون مدل‌های ابتدا از آزمون چاو استفاده شد تا مشخص گردد که آیا از روش پانل باید استفاده کرد یا روش ترکیبی و در ادامه از آزمون هاسمن برای استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد. در نهایت برآزش مدل ارائه و نتایج حاصل از مفروضات رگرسیون کلاسیک برای مدل‌های تحقیق بیان گردید. در این تحقیق چهار فرضیه اصلی مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اصلی اول رابطه بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها بررسی شد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که بین نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج فرضیه اول تحقیق با بعضی از تحقیقات گذشته از جمله پیر و پاگانو (۲۰۱۳)، جونز (۲۰۱۲) و کوهن و همکاران (۲۰۰۷)، مطابقت داشته و با نتایج تحقیق چن و همکاران (۲۰۰۲)

و کیم و همکاران (۱۹۹۸)، در تضاد است. در فرضیه اصلی دوم نیز رابطه بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین محدودیت‌های مالی و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از تحقیقات از جمله بنکار و همکاران (۲۰۱۱)، چانگ و همکاران (۲۰۰۷) و دسای و همکاران (۲۰۰۶)، مطابقت دارد. همچنین در فرضیه اصلی سوم رابطه بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین نقدینگی بازار سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از تحقیقات از جمله انگوین و چن (۲۰۰۸) و هوگس و همکاران (۲۰۰۷)، مطابقت دارد. در ادامه در فرضیه اصلی چهارم رابطه بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین نوسان‌پذیری قیمت سهام و نرخ رشد فروش شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از تحقیقات از جمله بوهمر و همکاران (۲۰۰۸)، بای و همکاران (۲۰۰۶) و اسپنیک من و ایکسیونگ (۲۰۰۳)، مطابقت دارد.

پی‌نوشت

1. Jones.
2. Cohen and et al.
3. Huddart and et al.
4. Pastor and Stambaugh.
5. Lyroudi and Lazaridis.
6. Sloan.
7. Chang and Chen.
8. Ajinkya and et al.
9. Espinosa
10. Bai and et al.

- Operational Cash Flows Of Tehran Stock Exchange Companies”, *Journal Of Financial Accounting*, Year Second, No. 5, Pp. 1-16.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. And Sengupta, P.(2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors And The Properties Of Management Earnings Forecasts, *Journal Of Accounting Research*, 43: 343-75.
- Amihud, Y., (2002). Illiquidity And Stock Returns: Cross-Section And Time-Series Effects. *J. Financ. Mark.* 5, 31-56.
- Anvari Ali, Blind Verdi Yadollah, (2011), How To Preempt Cash Flow From The Perspectives Of Different Groups In Iran, *Accounting And Audit Research*, 7: 100-110.
- Badri, Ahmad And Maryam Ramezani (2014), Changing The Price Limit On Trading Volumes And Fluctuating Stock Prices, *Accounting Knowledge*, No. 3, P. 42-21.
- Bai, Y., Chang, E.C., Wang, J., (2006). Asset Prices Under Short-Sale Constraints. *Mit Sloan School Of Management Working Paper*
- Banker, R., Ciftci, M., And Mashruwala, R. (2013). Managerial Optimism And Cost Behavior. *Working Paper*, Temple University.
- Barzideh, Farrokh (2006), The Role Of Traditional And Modern Liquidity Risks In Financial Decision Making, *Quarterly Journal Of Accounting Studies*, Vol. 10 And 11, P. 157-177.
- Beber, A., Pagano, M., (2015). Short-Selling Bans Around The World: Evidence From The 2007-2009 Crisis. *J. Financ.* 68, 343-381.
- Bernard, V. And J. Noel .(1991). “Do Inventory Disclosures Predict Sales And Earnings?” *Journal Of Accounting, Auditing And Finance*. Pp. 82-145.
- Boehmer, E., Jones, C.M., Zhang, X., (2011). Which Shorts Are Informed? *J. Financ.* 63, 491-527.
- Chang, E.C., Cheng, J.W., Yu, Y., (2010). Short-Sales Constraints And Price Discovery: Evidence From The Hong Kong Market. *J. Financ.* 62, 2097-2121.
- Chang, S.J. And Chen, S.N. (1989), Stock – Price Adjustment To Earnings And Dividend Surprises, *Quarterly Review Of Economics And Business*, Vol. 39, Pp 21-49.
- Chen, J., Hong, H., Stein, J.C., (2002). Breadth Of
11. Boehmer and et al.
 12. Banker and et al.
 13. Chen and et al.
 14. Farre-Mensa & Ljungqvist
 15. stock market crash
 16. panic
 17. Galbraith
 18. bear market
 19. Amihud.
 20. Sadka.
 21. Hughes and et al.
 22. Desai and et al.
 23. Nguyen and Chen.
 24. Scheinkman and Xiong.
 25. Kim and et al.
 26. Dechow.
 27. Chang and et al.
 28. Dechow and et al.
 29. Beber and Pagano.
 30. Bernard and Noel.
 31. Capital Asset Pricing Model
 32. Aghai and Shakeri
 33. Badri and Ramezani
 34. Karimi, akhlaghi and Rezaie Mehr
 35. Anvary and Tari Verdi
 36. Foroughi and Mazaheri
 37. Mohammad Abadi and Bayazidi
 38. Toluhi and Hagh Doust
 39. Tehrani and Fahimi Dawab
 40. Barzydeh
 41. Yan & zhang
 42. Nguyen

منابع

- Acharya, V.V., Pedersen, L.H., (2005). Asset Pricing With Liquidity Risk. *J. Financ. Econ.* 77, 375-410.
- Aghayi, Mohammad Ali And Shakeri, Amir (2015), “The Application Of Liquidity, Cash Flow And Accrual Accounting Ratios In The Forecast Of Future

- Time Lags, *Financial Accounting Research*, Q3 , Pp. 87-100.
- Kim, C., Mauer, D. C, & Sherman, A. E.(1998). The Determinants Of Corporate Liquidity: Theory And Evidence. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol 33(3), Pp335-339.
- Lyroutdi, K. And J. Lazaridis (2000). "The Cash Conversion Cycle And Liquidity Analysis Of The Food Industry In Greece." [Electronic Version]. Efma 2000 Athens, From [Http://Ssrn.Com/Paper=236175](http://Ssrn.Com/Paper=236175).
- Mahmoud Abadi, Hamid And Anvar Bayazidi (2009), "Comparison Of The Power Of Explaining The Models Of Surplus Profit Evaluation And Abnormal Growth In Determining The Value Of Companies," *Accounting And Auditing Reviews*, No. 54, Pp. 101-116.
- Nguyen, H., Chen, H.,(2012). Institutional Herding And Its Impact On Stock Prices. University Of Florida & Baltimore.
- Pastor, L., Stambaugh, R.F., (2003). Liquidity Risk And Expected Stock Returns. *J. Polit. Econ.* 111, 642-685.
- Sadka, R., (2006). Momentum And Post-Earnings-Announcement Drift Anomalies: The Role Of Liquidity Risk. *J. Financ. Econ.* 80, 309-349.
- Scheinkman, J., Xiong, W., (2003). Overconfidence And Speculative Bubbles. *J. Polit. Econ.* 111, 1183-1219.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information In Accruals And Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review.* 71. 289-315.
- Toloei, Abbas And Haghdoost, Shadi (2008). Modeling The Stock Price Forecast Using The Neural Network And Comparing It With Mathematical Prediction Methods, *Economic Journal*, P. 252-237.
- Ownership And Stock Returns. *J. Financ. Econ.* 66, 171-205.
- Cohen, L., Diether, K., Malloy, C., (2009). Supply And Demand Shifts In The Shorting Market. *J. Financ.* 62, 2061-2096.
- Dechow, P., (1994). Accounting Earning And Cash Flows As Measures Of Firm Performance: The Role Of Accounting Accrual. *Journal Of Accounting And Economics*, 18. 3-42.
- Dechow, P., Hutton, A., Meulbroek, L., Sloan, R.G., (2001). Short-Sellers, Fundamental Analysis, And Stock Returns. *J. Financ. Econ.* 61, 77-106.
- Desai, H., Krishnamurthy, S., Venkataraman, K., (2006). Do Short Sellers Target Firms With Poor Earnings Quality? Evidence From Earnings Restatements. *Rev. Acc. Stud.* 11, 71-90.
- Fahimi Duab, Roxana (2007), The Study Of The Importance Of Factors Affecting The Behavior Of Private Stock Investors In The Mashhad Stock Exchange, And Its Comparative Comparison With The Investors' Behavior In Tehran Stock Exchange, Master'S Thesis, Al-Zahra University.
- Foroughi, Dariush And Mazaheri, Ismail (2010), The Ability To Profit And Cash Flow Operational In Explaining The Inherent Value Of The Shares Of Companies Accepted In The Tehran Stock Exchange, *Financial Accounting Research*, 2: 1-15.
- Huddart And Et Al (2006). Psychological Factors, Stock Price Paths, And Trading Volume, *Managemen Science*, Ariticle In Press.
- Hughes, J., Liu, J., Liu, J., (2007). Information, Diversification And The Cost Of Capital. *Account. Rev.* 82, 705-729.
- Jones, C.M., (2014). Shorting Restrictions: Revisiting The 1930S. *Financ. Rev.* 47, 1-35.
- Karimi, Farzad, Hasan Akhlaghi And Fatemeh Rezaei Mehr (2013), Investigating The Effect Of Financial Leverage And Opportunity Of Company Growth On Investment Decisions In Listed Companies In Tehran Stock Exchange, *Scientific Journal Of Financial Accounting*, No. 8, P. 6 -74.
- Khadami Pour, Ahmad And Pour Ahmad, Reza (2012), Investigating The Ability Of Accruals, Operating Profit And Operating Cash Flows In Forecasting Operating Cash Flows, Taking Into Account Specific