

تاثیر شوک های سرمایه گذاری بر بازده سهام شرکت در طی چرخه عمر (در بورس اوراق بهادار تهران)

فاطمه غلامی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، مرکز تهران غرب، تهران، ایران.
fateme67gholami1390@gmail.com

شماره ۷۸ / بهار ۱۴۰۲ (جلد اول) / صص ۱۷۹-۱۹۳
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره ششم)

چکیده

در این راستا پژوهش حاضر به بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر خطای ارزش گذاری سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ (۱۲۵ شرکت) می پردازد. بدین منظور با استفاده از روش بررسی میدانی، اطلاعات استخراج شده و داده ها بعد از جمع آوری از صورتهای مالی با استفاده از روش های آمار توصیفی و الگوی داده های تابلویی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج حاصل از فرضیه نشان داد تاثیر شوک های سرمایه گذاری بر بازده سهام شرکت در طی چرخه عمر تاثیر گذار است.

واژگان کلیدی: شوک های سرمایه گذاری، بازده سهام شرکت، چرخه عمر.

مقدمه

از آنجا که سرمایه گذاران بالقوه بازار اوراق بهادار را طیف وسیعی در جامعه تشکیل می دهند، فراهم نمودن بستری مناسب برای حضور گسترده این طیف و جلب اعتماد آنها، تحکیم بازار سرمایه و عمق بخشیدن به این بازار، یکی از اساسی ترین ابزارهای توسعه اقتصادی را به ارمغان خواهد آورد. در این راستا، انجام تحقیقات مختلف خود می تواند نقش بسزایی در جلب اعتماد سرمایه گذاران ایفا نماید. هدف از سرمایه گذاری در بازار سهام کسب بازده مناسب می باشد و عموماً تصمیم گیری سرمایه گذاران بر مبنای ریسک و بازده سهام می باشد. این عوامل متأثر از متغیرهای خرد و کلان اقتصادی هستند. متغیرهای خرد اقتصادی از قبیل سود حسابداری ماهیتاً مربوط به شرکت هستند و متغیرهای کلان اقتصادی از جمله رشد اقتصادی، حجم پول، نرخ تورم و امثال آنها اثر عمومی بر روی همه اوراق بهادار دارند (بزرگ اصل و همکاران، ۱۳۸۸). اهداف نهایی سیاست های کلان اقتصادی و از جمله سیاست پولی شامل ثبات قیمت ها و محصول حقیقی و سطح نسبتاً بالای اشتغال است که می توان با استفاده از ابزارهای سیاستی نظیر مخارج دولت و عرضه پول به این اهداف دست یافت. اثر سیاست پولی ابتدا در بازارهای مالی (به خصوص در بازار سهام) ظاهر میشود و سپس در بازارهای محصول و کار بروز میکند. به دلیل اینکه سیاست پولی دارای اثر مستقیم و فوری بر روی قیمت دارایی ها است، بازار سهام می تواند برای فرایند انتقال سیاست پولی مفید باشد. قیمت دارایی ها بر روی مصرف خانوارها از طریق تغییر دادن ثروت آن ها و همچنین بر رفتار سرمایه گذاری بنگاه ها نیز از طریق اثر گذاشتن بر روی توانایی آن ها جهت تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری آینده مؤثر می باشد (دورنبوش و همکاران، ۱۳۸۲).

در مورد سیاست پولی مساله انتخاب هدف میانی غالباً در انتخاب بین کنترل نرخ سود و عرضه پول خلاصه می‌شود. در ایران با پیروی از سیاست پولی مبتنی بر کنترل کل‌های پولی، تلاش می‌شود ضمن تامین نقدینگی مورد نیاز بخش‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری، از انبساط پولی نامتناسب با اهداف نقدینگی و تورم مندرج در برنامه‌های توسعه جلوگیری به عمل بیاید. در حقیقت سیاست پولی با نرخ‌های بهره و فراهم بودن اعتبار در ارتباط است. برای قرن‌های متمادی فقط دو شکل سیاست پولی وجود داشت؛ تصمیمات در مورد ضرب سکه و تصمیم برای چاپ پول کاغذی برای خلق اعتبار. در حالی که نرخ‌های بهره هم اکنون به عنوان بخشی از قدرت پولی در نظر گرفته می‌شود، در گذشته به طور کلی هماهنگ با دیگر اشکال سیاست یا خط مشی پولی نبودند. سیاست پولی به عنوان یک تصمیم اجرایی دیده می‌شد و به طور کلی در اختیار صاحبان قدرت با حق ضرب سکه بود. با پیدایش و پدید آمدن شبکه‌های بزرگ‌تر تجارت رابطه بین نقره و طلا، و بین پول رایج محلی و پول‌های رایج خارجی قیمتی برقرار شد. این نرخ رسمی می‌توانست به وسیله قانون ضمانت شود، حتی اگر با قیمت بازار تفاوت می‌داشت. در کشور ما در حوزه اقتصاد کلان یکی از موارد بسیار مهم برای توسعه اقتصادی کشور بازار سرمایه و پول است. در واقع بورس یک کشور ابزاری برای ارزیابی وضعیت اقتصادی آن کشور است.

بیان مساله

بخش مالی اقتصادی هر کشور تامین‌کننده منابع مالی و فعالیت‌های حقیقی اقتصادی محسوب می‌شود که به دو بخش تقسیم می‌گردد:

بازار پولی که عمدتاً توسط نظام بانکی یک کشور اداره می‌شود که مهمترین کارکرد آن تامین اعتبارات کوتاه مدت است. بازار سرمایه که کارکرد اصلی آن تامین مالی بلند مدت مورد نیاز در فعالیت‌های تولیدی و خدماتی مولد می‌باشد. بورس یک نهاد سازمان یافته‌ای است که از جمله نهادهای عمده و اساسی در بازار سرمایه محسوب می‌شود و در کنار سایر موسسات و سازمانها، وظایف چندگانه‌ای را برعهده دارد.

بنابراین بازار پول بازاری است که در آن اوراق بهادار کوتاه مدت (با عمر کمتر از یکسال) داد و ستد می‌شوند مثل اسناد خزانه یا اسناد تجاری، ولی در بازار سرمایه اوراق بهادار بلند مدت (با عمر بیش از یکسال) داد و ستد می‌شوند. مثل سهام و اوراق قرضه بلند مدت.

به طور کلی هر محیطی اعم از محیط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و غیره به نوعی بر وضعیت بورس و بازار سرمایه یک کشور تاثیر می‌گذارد. به عنوان نمونه وضعیت تولید یک کشور، صادرات و واردات، کاهش هزینه‌های تولیدی و بهبود روشهای تولیدی و صنعتی در کشور و به طور کلی همه عوامل محیطی را می‌توان در روند رشد شاخص‌های اقتصادی کشور و در بطن بورس جستجو نمود زیرا یکی از ویژگیهای حرکت به سوی توسعه اقتصادی این است که مجموعه اقتصاد بتواند منابع پس انداز را به سوی سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز اقتصاد ملی و در صورت مازاد به سرمایه‌گذاری‌های خارجی هدایت کند. این وظیفه‌ای است که توسط بازار سرمایه انجام می‌شود. سیاست پولی، سیاست اقتصادی است که از ابزارهای پولی به منظور حصول اهداف کلان اقتصادی مثل تثبیت قیمت‌ها، بهره می‌جوید به بیان دیگر استفاده از ابزارهای برای قراردادن حجم پول یا نرخ بهره در سطوح مورد نظر بمنظور تحت تاثیر قراردادن فعالیت‌های اقتصادی، سیاست پولی نامیده می‌شود. کسترش نقش دولت‌ها در مدیریت تقاضا در دهه ۱۹۳۰ و پس از آن به منظور مقابله با نوسازی اقتصادی توجه به سیاست پولی رادر کنار سیاست مالی بعنوان یک ابزار تکمیلی و دربرخی از کشورهای صنعتی باعث توجه بیشتر اقتصاددانان بویژه منتقدین کینز به نقش پول به عنوان مهم‌ترین عامل تورم شده بدین سبب مجدداً نقش سیاست پولی البته برای کنترل عرضه پول و تورم مورد تأکید قرار گرفت.

اما نکته ی که حائز اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر می باشد بررسی شوک های حاصل از سیاست پولی بر بازده سهام در طی چرخه عمر شرکت ها می باشد.

تئوری چرخه عمر بدان معنی است که شرکت ها در معرض تغییرات سیستماتیک عملیاتی، فعالیت های تامین مالی و سرمایه گذاری، وقف منابع، توانمندی های سازمانی، ریسک پذیری و استراتژی ها قرار دارند، زیرا پیشرفت این شرکت ها در مراحل مختلف صورت می گیرد (هلفات و پیتراف، ۲۰۰۳). مطالعات انجام شده حاکی از آن است که شرکت های استهلاکی سودآوری کمتری داشته و با ریسک بیشتری روبرو هستند، در حالی که شرکت هایی که رشد داشته و بالغ شده اند، سودآوری بیشتری داشته و با ریسک کمتری روبرو هستند (دیکنسون، ۲۰۱۱؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۵). بنابراین، اگر انتظار داشته باشیم که این تفاوت ها بر سطح بحران مالی در هر مرحله از چرخه عمر شرکت تاثیر بگذارد، انتظاری غیرمنطقی نیست. سرمایه گذاران، توانایی شرکت را برای حل بحران مالی و بهبود سودآوری شرکت از طریق تولید جریان نقدینگی و سود مورد ارزیابی قرار می دهند (بلاک، ۱۹۹۸). اگر شرکت ها با محدودیت های مالی روبرو شوند، که به احتمال زیاد بسیاری از شرکت ها در مراحل اولیه رشد خود با آن مواجه شوند، تیم های مدیریتی آنها ممکن است در پی ارائه روش هایی برای بهبود توانمندی ها و حفظ منابع شرکت باشند (هلفات و پیتراف، ۲۰۰۳). اما، بسیاری از شرکت ها در مراحل اولیه رشد خود فاقد منابع سیال و توانایی برای رقابت موثر با رقبای خود هستند (اسپن، ۱۹۷۷؛ ۱۹۷۹، ۱۹۸۱). به خصوص، برطبق تئوری مبتنی بر منابع پویا، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و شناخت و منابع (مثلا، تامین مالی، مواد خام و مواد تکنولوژیکی)، به احتمال زیاد در مراحل اولیه چرخه عمر شرکت وجود ندارد (هلفات و پیتراف، ۲۰۰۳). در مراحل اولیه عمر، شرکت ها ممکن است به دلیل نااطمینانی های موجود در مورد جریان های نقدینگی آتی و سود، و داشتن مشکلات بالقوه در افزایش سرمایه، با هزینه بالای سرمایه روبرو هستند (جنکینز و همکاران، ۲۰۰۴). در طول مرحله بلوغ، بسیاری از شرکت ها ممکن است مزیت رقابتی بیشتری را از طریق استفاده از منابع، مدیریت توانمند و حفظ و نگهداری آن به دست بیاورند (هلفات و پیتراف، ۲۰۰۳). در مرحله بلوغ، بسیاری از شرکت ها که ممکن است منابع کافی در اختیار داشته باشند، کمتر در معرض بحران مالی قرار گیرند. دسترسی به منابع بیشتر از جمله داشتن تخصص در مرحله بلوغ شرکت، شاید به این معنی باشد که مدیریت شرکت بتواند بر حفظ شهرت شرکت و سرمایه گذاری متمرکز باشد (حسن و حبیب، ۲۰۱۷). شرکت هایی که در این مرحله از چرخه عمر خود قرار دارند، سود بالاتری در هر سهم دارند، دارایی ها و سود بیشتری را حفظ می کنند، و بازده دارایی های عملیاتی خالص آنها بیشتر است، و پرداخت سود تقسیم شده پایدار و بالاتری در مقایسه با سایر شرکت ها که در مراحل اولیه رشد خود هستند، دارند (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۶؛ دیکنسون، ۲۰۱۱). اندازه و سن شرکت نیز در مرحله بلوغ شرکت افزایش می یابد. حفظ و نگهداری جریان های نقدینگی عملیاتی، اطمینان به جریان های نقدینگی آتی، سود، نوآوری و سرمایه گذاری و حاشیه سود در شرکت هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند، می تواند شاید به این معنی باشد که این شرکت ها کمتر مستعد بحران مالی هستند.

به توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد بررسی تاثیر شوک های سرمایه گذاری بر بازده سهام شرکت در طی چرخه عمر می باشد.

پیشینه پژوهش

اوتامی و اینانگا (۲۰۱۲) با موضوع ساختار سرمایه و چرخه حیات سازمانی در میان شرکت های تولیدی اندونزی مطالعه ای انجام دادند که در این مطالعه به این سوال پاسخ داده می شود که از میان شرکت های تولیدی در اندونزی، کدام یک از شرکت ها بیشتر از تئوری سلسله مراتبی پیروی می کنند و چرا؟ در این تحقیق شرکت ها را در دو دسته شرکت های در

حال رشد و شرکت های بلوغ یافته دسته بندی می کند. نتایج تحقیق نشان می دهد که تئوری سلسله مراتبی، الگوهای مالی شرکت های در حال رشد را بهتر از شرکت های بلوغ یافته شرح می دهد. نتایج همچنین نشان دادند شرکت های بلوغ یافته تمایل دارند مشکلات مربوط به تامین مالیشان را از طریق حقوق صاحبان سهام (عرضه عمومی سهام) حل نمایند؛ در حالی که شرکت های در حال رشد این مشکل را با بدهی (وام های بانکی) برطرف می نمایند.

چتری آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳) با استفاده از مدل VAR اثرات سیاست پولی و مالی را بر روی عملکرد بازار سهام در آلمان، انگلستان و ایالات متحده بررسی نمودند. نتایج ایشان نشان داد که این سیاستها، به طور مستقیم و غیرمستقیم، بر بازار سهام مؤثر هستند و ارتباط متقابل بین سیاست پولی و مالی در توضیح توسعه بازارهای مالی بسیار مهم است. پس بنابراین، سرمایه گذاران بایستی این سیاست ها را به طور همزمان مورد توجه قرار دهند.

تیان و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین چرخه عمر واحد تجاری و ساختار سرمایه پرداختند. در این پژوهش از رویکرد داده های تابلویی با روش اثرات ثابت عرش از مبدا جهت آزمون فرضیه ها استفاده شده است. همچنین داده های جمع آوری شده، مربوط به شرکتهای تولیدی دولتی چینی بین سالهای ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۱ می باشد. نتایج حاصل نشان می دهد که الگوهای جریان های نقدی اطلاعات بیشتری را در مورد مراحل چرخه عمر فراهم کرده و تاثیر قوی بر تصمیم گیری در ساختار سرمایه دارد.

ماسودا (۲۰۱۵) در مطالعه ای با عنوان، سرمایه گذاری ثابت، محدودیت های نقدینگی، و سیاست های پولی: شواهدی از داده های پانلی برای شرکت های تولیدی در کشور ژاپن، به صورت تجربی اثرات شوک های سیاست پولی بر سرمایه گذاری ثابت حقیقی را با استفاده از داده های پانلی برای شرکت های تولیدی در کشور ژاپن و از طریق بررسی وجود یک کانال ترازنامه ای مورد تجزیه و تحلیل قرار داده اند. یافته های اصلی این تحقیق نشان داده است که سیاست های پولی انقباضی به طور قابل توجهی محدودیت نقدینگی بنگاه ها را افزایش می دهد. به خصوص، برای شرکت هایی با اندازه کوچک تر، اثرات سیاست پولی انقباضی بیشتر بوده است. بنابراین، نتایج برآوردی در این تحقیق از حضور یک کانال ترازنامه ای در این رابطه حمایت نموده است. علاوه بر این، مشاهده شده است که محدودیت های نقدینگی بنگاه ها در طول دوره تسهیل سیاست های پولی (QMAP) به طور قابل توجهی کاهش می یابد. به طور خاص، در طول دوره تسهیل سیاست های پولی محدودیت های نقدینگی شرکت های بزرگ نیز کمتر می شود. شواهد نشان می دهد که تسهیل سیاست های پولی از طریق کانال ترازنامه ای عمل کرده و از این طریق بر بخش واقعی اقتصاد تاثیر می گذارد.

ژو و چن (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان کنترل داخلی، چرخه زندگی شرکت و عملکرد شرکت به این نتیجه دست یافتند که: کنترل داخلی عملکرد شرکت را بهبود می بخشد چرخه حیات شرکت به سه مرحله تقسیم می شود که نتایج نشان داده است که کنترل داخلی در مراحل مختلف بر عملکرد شرکت تاثیر می گذارد که تاثیر مثبت آن در مرحله بلوغ شرکت بیشتر است.

کریم زاده (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران با متغیرهای کلان پولی با استفاده از داده های ماهانه سال های ۱۳۸۱-۱۳۶۹ پرداخت. نتیجه تحقیقات وی نشان داد که یک بردار هم جمعی بین شاخص قیمت سهام بورس و متغیرهای کلان پولی وجود دارد. رابطه برآورد شده تأثیر مثبت معنی دار نقدینگی و تأثیر منفی معنی دار نرخ ارز و نرخ سود واقعی بانکی بر شاخص قیمت سهام بورس را نشان می دهد.

پاشایی فام و امیدی پور (۱۳۸۸) با استفاده از داده های فصلی سال های ۱۳۸۵-۱۳۶۹ به بررسی تأثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام پرداختند. نتایج آزمون هم جمعی صورت گرفته توسط ایشان حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان نوسان قیمت نفت و قیمت نفت و نرخ ارز با نرخ رشد شاخص بازده نقدی است. همچنین رابطه بلند مدت بین نرخ رشد شاخص بازده

نقدی و درآمد نفتی و نرخ ارز منفی، و با نرخ تورم رابطه بلند مدت مثبت است. ضمناً در بررسی ایشان معناداری ضریب نرخ رشد نقدینگی در سطح اطمینان نود درصد رد شد.

زارعی و یغمائی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه چرخه عمر و ساختار سرمایه پرداختند. به همین منظور تعداد ۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. به منظور تعیین و طبقه بندی شرکتها از نظر چرخه عمر از مدل علامت جریان نقدی دیکینسون استفاده شده و همچنین میزان تاثیر سن شرکت بر ساختار سرمایه مورد تحلیل قرار گرفته است. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از رویکرد پانل دیتا با اثرات ثابت عرض از مبدا استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که مرحله رشد با ساختار سرمایه دارای رابطه مستقیم و معنی داری می باشد. همچنین مدل جریان نقدی دیکینسون اطلاعات بیشتر و قوی تری را درباره چرخه عمر شرکتها ارائه می دهد. در نهایت این نتیجه حاصل شد که سرعت تعدیل ساختار سرمایه در هر یک از مراحل چرخه عمر مدل دیکینسون متفاوت می باشد.

جباری و نقدی (۱۳۹۵) رابطه بین ساختار سرمایه و چرخه عمر شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل نشان داده است که تئوری سلسله مراتبی، الگوهای مالی شرکت های در مرحله رشد و افول را بهتر از شرکتهای در مرحله بلوغ در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهد.

فرضیات

فرضیه اول: بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام رابطه وجود دارد.
فرعی دوم: چرخه عمر (رشد) بر رابطه بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.
فرعی سوم: چرخه عمر (بلوغ) بر رابطه بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.
فرعی چهارم: چرخه عمر (افول) بر رابطه شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.

روش شناسی تحقیق

این پژوهش براساس طبقه بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ طبقه بندی برحسب روش از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی، انجام شده است. از آنجایی که هدف از این تحقیق مطالعه میزان همبستگی و برآورد ضرایب برای متغیرهای مورد بررسی و در نهایت کشف رابطه بین آنها می باشد؛ مبانی نظری پژوهش از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. داده های خام مربوط به صورت های مالی با استفاده از نرم افزار تدبیرپرداز و همچنین با مراجعه به سایت های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی و استفاده از شبکه جامع اطلاع رسانی (کدال) بورس اوراق بهادار جمع آوری گردید. همچنین در برآورد مدل از نرم افزار استاتا استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵ تا سال ۱۴۰۰ (دوره ۶ ساله) است.

در این پژوهش، نمونه ها از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب گردید. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت های موجود در جامعه آماری بوده که حائز معیارهای زیر باشند:

- سال مالی آن ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود، تا بتوان داده ها را در کنار یکدیگر قرار داد و حسب نتایج آزمون های پیش فرض، آن ها را در قالب های تابلویی یا تلفیقی به کار برد.
- در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی آنان، با یکدیگر قابل مقایسه باشند.

- داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند، تا در حد امکان بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد.
- نماد معاملاتی آنها در بورس، بیش از سه ماه بسته نشده باشد، زیرا در این تحقیق از قیمت سهام شرکت‌ها استفاده می‌شود.

در نتیجه اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۲۹ شرکت جامعه آماری پژوهش حاضر می‌باشد. جهت آزمون فرضیه پژوهش، مدل زیر برآزش می‌شود:
برای آزمون فرضیه اول:

$$\text{Stock Return}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Shock investment}_{i,t} + \beta_2 \text{ Price}_{i,t} + \beta_3 \text{ Size}_{i,t} + \beta_4 \text{ LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{ MB}_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرعی‌ها:

$$\text{Stock Return}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Shock investment}_{i,t} + \beta_2 (\text{ Shock investment}_{i,t} * \text{ life Cycle}_{i,t}) + \beta_3 \text{ Price}_{i,t} + \beta_4 \text{ Size}_{i,t} + \beta_5 \text{ LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{ MB}_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

بازده سهام (Stock Return): در فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده ناشی از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است. یک ارزیابی از بازده تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که می‌تواند برای مقایسه سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. با توجه به این پژوهش متغیر وابسته بازده سهام مورد استفاده قرار گرفته است. در این پژوهش اطلاعات مربوط به بازده اطلاعاتی ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است.

متغیر مستقل

شوک‌های سرمایه‌گذاری (Shock investment)

Stock return Shock: لی و مایکلند (۲۰۰۸) از نوسانات بازده سهام برای اندازه‌گیری شوک بازده استفاده نموده‌اند. اعتقاد بر این است که هر چقدر نوسان بازده سهام بالاتر باشد، شوک بازده سهام بیشتر رخ خواهد داد. این پژوهش مطابق با موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) از انحراف معیار بازده ماهانه سهام برای اندازه‌گیری نوسان بازده سهام به شرح زیر استفاده خواهد شد:

$$\sigma_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum_1^n (R_{i,t} - \bar{R}_t)^2}{n-1}}$$

که در آن:

σ : بیانگر انحراف معیار؛ R : بازده سهام؛ \bar{R} : میانگین بازده کل سهام شرکت‌های نمونه و n بیانگر تعداد شرکت‌های نمونه است.

متغیر تعدیل‌گر

چرخه عمر شرکت (life Cycle)

تاکنون در ادبیات حسابداری و مالی جهت اندازه‌گیری چرخه عمر شرکت مدل‌های متفاوتی ارائه شده است. یکی از مرسوم‌ترین این مدل‌ها توسط آنتونی و رامش (۱۹۹۲) ارائه شده است. آن‌ها با استفاده از سه متغیر رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و عمر شرکت، اقدام به دسته‌بندی شرکت‌ها نمودند. در این پژوهش نیز از متغیرهای فوق جهت طبقه‌بندی چرخه عمر شرکت‌ها استفاده می‌شود. برای این کار طبق روش ارائه شده توسط پارک و چن در سال ۲۰۰۶، به صورت زیر عمل می‌کنیم.

در مرحله اول هر یک از متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و عمر شرکت را برای هر سال - شرکت محاسبه می‌کنیم. سال - شرکت‌های مذکور را با توجه به متغیرهای محاسبه شده و همچنین پنجگانه‌های آماری در هر صنعت به ۵ دسته تقسیم می‌کنیم. هر سال - شرکت با توجه به قرار گرفتن در هر طبقه طبق جدول زیر نمره‌ای بین ۱ الی ۵ می‌گیرد.

جدول (۱): پنجگانه‌های آماری

پنجگانه	رشد فروش	مخارج سرمایه‌ای	سن شرکت
پنجک اول	۱	۱	۵
پنجک ۲	۲	۲	۴
پنجک ۳	۳	۳	۳
پنجک ۴	۴	۴	۲
پنجک ۵	۵	۵	۱

نحوه طبقه‌بندی چرخه عمر: پس از آن برای هر سال - شرکت نمره‌ای مرکب به دست می‌آید که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه‌بندی می‌شود.

الف. در صورتی که مجموع نمرات بین ۱۲ و ۱۵ باشد در مرحله رشد (LIFE Grow) قرار می‌گیرد.

ب. در صورتی که مجموع نمرات بین ۷ و ۱۱ باشد در مرحله بلوغ (LIFE Puberty) قرار می‌گیرد.

ج. در صورتی که مجموع نمرات بین ۳ و ۶ باشد در مرحله افول (LIFE Decline) قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

$Price_{it}$: قیمت سهم i در زمان t . این شاخص جهت کنترل یکی از مبانی اصلی محاسبه بازده سهام است که نوسان آن تأثیر بسزایی در نوسان بازده سهام دارد.

$Size_{i,t}$: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های سال مالی t شرکت i جهت کنترل اندازه شرکت‌ها. این شاخص جهت کنترل اندازه شرکت در بازار سرمایه سرمایه است. انتظار بر آن است که شرکت‌ها بزرگتر با توجه به وسعت دارایی‌ها، بازده بیشتری را ایجاد نمایند (مشایخ حراف عموقین، ۱۳۹۰).

LEV_{it} : بدهی بلندمدت سال مالی t شرکت i تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها جهت کنترل ریسک شرکت‌ها؛ این شاخص جهت کنترل پوشش بدهی و کنترل فرصت طلبی مدیران است (فروغی و مظاهری، ۱۳۹۲).

MB_{it} : ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال مالی t . این شاخص جهت کنترل فرصت‌های رشد در بازار سرمایه است.

یافته های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۴-۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۲۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵) می باشد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
بازده سهام	۸۷۵	۰.۵۱۸	۰.۹۸۱	-۰.۶۵۸	۸.۵۹۴
شوک سرمایه گذاری	۸۷۵	۰.۸۵۷	۰.۶۴۹	۰.۰۴۹	۴.۱۸۶
چرخه عمر (رشد)	۸۷۵	۰.۰۹۹	۰.۲۹۹	۰	۱
چرخه عمر (بلوغ)	۸۷۵	۰.۷۸۸	۰.۴۰۸	۰	۱
چرخه عمر (افول)	۸۷۵	۰.۱۱۲	۰.۳۱۵	۰	۱
قیمت سهام	۸۷۵	۷۰۶۲.۲۰۲	۷۵۳۱.۴۴۲	۳۴۸	۷۰۸
اندازه شرکت	۸۷۵	۱۴.۱۰۰	۱.۵۹۸	۱۰.۰۳۱	۱۹.۱۵۶
اهرم مالی	۸۷۵	۰.۰۶۹	۰.۰۹۶	-۰.۸۹۵	۰.۷۱۶
فرصت رشد	۸۷۵	۱.۳۱۲	۱.۰۵۱	۰.۰۸۸	۷.۰۷۶

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱۴.۱۰۰) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن ها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است.

آزمون مانایی متغیرها

برای بررسی وجود ریشه واحد در داده های پانل می توان از آزمون لیون، لین و چو، آزمون هاریس و... استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول شماره ۳ خلاصه عرضه می گردد.

جدول (۳): آزمون مانایی (هاریس) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
بازده سهام	-۲۷.۱۰۹	۰.۰۰۰۰	مانا است
شوک سرمایه گذاری	-۲۳.۵۴۳	۰.۰۰۰۰	مانا است
چرخه عمر (رشد)	-۲۱.۰۶۴	۰.۰۰۰۰	مانا است
چرخه عمر (بلوغ)	-۲۱.۲۴۰	۰.۰۰۰۰	مانا است
چرخه عمر (افول)	-۲۱.۴۰۱	۰.۰۰۰۰	مانا است
قیمت	-۱۱.۰۵۱	۰.۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۵.۱۹۱	۰.۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۱۵.۸۵۳	۰.۰۰۰۰	مانا است
فرصت رشد	-۱۳.۸۱۴	۰.۰۰۰۰	مانا است

با توجه به جدول شماره ۳ مشاهده می شود که سطح معنی داری متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

آزمون تشخیص توزیع نرمال

نرمال بودن متغیرها (به خصوص متغیر وابسته در مدل های رگرسیونی)، شرط اولیه انجام کلیه آزمون های پارامتریک می باشد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارکو برا، استفاده شده است. در این آزمونها هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد ($Sig < 5\%$)، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود. نتایج آزمون تشخیص توزیع نرمال در جدول (۴) ارائه شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون جارکو برا

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
بازده سهام	۱۲.۴۰۷	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
شوک سرمایه گذاری	۱۱.۲۶۳	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
چرخه عمر (رشد)	۵.۹۴۹	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
چرخه عمر (بلوغ)	۲.۴۹۷	۰.۰۰۶۲۷	توزیع نرمال ندارد
چرخه عمر (افول)	۵.۵۸۸	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
قیمت	۱۲.۵۳۹	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۷.۹۶۱	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۱۲.۳۱۷	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
فرصت رشد	۱۱.۳۲۱	۰.۰۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

طبق نتایج آزمون جارکو برا مشاهده می شود متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نیستند. با بررسی نرمالیتی جملات خطا و نرمال بود جملات خطا دیگر لزومی به نرمال بود تک تک متغیرها نمی باشد.

جدول (۵): نتایج آزمون جارکو برا جملات خطا

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۱۲.۴۰۷	۰.۹۵۴۶	توزیع نرمال دارد
مدل دوم	۱۱.۲۶۳	۰.۷۳۳۹	توزیع نرمال دارد

طبق جدول فوق مشاهده می شود که سطح معناداری متغیرها بیش از ۵ درصد می باشد لذا جملات خطا از توزیع نرمال برخوردار می باشند.

آزمون اف لیمر و هاسمن

این آزمون برای تشخیص بین الگوهای اثرات مفید و داده های تابلویی (اثرات ثابت) صورت می گیرد.

جدول (۶): نتایج آزمون اف لیمر (چاو) برای مدل های رگرسیونی پژوهش

نام مدل ریاضی	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری آزمون	نتیجه
مدل اول	۰.۲۷	۱.۰۰۰۰	داده های تلفیقی (پول)
مدل دوم	۰.۲۹	۱.۰۰۰۰	داده های تلفیقی (پول)

با توجه به جدول ۶، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر دو مدل بیشتر از ۵ درصد می باشد از اینرو رویکرد داده های تلفیقی (پول) می باشد و دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نمی باشد.

نا همسانی واریانس در مقادیر خطا

اگر خطا های رگرسیون ناهمسان باشند اما محقق بدون در نظر گرفتن این موضوع به فرایند برآورد و استنباط ادا م دهد، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ در این حالت، هر چند برآورد گره های OLS هنوز هم ضرایب برآوردی را بدون تورش ارائه می کنند ولی آن ضرایب دیگر حداقل واریانس را نخواهند داشت.

جدول (۷): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰۰	۷۸۲۷.۰۰	مدل اول
وجود ناهمسانی واریانس	۰.۰۰۰۰	۲.۲۰۰	مدل دوم

نتایج حاصل در جدول ۷ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در مدل ها کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل ها رفع گردیده (با روش وزن دهی به داده ها از طریق دستور gls) است.

خود همبستگی مقادیر خطا

یکی از فرض های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خود همبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است.

جدول (۸): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۲۱	۹.۸۹۷	مدل اول
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۰۴۰	۸.۵۹۱	مدل دوم

با توجه به نتایج جدول شماره ۸، مشاهده می شود که سطح معناداری آزمون خودهمبستگی برای مدل ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل است که با استفاده از دستور Auto Correlation در نرم افزار استاتا، این مشکل رفع شده است.

آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس (variance inflation factor=VIF) شدت همخطی چندگانه را ارزیابی می کند. در واقع یک شاخص معرفی می گردد که بیان می دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می باشد (سوری، ۱۳۹۴).

جدول (۹): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

نام	تورم واریانس (VIF)	تلورانس (1/VIF)	نتیجه
شو ک سرمایه گذاری	۱.۰۴	۰.۹۵۷	عدم هم خطی
قیمت	۱.۰۳	۰.۹۶۸	عدم هم خطی
اندازه شرکت	۱.۰۲	۰.۹۷۹	عدم هم خطی
اهرم مالی	۱.۰۱	۰.۹۸۸	عدم هم خطی

فرصت رشد	۱.۰۰	۰.۹۹۸	عدم هم خطی
----------	------	-------	------------

جدول (۱۰): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی دوم

نام	تورم واریانس (VIF)	تلورانس (1/VIF)	نتیجه
چرخه عمر (رشد)	۴.۶۷	۰.۲۱۳	عدم هم خطی
چرخه عمر (بلوغ)	۴.۵۲	۰.۲۲۱	عدم هم خطی
چرخه عمر (افول)	۲.۰۲	۰.۴۹۴	عدم هم خطی
قیمت	۱.۰۵	۰.۹۵۴	عدم هم خطی
اندازه شرکت	۱.۰۵	۰.۹۵۴	عدم هم خطی
اهرم مالی	۱.۰۲	۰.۹۷۸	عدم هم خطی
فرصت رشد	۱.۰۱	۰.۹۸۷	عدم هم خطی

همانطور که در نتایج آزمون هم خطی در جداول فوق قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۵، تلورانس بیش از ۰.۲ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.

آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام رابطه وجود دارد.

جدول (۱۱): تخمین نهایی مدل رگرسیونی فرعی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	سطح معناداری
شوک سرمایه گذاری	-۰.۰۲۸	۰.۰۴۱	-۰.۶۷	۰.۰۰۰
قیمت سهام	۷.۸۴۰	۴.۶۳۰	۱.۶۹	۰.۰۹۰
اندازه شرکت	-۰.۰۱۵	۰.۰۱۶	-۰.۹۵	۰.۰۲۸
اهرم مالی	۰.۳۰۲	۰.۳۱۹	۰.۹۵	۰.۳۴۴
فرصت رشد	۰.۱۲۷	۰.۰۲۵	۵.۰۰	۰.۰۰۰
عرض از زمین	۰.۵۳۴	۰.۲۵۰	۲.۱۳	۰.۰۳۳
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۸ درصد			
آماره والد	۳۱.۱۲			
سطح معناداری	۰.۰۰۰۰			

طبق نتایج جدول ۱۱، مشاهده می شود که متغیر شوک سرمایه گذاری دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد و فرضیه اصلی اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود ۵۸ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است که مقدار قابل توجهی است.

فرعی دوم: چرخه عمر (رشد) بر رابطه بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.

فرعی سوم: چرخه عمر (بلوغ) بر رابطه بین شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.

فرعی چهارم: چرخه عمر (افول) بر رابطه شوک های سرمایه گذاری و بازده سهام تاثیرگذار است.

جدول (۱۲): تخمین نهایی مدل رگرسیونی فرعی دوم و سوم و چهارم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	سطح معناداری
شوک سرمایه گذاری	۰.۰۸۴	۰.۰۸۷	۰.۹۶	۰.۳۳۷
چرخه عمر (رشد) * شوک سرمایه گذاری	۰.۳۰۲	۰.۳۱۹	۰.۹۵	۰.۰۰۴
چرخه عمر (بلوغ) * شوک سرمایه گذاری	-۰.۰۸۷	۰.۰۸۵	-۱.۰۲	۰.۰۰۰
چرخه عمر (افول) * شوک سرمایه گذاری	-۰.۳۴۳	۰.۱۱۰	-۳.۱۲	۰.۰۰۲
قیمت سهام	۷.۷۲۰	۴۶۱۰	۱۶۷	۰.۰۹۴
اندازه شرکت	-۰.۰۲۱	۰.۰۱۶	-۱.۳۵	۰.۱۷۷
اهرم مالی	۰.۲۶۰	۰.۳۲۰	۰.۸۱	۰.۴۱۶
فرصت رشد	۰.۱۲۸	۰.۰۲۵	۵.۰۸	۰.۰۰۰
عرض از زمبدا	۰.۶۱۶	۰.۲۴۴	۲.۵۲	۰.۰۱۲
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۶ درصد			
آماره والد	۴۱.۷۵			
سطح معناداری	۰.۰۰۰۰			

طبق نتایج جدول ۱۲، مشاهده می شود که متغیر چرخه عمر (رشد) * شوک سرمایه گذاری، چرخه عمر (بلوغ) * شوک سرمایه گذاری، چرخه عمر (افول) * شوک سرمایه گذاری دارای ضریب منفی و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو فرضیات دوم و سوم و چهارم مورد پذیرش قرار می گیرد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود ۵۶ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۵۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است که مقدار قابل توجهی است.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در پژوهش حاضر این نتیجه حاصل شد که شوک های سرمایه گذاری بر بازده سهام شرکت در طی چرخه عمر تاثیرگذار است. این نتایج مطابق با پژوهش ژو و چن (۲۰۱۷) می باشد که در پژوهشی با عنوان کنترل داخلی، چرخه زندگی شرکت و عملکرد شرکت به این نتیجه دست یافتند که: کنترل داخلی عملکرد شرکت را بهبود می بخشد چرخه حیات شرکت به سه مرحله تقسیم می شود که نتایج نشان داده است که کنترل داخلی در مراحل مختلف بر عملکرد شرکت تاثیر می گذارد که تاثیر مثبت آن در مرحله بلوغ شرکت بیشتر است. همچنین جباری و نقدی (۱۳۹۵) رابطه بین ساختار سرمایه و چرخه عمر شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل نشان داده است که تئوری سلسله مراتبی، الگوهای مالی شرکت های در مرحله رشد و افول را بهتر از شرکتهای در مرحله بلوغ در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهد. در این راستا پیشنهادات آتی بصورت زیر ارائه می گردد:

- مدل های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه ی آماری به صورت یک جا برآورد شده اند. از این رو، پیشنهاد می شود در مطالعات آتی هر یک از مدل های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.
- از سایر متغیرهای تعدیل گر (شرایط اقتصادی، بحران مالی، درماندگی مالی) بر شوک های سرمایه گذاری بر بازده سهام شرکت در طی چرخه عمر مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ✓ بادآور نهندی، یونس، زینالی، مهدی، ملکی، اژدر، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر نقد شوندگی سهام بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش نامه اقتصاد و کسب و کار، شماره ۵، صص ۸۹-۹۸.
- ✓ بزرگ اصل، موسی، سید مهدی، رضوی، (۱۳۸۸)، رابطه بین بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برخی متغیرهای کلان اقتصادی، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۹۷، صص ۱۱۵-۲۲۲.
- ✓ پاشایی فام، رامین، امیدی پور، رضا، (۱۳۸۸)، بررسی تأثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، شماره ۵۰، صص ۹۳-۱۱۳.
- ✓ دورنبوش، رودریگر، فیشر، استنلی، (۱۳۸۲)، اقتصاد کلان، محمد حسین تیزهوش تابان، انتشارات سروش.
- ✓ فخاری، حسین، السادات طاهری، عصمت، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۵۹-۱۷۲.
- ✓ فروغی، داریوش، مظاهری، مرضیه، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر اهرم و ریسک درماندگی مالی بر بازده واقعی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۴۶-۶۱.
- ✓ کشاورز حداد، غلامرضا، مهدوی، امید، (۱۳۸۴)، آیا بازار سهام در اقتصاد ایران کانالی برای گذر سیاست پولی است؟ مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۱۷، صص ۱۴۷-۱۷۰.
- ✓ کاشانی پور، محمد، صالح نژاد، سیدحسین، رضایی، اسعد، یوسفی منش، داوود، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر تغییر میزان حد نوسان قیمت سهام بر بازده سهام و حجم معاملات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۲، صص ۱۵۳-۱۷۲.
- ✓ مشایخ، شهناز، حراف عموقین، نسیم، (۱۳۹۰)، رابطه اندازه شرکت با نوسانات بازده سهام در شرایط مختلف بازار، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۶۹-۸۶.
- ✓ نامداری، هوشنگ، (۱۳۸۳)، رابطه علیتی بین شاخص قیمت سهام در بورس تهران و نرخ ارز در بازار آزاد، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ✓ Bernanke, Ben S. and Kenneth N. Kuttner. What explains the stock market's Reaction to Federal Reserve Policy? (2004).
- ✓ Black, E., (1998), Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures, Journal of Financial Statement Analysis 4, 40-57.
- ✓ Chatziantonious, Ioannis and David Duffy and George Filis, Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi- country evidence, Economic Modelling, 30, 2013, 754-769.
- ✓ DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz, (2006), Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, Journal of Financial Economics 81, 227-254.
- ✓ Dickinson, V., (2011), Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle, The Accounting Review 86, (1969-1994).
- ✓ Gregoriou, A. and A. Kontonikas and R. MacDonald and A. Montagnoli, monetary policy shocks and stock return: Evidence from the British Market, (2009).
- ✓ Gurgul, H., Majdosz, P. and Mestel, R., (2005). Joint Dynamics of Prices and Trading Volume on the Polish Stock Market, Managing Global Transitions, 3(2), 139-156

- ✓ Habib, A., and M. M. Hasan, (2015), Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment, *Accounting & Finance*, doi:10.1111/acfi.12141.
- ✓ Hasan, M. M., and A. Habib, (2017), Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility, *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 13, 20–36.
- ✓ Helfat, C. E., and M. A. Peteraf, (2003), The dynamic resource-based view: capabilities lifecycles, *Strategic Management Journal* 24, 997–1010.
- ✓ Jenkins, D., G. Kane, and U. Velury, (2004), The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated earnings components, *Review of Accounting and Finance* 3, 5–20.
- ✓ Kholodilin, Konstantin and Alberto Montagnoli and Oreste Napolitano and Boriss Siliverstovs, assessing the impact of the ECB's monetary policy on the stock markets: a sectoral view, *Economic letters*, 105, (2009), 211-213.
- ✓ Kurv, Alexander, Investor sentiment and the stock market's reaction to monetary policy, *Journal of Banking and Finance*. (2009). available at: <http://ssrn.com/abstract=1430599>.
- ✓ Macro Group, CCER, PKU,(2008). The measurement of liquidity and the relationship between monetary liquidity and asset price. *J. Financial Res.* 9, 44–55.
- ✓ Masuda Koichi (2015). Fixed investment, liquidity constraint, and monetary policy: Evidence from Japanese manufacturing firm panel data, *Japan and the World Economy*, 88 (2171) 77–73.
- ✓ Spence, M., (1977), Entry, capacity, investment, and oligopolistic pricing, *Bell Journal of Economics* 8, 534–544.
- ✓ Spence, M., (1979), Investment strategy and growth in a new market, *Bell Journal of Economics* 10, 1–19.
- ✓ Spence, M., (1981), The learning curve and competition, *Bell Journal of Economics* 12, 49–70.