

تاثیر سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

الهام اقدامی^۱، شبنم میرزایی وند^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

^۲ دانشجوی دکتری روانشناسی سلامت دانشگاه تهران

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

الهام اقدامی

Eghdami_elham@yahoo.com

چکیده

این تحقیق به بررسی تاثیر سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس ایران می پردازد. برای بررسی نقد شوندگی سهام از مدل روبین (۲۰۰۷) و برای ارزیابی بازده سهام از مدل مندلسون (۲۰۰۸) استفاده می شود. این پژوهش به گونه تجربی به تحلیل گران مالی، سرمایه گذاران، مدیران و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری نشان می دهد که سهامدار عمده بر متغیر های پژوهش تاثیر ندارد. با استفاده از اطلاعات صورت های مالی ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ و با بهره گیری از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره، به کمک نرم افزار ایویوز، نتایج تحقیق نشان داد که سهامداران عمده تاثیری بر نقد شوندگی سهام و بازده سهام نداشته، همچنین بر سود آوری مدل شماره ۱ هم تاثیر نداشته است. اما بر سود آوری شماره ۲ تاثیری منفی دارد.

واژگان کلیدی: سهامداران عمده، نقد شوندگی سهام، بازده سهام، سود آوری شرکت، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

بورس اوراق بهادار یکی از اجزای بازارهای مالی است که حرکت چرخ های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیر ممکن می باشد، امروزه تحولات اقتصادهای صنعتی، بازار سرمایه را به ماشینی تبدیل کرده است که نمی توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی، آن را از اقتصاد حذف کرد. به عقیده ی کینز اصلی ترین وظیفه ی یک بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه گذاری ها با بالاترین بازده می باشد. در مورد تغییرات قیمت سهام در بازار اوراق بهادار می توان گفت که رویدادهای عادی و غیرعادی متعددی از جمله عوامل سیاسی و اقتصادی و بسیاری عوامل دیگر می توانند بر قیمت سهام اثر بگذارند و باعث ایجاد تغییرات فزاینده و یا کاهش در قیمت ها گردند. قیمت سهام هر لحظه و بر اثر تغییرات عرضه و تقاضای بازار قابل تغییر است. اگر تعداد خریداران یک سهم از تعداد فروشندگان آن بیشتر باشد، یعنی تقاضای خرید یک سهم بیشتر از میزان عرضه آن برای فروش باشد، قیمت آن سهم افزایش می یابد و برعکس. درک عرضه و تقاضا و تغییرات قیمتی ناشی از آن بسیار آسان است، اما آنچه دشوار است، فهم آن چیزی است که به تغییرات عرضه و تقاضا در بازار سهام می انجامد و سبب می شود برخی خواهان یا خریدار سهام خاصی شوند و برخی دیگر، رویگردان یا فروشنده آن باشند (خاکپور، ۱۳۸۷). بررسی رابطه حجم معاملات، تغییرات قیمت و بازده سهام از موضوعاتی است که از سال ۱۹۵۹ تا کنون مورد توجه شدید محققان مالی و اقتصادی قرار داشته است. اهمیت این رابطه به گونه ای است که در وال استریت ضرب المثل هایی درباره ارتباط حجم معاملات و بازده سهام شکل گرفته است. بورس اوراق بهادار و بازار سرمایه در ایران بازار جوانی است، اما گاهی دیده شده است که بسیاری از مبادله گران جزء در بازار سرمایه از حرکات حجم معاملات و یا تغییرات قیمت برای تصمیمات آنی و کوتاه مدت خود چشم پوشی نمی کنند و تغییرات قیمت و حجم معاملات را ناشی از اخبار و اطلاعات می دانند که ممکن است به گوش آنها نرسیده باشد (نجمزاده و زیوداری، ۱۳۸۵).

در این تحقیق به دنبال بررسی تاثیر سهام داران عمده بر نقد شوندگی و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران می باشیم، هدف از انجام این تحقیق بررسی این موضوع که آیا بین سهامداران عمده و تغییرات قیمت، نقد شوندگی و بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟ قیمت سهام یکی از عوامل بسیار مهم در کمک به تصمیم گیری سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری و یا عدم سرمایه گذاری در یک واحد اقتصادی می باشد. دو عامل اصلی در تعیین قیمت سهام نقش دارند که شامل جریان های نقدی منتظره و نرخ بازده مورد انتظار (یا معکوس آن، یعنی نسبت به قیمت سود هر سهم) می باشند، علاوه بر این دو متغیر که نقش نهایی در تعیین قیمت سهام دارند تغییرهای دیگری نیز وجود دارند که در تعیین قیمت سهام اثر دارند. که این متغیر ها را در دو گروه متغیرهای برون زا شامل بازده بالقوه اقتصاد، مالیات شرکت، تغییرات مخارج دولتی و سیاست مالی و متغیرهای درون زا، شامل تغییرات مخارج کل، تغییرات سطح قیمت ها، عایدی اسمی شرکت، عایدی واقعی شرکت، عایدی واقعی منتظره شرکت، تغییرات در بازده واقعی سرمایه گذاری می باشند.

همچنین می توان اهمیت و ضرورت تحقیق را اینگونه بیان کرد که ، یکی از عوامل مهمی که بر قیمت سهام و بالطبع بر ثروت سهام داران تاثیر می گذارد چگونگی تقسیم سود می باشد. با اینکه به نظر می رسد سهام داران در ایران سهام جایزه را به سود نقدی ترجیح می دهند تا مل در این موضوع بیانگر این واقعیت است که اگر نسبت به آگاهی سهامداران در مورد ماهیت سهام جایزه اقدام نشود این احتمال وجود دارد که سهام داران عمده بعضی شرکت ها با انتشار سهام جایزه و متورم نمودن ارزش سهام خود مبادرت به فریب سهام داران اقلیت یا مردم عادی نموده و به این وسیله به اعتماد عمومی به بازار سهام لطمه وارد کنند تصمیم اعطای سود سهمی (سهام جایزه) با توجه به توزیع آن با درصد های مختلف و تاثیر آن (مثبت یا منفی) بر بازدهی سهام (قیمت سهام) در بازار بورس تصمیم بسیار مهمی می باشد که باید با بررسی و دقت بیشتر و با در نظر گرفتن منافع سهام داران و وضعیت آتی شرکت اتخاذ کرد. اهداف تحقیق ، بررسی تاثیر سهام داران عمده بر نقد شوندگی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران بوده و همچنین اهداف کاربردی پژوهش، شرکت های سرمایه گذاری، تحلیل گران بازار سرمایه، کارگزاران بورس اوراق بهادار و همچنین تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری بعنوان اصلی ترین کاربران این پژوهش بوده و می توانند نتایج این پژوهش را در تصمیم گیری های خود مورد استفاده قرار دهند.

۱. مبانی نظری پژوهش

۱.۱. سهامداران عمده

بی شک یکی از مهم ترین تحولات جهان در قرن هجدهم میلادی، انقلاب صنعتی، ظهور شرکت های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت بود. تا قبل از آن فعالیت های تجاری و اقتصادی در قالب مالکیت های فردی انجام می شد و جدایی مالکیت و مدیریت مطرح نبود. در نتیجه

این تحولات، شرکت های سهامی محل تجمع منافع ذینفعان بسیاری در شرکت ها، شامل سهامداران، مدیران، اعتبار دهندگان، کارکنان و سایر ذینفعان شد و در پی آن بازار مالی سازمان یافته ای در اکثر کشورها به وجود آمد. از آنجا که امکان حضور همه سهامداران و ذینفعان در شرکت ها وجود ندارد لذا مدیران به نمایندگی از طرف آن ها اداره امور شرکت ها را به دست گرفتند و مسئول پاسخگویی به ذینفعان در مقابل منابع در دسترس شان شدند. سهامداران و ذینفعان خواهان حداکثر شدن منافع شرکت و لزوماً با منافع مدیران که کسب حداکثر پاداش است هم سو و هم جهت نمی باشد اینجاست که تضاد منافع پدید می آید. سازمان جدید سرمایه، زمینه وظایف حسدابداری را گسترده تر کرد و تهیه و ارائه گزارش هایی لازم شد که بتواند سهامداران را از چگونگی اداره سرمایه هایشان، ارزیابی عملکرد و سنجش کارایی مدیران و گردانندگان موسسه و بلاخره آینده سرمایه گذاری هایشان مطلع کند. رفتار فرصت طلبانه مدیر اقتضا می کند در گزارش سود دخل و تصرف کند. مدیریت سود یک رفتار فرصت طلبانه از جانب مدیریت برای دست یابی به اهدافی خاص می باشد. هرگونه رفتار سهامدار عمده که منجر به سواستفاده از سرمایه سهامداران جزء و همچنین اعتباردهندگان به قصد کسب منافع شخصی مغایر با اهداف شرکت و با استفاده از منابع شرکت انجام گیرد، که در نهایت منجر به ناتوانی شرکت در بهره بردن از فرصت های سرمایه گذاری پیشرو و از دست دادن مزیت رقابتی و در نهایت کاهش ارزش شرکت شود، بیانگر نقش بازدارنده سهامداران عمده می باشد (فردیناند و دیگران^۱، ۱۹۹۸).

پراکندگی مالکیت میان سهامداران جزء در شرکت های امروزی اولین بار توسط مینز و برل^۲ در ۱۹۳۲ مطرح شد و بر مبنای آن مالکیت از مدیریت عملیات روزمره جداست و این مسئله منجر به بروز تنش میان مالکان و مدیران می شود. به هر حال، مشکل اساسی که از نظر تئوری نمایندگی در این گونه شرکت ها و از یک منظر اقتصادی رخ می دهد عبارتست از بروز تنش میان منافع سهامداران خرد (کن و چن^۳، ۲۰۰۸)، لاپورتا و همکاران^۴ در ۱۹۹۹ اولین مقاله با موضوع سهامداران عمده را به بحث گذاشت، و بر خلاف مینز و برل، به این نتیجه رسید که نسبت کمی از شرکت ها از یک مالکیت پراکنده برخوردارند، بویژه در کشورهایی که سهامداران از حمایت و حفاظت ضعیفی برخوردارند. لاپورتا و همکاران در ۱۹۹۹ نشان دادند که در کشورهایی که حفاظت از سرمایه داران ضعیف اجرا می شود شرکت های سهامی خاص متمایل به تمرکز بیشتر و اجتناب از مشکلات حقوقی هستند، این مسئله را به شکلی آشکار در بازارهایی از قبیل تایوان می توان مشاهده کرد. کلسنس و همکاران^۵ در سال ۲۰۰۲ نتایج لاپورتا را به کل آسیای شرقی تعمیم داد چرا که مدیران شرکت های منطقه معمولاً با سهامداران عمده آن شرکت نسبت فامیلی دارند. آن ها نشان دادند که در شرکت های با مالکیت خانوادگی و شرکت های کوچک جدایی مالکیت از مدیریت یک مسئله کاملاً ظاهری است (کلسنس و همکاران، ۲۰۰۲).

۱.۲. نقد شونددگی سهام

قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چقدر سهمی را بتوان سریع تر و با هزینه کمتری به فروش رساند، می توان گفت که آن سهم از نقد شونددگی بیشتری برخوردار است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می شوند، قابلیت نقد شونددگی بیشتر و در نهایت ریسک کم تری دارند. نقش عامل نقد شونددگی در ارزش گذاری دارایی ها حائز اهمیت است؛ زیرا سرمایه گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آن ها وجود دارد یا خیر؟ هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر این که بازده بیشتری عاید دارنده آن شود (گوفری و دیگران^۶، ۲۰۰۳). نقد شونددگی تابعی از توانایی انجام معامله سریع با حجم بالایی از اوراق بهادار و هزینه پایین است. به این معنی که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (لیو ویمین^۷، ۲۰۰۶). درجه نقد شونددگی یک سرمایه گذاری وقتی پایین است که قیمت منصفانه آن به سرعت به دست نیاید. میزان نقد شونددگی سهام بر تصمیمات سرمایه گذاران در تشکیل پرتفوی سرمایه گذاری مؤثر است. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران منطقی برای سهامی که نقد شونددگی کمتری دارد، صرف ریسک بیشتری را مطالبه می کنند و بازده مورد انتظار آن ها بیشتر خواهد بود. بنابراین، رابطه منفی بین نقدشوندگی و بازده سهام در سطح ساختارهای کوچک وجود دارد. زیرا نقد شونددگی کمتر مساوی با ریسک بیشتر است و ریسک

¹. Fredinand a Gul-Judy Tsui.

². Means , Berle.

³. Ken Y. Chen.

⁴. La porta et al.

⁵. Claessens et al.

⁶. Kiel Geoffrey C, Gavin J, Nicholson.

⁷. Liu, Weimin.

بیشتر همراه با بازده بیشتر است. اما در سطح کلان و در سطح یک کشور این انتظار می رود، هرچه نقد شوندگی سهام بیشتر می شود در برگزیده ی اطلاعات جدیدی برای تغییرات تدریجی سهام باشد که به بالا رفتن سطح بازده منجر خواهد شد (بورتولیتی و دیگران^۸، ۲۰۰۶).

۱.۳. بازده سهام

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازده سهام می باشد، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می نمایند. به اعتقاد فاما بازده سهام و یا پیش بینی بازار سهام یکی از موضوع های مهم مالی است که از دیر باز تا کنون مورد توجه محققان قرار گرفته است. این موضوع مبنی بر این فرض است که اطلاعات گذشته در دسترس عموم قرار می گیرد تا بتوان با استفاده از آنها بازده سهام را در آینده پیش بینی کرد (فاما و فرنچ^۹، ۱۹۹۵). متغیرهای اقتصادی مانند نرخ های بهره و نرخ های تسعیر ارز، اطلاعات خاص صنعت مانند نرخ های رشد تولیدات صنعتی و قیمت مصرف کننده، اطلاعات خاص شرکت مانند صورت سود و زیان، بازده و سود تقسیمی نمونه هایی از این اطلاعات هستند. با این وجود، تلاش برای پیش بینی بازده سهام، بر خلاف درک عموم از کارایی بازار است. فرضیه بازار کارا بیان می کند که همه اطلاعات موجود قبل از این که افراد بتوانند بر اساس آن معامله کنند، در بازار کارا منعکس شده است. بنابراین، پیش بینی قیمت سهام برای پیش بینی بازده سهام غیر ممکن است. زیرا بازارها تمام اطلاعات شناخته شده موجود در رابطه با سهام را به طور کامل منعکس می کنند. بازار کارا بلافاصله قیمت سهام را بر اساس خبری که می رسد، در بازار بطور تصادفی تنظیم می کند. با این حال، هنوز بحث های فراوانی مبنی بر عدم کارایی بازار وجود دارد و با تکیه بر این استدلال می توان قیمت سهام را برای پیش بینی بازده سهام در آینده به کار برد (آستین و همکاران^{۱۰}، ۱۹۹۷).

امروزه با توجه به اهمیت و گسترش روزافزون بازارهای سرمایه در تجهیز و جمع آوری سرمایه های کوچک فردی به سمت فعالیت های تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه گذاران و متغیرهای تأثیرگذار بر قیمت و بازده سهام در این بازارها اهمیت بسیاری یافته است. بدیهی است که سرمایه گذاری در بورس بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای بورس در سرتاسر جهان مبادله می شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بازار بورس است. همچنین بازار بورس هم برای سرمایه گذاران حرفه ای و هم برای عموم مردم به عنوان یک ابزار سرمایه گذاری در دسترس است. بازارهای بورس از پارامترهای کلان اقتصادی و غیر اقتصادی و بسیاری دیگر از متغیرهای دیگر تأثیر می پذیرد. متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازارهای سرمایه و ناشناخته بودن آن ها موجب عدم اطمینان در زمینه سرمایه گذاری شده است. بخشی از متغیرهای تأثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می شود. میزان تأثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است. برای تعیین تأثیر این اطلاعات بر بازده سهام از روش های گوناگونی استفاده شده است. علاوه بر پیش بینی بازده آتی سهام به وسیله داده های تاریخی سری های زمانی، شناسایی شاخص های مهم برای سطح بازده آتی سهام و ایجاد یک الگو نیز یکی از جریانات اصلی در تحقیقات مالی است. در ادبیات مالی این شاخص ها عوامل ریسک نامیده می شوند (فاما و فرنچ^۹، ۱۳۳، ۱۹۹۵). بازده در فرآیند سرمایه گذران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذران محسوب می شود (کرمی و همکاران^{۱۰}، ۱۳۸۵).

۱.۴. سودآوری

در طول سه دهه گذشته رابطه بین سودآوری و بازده سهام در مرکز تحقیقات حسابداری بوده است. پژوهشگران مختلفی رابطه بین بازده سهام و سود حسابداری را بر مبنای تعاریف مختلف سودآوری آزمون کرده اند. براون (۱۹۹۴)، کوتاری و زیمرمن (۱۹۹۵)، استون (۱۹۹۹) و کوتاری (۲۰۰۱) در مورد تحقیقات مربوط به این حوزه بررسی کاملی را ارائه کرده اند. فرضیه اصلی این مطالعات این است که سود حسابداری عامل مهمی در مدل های ارزشیابی شرکت است. بسیاری از مطالعاتی که خصوصیات مختلف رابطه سودآوری و بازده را آزمون کرده اند، در اصل سعی داشته اند ارزش مربوط داده های حسابداری را تایید کنند. سیاری از شواهد در خصوص محتوای اطلاعاتی سودآوری برای توضیح بازده نشان می دهند که سودآوری تبیین کننده مناسبی از بازده سهام است، مخصوصا زمانی که از داده ها برای دوره ای طولانی میانگین گرفته شود

⁸. Bortolotti B, De Jong F, Nicodano G, Ibolya S.

⁹. E. F. Fama, K. R. French

¹⁰. M. Austin, C. Looney, J. Zhuo.

(بلک و فال^{۱۱}، ۱۹۹۸). هر چند بعضی مطالعات نشان می دهند که در بررسی روابط مقطعی، رابطه بین سودآوری و بازده در طول زمان کاملاً ناپایدار است؛ یعنی سود حسابداری فاقد این قابلیت است که به پیش بینی بازده های آتی سهام کمک کند. برای فائق آمدن بر این مشکل بسیاری از محققان توانایی متغیرهای دیگر غیر از سود آوری را برای بهبود مدل سود آوری و بازده اولیه آزمون کردند. یکی از این متغیرها که توجه محافل دانشگاهی را به خود معطوف کرد، اندازه شرکت بود که معمولاً به صورت ارزش بازار شرکت تعریف می شود. این استنباط وجود دارد که شرکت های کوچک دارای میانگین رشد سود آوری بالایی هستند. بنابراین انتظار می رود در تغییرات سود شرکت های کوچک قیمت سهام منظور گردد. از سوی دیگر، شرکت های بزرگ میانگین رشد سود آوری کمی دارند. معمولاً تغییر مهمی در سود آوری آن ها انتظار نمی رود و منتشر شدن اطلاعات ممکن است بر تغییرات قیمتی سهام اثر کمی داشته باشد. البته وجود کانال های مختلف اطلاع رسانی نیز ممکن است توجیهی برای این موضوع باشد. به علاوه بعضی از پژوهش گران قابلیت تعمیم یافته های مربوط به اندازه شرکت را در چارچوب چرخه عمر شرکت بررسی کرده اند (بلک و فال، ۱۹۹۸).

۲. پیشینه پژوهش

۲-۱. پیشینه خارجی

پاول و لی^{۱۲} (۲۰۱۱)؛ عوامل تعیین کننده منابع نقدی شرکت ها در استرالیا و اثر آن عوامل بر ثروت سهامداران را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می دهد که شرکت های با وجه نقد مازاد "گذرا" به طور قابل توجهی "بازده تعدیل شده با ریسک" بالاتری را در مقایسه با شرکت های با وجه نقد مازاد "پایدار" به دست می آورند. همچنین آن ها دریافتند که شرکت های با هزینه های نمایندگی بالا، وجه نقد مازاد بیشتری را نگهداری می کنند.

دیمیتریس و ماریا^{۱۳} (۲۰۱۱)؛ در پژوهشی اثر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های فرانسوی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج کلی این پژوهش حاکی از آن است که میزان قدرت نفوذ و وجود سهامداران عمده به طور قابل ملاحظه ای می تواند بر بازدهی شرکت تأثیرگذار باشد. همچنین آن ها بیان می کنند که این امر می تواند (قدرت نفوذ) باعث کاهش هزینه های نمایندگی بین مالکان و مدیران شود. آنجینر و دنیز^{۱۴} (۲۰۱۰)؛ معتقد است که مقاله های تئوریک صرف نقدینگی را به تصمیم های معاملاتی بهینه در مقابل هزینه های معاملاتی پیوند زده اند. به خصوص روزهای نگهداری سرمایه گذار، چگونگی تنزیل هزینه های معاملاتی و تأثیر آن در قیمت گذاری دارایی را تعیین می کنند. او در تحقیق خود مشاهده کرد که رابطه معنی داری بین دوره های نگهداری و هزینه های معاملاتی وجود دارد. این رابطه برای سرمایه گذاران خبره قوی تر بود. سرمایه گذارانی که دوره نگهداری بیشتر دارند، بعد از تنزیل هزینه های معاملاتی بازده بیشتری به دست می آورند. همچنین بین تقاضای سرمایه گذاران برای نقدشوندگی دارایی ها همبستگی وجود داشت. تقاضا برای نقد شوندگی در طول دوره نقد شوندگی پایین بازار افزایش می یافت. سرمایه گذارانی با درآمد و ثروت بالا در سهامی سرمایه گذاری می کردند که در هنگام پایین بودن نقد شوندگی بازار، دارای نقد شوندگی کافی باشند.

لی و دیگران^{۱۵} (۲۰۱۰)؛ در تحقیقی به بررسی رابطه بین نگهداری وجه نقد مورد انتظار و عملکرد آتی شرکت و بازدهی سهام پرداختند. آن ها دریافتند انحرافات وجه نقد با تغییرات عملکرد دارای رابطه مثبت معنادار است و هر چه این انحرافات مثبت باشد عملکرد بهبود می یابد و هر چه این انحرافات منفی باشد عملکرد آتی شرکت ضعیف تر می شود.

گوپالان و همکاران^{۱۶} (۲۰۰۹)؛ رابطه بین نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی ادعاهای مالی بر این دارایی ها را بررسی کردند و به این وسیله تصمیم های مالی شرکت را به نقد شوندگی سهام آن ارتباط دادند. مدل آن ها نشان داد زمانی که نقد شوندگی بالای دارایی ها عدم اطمینان را با توجه به ارزش گذاری دارایی های موجود کم می کند، سرمایه گذاری های آتی و عدم اطمینان مربوط به آن افزایش پیدا می کند. همچنین مشخص شد که برای شرکت هایی که احتمال کمی برای سرمایه گذاری مجدد دارایی های نقد شونده آن ها وجود دارد، یعنی شرکت هایی که فرصت های رشد کمتری داشته و از لحاظ مالی دارای محدودیت هستند، نقدشوندگی دارایی ها نقد شوندگی سهام را بهبود می بخشد.

¹¹ . Black, E., Fall.

¹² . Powell, R. and Lee, E.

¹³ . Dimitris, M. A. and Maria, P. B.

¹⁴ . Anginer, Deniz.

¹⁵ . Li, Jang woo and Quen, Seung Doo.

¹⁶ . Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail.

مدل آن ها نشان داد که رابطه مثبت زیادی بین نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی سهام شرکت وجود دارد. برای شرکت هایی با فرصت های رشد کم و دارای محدودیت از نظر مالی این رابطه قوی تر می شود.

گوپالان و همکاران (۲۰۰۹)؛ در تحقیق دیگری به ارائه مدلی برای ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری، نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی سهام شرکت پرداختند. آن ها به این نتیجه رسیدند که نقد شوندگی بالای دارایی ها، سرمایه گذاری های آتی را افزایش داده و با عدم اطمینان مرتبط است. آن ها نشان دادند که افزایش یک واحد در نقد شوندگی دارایی ها باعث افزایش ۱۵ درصدی نقد شوندگی سهام شرکت می شود. مدل آن ها نشان داد که نقد شوندگی دارایی ها تأثیر مثبت بیشتری بر نقد شوندگی سهام شرکت هایی با فرصت های رشد کمتر دارد. همچنین آن ها دریافتند که یک دلار وجه نقد برای شرکت هایی با نقد شوندگی سهام کم، ارزشی بیش از یک دلار دارد. معیارهای آن ها برای نقد شوندگی سهام معیار آمیهود، شکاف قیمت خرید و فروش، میانگین شکاف قیمت خرید و فروش موثر و بازده صفر بود. برای نقد شوندگی دارایی ها نیز به ترکیب دارایی ها برحسب نقد شوندگی امتیازی از صفر تا یک داده شده و امتیاز وزنی آن ها محاسبه شده و به عنوان معیار نقد شوندگی دارایی ها استفاده شده است.

۲-۲. پیشینه داخلی

پرسته و دیگران (۱۳۹۵)؛ به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی ها پرداختند. در این تحقیق اطلاعات مالی ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش داده های تابلویی با اثرات ثابت، نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵٪ میزان نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری بر بازدهی سهام دارد، اما ارتباط معناداری بین درصد سهامداران عمده و بازدهی سهام یافت نشد.

عارفی و پور مقیم (۱۳۹۳)؛ به بررسی تأثیر ترکیب سهامداری بر بازده نقدی شرکت ها با استفاده از روش شبکه عصبی پرداختند. با توجه به متغیرهای مستقل، چهار فرضیه برای این پژوهش تدوین گردید. برای آزمون فرضیه ها از روش شبکه عصبی و آزمون F استفاده شده است. بنابراین در این مطالعه با انتخاب ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۵ ساله ۸۴-۹۰ مشخص می شود که بین مالکیت سهامداران نهادی و بازده نقدی رابطه معنی دار و منفی وجود دارد که بیانگر تایید نظریه علامت دهی سود سهام می باشد. طبق این نظریه چون سهامداران نهادی خود علامتی معتبر برای رساندن اخبار خوب در مورد چشم انداز آینده شرکت محسوب می شوند، لذا با افزایش حضور سهامداران نهادی استفاده شرکت ها از سود نقدی برای رساندن اخبار خوب شرکت به سهامداران، کاهش می یابد.

ابراهیمی و زمانی (۱۳۹۳)؛ به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی، ساختار مالکیت و ساختار هیات مدیره بر رابطه بین سود و بازده سهام پرداختند. یافته های حاصل از این بررسی نشان داد که بین مالکیت سهامداران نهادی و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و سهامداران نهادی اثری مثبت بر ارتباط ارزشی سود دارند و تمرکز مالکیت دارای اثری منفی بر ارتباط ارزشی سود حسابداری است. در رابطه با ساختار هیات مدیره تنها استقلال هیات مدیره دارای اثری مثبت بر ارتباط ارزشی سود است. همچنین در بررسی کیفیت حسابرسی، یافته ها نشان داد که کیفیت حسابرسی دارای اثری مثبت بر رابطه سود و بازده سهم است.

احمد پور و باغبان (۱۳۹۳)؛ به بررسی رابطه ی بین نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین نقد شوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت معنی داری وجود دارد.

ستوده و دیگران (۱۳۹۲)؛ به بررسی تأثیر سهامداران عمده و سهامداران نهادی بر نقدشوندگی سهام پرداختند. جهت انجام این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۹۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۸۶-۱۳۹۰ انتخاب و بررسی شد جهت آزمون فرضیات و بررسی تأثیر بین سهامداران عمده و سهامداران نهادی بر نقدشوندگی از مدل رگرسیون خطی در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین سطح مالکیت سهامداران عمده با نقدشوندگی سهام رابطه معکوس منفی وجود دارد و بین سطح مالکیت سهامداران نهادی و نقد شوندگی سهام رابطه مستقیم مثبت وجود دارد.

ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰)؛ به بررسی ارتباط ویژگی های معاملات سهام با شاخص های متفاوت نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن ها بیانگر آن است که ویژگی های معاملات سهام، عوامل اصلی نقدشوندگی هستند. این یافته که برخی شاخص ها به گونه ای متفاوت با ویژگی های معاملات سهام برخورد می کنند، نشان می دهد که نقد شوندگی یک مفهوم پیچیده چند بعدی است که هر شاخص فقط می تواند جنبه ای از نقد شوندگی را منعکس کند.

باباجانی و همکاران (۱۳۹۰)؛ به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی پرداختند. نتایج نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، از ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی سود کاسته می شود. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، ضریب واکنش سود ابتدا کاهش و سپس افزایش می یابد. ستایش و همکاران (۱۳۹۰)؛ به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته ها بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقد شوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. سعیدی و دادار (۱۳۸۹)؛ به بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق وجود ارتباط تا شش وقفه مورد بررسی قرار گرفت که رابطه معنی دار بین شاخص نقدشوندگی سهام و شاخص نقدشوندگی سهام در وقفه های زمانی گذشته تأیید گردید و همچنین وجود رابطه مثبت بین شاخص نقدشوندگی پیش بینی شده سهام با شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمپهود مورد تأیید قرار گرفت.

۳. روش پژوهش

تحقیق حاضر از شاخه تحقیقات کاربردی است که بر اساس اطلاعات واقعی بازار و صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام خواهد گرفت. اطلاعات اساسی این تحقیق، مربوط به صورت های مالی شرکت ها است. در زمینه پژوهش های کاربردی روش های متعددی وجود دارد که در این تحقیق نیز یک تحقیق توصیفی - کاربردی بوده که مبتنی بر تحقیقات میدانی است.

۳.۱. فرضیات پژوهش

فرضیه اول : سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: سهامداران عمده بر بازده سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم : سهامداران عمده بر سود آوری (۱) شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم : سهامداران عمده بر سود آوری (۲) شرکت تاثیر معناداری دارد.

۳.۲. سنجش متغیرهای پژوهش

۳.۲.۱. سهامداران عمده: متغیر مستقل پژوهش، سهامداران عمده می باشد که منظور از آن سهامدارانی می باشد که بالاترین درصد از سهام عادی شرکت را در اختیار دارند (اسمیت و واتز^{۱۷}، ۱۹۹۲).

۳.۲.۲. نقد شوندگی سهام: یکی از متغیر های وابسته در این پژوهش نقد شوندگی سهام می باشد. برای اندازه گیری میزان نقد شوندگی سهام از مدل ارائه شده در زیر استفاده می شود (روبین -۲۰۰۷):

$$LQM = a + b_1 BLOCK_{it} + b_2 size_{it} + b_3 price_{it} + b_4 bm_{it} + b_5 volat_{it} + \varepsilon_i$$

LIQUIDITY MEASURES : معیار های مختلف نقدشوندگی برای شرکت i در دوره t.

BLOCK: تمرکز مالکیت نهادی شرکت i در دوره t.

SIZE: اندازه شرکت i در دوره t.

PRICE: قیمت سهم شرکت i در دوره t.

BM: نسبت ارزش دفتری به بازار شرکت i در دوره t.

VOLAT: نوسان بازده شرکت i در دوره t.

ε : خطای اندازه گیری برای شرکت i در دوره t.

¹⁷. Smith, C., and R. Watts.

الف) میزان مالکیت نهادی: مطابق تعریف ارایه شده و مورد استفاده در پژوهش های روبین (۲۰۰۷) و کوئو (۲۰۰۹)، برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک ها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تأمین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری، سازمان ها و نهادهای دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است (روبین^{۱۸}، ۲۰۰۷).

ب) تمرکز مالکیت نهادی: برای محاسبه تمرکز مالکیت نهادی از شاخص هرفیندال - هریشمن شاخصی اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می شود. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از مالکان نهادی به توان دو رسیده و با هم جمع می شوند. حاصل بین ۰ تا ۱ بوده و هر چقدر به ۱ نزدیک تر باشد، تمرکز بیشتر است:

$$OCON = \sum (\text{درصد مالکیت هر نهاد})^2$$

۳.۲.۳. بازده سهام:

در این پژوهش از متغیر بازدهی سهام به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است. بازده سهام، به منفعت یا سودی که از تخصیص منابع به اوراق بهادار حاصل می شود و میزان آن متناسب با ریسک مورد انتظار می باشد را بازده سهام می نامند (کمیته تدوین استاندارد حسابداری ایران، ۱۳۸۵). این مطالعه، تغییر در بازدهی سهام را از طریق تفاوت بین قیمت فعلی، و قیمت قبلی به علاوه سود سهام را مورد بررسی قرار خواهد داد و آن را بر قیمت قبلی سهام تقسیم می کند.

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t}{P_{t-1}}$$

در فرمول مزبور، R_t بازده سهام عادی در دوره t ، P_t قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره t ، P_{t-1} قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره $t-1$ و DPS_t سود نقدی تعلق گرفته به سهام شرکت در دوره t است.

۳.۲.۴. سودآوری شرکت: از دیگر متغیرهای وابسته پژوهش به شمار می رود. مشابه تحقیق دیلوف (۲۰۰۳) و سونیا کابالرو و همکاران

(۲۰۱۱)، از دو شاخص برای اندازه گیری سودآوری استفاده شده است:

اولین شاخص PRO1 می باشد نشان دهنده سود عملیاتی ناخالص است، یعنی:

{کل دارایی ها / (بهای تمام شده کالای فروش رفته - فروش)}

در حالی که دومین شاخص PRO2 می باشد که بیانگر سود عملیاتی خالص است:

{کل دارایی ها / (استهلاک دارایی های مشهود و نامشهود - بهای تمام شده کالای فروش رفته - فروش)}

۳.۲.۵. اندازه شرکت: در این پژوهش اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل به کار برده شده است. در این پژوهش لگاریتم کل دارایی های

مندرج در ترازنامه به عنوان شاخصی برای اندازه شرکت در نظر گرفته شده است:

$$Size = \text{Log (مجموع دارایی ها)}$$

۳.۳. دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این مطالعه، شامل شرکت های صنعتی فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ می باشد

که نمونه آماری شامل شرکت هایی خواهد بود که دارای شرایط معین زیر باشند:

- شرکت هایی که سال مالی آن ها به ۲۹ اسفند ختم می شود.
- شرکت هایی که در معرض تصفیه (انحلال)، ادغام، یا تجدید سازمان قرار نگرفته باشند.
- تعداد شرکت هایی که در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشند.

¹⁸. Rubin A.

- در دسته شرکت های سرمایه گذاری و بانک ها و بیمه ها قرار نگیرند.
 - تعداد شرکت هایی که سهام آنها حداقل یکبار در سال معامله شده باشد.
- و با توجه به شرایط مذکور از روش نمونه گیری غربالگری و حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه این مطالعه استفاده گردید و تعداد ۱۱۳ شرکت به عنوان نمونه مورد آزمون قرار گرفت.

۳.۴. روش تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش، برای تجزیه و تحلیل داده ها و به منظور انجام آزمون های آماری مطرح شده برای آزمون فرضیه های پژوهش، از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. به منظور آزمون معنی دار بودن مدل رگرسیون از آماره F و برای آزمون معنی داری ضرایب مدل رگرسیون از آماره t استفاده خواهد شد. همچنین معنی داری ضریب همبستگی مدل رگرسیون نیز توسط آماره t مورد آزمون قرار خواهد گرفت. ابزار گردآوری داده ها در این تحقیق در مباحث تئوریک پژوهش از مسیر مطالعه منابع، نشریات، منابع داخلی و خارجی موجود در کتاب ها و استفاده از اینترنت جمع آوری شده است، یعنی اطلاعات و داده های مورد نیاز تحقیق، با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت های مالی اساسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۹۳-۱۳۸۹ بدست آمده اند. در این باره علاوه بر مطالعه صورت های مالی اساسی، اطلاعات مربوط به صورت های مالی از سایت اطلاعاتی بورس مورد استفاده قرار گرفته است. پس از جمع آوری اطلاعات مربوطه از نرم افزار صفحه گسترده اکسل جهت طبقه بندی اطلاعات و محاسبه متغیر ها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل، با استفاده از نرم افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و از آزمون آماری که استفاده شده بر اساس مدل رگرسیونی مربوطه، به دو فرض آماری صفر و مخالف یا جایگزین تقسیم می شوند تا با استفاده از آمار تحلیلی مورد تجزیه و تحلیل قرار بگیرند، همچنین در تحقیق حاضر هر یک از فرضیه ها از ۵ جنبه مورد بررسی قرار می گیرند که عبارتند از: بررسی مفروضات اساسی مدل رگرسیون خطی، معنی داری مدل بکار گرفته شده، معنی داری متغیر مستقل، معنی داری ضریب همبستگی و خود همبستگی بین مشاهدات.

۴. یافته های پژوهش

خلاصه ویژگی های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در قالب آماره های توصیفی در جدول شماره ۱ مربوط به داده های تحقیق ارائه شده است. آماره های گزارش شده شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار و دامنه تغییرات هر یک از متغیرهای استفاده شده در پژوهش می باشد.

جدول شماره ۱ شاخص های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر ویژگی	مالکان عمده	اندازه	رتبه نقد شوندگی	ارزش دفتری به بازار	انحراف بازده	قیمت سهام	سود آوری ۲	سود آوری ۱	بازده
میانگین	۰/۵۷	۶/۰۶	۱۹۴/۷۸	۱/۵۷	۰/۴۳	۱۰۷۷۵/۲۱	۰/۱۵	۰/۱۹	۰/۱۸
میانه	۰/۵۹	۵/۹۳	۱۸۶	۱/۰۳	۰/۲۶	۳۵۸۶/۶۱	۰/۱۴	۰/۱۸	۰/۱۱
حداکثر	۰/۹۷	۸/۲۵	۴۵۵	۲۳/۴۱	۳۷/۱۲	۱۹۷۲۵۰	۰/۶۳	۰/۷۰	۷/۰۳
حداقل	۰/۰۱	۴/۳۵	۱	۰/۱۴	۰/۰۰۰۴	۱۰۱/۴۱	۰/۳۲	-۰/۱۰	-۶/۲۲
انحراف معیار	۰/۲۱	۰/۶۳	۱۱۳/۴۳	۱/۸۵	۱/۶۵	۱۷۲۳۰/۸۷	۰/۱۳	۰/۱۳	۰/۷۳
چولگی	-۰/۲۹	۰/۹۴	۰/۱۰	۵/۳۵	۱۹/۸۲	۳/۹۸	۰/۵۰	۰/۶۵	-۰/۴۵
کشیدگی	۲/۳۶	۴/۳۹	۱/۸۸	۴۸/۶۶	۴۳۵/۵۴	۳۲/۱۷	۴/۱۹	۳/۶۸	۴۲/۷۸

۴.۱. آزمون وایف (VIF)

در آمار، عامل تورم واریانس^{۱۹} شدت هم خطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می کند. درواقع یک شاخص معرفی می گردد که بیان می دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. برای بررسی شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق از عامل تورم واریانس و تلورانس^{۲۰} استفاده شده است. ۳ مشخص است، عامل تورم واریانس کلیه متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق زیر ۵ می باشد که بیانگر عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل تحقیق می باشد.

جدول شماره ۳ آزمون VIF

متغیر	تلورانس	عامل تورم واریانس
مالکان عمده	۰/۹۶	۱/۰۳
اندازه	۰/۷۴	۱/۳۴
ارزش دفتری به بازار	۱/۱۳	۰/۸۸
انحراف بازده	۰/۹۸	۱/۰۴
قیمت سهام	۰/۷۶	۱/۳۱

۴.۲. ضریب همبستگی

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. ضریب همبستگی، یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر است. ضریب همبستگی شدت رابطه و همچنین نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می دهد. این ضریب بین ۱ تا ۱- است و در عدم وجود رابطه بین دو متغیر، برابر صفر است.

جدول شماره ۴ آزمون ضریب همبستگی

بازده	سود آوری ۱	سود آوری ۲	قیمت سهام	انحراف بازده	ارزش دفتری به بازار	رتبه نقد شونددگی	اندازه	مالکان عمده	متغیر
								۱	مالکان عمده
							۱	-۰/۰۳	اندازه
						۱	-۰/۳۸	۰/۲۹	رتبه نقد شونددگی
					۱	-۰/۰۳	۰/۲۲	-۰/۰۲	ارزش دفتری به بازار
				۱	-۰/۰۳	۰/۱۱	۰/۰۰۴	۰/۰۹	انحراف بازده
			۱	-۰/۰۲	-۰/۱۳	-۰/۱۸	۰/۴۱	۰/۱۱	قیمت سهام
		۱	۰/۲۳	-۰/۰۵	-۰/۳۹	-۰/۱۲	۰/۰۷	۰/۰۷	سود آوری ۲
	۱	۰/۷۹	۰/۰۵	-۰/۰۵	-۰/۳۵	۰/۰۱	-۰/۱۲	۰/۰۹	سود آوری ۱
۱	۰/۰۹	۰/۰۹	-۰/۰۱	۰/۱۳	۰/۰۳	۰/۰۶	-۰/۰۶	۰/۰۰۸	بازده

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق، همبستگی بین متغیرهای مستقل تاندازه ای نیست که بتوان آن را به عنوان همبستگی شدید تلقی نمود. لذا می توان از آن چشم پوشی نمود و مدل ارائه شده برای مطالعه حاضر را با همه ی متغیرهای ذکر شده برای آن برآورد کرد.

¹⁹ variance inflation factor

²⁰ Tolerance

۴.۳. آزمون ریشه واحد پایایی

مهم ترین بحث در به کارگیری روش های اقتصادسنجی بررسی روش هایی است که از عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی اطمینان حاصل شود. عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی را به روش های متفاوتی مورد بررسی قرار می دهند.

جدول شماره ۵ نتایج آزمون مانایی و ریشه واحد متغیرهای پژوهش

متغیر	تفاضل	آماره	سطح احتمال
مالکان عمده	سطح	-۶۰۱/۰۷	۰/۰۰۰
اندازه		-۴/۵۴	۰/۰۰۰
رتبه نقد شوندگی		-۱۶/۵۶	۰/۰۰۰
ارزش دفتری به بازار		-۱۲/۴۷	۰/۰۰۰
انحراف بازده		-۵/۶۰	۰/۰۰۰
قیمت سهام		-۱۰/۹۵	۰/۰۰۰
سود آوری ۲		-۴۳/۸۸	۰/۰۰۰
سود آوری ۱		-۱۳/۱۷	۰/۰۰۰
بازده		-۶۶/۶۹	۰/۰۰۰

همان گونه که از جدول شماره ۵ قابل مشاهده است، تمامی متغیرها بر اساس روش لوین، فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح، مانا می باشند.

۴.۴. مدل مناسب برای تخمین مدل تعیین رگرسیون

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه های تحقیق در این پژوهش از داده های ترکیبی استفاده شده است. به منظور تعیین مدل مناسب برای آزمون فرضیات از آزمون های چاو (آزمون F لیمر) استفاده شده است. در این تحقیق به منظور آزمون فرضیات از چهار مدل رگرسیونی استفاده می شود.

الف) آزمون F لیمر

جدول شماره ۶ آزمون F لیمر

مدل رگرسیونی	آماره F	احتمال	نتیجه آزمون	
سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام تاثیر معناداری دارد.	۵/۳۰	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	مدل پانل
سهامداران عمده بر بازده سهام تاثیر معناداری دارد.	۱/۰۶	۰/۳۴	پذیرش فرض صفر	مدل پولینگ
سهامداران عمده بر سود آوری (۱) شرکت تاثیر معناداری دارد.	۱۲/۵۸	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	مدل پانل
سهامداران عمده بر سود آوری (۲) شرکت تاثیر معناداری دارد.	۸/۸۶	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	مدل پانل

جدول فوق نتایج آزمون F لیمر را به تصویر می کشد، از آنجاکه میزان Prob محاسبه شده برای مدل فرضیه ی اول، سوم و چهارم کمتر از ۰.۰۵ می باشد، لذا فرض صفر این مدل مربوط به پولینگ بودن رد می شود؛ و مدل پانل به مدل پولینگ ارجحیت دارد لذا از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می شود. اما برای مدل دوم تحقیق میزان Prob محاسبه شده بیشتر از ۰.۰۵ می باشد؛ و مدل پولینگ به مدل پانل ارجحیت دارد لذا نیازی به آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی نیست.

ب) آزمون هاسمن

بر اساس نتایج آزمون اف لیمر، ماهیت پانل بودن داده ها برای مدل دوم تأیید شد، آن گاه با استفاده از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی تصمیم گیری می شود.

جدول شماره ۷ آزمون هاسمن

مدل رگرسیونی	آماره کای اسکوتر	احتمال	نتیجه آزمون
سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.	۵۶/۲۱	۰/۰۰۰	رد فرض صفر
سهامداران عمده بر سود آوری (۱) شرکت تأثیر معناداری دارد.	۹/۵۸	۰/۰۸	پذیرش فرض صفر
سهامداران عمده بر سود آوری (۲) شرکت تأثیر معناداری دارد.	۲۷/۰۸	۰/۰۰۰	رد فرض صفر

چون سطح احتمال این مدل فرضیه اول و چهارم کمتر از ۵ صدم است لذا برای برآورد مدل روش اثرات ثابت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد. اما برای مدل فرضیه سوم چون سطح احتمال بیشتر از ۵ صدم است لذا برای برآورد مدل روش اثرات تصادفی به روش اثرات ثابت ارجحیت دارد.

۴.۵. نتایج تخمین مدل و آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق: "سهامداران عمده بر نقد شوندگی سهام تأثیر معنی داری دارد."

جدول شماره ۸ نتایج حاصل از مدل اول

$LQM_{it} = \alpha + \beta_1 Block_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 price_{it} + \beta_4 volate_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری
مالکان نهادی	-۱۲/۱۹	۱۸/۳۹	-۰/۶۶	۰/۵۰
اندازه	۸۲/۰۴	۲۱/۶۰	۳/۷۹	۰/۰۰۰
قیمت سهام	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	-۲/۰۰۵	۰/۰۴
ارزش دفتری به بازار	-۴/۴۵	۲/۰۸	-۲/۱۴	۰/۰۳
انحراف بازده سهام	۰/۲۵	۰/۸۶	۰/۲۸	۰/۷۷
عرض از مبدأ	-۲۷۶/۲۱	۱۳۰/۸۸	-۲/۱۱	۰/۰۳
R2	۰/۶۹			
تعدیل شده R2	۰/۶۰			
آماره F	۷/۸۵			
Prob	۰/۰۰۰			
آماره دوربین واتسون	۲/۰۷			

نتیجه مدل اول تحقیق

آماره F بیانگر معنی داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۲/۰۷ نشان دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلال است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۶۹ درصد و ۶۰ درصد است؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شوند.

نتیجه فرضیه اول تحقیق

با توجه به سطح معنی داری ۰/۵۰ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی داری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین مالکان نهادی و نقد شوندگی مشاهده نگردید.

از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت باتوجه به ضریب مثبت و سطح معنی داری ۰/۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار مستقیمی با و نقد شوندگی دارد.

قیمت سهام و ارزش دفتری به بازار باتوجه به ضریب منفی و سطح معنی داری به ترتیب ۰/۰۴ و ۰/۰۳ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار معکوسی با نقد شوندگی دارند. و انحراف بازده به سطح معنی داری ۰/۷۷ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی داری با نقد شوندگی ندارد.

۴.۶. نتایج تخمین مدل و آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق: "سهامداران عمده بر بازده سهام تاثیر معنی داری دارد."

جدول شماره ۹ نتایج حاصل از مدل دوم

$RET_{it} = \alpha + \beta_1 Block_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 price_{it} + \beta_4 volate_{it} + \epsilon_{it}$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری
مالکان نهادی	-۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۹۳	۰/۳۴
اندازه	-۰/۰۴	۰/۰۲	-۱/۶۹	۰/۰۹
قیمت سهام	-۱/۵۶E-۰۷	۷/۲۷E-۰۷	-۰/۲۱	۰/۸۳
ارزش دفتری به بازار	۰/۰۱	۰/۰۰۶	۲/۰۸	۰/۰۳
انحراف بازده سهام	۰/۰۵	۰/۰۱	۳/۲۳	۰/۰۰۱
عرض از مبدأ	۰/۳۴	۰/۱۵	۲/۲۴	۰/۰۲
R2	۰/۰۳۶			
تعدیل شده R2	۰/۰۲۷			
آماره F	۳/۸۰			
Prob	۰/۰۰۲			
آماره دوربین واتسون	۲/۴۴			

نتیجه مدل دوم تحقیق

آماره F بیانگر معنی داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۲/۴۴ نشان دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلال است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارت اند از ۳/۶ درصد و ۲/۷ درصد است؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۲/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شوند.

نتیجه فرضیه دوم تحقیق

با توجه به سطح معنی داری ۰/۵۰ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی داری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین مالکان نهادی و بازده سهام مشاهده نگردید.

اندازه شرکت باتوجه به ضریب منفی و سطح معنی داری ۰/۰۹ در سطح اطمینان ۹۰ درصد رابطه معنی دار مستقیمی با و بازده سهام دارد.

قیمت سهام باتوجه به سطح معنی داری ۰/۸۳ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی داری با بازده سهام ندارد.

ارزش دفتری به بازار باتوجه به ضریب مثبت و سطح معنی داری ۰/۰۳ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار معکوسی با بازده سهام دارد.

انحراف بازده باتوجه به ضریب مثبت و سطح معنی داری ۰/۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار مستقیمی با بازده سهام دارد.

۴.۷. نتایج تخمین مدل و آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم تحقیق: "سهامداران عمده بر سود آوری (۱) تاثیر معنی داری دارد."

جدول شماره ۱۰ نتایج حاصل از مدل سوم

$PRO1_{it} = \alpha + \beta_1 Block_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 price_{it} + \beta_4 volate_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری
مالکان نهادی	-۰/۰۲	۰/۰۱	-۱/۴۳	۰/۱۵
اندازه	-۰/۰۱	۰/۰۱	-۰/۶۸	۰/۴۹
قیمت سهام	۶/۲۲E-۰۷	۲/۶۰E-۰۷	۲/۳۹	۰/۰۱
ارزش دفتری به بازار	-۰/۰۱	۰/۰۰۱	-۹/۰۲	۰/۰۰۰
انحراف بازده سهام	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱	۰/۷۰	۰/۴۸
عرض از مبدأ	۰/۳۰	۰/۱۰	۲/۸۷	۰/۰۰
R2	۰/۱۲			
تعدیل شده R2	۰/۱۱			
آماره F	۱۴/۳۲			
Prob	۰/۰۰۰			
آماره دوربین واتسون	۱/۵۳			

نتیجه مدل سوم تحقیق

آماره F بیانگر معنی داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۱/۵۳ نشان دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلاص است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۱۲ درصد و ۱۱ درصد است؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شوند.

نتیجه فرضیه سوم تحقیق

با توجه به سطح معنی داری ۰/۱۵ (بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) بین مالکان نهادی و سودآوری (۱) رابطه معنی داری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مشاهده نگردید.

اندازه شرکت و انحراف بازده باتوجه سطح معنی داری به ترتیب ۰/۴۹ و ۰/۴۸ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار مستقیمی با سودآوری (۱) ندارد.

قیمت سهام باتوجه به ضریب مثبت و سطح معنی داری ۰/۰۱ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار مستقیمی با سودآوری (۱) دارد.

ارزش دفتری به بازار باتوجه به ضریب منفی و سطح معنی داری ۰/۰۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار معکوسی با سودآوری (۱) دارد.

۴.۸. نتایج تخمین مدل و آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم تحقیق: "سهامداران عمده بر سود آوری (۲) تاثیر معنی داری دارد."

جدول شماره ۱۱ نتایج حاصل از مدل چهارم

$PRO2_{it} = \alpha + \beta_1 Block_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 price_{it} + \beta_4 volate_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری
مالکان نهادی	-۰/۰۵	۰/۰۱	-۴/۶۹	۰/۰۰۰
اندازه	-۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۷۶	۰/۴۴
قیمت سهام	۱/۳۶E-۰۶	۲/۷۳E-۰۷	۴/۹۹	۰/۰۰۰
ارزش دفتری به بازار	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	-۴/۷۷	۰/۰۰۰
انحراف بازده سهام	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۷	۱/۵۵	۰/۱۲
عرض از مبدأ	-۰/۰۲	۰/۲۶	-۰/۰۹	۰/۹۲
R2	۰/۷۶			
تعدیل شده R2	۰/۶۹			
آماره F	۱۱/۴۸			
Prob	۰/۰۰۰			
آماره دوربین واتسون	۱/۹۲			

نتیجه مدل چهارم تحقیق

آماره F بیانگر معنی داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد ۱/۹۲ نشان دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلال است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۷۶ درصد و ۶۹ درصد است؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شوند.

نتیجه فرضیه چهارم تحقیق

با توجه به سطح معنی داری ۰/۰۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) و ضریب منفی متغیر مالکان نهادی، بین مالکان نهادی و سودآوری (۲) رابطه معنی دار معکوسی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مشاهده گردید. اندازه شرکت و انحراف بازده باتوجه سطح معنی داری به ترتیب ۰/۴۴ و ۰/۱۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار مستقیمی با سودآوری (۲) ندارد. قیمت سهام باتوجه به ضریب مثبت و سطح معنی داری ۰/۰۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار مستقیمی با سودآوری (۲) دارد. ارزش دفتری به بازار باتوجه به ضریب منفی و سطح معنی داری ۰/۰۰۰ (کمتر از سطح خطای در نظر گرفته شده ۵ صدم) رابطه معنی دار معکوسی با سودآوری (۲) دارد.

۵. نتیجه گیری

بورس اوراق بهادار یکی از اجزای بازارهای مالی است که حرکت چرخ های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیر ممکن می باشد، امروزه تحولات اقتصادهای صنعتی، بازار سرمایه را به ماشینی تبدیل کرده است که نمی توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی، آن را از اقتصاد حذف کرد. به عقیده ی کینز اصلی ترین وظیفه ی یک بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه گذاری ها با بالاترین بازده می باشد. با توجه به آزمون صورت گرفته بین متغیرها، نتایج تحقیق حاکی از آن است که سهامداران عمده تاثیر بر نقد شوندگی سهام و بازده سهام نداشته، همچنین بر سود آوری مدل شماره ۱ هم تاثیر نداشته است. اما بر سود آوری شماره ۲ تاثیر منفی دارد.

۶. پیشنهادات کاربردی

با توجه به نتایج بدست آمده از این پژوهش، و عدم تاثیر گذاری متغیر مستقل بر متغیر های وابسته، پیشنهاد می گردد که در زمینه بازدهی سهام و جریانان نقد به موضوع سهامداران عمده کمتر توجه گردد.

۷. پژوهش های آتی

- ۱- رابطه بین مالکان نهادی و مسئولیت اجتماعی شرکت ها مورد مطالعه قرار گیرد.
- ۲- تاثیر سهامداران عمده بر جریانان نقد مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳- رابطه سهامداران و عملکرد مالی شرکت ها نیز مورد بررسی قرار گیرد.

منابع و مراجع

- [۱] ابراهیمی، مهدی، زمانی، زینب. (۱۳۹۳). تاثیر کیفیت حسابرسي، ساختار مالکیت و ساختار هیات مدیره بر رابطه بین سود و بازده سهام، حسابرسي: نظريه و عمل، (۲): ۸۹-۱۱۶.
- [۲] احمدپور، احمد، باغبان، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه ی بین نقد شوندگی دارائی ها و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، (۱۴): ۶۱-۷۷.
- [۳] ایزدی نیا، ناصر، رامشه، منیژه، (۱۳۹۰). نقش ویژگی های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری، (۳): ۱-۲۷.
- [۴] باباجانی، جعفر، بولو، قاسم، عالیزاده، علی. (۱۳۹۰). رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، (۱۳): ۱۹۱-۲۱۱.
- [۵] پرسته، مجتبی، ممشلی، رضا، الیان، الهام (۱۳۹۵). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و درصد سهامداران عمده بر بازدهی دارایی ها، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، (۲): ۲۵۴-۲۶۶.
- [۶] خاکپور، حسین، (۱۳۸۷). مطالعه تاثیر تغییر میزان سهام شناور آزاد بر قیمت سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه آزاد مازندران.
- [۷] ستایش، محمد حسین و محدثه کارگرفرد جهرمی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه. فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی. (۱): ۱۰-۳۲.
- [۸] ستوده، رضا، محرمی، مژگان، صیقلی، محسن، جمالی، محسن. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر سهامداران عمده و سهامداران نهادی بر نقدشوندگی سهام. www.CIVILICA.com.
- [۹] سعیدی، علی، دادار، ام البنین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات مدیریت، (۱۶): ۷۵-۹۷.
- [۱۰] عارفی، اصغر، پور مقیم، سید محمد تقی پور. (۱۳۹۳). تأثیر ترکیب سهامداری بر بازده نقدی شرکت ها : با استفاده از روش شبکه عصبی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، (۲۲): ۴۵-۶۷.
- [۱۱] کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۵). استانداردهای حسابداری، سازمان حسابداری.
- [۱۲] کرمی، غلامرضا و همکاران. (۱۳۸۵). بررسی روابط خطی و غیرخطی بین نسبت های مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسي، (۴۶): ۱۹-۴۶.
- [۱۳] نجارزاده، رضا، زیو داری، مهدی. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین حجم معاملات و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های اقتصادی، (۲): ۶.
- [14] Anginer, Deniz (2010). Liquidity Clienteles: Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors. World Bank Research Group.
- [15] Black, E., Fall (1998) "Life-Cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flows", The Journal of Financial Statement Analysis, v4 (1), 40-56.
- [16] Bortolotti B, De Jong F, Nicodano G, Ibolya S (2006). Privatization and Stock Market Liquidity, Journal of Banking and Finance, Social Scien Electronic Publishing.
- [17] Claessens S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. Journal of Finance (December): 2741-2771.
- [18] Dimitris, M. A. and Maria, P. B. (2011). "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance". Journal of Banking and Finance. (34) , 621-632.
- [19] Fama, Eugene. F. & Kenneth R. French .(1995), "Size and Book-to- Market Factors in Earnings and Returns", Journal of Finance, Vol. 50, PP. 131-155.

- [20] Fredinand a Gul-Judy Tsui (1998). "A teste of the free cash flow and debet monitorin hypo eses:Evidence form audit princing"Journal of Accouting and Economics 4-P219.
- [21] Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Asset Liquidity and Stock Liquidity. [www. ssrn. com/sol3/papers. cfm?abstract_id=1362073](http://www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1362073).
- [22] Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity. www. ssrn. com/ sol3/papers. cfm?abstract_id=1362074.
- [23] Ken Y. Chen. (2008), The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders.
- [24] Kiel Geoffrey C, Gavin J, Nicholson (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance, Corporate Governance: An International Review, vol. 11: 189-205.
- [25] Li, Jang woo and Quen, Seung Doo, (2010), "Corporate Excess Cash Holding and Firm Value Under Governance Consideration", <http:// kafe .or .kr /paper /journal /view .php.no=522>.
- [26] Liu, Weimin (2006). A liquidity-augmented capital asset pricing model, Journal of financial Economics, 82: 631-671.
- [27] M. Austin, C. Looney, J. Zhuo.(1997)."Security market timing using neural network models", New Rev. Appl. Expert Systems, Vol. 3, PP. 3-14.
- [28] Powell, R. and Lee, E ,(2011), "Excess Cash Holdings and Shareholder Value". SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585623>, Working paper Series.
- [29] Rubin A,(2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity. Journal of Financial Markets; 10(3): 219-248.
- [30] Smith, C., and R. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. Journal of Financial Economics 32: 263-292.