

اللَّهُمَّ اللَّهُمَّ اللَّهُمَّ



دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار (MBA)

تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام

نگارنده: رضا چروم خیرآبادی

استاد راهنما:

دکتر مجتبی میرلوحی

اساتید مشاور:

دکتر محمد میرباقری جم

مجید عامری

مهرماه ۱۴۰۰

در این صفحه صورت جلسه دفاع را قرار دهید. لازم است پس از صحافی این صفحه مجدداً توسط دانشکده مهر گردد و استاد راهنما با امضای خود اصلاحات پایان نامه را تایید کند.

تقدیم اثر

تقدیم به پدر و مادر عزیزم:

لحظات ناب باور بودن، لذت و غرور دانستن، جسارت خواستن، عظمت رسیدن و تمام تجربه‌های یکتا و زیبای زندگی‌ام، مدیون حضور آنهاست.

شکر و قدردانی

اساتید ارجمند آقایان دکتر مجتبی میرلوحی، دکتر محمد میرباقری جم و مجید عامری به پاس نعمت توفیق و ادای وظیفه بر خود لازم می دانم که صمیمانه ترین قدردانی ها را نثار شما بنمایم که دلسوزانه مجموعه علم و دانش خویش را در اختیار من گذاشتید و در تهیه این پایان نامه اگر موفقیتی حاصل گشت قسمت اعظم آن مدیون راهنمایی های بی شائبه شما بزرگواران گران قدر بود.

تعمیرنامه

استاد راهنما: دکتر مجتبی میرلوحی؛ اساتید مشاور: دکتر محمد میرباقری جم و مجید عامری
این جانب رضا چروم خیرآبادی دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت کسب و کار (MBA)
دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود نویسنده پایان نامه کارشناسی ارشد تحت
راهنمایی دکتر مجتبی میرلوحی متعهد می شوم

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است .
- در استفاده از نتایج پژوهشهای محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است .
- مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است .
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « Shahrood University of Technology » به چاپ خواهد رسید .
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت می گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است .
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری ، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است .

تاریخ

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج ، کتاب ، برنامه های رایانه ای ، نرم افزار ها و تجهیزات ساخته شده است) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد . این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود .
استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامه بدون ذکر مرجع مجاز نمی باشد.

حکیده

هم‌زمانی قیمت سهام به معنی تأثیرپذیری قیمت سهام شرکت از شاخص کل بازار است لذا هم‌زمانی قیمت یکی از عوامل نگران‌کننده در بازار سرمایه است. چون که اطلاعات خصوصی و عملکردی شرکت در این حالت نقش مهم‌تری در تعیین قیمت سهم ندارد. اعتبار تجاری در شرکت نشان‌دهنده میزان اعتماد تأمین‌کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت است و یک ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدت محسوب می‌شود. در ادبیات موجود اعتبار تجاری به‌عنوان اطلاعات خصوصی شرکت باعث کاهش هم‌زمانی قیمت سهام شرکت می‌شود. هدف این پژوهش بررسی صدق تئوری مذکور در بازار سرمایه ایران است. جهت دستیابی به هدف ابتدا شاخص هم‌زمانی قیمت برای ۱۳۷ شرکت منتخب از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ محاسبه‌شده است، سپس اثر اعتبار تجاری (که به‌صورت نسبت حساب‌های پرداختی به دارایی‌های شرکت تعریف‌شده) را بر شاخص هم‌زمانی قیمت با استفاده مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی برآورد شده است. در تخمین مدل رگرسیون اثر متغیرهای کنترلی و متغیرهای کلان اقتصادی نیز لحاظ شده است. نتایج برآورد ضرایب متغیرهای مدل رگرسیون نشان می‌دهد که: رشد درآمدهای عملیاتی (grow) تأثیر مثبت و معنادار، مقدار درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهام‌دار (top1) و مقدار دارایی ثابت نسبت به کل دارایی (fixa)، تأثیر منفی و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارند. در میان متغیرهای بازار نرخ تورم (inf) تأثیر منفی و معنادار و نرخ ارز (exch) و نرخ بهره (interest) اثر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارند. ضریب متغیر اعتبار تجاری در مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار نبوده است. لذا بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که اطلاعات اعتبار تجاری شرکت‌ها در ایران تأثیری بر هم‌زمانی قیمت سهام ندارد به عبارتی اطلاعات اعتبار تجاری نقش فراوانی در تصمیمات مالی فعالان بازار ندارد.

کلیدواژه: اعتبار تجاری، هم‌زمانی قیمت سهام، قیمت سهام، مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی، اطلاعات خاص شرکتی، متغیرهای کلان اقتصادی.

کد JEL: C23 و G10 و G30

فهرست مطالب

- فصل اول – کلیات پژوهش و تعریف مسئله ----- ۱
- ۱-۱ مقدمه ----- ۲
- ۲-۱ بیان مسئله ----- ۲
- ۳-۱ اهمیت و ضرورت انجام تحقیق ----- ۴
- ۴-۱ اهداف تحقیق و کاربردهای آن ----- ۴
- ۵-۱ سؤال اصلی تحقیق و فرضیه‌ها ----- ۵
- ۶-۱ خلأ تحقیقاتی و جنبه‌های نوآوری تحقیق ----- ۵
- ۷-۱ قلمرو پژوهش ----- ۶
- ۸-۱ روش تحقیق ----- ۶
- ۹-۱ تعریف واژگان و مفاهیم کلیدی پژوهش ----- ۷
- ۱۰-۱ ساختار کلی پژوهش ----- ۷
- فصل دوم – ادبیات نظری و تجربی تحقیق ----- ۹
- ۱-۲ مقدمه ----- ۱۰
- ۲-۲ اعتبار تجاری ----- ۱۰
- ۱-۲-۲ طول مدت اعتبار تجاری ----- ۱۰
- ۲-۲-۲ مزیت استفاده از اعتبار تجاری ----- ۱۱
- ۳-۲-۲ محدودیتها (معایب) اعتبار تجاری ----- ۱۲
- ۳-۲-۲ دلایل گسترش اعتبار تجاری ----- ۱۲
- ۴-۲-۲ انواع اعتبار تجاری ----- ۱۴
- ۵-۲-۲ تئوری‌ها و عوامل مؤثر بر اعتبار تجاری بنگاه ----- ۱۵
- ۶-۲-۲ آثار شناخت وضعیت اعتبار تجاری برای ذینفعان بازار سرمایه ----- ۲۰
- ۸-۲-۲ وضعیت بنگاه‌ها از منظر اعتبار تجاری ----- ۲۱
- ۳-۲-۳ شاخص‌های هم‌زمانی قیمت سهام ----- ۲۳
- ۱-۳-۲ مفهوم هم‌زمانی قیمت و معیارهای سنجش آن ----- ۲۴

- ۲-۳-۲ آثار شناخت هم‌زمانی قیمت بر تصمیمات فعالان و ذینفعان بازار-----۲۶
- ۴-۲-۴- مطالعات انجام‌شده پیشین-----۲۸
- ۱-۴-۲-۱- مطالعات خارجی-----۲۸
- ۵-۲-۵- خلاصه فصل دوم-----۳۹
- فصل سوم - روش‌شناسی پژوهش-----۴۱
- ۱-۳-۱- مقدمه-----۴۲
- ۲-۳-۲- نوع پژوهش-----۴۲
- ۱-۲-۳-۱- نوع پژوهش بر مبنای هدف-----۴۲
- ۲-۲-۳-۲- نوع تحقیق بر اساس ماهیت و روش انجام آن-----۴۲
- ۳-۳-۳- روش انجام تحقیق-----۴۲
- ۱-۳-۳-۱- روش انتخاب نمونه تحقیق و جامعه آماری-----۴۲
- ۲-۳-۳-۲- روش و ابزار گردآوری اطلاعات-----۴۳
- ۳-۳-۳-۳- روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها-----۴۴
- ۴-۳-۳-۴- نرم‌افزارهای مورد استفاده در تحقیق-----۴۴
- ۴-۳-۴-۴- مدل رگرسیون تحقیق و متغیرهای آن-----۴۴
- ۱-۴-۳-۱- معادله مدل رگرسیون تحقیق-----۴۴
- ۲-۴-۳-۲- متغیرهای تحقیق-----۴۴
- ۳-۴-۳-۳- اندازه‌گیری هم‌زمانی قیمت سهام-----۴۵
- ۴-۴-۳-۴- اندازه‌گیری اعتبار تجاری-----۴۶
- ۵-۳-۵-۵- مدل رگرسیون داده‌های تابلویی-----۴۶
- ۱-۵-۳-۱- مدل تجمیعی (Pool)-----۴۶
- ۲-۵-۳-۲- مدل اثرات ثابت (Fixed Effects)-----۴۷
- ۶-۳-۶-۶- آزمون‌های تشخیص و تصریح مدل تحقیق-----۴۷
- ۱-۶-۳-۱- آزمون ریشه واحد متغیرها (آزمون لوین، لین، چو)-----۴۷
- ۲-۶-۳-۲- آزمون F لیمر (تشخیص مدل تجمیعی از مدل اثرات ثابت)-----۴۸

۴۹	-----	۳-۶-۳-آزمون هاسمن (تشخیص تصادفی بودن اثرات ثابت)
۵۰	-----	۳-۶-۴-آزمون‌های هم‌انباشتگی داده‌های ترکیبی
۵۱	-----	۳-۷-جمع‌بندی پایان فصل سوم
۵۳	-----	فصل چهارم -یافته‌های تحقیق و تحلیل نتایج
۵۴	-----	۴-۱-مقدمه
۵۴	-----	۴-۲-آمار توصیفی داده‌ها و متغیرهای تحقیق
۵۶	-----	۴-۳-تحلیل واریانس تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت
۵۷	-----	۴-۴-نتایج برآورد مدل رگرسیون تحقیق
۵۷	-----	۴-۴-۱-نتایج آزمون‌های تشخیص و تصریح مدل تحقیق
۶۰	-----	۴-۴-۲-نتایج برآورد پارامترهای مدل‌های تحقیق
۶۲	-----	۴-۴-۳-بحث و تفسیر نتایج برآورد پارامترهای مدل تحقیق
۶۳	-----	۴-۵-خلاصه فصل چهارم
۶۵	-----	فصل پنجم - نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاست‌گذاری
۶۶	-----	۵-۱-مقدمه
۶۶	-----	۵-۲-نتایج تحقیق و ارزیابی فرضیه‌ها
۷۰	-----	۵-۳-محدودیت‌های تحقیق
۷۰	-----	۵-۴-پیشنهادها برای پژوهش آتی
۷۱	-----	ضمیمه پژوهش
۷۱	-----	فهرست شرکت‌ها برحسب وضعیت شاخص اعتبار تجاری
۷۲	-----	کدهای استفاده‌شده در نرم‌افزار R
۷۴	-----	کدهای استفاده‌شده در ویژوال بیسیک اکسل
۷۶	-----	منابع
۷۶	-----	منابع فارسی
۷۷	-----	منابع لاتین

فهرست جداول

عنوان

صفحه

جدول ۱-۲: فراوانی تعداد شرکت های بورسی بر حسب سطح اعتبار تجاری	۲۱
جدول ۱-۳: مقایسه سهم ارزش بازاری شرکت های منتخب از کل بازار در دوره تحقیق	۴۳
جدول ۲-۳: جدول متغیرهای مدل رگرسیون تحقیق	۴۵
جدول ۱-۴: آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش	۵۵
جدول ۲-۴: تحلیل واریانس تغییرات شاخص هم زمانی قیمت	۵۷
جدول ۳-۴: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش	۵۸
جدول ۴-۴: نتیجه آزمون اف لیمر	۵۹
جدول ۴-۵: آزمون هاسمن	۵۹
جدول ۴-۶: نتایج برآورد ضرایب مدل های تحقیق	۶۱

فصل اول – کلیات پژوهش و تعریف مسئله

۱-۱ مقدمه

قیمت سهام هر شرکت می‌تواند تحت تأثیر عوامل متعددی است. در یک دسته‌بندی کلی مجموعه عوامل را می‌توان به زیرمجموعه‌های عوامل خارجی و عوامل داخلی (یا شرکتی) تقسیم نمود. عوامل خارجی مربوط به بازار و صنعت بوده و از آن به‌عنوان ریسک سیستماتیک یاد می‌شود. عوامل داخلی مربوط به خود شرکت و اطلاعات خصوصی شرکت است و گاهی از آن به‌عنوان ریسک غیر سیستماتیک شرکت یاد می‌شود. هم‌زمانی قیمت سهام به معنی تأثیرپذیری قیمت سهام شرکت از شاخص کل بازار و شاخص صنعت است لذا هم‌زمانی قیمت یکی از عوامل نگران‌کننده در بازار سرمایه است. چون‌که اطلاعات خصوصی و عملکردی شرکت در این حالت نقش مهم‌تری در تعیین قیمت سهم ندارد و تصمیمات فعالان بازار عمدتاً بر وضعیت شاخص کل بازار و صنعت استوار است و این موضوع باعث افزایش ریسک سیستماتیک و ناکارایی بازار می‌شود. در بازارهای کارا جریان اطلاعات مالی، عملکردی و خصوصی شرکت‌ها نقش بسزایی در نوسانات قیمت سهام شرکت دارد. اعتبار تجاری نیز نمونه‌ای از اطلاعات خاص هر شرکت است و می‌تواند بر قیمت سهام شرکت مؤثر باشد. لذا شناخت وضعیت اعتبار تجاری شرکت‌ها می‌تواند نقش بسزایی در تصمیمات مالی فعالان بازار داشته باشد. بر اساس یک نظرسنجی که توسط صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹) صورت گرفته، در حدود ۶۰ درصد از تمام معاملات تجاری بین‌المللی از طریق اعتبارات تجاری تأمین مالی می‌شوند. پس با توجه به کاربرد روزافزون اعتبار تجاری در تجارت و اهمیت خاص آن در معاملات تجاری و اثر آن بر اقتصاد، در این پژوهش اثر اعتبار تجاری بر قیمت سهام و هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌هایی منتخب از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی و تحلیل و مدل‌سازی می‌شود.

۱-۲- بیان مسئله

در ایران، بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های پولی و سیستم بانکی در اعطای اعتبارات و وام استقلال لازم را ندارد. سهم تسهیلات تکلیفی (از سوی دولت و نهادهای حکومتی) در سیستم بانکی

قابل ملاحظه است. توزیع وام و اعتبارات بانکی محدود به برخی از شرکت‌های خاص مانند شرکت‌های دولتی و بنگاه‌های دارای ارتباط سیاسی است. لذا سایر بنگاه‌ها جهت تأمین مالی خود به شیوه‌های جایگزین از جمله تأمین مالی از طریق اعتبار تجاری روی آورده‌اند. اعتبار تجاری به‌عنوان یک کانال تأمین مالی جایگزین وام‌های بانکی در ساختار بدهی بنگاه‌های کشور است. با توجه به اینکه شیوه‌های تأمین مالی بنگاه بر هزینه‌ها، عملکرد بنگاه و سود آن تأثیر دارد لذا اعتبار تجاری بنگاه‌ها به‌عنوان یک شیوه تأمین مالی خاص در میزان سود بنگاه و نوسانات قیمت سهام شرکت مؤثر است.

مطالعات انجام‌یافته نشان می‌دهد، احتمال انجام معاملات آگاهانه بیش از ۸۸ درصد معاملات در بورس اوراق بهادار کمتر از ۱۰ درصد است (میرباقری جم ۲۰۲۰). بر این اساس به نظر می‌رسد که هم‌زمانی قیمت سهام در ایران بالا است. این موضوع ممکن است ناشی از عدم توجه و استفاده فعالان بازار از اطلاعات مالی و عملکردی خاص شرکت‌ها باشد. یا توجه بیش‌ازحد به وضعیت کلی بازار (شاخص کل و شاخص صنعت) باشد.

ادبیات گسترده‌ای درباره اثر اطلاعات خاص شرکتی بر قیمت سهام وجود دارد (افلاطونی ۲۰۱۶، ون نس و همکاران ۲۰۲۱، کاندی ۲۰۱۷). از آنجاکه اعتبار تجاری در زمره اطلاعات خاص شرکتی است لذا برخی از این مطالعات متمرکز بر اثر اعتبار تجاری بر قیمت سهام شده‌اند (آکتاس و همکاران ۲۰۱۲، بروکمن و همکاران ۲۰۰۹). اخیراً لئو و هو (۲۰۱۹) نشان داده‌اند که اعتبار تجاری شرکت‌ها اثر منفی و معکوس بر هم‌زمانی قیمت سهام دارد. لذا در این پژوهش با توجه نقش اعتباری تجاری در تأمین مالی بنگاه‌ها و بالا بودن هم‌زمانی قیمت سهام این فرضیه آزمون می‌نماییم که آیا ارتباط معنی‌داری بین اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران است یا خیر؟ به‌عبارتی‌دیگر آیا اعتبار تجاری محتوای اطلاعاتی مؤثری بر تصمیمات فعالان و سرمایه‌گذاران بازار سهام است یا خیر؟

با توجه به مطالب گفته شده پژوهش حاضر درصدد بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام است. به عبارت دیگر هدف از این پژوهش، تعیین این موضوع است که آیا اعتبار تجاری اثر مهم و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارد؟

۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

با توجه به مطالب ذکر شده، به اهمیت اعتبار تجاری در اقتصاد و مبادلات تجاری و کاربرد افزایشی آن و اهمیت آن برای بنگاه‌ها و اهمیت هم‌زمانی قیمت سهام برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران و... به صورت منفرد پی بردیم. و گفته شد که اعتبار تجاری به عنوان اطلاعات خاص شرکتی می‌تواند هم‌زمانی را کاهش دهد. اهمیت و ضرورت این تحقیق از آنجا ناشی می‌شود که تاکنون پژوهشی در ایران، به بررسی تأثیر اعتبار تجاری و متغیرهای اقتصادی بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نپرداخته است و نتیجه این تحقیق مورد استفاده افراد زیر قرار می‌گیرد

۱. استفاده‌کنندگان برون سازمانی از جمله سرمایه‌گذاران جهت اخذ تصمیمات معقول

سرمایه‌گذاری و تحلیل‌گران مالی جهت ارزیابی عملکرد بازار سرمایه

۲. استفاده‌کنندگان درون سازمانی از جمله مدیران به علاوه شرکت‌های بورسی نیز از

آن بهره‌مند خواهند شد.

۳. نتایج این پژوهش می‌تواند مورد توجه محققین دانشگاهی باشد چون باعث افزایش

شناخت آن‌ها از رابطه بین اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام خواهد شد.

۱-۴- اهداف تحقیق و کاربردهای آن

در این پژوهش اهداف متعددی دنبال می‌شود از جمله:

۱- تبیین مفهوم هم‌زمانی قیمت سهام و سنجش آن

۲- تبیین مفهوم اعتبار تجاری و اهمیت آن در تأمین مالی شرکت‌ها

۳- بررسی اثر اعتبار تجاری و متغیرهای کلان اقتصادی بر هم‌زمانی قیمت سهام

۱-۵- سؤال اصلی تحقیق و فرضیه‌ها

سؤال اصلی: تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام چگونه است؟

فرضیه اول: اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: نسبت دارایی ثابت به کل دارایی بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد

فرضیه سوم: اندازه بنگاه بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: جریان نقد عملیاتی بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه پنجم: نرخ رشد درآمد عملیاتی بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ششم: بازده حقوق صاحبان سهام بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه هفتم: درصد سهام بزرگترین سهامدار بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه هشتم: درآمد خالص بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه نهم: نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دهم: نسبت بدهی به دارایی بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

۱-۶- خلاصه تحقیقاتی و جنبه‌های نوآوری تحقیق

فقدان یک پژوهش که تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام از یک سو به طور جامع و از سویی دیگر به گونه‌ای یکپارچه و با اتکا بر یک تئوری مشخص باشد، صورت نپذیرفته است. لذا مطالعه حاضر، از طریق انجام پژوهشی کمی و استفاده از مبانی نظری جدید درصد کاهش این شکاف تحقیقاتی و غنای نوشتارهای تخصصی در این حوزه برمی‌آید.

نوآوری تحقیق عبارت‌اند از:

- ۱- محاسبه شاخص همزمانی قیمت سهام برای هر یک از شرکت‌ها طی دوره تحقیق.
- ۲- تحلیل تغییرات شاخص همزمانی قیمت سهام طی دوره تحقیق با رویکرد ANOVA
- ۳- لحاظ متغیرهای کلان اقتصادی در مدل رگرسیون تحقیق و بررسی اثر این متغیرها بر همزمانی قیمت سهام.

۷-۱- قلمرو پژوهش

قلمرو موضوعی: مالی شرکتی با تمرکز بر تأثیر اعتبار تجاری بر همزمانی قیمت سهام هست.

قلمرو مکانی: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هست که از بین آنها ۱۳۷ شرکت انتخاب شده است.

قلمرو زمانی: دوره زمانی این پژوهش ۵ سال است و از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا انتهای سال ۱۳۹۸ هست.

۸-۱- روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی، نوع تحقیق براساس ماهیت و روش انجام آن از نوع همبستگی و پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش کشور ایران، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش انتخاب نمونه غیر احتمالی و وضعی است. حجم نمونه ۱۳۷ شرکت منتخب از بورس براساس شرایط مفروض بوده است. ابزارهای سنجش و گردآوری اطلاعات از جمله سنجش متغیرهای شاخص همزمانی قیمت و اعتبار تجاری از نوع استاندارد و میزان شده است. روش‌های گردآوری اطلاعات پژوهش کتابخانه‌ای می باشد و شیوه‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها تحقیق به روش آماری و کمی است. برای مقایسه سطح اعتبار تجاری و شاخص همزمانی قیمت نمادهای معاملاتی از آمار توصیفی استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل تغییرات شاخص های مذکور از روش تحلیل واریانس دو عاملی ANOVA استفاده شده است. برای کمی سازی رابطه بین اعتبار تجاری و همزمانی قیمت سهام از مدل رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شده است.

۹-۱- تعریف واژگان و مفاهیم کلیدی پژوهش

اعتبار تجاری (Trade credit): به عنوان ابزار سرمایه‌داری کوتاه‌مدت در نظر گرفت. اگر شرکت تخفیف دهد و مبلغ را در آخرین تاریخ مقرر پرداخت کند می‌توان هزینه فرصت وجود داشته باشد. اگر شرکتی پرداخت خود را به بعد از موعد مقرر موکول کند، هزینه‌های زیادی را متقبل خواهد شد. هزینه‌هایی نظیر جریمه دیرکرد پرداخت، هزینه تخفیف نقدی از دست‌رفته و ... در نتیجه، از نگاه انگیزه احتیاطی، شرکت‌هایی که از اعتبار تجاری استفاده می‌کنند باید نقدینگی برای مواجهه با تعهدات بازپرداخت خود داشته باشند (طالب نیا و مهدوی، ۱۳۹۴).

هم‌زمانی قیمت سهام (Stock Price Synchronicity): درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود (دورنرف و مورک و یونگ، ۲۰۰۳).

۱۰-۱- ساختار کلی پژوهش

فصل اول: در این فصل به کلیات تحقیق پرداخته شده است. ابتدا در مقدمه موضوع تحقیق تبیین شده است و بیان مسئله و ضرورت انجام پژوهش، هدف، فرضیه‌ها و روش تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین تعریف اصلاحات و واژه‌های کلیدی به‌طور خلاصه ارائه شده است.

فصل دوم: در این فصل ابتدا به ارائه مبانی نظری این تحقیق می‌پردازیم که شامل مقدمه، تعریف و تشریح کامل واژگان کلیدی یعنی اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام خواهد بود. بخش دوم این فصل به پیشینه موضوعی این تحقیق اختصاص دارد که در آن به مرور و بررسی مقالات و پایان‌نامه‌های منتشر شده مرتبط با این پژوهش خواهیم پرداخت.

فصل سوم: این فصل به تشریح روش انجام تحقیق اختصاص دارد. در این فصل، ابتدا روش تحقیق، جامعه و نمونه آماری آن بیان می‌گردد. سپس شیوه جمع‌آوری اطلاعات و ابزار اندازه‌گیری تشریح شده و در نهایت تعریف متغیرهای تحقیق و شیوه تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود.

فصل چهارم: این فصل به بیان ویژگی‌های متغیرهای تحقیق و آمار توصیفی و تحلیل ماهیت آن‌ها پرداخته و سپس نحوه آزمون فرضیات را بیان می‌کند. فرضیه‌های تحقیق ابتدا مورد آزمون تعادل آماری قرار می‌گیرند و سپس با انجام رگرسیون معرفی شده بر اساس مدل موجود نتایج آماری و درواقع نتایج تحقیق مشخص می‌گردد و میزان وابستگی متغیرهای موجود در پژوهش اندازه‌گیری می‌شوند.

فصل پنجم: فصل آخر تحقیق درواقع جمع‌بندی کار علمی انجام شده هست. ابتدا نتایج تحقیق و تفاسیر تئوریک که از این نتایج قابل استنتاج است، ارائه می‌گردد و نتایج به دست آمده با تحقیقات مشابه قبلی مقایسه می‌شوند. در ادامه محدودیت‌هایی که درراه این تحقیق برای محقق پیش آمده، که ممکن است نتایج را تحت تأثیر قرار داده باشد، معرفی می‌گردند و درنهایت کار با پیشنهادهای محقق به پایان می‌رسد.

فصل دوم – ادبیات نظری و تجربی تحقیق

۱-۲- مقدمه

هدف از این فصل که دارای عنوان «تعاریف و مفاهیم مبنایی» یا «مبانی نظری» یا عنوان مشابهی است، بیان اصول، تعاریف و مبانی نظری مورد نیاز به عنوان دانش پیش‌زمینه^۱ برای شروع مطالعه و فهم فصول بعدی پایان‌نامه است. در بخش مقدمه، ضمن طرح بحث‌های مقدماتی و معرفی محتوی آن فصل، ساختار ادامه آن فصل هم به اختصار تشریح شود.

۲-۲- اعتبار تجاری

اعتبار تجاری یک منبع مهم تأمین مالی سرمایه در گردش و از منابع تأمین مالی بیرونی است. این اعتبار کوتاه‌مدت توسط تأمین‌کنندگان کالا و خدمات در دوره‌های عادی کسب‌وکار به منظور افزایش فروش به خریداران اعطا می‌گردد، معمولاً بدون وثیقه بوده و بهره به آن تعلق نمی‌گیرد. در حقیقت اعتبار تجاری توافقی است که بر مبنای آن یک مشتری می‌تواند کالایی را به حساب (بدون پرداخت پول) خریداری نماید و مبلغ آن را در تاریخی پس از تاریخ خرید به فروشنده بپردازد، به تأخیر انداختن پرداخت نشان‌دهنده منبعی مالی است. ویژگی‌های اعتبار تجاری عبارتند از:

۱. نبود ابزارهای رسمی قانونی / به منظور پذیرش و جبران بدهی.
۲. تنها ترتیباتی داخلی بین خریدار و فروشنده است.
۳. منبعی خودانگیخته برای تأمین مالی است.
۴. در صورتی که پرداخت‌ها در دوره تخفیف واقع نشود منبعی پرهزینه برای تأمین مالی خواهد بود.

۲-۲-۱- طول مدت اعتبار تجاری

اعتبار تجاری برای تعداد روزهای مشخصی اعطا می‌گردد، مثلاً ۳۰، ۶۰ یا ۹۰ روزه، در کسب‌وکارهایی مانند طلا و جواهر این اعتبار برای ۱۸۰ روز یا بیشتر نیز تمدید می‌شود. اعتبار تجاری در اصل

¹background

اعتباری است که یک شرکت برای خرید کالا و خدمات به شرکت دیگری می‌دهد. بنابراین مدت‌زمان اعتبار (چند روزی که به مشتری فرصت داده می‌شود تا بدهی خود را بپردازد) بر اساس رویه رایج در آن صنعت و با توجه به نحوه عملکرد رقبای تجاری تعیین می‌گردد. در هر حال، شرکت باید برای هر مشتری حداکثر سقف اعتباری را تعیین کند.

تعداد روزهای اعتبار تجاری توسط شرکت ارائه‌دهنده اعتبار تعیین می‌گردد و مورد توافق هر دو شرکت ارائه‌دهنده اعتبار و دریافت‌کننده اعتبار است هرچقدر تعداد روزها گسترش یابد شرکت دریافت‌کننده اعتبار می‌تواند با فروش محصولاتش و با استفاده از درآمد حاصل، نسبت به پرداخت بدهی اقدام نماید. نوعاً به اعتبارات تخفیفات فروش نیز تعلق می‌گیرد، یعنی در صورتی که مشتری در دوره زمانی معینی مبلغ خرید کالا یا خدمات را بپردازد، تأمین‌کننده به او تخفیف خواهد داد، به‌عنوان مثال تخفیف ۲ درصدی برای پرداخت ۱۰ روزه در معامله‌ای که برای پرداخت وجه آن ۳۰ روز اعتبار در نظر گرفته شده است. بدین ترتیب اعتبار تجاری نقش اساسی در فعالیتهای تجاری هر شرکتی دارد و اعتبار تجاری در شرکت نشان‌دهنده میزان اعتماد تأمین‌کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت است و یک ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدت محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای اعتبار تجاری خوب بدون پرداخت وجه نقد کالا و خدمات مورد نیاز خود را از تأمین‌کنندگان دریافت می‌کنند و بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان با بررسی اعتبار تجاری شرکت اقدام به اعطای تسهیلات می‌نمایند (نصیری، ۱۳۸۹؛ ونفنگ وو و همکاران^۲، ۲۰۱۱).

۲-۲-۲- مزیت استفاده از اعتبار تجاری

مزیت و اهمیت اعتبار تجاری این است که نیازی نیست تا مشتری پولی برای دریافت کالا بپردازد و حساب بدهی یا پرداختی در ترازنامه مشتری ایجاد می‌شود و مشتری این پول را در نقاط زمانی در آینده پرداخت می‌کند. در این خصوص می‌توان حساب‌های دریافتی را به‌عنوان جایگزین پول نقد در نظر گرفت. بنابراین اعتبار تجاری را می‌توان به‌عنوان ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدت در نظر گرفت. اگر

شرکت تخفیف دهد و مبلغ را در آخرین تاریخ مقرر پرداخت کند می‌تواند هزینه فرصت وجود داشته باشد. اگر شرکتی پرداخت خود را به بعد از موعد مقرر موکول کند، هزینه‌های زیادی را متقبل خواهد شد. هزینه‌هایی نظیر جریمه دیرکرد پرداخت، هزینه تخفیف نقدی ازدست‌رفته و... در نتیجه، از نگاه انگیزه احتیاطی، شرکت‌هایی که از اعتبار تجاری استفاده می‌کنند باید نقدینگی برای مواجهه با بازپرداخت تعهدات خود داشته باشند (ونفنگ وو و همکاران، ۲۰۱۱؛ طالب نیا و مهدوی، ۱۳۹۴).

مزیت اعتبار تجاری این است که نیازی نیست تا مشتری پولی برای دریافت کالا بپردازد و حساب بدهی یا پرداختی در ترازنامه مشتری ایجاد می‌شود و مشتری این پول را در نقاط زمانی در آینده پرداخت می‌کند. در این خصوص می‌توان حساب‌های دریافتی را به‌عنوان جایگزین پول نقد در نظر گرفت. عرضه‌کنندگان می‌توانند با توجه به اطلاعات حسابداری مشتریان، وضعیت و شرایط آن‌ها را مورد ارزیابی قرار دهند. شرکت‌هایی که با مشکل نقدینگی مواجه هستند، می‌توانند از اعتبار تجاری استفاده کرده و به فعالیت خود ادامه دهند و به این صورت مانع از ایجاد وقفه در عملیات خود شوند (فرناندو و مولیر، ۲۰۱۲).

۲-۲-۳- محدودیتها (معایب) اعتبار تجاری

۱- اعتبار تجاری تنها به شرکت‌هایی که دارای سابقه خوبی در بازپرداخت‌های گذشته باشند تعلق می‌گیرد.

۲- استفاده از اعتبار تجاری در کسب‌وکارهای جدید به‌منظور تأمین مالی سرمایه در گردش بسیار دشوار است.

۳- در صورت عدم پرداخت در موعد مقرر بسیار پرهزینه هست.

۲-۲-۳- دلایل گسترش اعتبار تجاری

بر اساس یک نظرسنجی که توسط صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹) صورت گرفته، در حدود ۶۰ درصد از تمام معاملات تجاری بین‌المللی از طریق اعتبارات تجاری تأمین مالی می‌شوند، اعتبارات تجاری دوطرفه بین شرکت‌ها به‌شدت گسترش یافته است. حال سؤالی که مطرح می‌شود این است که چرا

شرکت‌های صنعتی اعتبار تجاری خود را گسترش می‌دهند درحالی‌که مؤسسات مالی مختص تأمین مالی مانند بانک‌ها می‌توانند آن‌ها را از نظر مالی تأمین نمایند؟

اعتبار تجاری می‌تواند دسترسی به سرمایه‌هایی را که از طریق مجاری مرسوم دسترسی به آن‌ها برای شرکت‌ها ممکن نیست را قابل دسترسی نماید. تأمین‌کنندگان می‌توانند بهتر از مؤسسات مالی در پیش‌بینی و کنترل ریسک اعتبار تجاری خریداران خود (شرکت‌هایی که اعتبار تجاری دریافت می‌کنند) عمل نمایند، بنابراین اعتبار تجاری می‌تواند راهی باشد برای تأمین مالی شرکت‌هایی که دسترسی بهتری به بازارهای اعتباری دارند، نسبت به آن‌ها که از دسترسی کمتری به بازارهای اعتباری برخوردارند.

اعتبار تجاری می‌تواند تأمین‌کنندگان را قادر سازد تا با تبعیض قائل شدن به شرکت‌ها ارزش اعتباری اعطا نمایند، آن‌هم هنگامی‌که این امر به‌طور مستقیم از طریق قیمت‌گذاری به لحاظ قانونی مجاز نیست.

اعتبار تجاری می‌تواند به‌عنوان ابزاری جهت کاهش هزینه‌های معاملات و همچنین فراهم نمودن تضمینی در مورد کیفیت محصول شرکت تأمین‌کننده اطمینان ایجاد نماید. متأسفانه شواهد سیستماتیک اندکی وجود دارند که نشان می‌دهند به چه منظور اعتبار تجاری گسترش می‌یابد و یا این‌که چه شرکت‌هایی بزرگ‌ترین ارائه‌دهندگان یا استفاده‌کنندگان از اعتبار تجاری می‌باشند.

این‌گونه به نظر می‌آید که تأمین‌کنندگان اعتبار تجاری برای شرکت‌هایی در حال رشد به‌منظور تخصیص اعتبار تجاری مزیت بیشتری قائل می‌باشند، به‌خصوص اگر در اعتبار آن‌ها تردید وجود داشته باشد. سه دلیل بالقوه برای این امر وجود دارد:

۱- شواهد نشان می‌دهد که این شرکت‌ها می‌توانند منابعی برای کسب‌وکارهای آینده باشند و تأمین‌کنندگان ترجیح می‌دهند تا اعتبار آن‌ها را تأمین نموده و از همین طریق کسب‌وکار آن‌ها را تصاحب نمایند.

۲- تأمین‌کنندگان مالی می‌توانند اطلاعاتی را که این شرکت‌ها نیازمند آن می‌باشند با هزینه‌ای اندک از معاملات بازار کالا و شاید از سایر تأمین‌کنندگان به دست آورند. به نظر می‌رسد اطلاعاتی که شرکت‌های تأمین‌کننده از آن‌ها برای کنترل و نظارت بر بازپرداخت مطالبات خود استفاده می‌کنند متفاوت باشد.

۳- تأمین‌کنندگان مایل هستند بر قابلیت خود در مالکیت و شراکت در فروش کالاهایی که شرکت‌های تأمین اعتبارشده تولید می‌کنند بیفزایند (پترسن و راجان، ۱۹۹۴،^۳).

۲-۲-۴- انواع اعتبار تجاری

اعتبار تجاری در قالب دو نوع کلی، به صورت اعتبارات اعطایی تأمین‌کنندگان (حساب‌ها و اسناد دریافتی) و یا پیش‌پرداخت ارائه می‌شوند. اعتبار تأمین‌کننده، توسط فروشنده کالا به خریدار اعطا می‌شود به طوری که خریدار می‌تواند پرداخت قیمت خرید را برای یک دوره زمانی معین به تأخیر بیندازد، در مقابل، پیش‌پرداخت به پرداخت‌ها پیش از دریافت کالا به فروشنده کالا اشاره دارد. به طور کلی سه نوع اعتبار وجود دارد:

۱- اعتبار مصرفی که رسمی یا به طور غیررسمی از سوی مغازه‌داران، مؤسسات مالی و دیگران برای خرید کالاهای مصرفی در اختیار مردم عادی قرار می‌گیرد.

۲- اعتبار تجاری که مثال عرضه‌کنندگان مواد اولیه به کارخانه‌داران و آن‌ها نیز به عمده‌فروشان و خرده‌فروشان واگذار می‌کنند. در عمل تمام مبادلات در بخش‌های صنایع، خدمات و تجارت بر اساس اعتبار انجام می‌شود و بنگاه‌ها ممکن است بهره‌ناچیزی نیز برای تسویه حساب‌ها مثلاً در مدت یک ماه بپردازند.

۳- اعتبار بانکی یا وام و اضافه برداشت که بانک‌ها در اختیار مشتریان خود قرار می‌دهند. یک نوع اعتبار است. اعتبار به تولیدکننده امکان پر کردن خلأ زمانی بین تولید و فروش کالا و به مصرف‌کننده امکان مصرف پیش از دریافت درآمد را می‌دهد.

۳. Petersen and Rajan

اعتبارات بانکی و غیر بانکی بخشی از عرضه پول را تشکیل می‌دهند و از اهمیت اقتصادی بسیاری برخوردارند. بنابراین دولت‌ها به هنگام افزایش قیمت‌ها برای مهار رشد تقاضا به محدود کردن اعتبارات یا اعمال سیاست انقباض اعتبار روی می‌آورند.

۲-۲-۵- تئوری‌ها و عوامل مؤثر بر اعتبار تجاری بنگاه

۱- تئوری مزیت مالی اعتبار تجاری: شرکت‌های تأمین‌کننده ممکن است به لحاظ بررسی ارزش اعتباری مشتریان خود نسبت به مؤسسات مرسوم وام‌دهی برتری داشته باشند، همین‌طور آنان دارای قابلیت بهتری در زیر نظر گرفتن و مجبور نمودن شرکت‌ها به بازپرداخت اعتبار می‌باشند و این امر برای آنان از لحاظ هزینه‌ای مزیتی را ایجاد می‌کند که مؤسسات اعتباری مرسوم در اعتباربخشی به مشتریان خود از آن بهره‌مند نمی‌باشند (شوارتز^۴، ۱۹۷۴). حداقل سه منبع برتری هزینه‌ای وجود دارد:

اول، برتری در دستیابی به اطلاعات: تأمین‌کنندگان مالی می‌توانند محل کار شرکت‌های تأمین‌شده از طرف خود را بیش از مؤسسات مالی مورد بازدید قرار دهند، اندازه و زمان‌بندی سفارش‌های شرکت تأمین‌شده می‌تواند به آنان چشم‌انداز بهتری نسبت به موقعیت حرفه‌ای آن شرکت ارائه نماید. ناتوانی خریدار در استفاده از مزیت تخفیف در پرداخت اولیه پیش از پایان اعتبار به‌عنوان یک علامت هشدار برای تأمین‌کننده عمل می‌نماید و نشان می‌دهد که خریدار روبه‌زوال است (اسمیت، ۱۹۸۷؛ بیه، گولیه و ویالا^۵، ۱۹۹۳؛ برنان، ماکسیموویچ و زچنر^۶، ۱۹۸۸). درحالی‌که مؤسسات مالی نیز ممکن است همین‌گونه اطلاعات را جمع‌آوری نمایند، اما تأمین‌کنندگان قادر خواهند بود این اطلاعات را حتی سریع‌تر و با هزینه کمتری جمع‌آوری نمایند، به این دلیل که این اطلاعات در مسیر طبیعی شکل‌گیری کسب‌وکار جمع‌آوری گردیده است.

۴. Schwartz

۵. Biais, Gollier and Viala

۶. Brennan, Maksimovic and Zechner

دوم، مزیت در کنترل خریدار: از آنجاکه ممکن است به صورت طبیعی محصولات تولیدشده به منابع اقتصادی دیگری عرضه گردد و در اختیار تأمین کننده مالی قرار نگیرد، تأمین کننده مالی قادر خواهد بود تا قرض گیرنده را از پرداخت اعتبارات بیشتر در آینده محروم نماید، این امر سبب می شود تا شانس خریدار برای بازپرداخت کاهش یابد. این تهدید ممکن است بسیار جدی باشد، بخصوص در صورتی که خریدار روی فروش بخش کوچکی از محصولات خود به تأمین کننده مالی حساب باز نموده باشد. در مقابل مؤسسات مالی ممکن است قدرت کمتری از این لحاظ داشته باشند، زیرا تهدید تأمین اعتبار نمودن در آینده احتمالاً تأثیر بسیار کمی را به صورت آنی بر فعالیت های قرض گیرنده خواهد گذاشت. علاوه بر این قابلیت مؤسسات مالی برای پس گرفتن منابع گذشته ممکن است مقید به قوانین ورشکستگی گردد.

سوم، مزیت بازیابی ارزش از دارایی های موجود: اگر خریدار در بازپرداخت کوتاهی نماید تأمین کننده مالی می تواند محصولات وی را تصاحب نماید هرچقدر محصولات مرغوب تر باشند، وثیقه بهتری برای تأمین کننده فراهم می آید و از این رو تأمین کننده می تواند اعتبار بیشتری را ارائه دهد (میان و اسمیت^۷، ۱۹۹۲). مؤسسات مالی نیز می توانند دارایی های شرکت را تصاحب نمایند و از آن به منظور بازپرداخت بدهی ها استفاده کنند. با این حال اگر تأمین کننده مالی شبکه ای برای فروش محصولات تصاحب شده داشته باشد، هزینه های تملک و فروش مجدد محصولات پایین تر از مؤسسات مالی خواهد بود. میزان برتری تأمین کنندگان مالی نسبت به مؤسسات مالی با توجه به نوع محصولاتی که تأمین کننده می فروشد و مقداری که مشتری آن را تبدیل می نماید، ممکن است به صورت مقطعی متغیر باشد. هرچقدر مقدار محصولاتی که به وسیله خریدار تبدیل می شود کمتر باشد به همان میزان مزیتی که به منظور پیدا نمودن خریداری جدید برای محصولات تصاحب شده نصیب تأمین کننده می گردد نسبت به سایر مؤسسات مالی بیشتر خواهد بود.

۲- تئوری تبعیض در ارزش‌گذاری از طریق اعتبار تجاری: احتمالاً اعتبار تجاری حتی در شرایطی که تأمین‌کنندگان مالی نسبت به مؤسسات مالی برتری ندارند نیز پیشنهاد می‌گردد، چراکه ممکن است برای اعطای اعتبار تجاری از تبعیض در ارزش‌گذاری شرکت‌ها استفاده شود (ملترز^۸، ۱۹۶۰؛ شوارتز و ویتکامب^۹، ۱۹۷۹؛ برنان، ماکسیموویچ و زچنر، ۱۹۸۸؛ میان و اسمیت، ۱۹۹۲).

از آنجا که معمولاً شرایط اعتبار دهی نسبت به کیفیت اعتباری خریدار ثابت هست، اعتبار تجاری، ارزش مؤثر قرض‌گیرندگان بی‌کیفیت را کاهش می‌دهد (پترسن و راجان، ۱۹۹۴؛ اسمیت، ۱۹۸۰). حال اگر این بخش در بازار از انعطاف ارزش بالایی برخوردار باشد، اعتبار تجاری به شکل مؤثرتری موجب تبعیض در ارزش‌گذاری خواهد شد. دلیل طبیعی برای اینکه چرا تقاضای این بخش انعطاف ارزش بیشتری را خواهد داشت، این است که به لحاظ اعتباری رتبه‌بندی شده است. حال اگر چنین باشد، اعتبار تجاری در این بخش به‌طور هم‌زمان ارزش مؤثر را کاهش و اجازه برای تقاضای اعتبار را افزایش می‌دهد.

راه دیگر درک این مطلب آن است که به شرکت‌هایی با حاشیه فروش بالای محصول که دارای انگیزه‌ای قوی برای فروش بیشتر و بدون کاهش قیمت به مشتریان اصلی خود هستند، توجه شود، چراکه آن‌ها با توجه به سود بیشتری که واحدهای بعدی آن محصول برای آن شرکت‌ها در بر خواهد داشت، حاضر خواهند بود، هزینه بیشتری برای فروش محصول مازاد متحمل گردند.

از آنجا که قوانین ضد اعتماد ساز از تبعیض در ارزش‌گذاری جلوگیری می‌نماید، اعتبارهای تجاری با ارزش‌تر می‌توانند برای مشتریان پرخطر، یارانه بندی شوند.

مشتریان معتبر می‌دانند که اعتبار تجاری بسیار پرهزینه است و به همین دلیل درصد آن برمی‌آیند تا آن را در نزدیک‌ترین موعد مقرر بازپرداخت نمایند. از سوی دیگر مشتریان پرخطر این‌گونه باور

۸. Meltzer

۹. Schwartz and Whitcomb

دارند که تأمین مالی از طریق اعتبار تجاری هرچقدر هم که پرهزینه باشد، برای آنان ارزنده است چراکه اعتبار تجاری نسبت به سایر منابع مالی در دسترس ارزان تر هست.

تفسیری مرتبط با این تئوری این گونه بیان می‌کند که تأمین‌کنندگان مالی به نفع مشتریان پرخطر تبعیض قائل نمی‌شوند، زیرا تنها، تقاضای این مشتریان است که در کوتاه‌مدت از انعطاف بالایی برخوردار هست، گرچه تأمین‌کنندگان مالی کسب بهره بلندمدت را از طریق بقای شرکت ترجیح می‌دهند مخصوصاً زمانی که تأمین‌کنندگان مالی گزینه‌های بالقوه دیگری برای جایگزینی مشتریان خود نداشته باشند. تأمین‌کنندگان در چنین شرایطی نه تنها حاشیه سود مشتریان خود را در فروش‌های کنونی در نظر می‌گیرند بلکه سعی بر آن دارند تا عوامل باارزش موجود را که در حاشیه سود فروش‌های آینده مشتریان مؤثر است، در نظر بگیرند و از این عوامل برای تصمیم‌گیری به‌منظور این‌که چگونه از لحاظ اعتباری به مشتریان خود کمک کنند استفاده نمایند. به عبارت دیگر، تأمین‌کنندگان می‌خواهند از ارزش ضمنی سهام (سرمایه) خود نزد مشتری به‌وسیله تأمین مالی کوتاه‌مدت او محافظت نمایند.

۳- تئوری‌های هزینه معاملات اعتبار تجاری: اعتبار تجاری می‌تواند هزینه‌های معامله را در پرداخت صورتحساب‌ها کاهش دهد (فریس^{۱۰}، ۱۹۸۱). خریدار ترجیح می‌دهد در مقابل آن‌که صورتحساب‌های خود را بلافاصله پس از تحویل گرفتن محصول پرداخت نماید، آن‌ها را به صورت تعهدات انباشته، ماهیانه یا سه ماه یکبار و... قسط‌بندی نماید. این مسئله همچنین سازمان را قادر می‌سازد تا چرخه پرداخت‌های خود را از برنامه زمان‌بندی دریافت‌هایش جداسازی نماید. تئوری‌های هزینه معاملات دیگری نیز وجود دارند. از آنجاکه ممکن است الگوهای مصرف فصلی پرقدرتی برای محصولات شرکت‌ها وجود داشته باشد، این شرکت‌ها به‌منظور حفظ چرخه تولیدات خود، موجودی زیادی ایجاد خواهند نمود، این امر دو نوع هزینه در بر خواهد داشت: هزینه‌های انبارداری موجودی و هزینه‌های تأمین مالی آن. البته این شرکت‌ها می‌توانند با کاهش قیمت‌ها، فروش اولیه خود را تضمین

۱۰. Ferris

نمایند اما این امر فهرستی از هزینه‌ها برای این شرکت‌ها به وجود می‌آورد و همچنین اختیار عمل آن‌ها را نیز سلب خواهد نمود. با پیشنهاد اعتبار تجاری گزینشی از طریق مشتریان و یا باگذشت زمان شرکت می‌تواند وضعیت موجودی خود را مدیریت نماید (امری^{۱۱}، ۱۹۸۷)، در چنین حالتی شرکت می‌تواند هزینه‌های انبارداری را کاهش دهد، بخصوص اگر مشتریانش توانایی بهتری در نگهداری موجودی‌ها داشته باشند.

در تقسیم‌بندی دیگری که توسط سیفرت و سیفرت^{۱۲} (۲۰۰۸) صورت گرفته، تئوری‌های اعتبار تجاری در دودسته به صورت زیر جمع‌بندی شده است:

الف) تئوری‌های طرف عرضه

۱. فشار رقابتی: شرکت‌ها اعتبار تجاری را ارائه می‌نمایند چراکه رقبایشان نیز این کار را انجام می‌دهند.

۲. اطلاعات اعتباری: شرکت‌ها نسبت به بانک‌ها از اطلاعات بهتری در ارتباط با خریداران برخوردارند.

۳. تبعیض قیمت: هنگامی شرکت‌ها از اعتبار تجاری استفاده می‌کنند که تبعیض قیمت مستقیم ممنوع است.

ب) تئوری‌های طرف تقاضا

۱. اشتراک معامله: خریداران اعتبار تجاری را برای پرداخت‌های اشتراکی و تقلیل دادن تراز نقدی تقاضا می‌نمایند.

۲. حفظ کنترل: خریداران اعتبار تجاری را بیش از اعتبار بانکی ترجیح می‌دهند چراکه تأمین‌کنندگان تمایلی به تسویه حساب ندارند.

۱۱. Emery

۱۲. Seifert and Seifert

۳. رتبه‌بندی اعتبار: خریداران قادر به تأمین مالی از بانک‌ها نمی‌باشند در نتیجه به تأمین‌کنندگان روی می‌آورند.

۲-۲-۶- آثار شناخت وضعیت اعتبار تجاری برای ذینفعان بازار سرمایه

سهامداران: از آنجاییکه یکی از دلایل بالا بودن اعتبار تجاری یک بنگاه می‌تواند عملکرد مطلوب آن در حال یا آینده باشد، سهامداران می‌توانند برای سرمایه‌گذاری این موضوع را نیز مدنظر قرار دهند

نهاد ناظر بازار مالی (سازمان بورس): باید برای افزایش کارایی اطلاعات، حفظ حقوق سرمایه‌گذاران (کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری صحیح اوراق بهادار و ...) و کنترل اجرای استانداردهای لازم برای مؤسسات به گسترش استفاده از رتبه‌های اعتباری در بازار سرمایه روی آورد

مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باید توجه ویژه‌ای به متورم شدن حساب‌های پرداختی، از دست رفتن تخفیف نقدی و کاهش درجه اعتباری بنگاه خود داشته باشند. همچنین برای اعطای اعتبار تجاری به سایر شرکت‌ها باید پس از تجزیه و تحلیل وضع مالی مشتری و تاریخچه تجاری وی در خصوص دادن اعتبار به او یا افزایش و کاهش سقف اعتبار به وی، تصمیم می‌گیرد.

دولت و سیاستگذار باید به نحوه تخصیص اعتبارات بانکی نظارت بیشتری داشته باشد زیرا ممکن است دلیل افزایش اعتبار تجاری بنگاه‌ها عدم دسترسی به اعتبارات بانکی باشد

اعتبار تجاری یک ابزار مالی است که از طریق تأمین‌کنندگان (کالا یا خدمات) به مشتریان آن‌ها عرضه می‌شود. عرضه اعتبار تجاری را (یعنی؛ حساب‌های دریافتی) که ابزاری برای ارتقا و توسعه فروش شرکت است، می‌توان به‌عنوان تأمین مالی سرمایه در گردش برای سایر شرکت‌ها مورد ملاحظه قرارداد، که ممکن است ناچیز باشد یا با محدودیت اعتباری مواجه باشد. از دیدگاه مدیریت ریسک، تحلیل رفتار دنباله بازده‌های سهام، به فهم تغییرات زیاد در ارزش سرمایه‌ها کمک می‌کند. این‌رو، پژوهش ما تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

تهران را بررسی کرده و سعی می‌کند محتوای اطلاعاتی اعتبار تجاری را که برای سرمایه‌گذاران مفید است، استخراج کند.

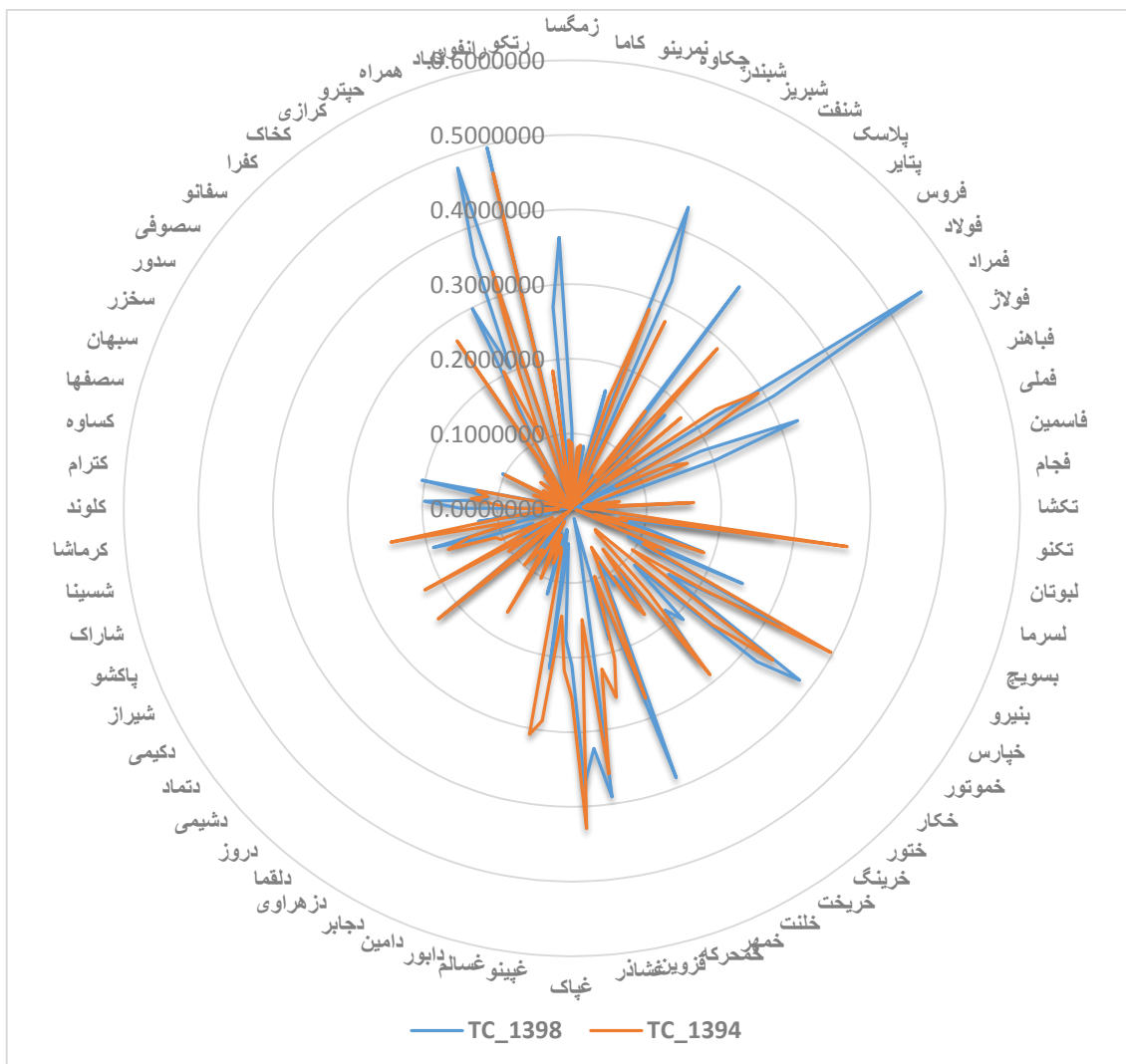
۲-۲-۸- وضعیت بنگاه‌ها از منظر اعتبار تجاری

شاخص اعتبار تجاری در این پژوهش به صورت نسبت حسابهای پرداختنی بنگاه به داراییهای آن تعریف شده است و براین اساس شاخص اعتبار تجاری شرکت های منتخب طی دوره تحقیق محاسبه شده است. جهت شناخت وضعیت اعتبار تجاری شرکت ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جدول توزیع فراوانی شرکت ها برحسب سطح اعتبار تجاری در سال های مختلف به صورت زیر تنظیم شده است. نتایج جدول نشان میدهد که فراوانی نسبی شرکت ها در سطح اعتبار تجاری ۰,۱ تا ۰,۲ در همه ساله بیشتر است. تنها یک شرکت از ۱۳۷ شرکت منتخب سطح اعتبار تجاری بیش از واحد دارد.

جدول ۲-۱: فراوانی تعداد شرکت های بورسی بر حسب سطح اعتبار تجاری

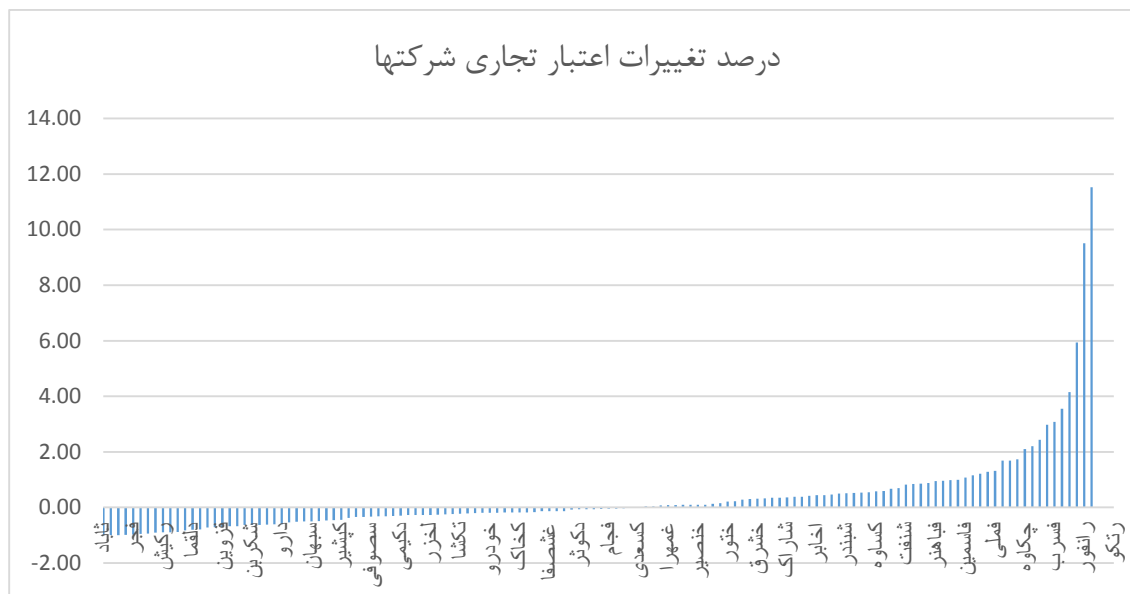
سطح اعتبار تجاری	1394	1395	1396	1397	1398
0	1	1	1	1	1
0.1	75	67	69	68	74
0.2	31	39	32	31	30
0.3	21	11	17	21	14
0.4	6	16	11	8	13
0.5	2	1	4	3	3
0.6	0	1	1	3	1
0.7	0	0	1	1	0
0.8	0	0	0	0	0
0.9	0	0	0	0	0
1	0	0	0	0	0
بیشتر از واحد	1	1	1	1	1
جمع	137	137	137	137	137

در نمودار (۱-۲) سطح اعتبار تجاری شرکتها در سال ۱۳۹۴ و سال ۱۳۹۸ باهم مقایسه شده است. نماد دپارس بدلیل فاصله زیاد مقدار اعتبار تجاری اش با سایر نماد ها در این نمودار حذف شده است.



نمودار (۲-۱) مقایسه سطح اعتبار تجاری شرکتها در سال ۱۳۹۴ و سال ۱۳۹۸

در نمودار (۲-۲) شرکتها برحسب درصد تغییرات اعتبار تجاری طی دوره تحقیق مرتب شده اند. نماد ساروم بدلیل فاصله زیاد تغییرات اعتبار تجاری اش با سایر نمادها در این نمودار حذف شده است. نماد های تاباد، کمگنز و فنوال بیشترین کاهش را داشته اند بصورتیکه مقدار اعتبار تجاری خود را به صفر رسانده اند. و شرکت های ساروم، نمرینو و رانفور بیشترین افزایش را داشته اند و مقدار اعتبار تجاری خود را به ترتیب ۸۹ و ۱۱,۵ و ۹,۵ برابر کرده اند.



نمودار ۲-۲. ترتیب شرکتها برحسب درصد تغییرات اعتبار تجاری طی دوره تحقیق

۳-۲- شاخص‌های هم‌زمانی قیمت سهام

شاخص‌های قیمت سهامدار تمامی بازارهای مالی دنیا به‌مثابه یکی از مهم‌ترین معیارهای سنجش عملکرد بورس اوراق بهادار از اهمیت و توجه زیادی برخوردارند. مهم‌ترین دلیل توجه روزافزون این امر این است که شاخص‌های مزبور از تجمیع حرکات‌های قیمتی سهام تمامی شرکتها یا طبقه خاصی از شرکت‌های موجود در بازار بورس به دست می‌آیند؛ و در نتیجه بررسی جهت و اندازه حرکات‌های قیمتی را در بازار سهام امکان‌پذیر می‌سازد؛ بنابراین اندازه‌گیری حرکات‌های بازار به دلایل زیر مفید و مهم است:

کاربرد اصلی و عمده شاخص‌ها، محاسبه بازدهی کل بازار، یا عناصر مشخصی از بازار در یک دوره معین و استفاده از نرخ‌های بازده محاسبه‌شده به‌مثابه مبنایی برای قضاوت درباره پرتفوی‌های مختلف هست. فرض اساسی به هنگام ارزیابی عملکرد پرتفوی، این است که سرمایه‌گذاران قادر به کسب بازده قابل‌مقایسه‌ای با بازده بازار با انتخاب تصادفی تعداد وسیعی سهام یا اوراق قرضه از کل بازار می‌باشند. از این رو یک مدیر پرتفوی با عملکرد برتر، بایستی به‌طور مداوم بهتر از بازار عمل نماید؛ بنابراین یک شاخص جامع سهام یا اوراق قرضه بازار، می‌تواند معیاری برای قضاوت پیرامون عملکرد مدیران

سرمایه‌گذاری باشد. همچنین می‌توان انواع ریسک پرتفوی را با ریسک شاخص مبنای موردنظر مقایسه نمود. شاخص‌ها همچنین برای توسعه و ایجاد پرتفوی شاخصی به کار می‌روند. برای اکثر مدیران سرمایه‌گذاری، معمولاً کسب بازدهی فراتر از بازدهی بازار در طولانی‌مدت و به‌طور مداوم مشکل هست. در این صورت یکراه کار ساده، سرمایه‌گذاری در پرتفوی‌ای است که قابل‌رقابت با پرتفوی بازار باشد. این ایده منجر به ایجاد صندوق‌های شاخصی شده است که هدف آن‌ها پیگیری عملکرد شاخص‌های مشخص بازار، در طول زمان هست.

قیمت سهام، اغلب بیانگر انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست. از این‌رو شاخص‌های بازار نمایانگر وضعیت و عملکرد آتی کل اقتصاد می‌باشند. تحلیل‌گران اوراق بهادار، مدیران پرتفوی و سایر متصدیان اقتصادی از شاخص‌های بازار برای بررسی متغیرهایی که حرکت کل قیمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند، استفاده می‌کنند. برای مثال می‌توان به تحلیل رابطه بین بازده سهام یا اوراق قرضه در ایالات متحده، ژاپن و آلمان اشاره نمود. همچنین با بررسی روند حرکتی بازار بورس، بازده سرمایه‌گذاری این بازار را می‌توان با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مانند سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، طلا و ارز مقایسه نمود. سایر گروه‌های علاقه‌مند به شاخص‌ها، تحلیل‌گران فنی هستند. آن‌ها بر این باورند که تغییرات تاریخی قیمت‌ها می‌تواند برای پیش‌بینی حرکات آتی آن‌ها استفاده شود.

۲-۳-۱ مفهوم هم‌زمانی قیمت و معیارهای سنجش آن

سرمایه‌گذاران در زمره سزاوارترین گروه‌ها برای دریافت اطلاعات به‌موقع می‌باشند. تغییرات قیمت سهام یک منبع مهم اطلاعاتی و مؤثر برای آنان در ارزیابی وضعیت واحد تجاری است؛ بنابراین مهم‌ترین مسئله برای سرمایه‌گذاران، امکان پیش‌بینی تغییرات قیمت است. چن و همکاران (۲۰۰۷)، نظارت سرمایه‌گذاران را شامل هر دو مورد گردآوری اطلاعات خاص شرکت و نفوذ مدیریت در ارتباط با حفاظت از حقوق مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی می‌دانند. معمولاً بازده در یک دوره معین شامل هرگونه وجه نقد دریافتی به‌اضافه تغییرات قیمت دارایی در طول دوره تقسیم‌بر قیمت اوراق با دارایی در زمان خرید است (گومپرز و همکاران، ۲۰۰۳).

رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار که متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (هم‌زمانی قیمت) پایین باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است؛ بنابراین می‌توان گفت پایین بودن هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌ها، در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آن‌ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند (کامیابی و پرهیزگار، ۱۳۹۵).

در حالی که هم‌زمانی قیمت سهام شرکت به‌طور کلی شامل شاخص یک بازار و یک صنعت است. به‌طور منطقی استفاده از هم‌زمانی قیمت در حالتی که بازده و ویژگی‌های شرکت از طریق عوامل چندگانه تعیین شود، می‌تواند به‌عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده شود. همان‌طور که نسبتاً بیشتر عوامل خاص شرکتی در قیمت منعکس می‌شود، بتای بازار در حجم کاهش و لاندا در حجم افزایش می‌یابد. افزایش در لاندا، واریانس خطای مدل قیمت‌گذاری را افزایش می‌دهد که باعث کاهش R می‌شود. پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴)، با استفاده از هم‌زمانی قیمت به تجزیه و تحلیل مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکتی که در قیمت منعکس می‌شود پرداختند که متوجه شدند معاملات درون‌گروهی و سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور کلی اطلاعات خاص شرکتی بیشتری برای بازار فراهم می‌کنند. در حالی که بسیاری از شواهد مطابق با تفسیر هم‌زمانی قیمت سهام به‌عنوان یک معیاری از مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکتی است که در قیمت سهام منعکس می‌شود، اما تعداد کمی از مطالعات وجود دارد که استدلال می‌کنند هم‌زمانی قیمت به‌جای اطلاعات خاص شرکتی، پارازیت موجود در فرآیند معاملات را در خود جای می‌دهد. در تلاش برای تطبیق تفاوت در یافته‌های تجربی هم‌زمانی قیمت، لی و لئو (۲۰۰۷) یک مدل از ریسک غیر سیستماتیک ارائه دادند. آن‌ها نشان دادند

که ریسک غیر سیستماتیک را می‌توان به دو جزء پارازیت و جزء اطلاعاتی تجزیه کرد. آن‌ها بیشتر جزء اطلاعاتی را به دو بخش به‌روزرسانی اطلاعات و بخش تحلیل عدم اطمینان تجزیه کردند. ارزشمندی کیفیت ارائه اطلاعات (قیمت با اجزای پارازیت کاهش می‌یابد، اما با جزء اطلاعات رابطه برعکس دارد (جانسون، ۲۰۰۹).

۲-۳-۲ آثار شناخت هم‌زمانی قیمت بر تصمیمات فعالان و ذینفعان بازار

با گسترش بازار سهام در دنیا و گسترش اخیر آن در ایران، روزبه‌روز به تعداد علاقه‌مندان برای ورود به این بازار افزوده می‌شود. این سرمایه‌گذاران که برای کسب بازده بیشتر وارد این بازار می‌شوند، باید آگاهی کامل از ریسک‌های این بازار داشته باشد و بین این بازار و دیگر بازارهای موجود بتوانند مقایسه و موازنه کنند. سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در برابر ریسک‌های متحمل شده در این بازار، انتظار سطح بازده متناسب با سطح ریسک را دارند؛ پس باید سطح ریسک و بازده مدنظرشان را در بدو ورود به این بازار بدانند. بیشتر سرمایه‌گذاران به موضوع ریسک و بازده از دیدگاه فردی نگاه می‌کنند؛ به اصطلاح قضاوت آنان کاملاً ذهنی است. بازده سهام از دو قسمت تشکیل می‌شود بازده جاری با بازده ناشی از دریافت سود سهام؛ ۲ بازده ناشی از افزایش قیمت سهام. اصطلاح نرخ بازده | برای توصیف نرخ رشد سرمایه‌گذاری در طول دوره نگهداری دارایی به کار می‌رود. هم‌زمانی قیمت سهام، مقیاسی برای اندازه‌گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت است که در قیمت انعکاس یافته است؛ به عبارتی، هم‌زمانی قیمت سهام دامنه‌ای است که در آن، بازده بازار و صنعت، تفاوت بازده سهام را در سطح شرکت توضیح می‌دهد. اطلاعات و محیط حاکمیتی از یک شرکت، تعیین‌کننده هم‌زمانی قیمت سهام است؛ اما در پژوهش فاروق و احمد (۲۰۱۴) به‌جای توجه به اطلاعات و محیط حاکمیتی به‌عنوان سازوکار تولید و انتشار اطلاعات، سازوکاری در نظر گرفته می‌شود که نوع سرمایه‌گذاران مؤثر در یک شرکت را نشان می‌دهد.

عوامل مؤثر بر قیمت و بازدهی هر سهم را می‌توان به دو گروه تجزیه کرد؛ گروه نخست مرتبط با تأثیری است که هر سهم از عوامل کلی اقتصاد می‌پذیرد و گروه دوم وابسته به متغیرهایی است که تنها به خود همان سهم مربوط هست.

متغیرهای اقتصادی مختلفی را می‌توان به‌عنوان عامل تأثیرگذار روی بازده سهام در نظر گرفت، اما اگر بخواهیم یک متغیر را به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیر انتخاب کنیم، بهترین انتخاب شاخص بازار سرمایه است. برای سادگی، تمام عوامل انحصاری که تنها بر یک سهم مؤثر هستند را نیز در یک عامل خلاصه می‌کنیم. به این ترتیب می‌توان مدل معروف به مدل بازار را ساخت. مطابق این مدل، بازده هر سهم از دو عامل تشکیل می‌گردد که یک جزء آن ناشی از بازار است که ضریب تأثیرپذیری سهم از بازار را بتا می‌نامند؛ جزء دیگر بازده هر سهم مربوط به خود سهم است که آلفا نامیده می‌شود.

فاروق و احمد (۲۰۱۴) استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به سمت شرکت‌هایی جذب می‌شوند که سازوکار حاکمیت خوب دارند. مؤسساتی که تنوع سرمایه‌گذاری دارند، ریسک قیمت آن‌ها به ریسک بازار مربوط است و بسیاری از تغییرات در بازده سهام با بازده بازار توضیح داده می‌شود؛ در نتیجه، باعث هم‌زمانی زیاد بازده سهام و بازده بازار می‌شود؛ بنابراین سازوکار حاکمیت شرکتی در افزایش مهارت پیش‌بینی به سرمایه‌گذاران نهایی کمک می‌کند و زمانی که وقایع اتفاق می‌افتد بازار تا حد زیادی به آن واکنش نشان نمی‌دهد. تنوع کم قیمت سهام در یک شرکت اساساً به همبستگی زیاد بازده سهام و بازار و در نتیجه، هم‌زمانی زیاد منجر می‌شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در معرض ریسک‌های بسیاری قرار دارند. ریسک مالی را عموماً به‌عنوان درجه عدم قطعیت درباره بازده‌های خالص آینده می‌توان مطرح کرد. ارزیابی دقیق ریسک در بازارهای مالی برای سرمایه‌گذاری به‌جا و در نتیجه، تخصیص بهینه سرمایه، اهمیت حیاتی دارد، افزایش فراریت بازارهای مالی در دهه گذشته، موجب پیشرفت ابزارهای پیچیده مدیریت ریسک شده است.

۲-۴- مطالعات انجام شده پیشین

۲-۴-۱- مطالعات خارجی

توتیان و همکاران در سال (۲۰۲۰)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی واکنش رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه در برابر شوک‌های ناشی از توسعه مالی و انباشت سرمایه انسانی» پرداختند. هدف از این مطالعه بررسی واکنش رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه در برابر شوک‌های ناشی از توسعه مالی و انباشت سرمایه انسانی در سال ۲۰۱۹ است. روش تحقیق از نظر هدف و از نظر داده‌ها نیمه آزمایشی استفاده می‌شود از روش جمع‌آوری و رویکرد پس از رویداد (از طریق اطلاعات گذشته) و از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی استفاده می‌شود. جامعه آماری تحقیق شامل تمام کشورهای خاورمیانه است که از این تعداد ۱۴ کشور با استفاده از روش نمونه‌گیری هدف‌گرا در بین کشورهای خاورمیانه طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۱۳ تا اندازه نمونه در نظر گرفته شده‌اند. در این مطالعه، برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای بر اساس اسناد و گزارش‌های منتشر شده استفاده می‌شود. در قسمت داده‌های تحقیق، با جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه، با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهانه بورس سهام ماهانه انجام می‌شود. برای توصیف و جمع‌بندی داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی استفاده می‌شود. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار Eviews) از آزمون‌های پیش‌آزمون نابرابری واریانس، آزمون F-Limer، آزمون Hassmann و آزمون Jarque – Bera و سپس آزمون رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که توسعه مالی، توسعه سرمایه انسانی، تورم، گشایش اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب تأثیر دارد، اما تأثیر هزینه‌های دولت بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب تأیید نشده است (توتیان و همکاران، ۲۰۲۰).

آموس و همکاران در سال (۲۰۲۰)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان « واریز اعتبارات بانکی پول و رشد اقتصادی در نیجریه "، اعتبار بانک‌های سپرده‌گذاری و رشد اقتصادی نیجریه از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۸

بررسی شده است. این مطالعه برای بررسی تأثیر اعتبار داخلی (DCPS) بر تولید ناخالص داخلی به عنوان یک عامل رشد اقتصادی در میان سایر متغیرها (LIR, INF) از داده‌های سری زمانی به دست آمده از شاخص‌های توسعه بانک جهانی و تأخیر توزیع رگرسیون خودکار (ARDL) استفاده کرده است. نتیجه نشان داد که ۱ واحد افزایش اعتبار داخلی (dcps) تولید ناخالص داخلی را ۰.۶٪ افزایش داده است. مشخص شد که نرخ تورم ۷ درصد از نرخ رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد. در این تحقیق نتیجه‌گیری نشان می‌دهد که اعتبار بانک‌های سپرده در رشد اقتصادی در نیجریه برای ۳۹ سال مورد مطالعه تأثیرگذار است. بنابراین این مطالعه توصیه می‌کند که دولت فدرال نیجریه از طریق بانک مرکزی خود باید بانک‌های تجاری را تقویت کند تا اعتبارات بیشتری را به سرمایه‌گذاران خصوصی برای افزایش مداوم فعالیت‌های اقتصادی و یک سیاست پولی قوی برای بررسی تورم همسو بدهد (آموس و همکاران، ۲۰۲۰).

انوار و همکاران در سال (۲۰۲۰)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " سهم بانک اسلامی در رشد اقتصادی اندونزی " پرداختند. این مقاله باهدف بررسی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهم بانک اسلامی اندونزی (IIB) در رشد اقتصادی طی دوره‌های ۲۰۰۹-۲۰۱۹ در نظر گرفته می‌شود که بیشترین جمعیت مسلمان در جهان از آن حمایت می‌کنند. سپرده‌ها، منابع مالی و دفاتر نمایندگی برای برجسته کردن رابطه بین بانک‌های اسلامی و رشد اقتصادی اندونزی است. نتایج نشان می‌دهد که رابطه معناداری در کوتاه‌مدت و بلندمدت بین سپرده‌های IIB و دفاتر و رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که شواهدی از رابطه دوسویه بین بانک اسلامی و رشد اقتصادی وجود دارد (انوار و همکاران، ۲۰۲۰).

منسی و همکاران در سال (۲۰۲۰)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " تأثیر توسعه بانکی اسلامی و متغیرهای عمده اقتصاد کلان بر رشد اقتصادی کشورهای اسلامی: شواهدی از مدل‌های پانل " پرداختند. این مطالعه رابطه غیرخطی بین توسعه بانکی اسلامی، متغیرهای عمده اقتصاد کلان و رشد اقتصادی در کشورهای اسلامی را بررسی می‌کند. با استفاده از مدل انتقال آرام پانل، نتایج نشان

می‌دهد یک رابطه غیرخطی مثبت بین توسعه بانکی اسلامی و رشد اقتصادی وجود دارد. علاوه بر این، با استفاده از مدل انتقال پانل، نتایج نشان می‌دهد یک رابطه غیرخطی مثبت بین توسعه بانکی اسلامی و رشد اقتصادی وجود دارد. به‌طور خاص، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تولید نفت و تورم تأثیر مثبتی بر رشد اقتصادی در دوره توسعه اقتصادی عادی دارند، درحالی‌که، شرایط تجارت و توسعه مالی برای رشد اقتصادی تأثیر منفی دارد. شاخص سرمایه انسانی، تحصیلات و حاکمیت قانون بدون توجه به دولت حاکم تأثیر ناچیزی دارد. نتایج حاصل از اقتصاد واردات نفت و صادرکننده نفت به‌طور کلی با نمونه ترکیبی مربوط به متغیرهای توسعه بانکداری اسلامی سازگار است. در مورد متغیرهای کلان، تقریباً برای همه مدل‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری برای اقتصاد دارند (منسی و همکاران، ۲۰۲۰).

راتناواتی و همکاران در سال (۲۰۲۰)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " تأثیر شمول مالی بر رشد اقتصادی، فقر، نابرابری درآمد و ثبات مالی در آسیا " پرداختند. این مقاله با تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر شمول مالی و ارزیابی تأثیر شمول مالی بر فقر و نابرابری درآمد در جهان و آسیا، ادبیات موجود در مورد شمول مالی را گسترش می‌دهد. در این مقاله یک شاخص جدید مالی ایجاد می‌شود تا عوامل مختلف اقتصاد کلان و خاص کشورهای در حال توسعه از جمله ۳۷ کشور از آسیای در حال توسعه، ارزیابی می‌شود. در این مقاله تأثیر شمول مالی را به همراه سایر متغیرهای کنترلی بر فقر و نابرابری درآمد آزمایش می‌شود. محققان در این مقاله این کار را برای نمونه کامل کشورها و سپس برای توسعه نمونه آسیا انجام می‌دهند تا به فاکتورهایی که برای نمونه کامل و مخصوصاً در حال توسعه آسیا مربوط هستند، دسترسی داشته باشند. نتایج برآورد نشان می‌دهد که درآمد سرانه، حاکمیت قانون و ویژگی‌های جمعیت شناختی به‌طور قابل توجهی بر درگیری مالی برای نمونه‌های جهانی و آسیایی تأثیر می‌گذارد. یافته‌ها همچنین نشان می‌دهد که شمول مالی با فقر کمتر و سطح نابرابری درآمد ارتباط معنی‌داری دارد (راتناواتی و همکاران، ۲۰۲۰).

آستریو و همکاران در سال (۲۰۱۹)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی در بحران اخیر: شواهدی از اتحادیه اروپا" پرداختند. این مقاله با هدف بررسی رابطه بین توسعه اقتصادی و رشد اقتصادی در مواجهه با بحران مالی اخیر، با استفاده از مجموعه داده‌ای از ۲۶ کشور اتحادیه اروپا طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۶ انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که قبل از بحران، توسعه اقتصادی باعث رشد اقتصادی می‌شود، درحالی‌که پس از بحران مانع فعالیت اقتصادی می‌شود. همچنین، یافته‌ها حاکی از آن است که طی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، کفایت سرمایه بانک‌ها از سپرده‌گذاران محافظت کرده و ثبات سیستم مالی را ارتقا می‌دهد (آستریو و همکاران، ۲۰۱۹).

گرینکو و همکاران در سال (۲۰۱۹)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " ارزیابی استراتژی پایدار زنجیره تأمین سپرده‌های بانکی در روسیه و کشورهای اتحادیه اروپا در شرایط بحرانی" پرداختند. این مقاله به بررسی تأثیر بی‌ثباتی اقتصادی ناشی از بحران جهانی سپرده‌های بانکی در بانک‌ها می‌پردازد. در این مقاله استراتژی پایدار زنجیره تأمین برای ارزیابی عملکرد بانک تهیه شده است. ماهیت رفتاری تغییرات در ثبات سپرده‌های مدت‌دار و سپرده‌های تقاضا در بانک‌ها به دلیل پدیده‌های بحران، به‌عنوان پیامدهای بحران جهانی، بررسی شده است. نتایج نشان داد که کارایی قابل‌توجه زنجیره تأمین در شرایط بانکی و اقتصادی وجود دارد (گرینکو و همکاران، ۲۰۱۹).

تورسوری و همکاران در سال (۲۰۱۸)، طی مطالعه‌ای تحت عنوان " آیا عمق مالی بر رشد اقتصادی قبرس شمالی تأثیر دارد؟" پرداختند. هدف این مطالعه ارتباط واسطه توسعه مالی است که کل سپرده‌های بخش بانکی با رشد اقتصادی در قبرس شمالی است. دلیل استفاده متفاوت از کل سپرده با ادبیات موجود این است که قبرس شمالی یک سیستم مالی مبتنی بر بانک است. بنابراین، این مطالعه با استفاده از مدل تأخیر توزیع شده خود رگرسیون (ARDL) ارتباط بین رابطه مالی و رشد در قبرس شمالی را از ۱۹۷۸ تا ۲۰۱۵ ارائه می‌دهد. علاوه بر این، این تحقیق برای بررسی تعامل تورم و رشد، نرخ تورم را به مشخصات مدل افزود. نتایج نشان داد که هر دو روش ادغام شواهدی محکم برای رابطه

بلندمدت بین بدهی مالی و رشد ارائه می‌دهند. ضرایب ARDL در بلندمدت و کوتاه‌مدت تأثیر مثبت عمق و تأثیر منفی تورم بر رشد اقتصادی را نشان می‌دهد، در نتیجه قدرت ارتباطات مالی-رشد و تورم-رشد را تأیید می‌کند. علاوه بر این، عمق مالی ضریب بیشتری نسبت به نرخ تورم داشت. سرانجام، آزمون علیت VECM گرنجر شواهدی را برای علیت یک‌طرفه از کل سپرده‌ها و نرخ تورم تا رشد اقتصادی در قبرس شمالی ارائه داد. این نتایج برای سیاست‌گذاران قبرس شمالی قابل توجه است زیرا یافته‌ها نشان می‌دهد که با افزایش نرخ سپرده در سیستم مالی می‌توان رشد اقتصادی را بهبود بخشید. علاوه بر این، یون و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که قیمت سهام در کشورهایی با فرهنگ مستحکم و جمع‌گرایانه هم‌زمان‌تر است، باز بودن تجاری و مالی ممکن است تأثیر فرهنگ بر نوسان قیمت سهام را تضعیف کند. بر اساس و قوانین بانکی ۳۵ کشور و داده‌های نظارتی از بررسی‌های بانک جهانی، فرانسیس و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که بازده سهام بانکی در کشورهایی که مقررات سرمایه‌ای سخت‌گیرانه‌تری دارند، نظارت بیشتری دارند و بر نظارت خصوصی تأکید دارد و مالکیت بانک‌های دولتی کمتر است، هم‌زمانی کمتری دارند. مدت‌ها عملکرد بازارهای مالی رسمی برای بهبود تخصیص سرمایه و حمایت از رشد اقتصادی تحت نظر قرار گرفت. بوبکر و همکاران (۲۰۱۴) ایده جدیدی را پیشنهاد می‌کنند که سهامدار کنترلی ممکن است اطلاعات را پنهان کند و هم‌زمانی با کنترل بیش‌ازحد سهامدار بزرگ رابطه مثبت دارد. حسن و همکاران (۲۰۱۴) تجربه چین را که دستخوش تحولات چشمگیر سازمانی است، دنبال کردند و دریافتند که بهبود در قانون و حمایت از حقوق مالکیت، باعث کمتر شدن هم‌زمانی قیمت سهام می‌شوند. آن و ژانگ (۲۰۱۳) دریافتند که نظارت نهادی موجب کاهش R^2 قیمت سهام بنگاه‌ها می‌شود و با نظارت شدید بر سرمایه‌گذار، مدیران مجبورند، تملک خود را کاهش دهند. بعلاوه، کرافورد و همکاران (۲۰۱۲) با مقایسه شرکت‌ها قبل و بعد از پوشش توسط تحلیلگر، آشکار کردند که قبل از پوشش، شرکت‌ها هم‌زمانی بالاتری را نشان می‌دادند. آکتاس و همکاران (۲۰۱۲) دریافت که استفاده از اعتبار تجاری توسط بنگاه‌هایی که از نظر مالی سالم هستند می‌تواند عدم تقارن اطلاعات بین داخلی‌ها (مدیران) و

افراد بیرونی (سرمایه‌گذاران) را کاهش دهد، و بین استفاده از اعتبار تجاری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

براکمن و یان (۲۰۰۹) فرض می‌کنند که مالکیت شرکت‌ها نیز بر هم‌زمانی قیمت سهام نیز تأثیر دارد و بلوک داران برای افزایش میزان اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام از مزیت اطلاعاتی برخوردار هستند. فرناندز و فریرا (۲۰۰۹) رابطه بین اجرای قانون معامله داخلی و هم‌زمانی قیمت سهام را بر اساس این زمینه، که بسیاری از کشورها از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ شروع به اجرای قانون معامله داخلی کردند را مورد بحث قرار دادند و دریافتند که اجرای آن برای کشورهایی که مؤسسات قانونی خوبی دارند با تنوع بیشتر بازده خاص شرکت همراه است. کنیات (۲۰۰۷) همچنین تأیید می‌کند که تأمین‌کنندگان نسبت به بانک‌ها در وام به مشتریان مزیت نسبی دارند زیرا تأمین‌کنندگان این توانایی را دارند که ارائه کالاهای واسطه را متوقف کنند. تحلیلگران نیز ممکن است اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام وارد کنند (رمنات و همکاران، ۲۰۰۸). دارنو و همکاران (۲۰۰۴) بررسی کردند که آیا تصمیمات سرمایه‌گذاری در مواردی که قیمت سهام دارای اطلاعات بیشتر باشد، کارآمدتر هستند و متوجه شدند که به نظر می‌رسد که بودجه‌ریزی سرمایه با به حداکثر رساندن ارزش بازار در صناعی که سهام آن‌ها تفاوت بازده خاص شرکت بیشتری دارند، به هم‌ترازی نزدیک‌تر است. اما، پیوتروسکی و رولستون (۲۰۰۴) اثبات کردند که تحلیلگران در مقایسه با سرمایه‌گذاران نهادی و داخلی‌ها، اطلاعات درون صنعت را نیز می‌توانند به قیمت سهام منتقل کنند، و بازده شرکت‌ها ممکن است با افزایش پوشش تحلیلگر هم‌زمان‌تر بشود (چن و حمید، ۲۰۰۴). بورکارت و الینگسن (۲۰۰۴) با ایده پیترسن و راجان (۱۹۹۷) موافق هستند و استدلال می‌کنند که برتری اطلاعاتی تأمین‌کنندگان که ناشی از تفاوت اساسی بین ورودی‌ها و پول نقدی که وارد می‌شود سخت‌تر منحرف می‌شوند و نقدینگی ورودی باید اعتبار تجاری را تسهیل کند. علاوه بر این، جین (۲۰۰۱) مدلی را تنظیم کرده و ادعا می‌کند که برتری اطلاعاتی شریک تجاری موجب کاهش هزینه نظارت بر اعتبار تجاری خواهد شد. حرکت قیمت سهام به مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت و اطلاعات سطح بازار موجود در قیمت سهام بستگی دارد

(رول، ۱۹۸۸). حمایت از سرمایه‌گذار، به‌عنوان یک عامل اصلی تأثیرگذار بر بازده سهام بنگاه‌ها، علاقه بسیاری از محققان را به خود جلب کرد. مورک و همکاران (۲۰۰۰) تأثیر محیط بازار بر هم‌زمانی قیمت سهام را بررسی کرده و متوجه شدند که مناطقی با حفاظت از سرمایه‌گذار بالاتر و شفافیت اطلاعات بهتر هم‌زمانی قیمت سهام کمتری را نشان می‌دهند.

وورگلر (۲۰۰۰) ادعا می‌کند که کارایی تخصیص سرمایه برای کشورهای مالی که دارای بخش‌های مالی توسعه‌یافته هستند بیشتر است و بازار سهامی که می‌تواند اطلاعات خاص شرکتی بیشتری را منتقل کند، سیگنال‌های عمومی مفیدی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ارائه می‌دهد. از دیدگاه تأمین‌کنندگان مواد اولیه‌ای که اعتبار تجاری فراهم می‌کنند، پیترسن و راجان (۱۹۹۷) خاطرنشان می‌کنند که تأمین‌کنندگان مواد اولیه ممکن است اطلاعات را با هزینه کم به دست آورند و اطلاعاتی که تأمین‌کنندگان در نظارت و کنترل بازپرداخت از آن‌ها استفاده می‌کنند متفاوت از اطلاعاتی است که توسط مؤسسات مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بیایس و گولیر (۱۹۹۷) دریافتند که جیره‌بندی اعتبار یک مشکل بزرگ است که مانع اجرای پروژه‌های ارزشمند می‌شود، اما تأمین‌کنندگان مواد اولیه دارای اطلاعات خصوصی در مورد مشتری خود هستند و اعتبار تجاری می‌تواند با ترکیب کردن اطلاعات تأمین‌کنندگان مواد اولیه در رابطه وام‌دهی این مشکل را کاهش دهد.

۲-۴-۲- مطالعات داخلی

سرتیپی (۱۳۹۹) در پژوهشی با هدف بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست‌یافت که اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

نصیری (۱۳۹۹) در تحقیقی با هدف بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام با تأکید بر نوع مالکیت (نهادی و دولتی) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ به این نتیجه دست‌یافت که اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام تأثیر معکوس و

معناداری دارد. مالکیت نهادی بر شدت تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشت درحالی‌که مالکیت دولتی نمی‌تواند تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل نماید

قریشیان امیری (۱۳۹۷) در تحقیقی با هدف بررسی تأثیر کیفیت افشا بر ارتباط بین محافظه‌کاری و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ به این نتیجه دست‌یافت که، محافظه‌کاری تأثیر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارد و کیفیت افشا بر ارتباط بین محافظه‌کاری و هم‌زمانی قیمت سهام اثر معناداری ندارد.

وهایی (۱۳۹۶) در تحقیقی با هدف بررسی عوامل مؤثر بر اعتبار تجاری شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به این نتیجه دست‌یافت که، ضریب متغیر مستقل اندازه شرکت و سودآوری در الگوی رگرسیونی با حساب‌های پرداختی رابطه معنادار دارد. اما متغیرهای رشد دارایی و سن شرکت با حساب‌های پرداختی رابطه ندارد و همچنین ضریب متغیرهای مستقل اندازه شرکت و سن شرکت در الگوی رگرسیونی با حساب‌های دریافتی رابطه معنادار دارد. اما متغیرهای رشد دارایی و سودآوری با دریافتی رابطه ندارد و از متغیر کنترلی اهرم در هر دو مدل هیچ رابطه معناداری مشاهده نشد.

دولو و امامی (۱۳۹۶) در تحقیقی با هدف بررسی رابطه هم‌زمانی قیمت سهام و نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ به این نتیجه دست‌یافت که بین هم‌زمانی قیمت و نقد شوندگی رابطه مستقیم وجود دارد. به این معنی که همبستگی بیشتر بازده سهام و بازار موجب بهبود نقد شوندگی سهام می‌شود. پس از تفکیک هم‌زمانی قیمت سهام به مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده آن شامل نوسان پذیری سیستماتیک و نوسان پذیری غیر سیستماتیک و آزمون اثرگذاری آن‌ها بر نقد شوندگی مشخص گردید رابطه متغیرهای اخیر با نقد شوندگی به ترتیب

مستقیم و معکوس است و اثر معکوس نقد شوندگی و نوسان پذیری، بیشتر تحت تأثیر نوسانات غیر سیستماتیک بازده قرار دارد. از طرفی، تحلیل حساسیت نتایج نشان داد پدیده معاملات اندک، بر رابطه همزمانی و نقد شوندگی اثر معنی‌دار دارد.

میرعسکری و دیگران (۱۳۹۵) در پژوهشی با هدف بررسی رابطه همزمانی قیمت سهام با دنباله توزیع بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه دست یافتند که، همزمانی قیمت سهام زیاد، احتمال تولید دنباله مثبت را نسبت به شرکت‌های با همزمانی کم دارد. به‌علاوه بین همزمانی قیمت سهام و چولگی، رابطه مثبتی وجود دارد؛ در نتیجه، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران در شرکت‌های با همزمانی قیمت سهام زیاد نسبت به شرکت‌های با همزمانی قیمت کم، کمتر به اخبار منفی واکنش شدید نشان می‌دهند. همزمانی زیاد سهام نشان می‌دهد اطلاعات بازار منعکس‌شده بر بازده سهام، بیشتر است و ریسکی که سرمایه‌گذاران متحمل می‌شوند، ریسک سیستماتیک است؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که همزمانی قیمت سهام بیشتر و شفافیت اطلاعاتی بیشتری دارند.

خجسته (۱۳۹۵) در پژوهشی با هدف بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر روی اعتبار تجاری همچنین بررسی نقش واسطه‌ای سیاست پولی انقباضی بین محافظه‌کاری و اعتبار تجاری در میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه دست یافت که، بین محافظه‌کاری نامشروط و اعتبار تجاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما بین محافظه‌کاری مشروط و اعتبار تجاری ارتباط معناداری مشاهده نشد و همچنین بین محافظه‌کاری و اعتبار تجاری به‌واسطه سیاست پولی انقباضی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

بهزادی راد و داداشی (۱۳۹۵) در پژوهشی با هدف بررسی تأثیر بین افشا داوطلبانه اطلاعات بر همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه دست یافتند که، افشا داوطلبانه اطلاعات تأثیر معناداری بر همزمانی قیمت سهام

ندارد. همچنین، از میان متغیرهای کنترلی تنها نرخ بهره و اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر قیمت سهام بوده‌اند.

غفاری و همکاران در سال (۱۳۹۵)، در مقاله‌ای به بررسی تأثیر افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران پرداخته‌اند در تحقیق حاضر تأثیر افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی بر اقتصاد ایران بررسی شده است. برای این کار از الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی کینزی جدید استفاده شد. در این الگو، افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی به‌عنوان یک شوک به مدل وارد گردید. نتایج نشان داد، افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی باعث کاهش تسهیلات بانکی، سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص داخلی بدون نفت شده در نتیجه رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد؛ بنابراین فرضیه مکنون و شام در اقتصاد ایران رد می‌شود.

طاهری شورم است (۱۳۹۴) در پژوهشی با هدف بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه رسید که، ارتباطی معنادار و معکوس بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام وجود دارد. این نتیجه‌گیری منطبق با دیدگاه نظارت کارآمد سرمایه‌گذاران نهادی و مغایر با دیدگاه همگرایی منافع هست.

کامیابی و پرهیزکار (۱۳۹۴) در تحقیقی با هدف بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه دست یافتند که، ارتباط منفی معناداری بین سرمایه‌گذاری نهادی و همزمانی قیمت سهام وجود دارد و بین پایداری سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد درحالی‌که بین ناپایداری سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

فراهانی فرد و همکاران در سال (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای به تأثیر مؤسسات مالی بانکی و غیر بانکی اسلامی بر رشد اقتصادی ایران (رهیافت گشتاور تعمیم‌یافته GMM) پرداخته‌اند. در این مطالعه ابتدا به بیان کانال‌های اثرگذاری مؤسسات مالی بانکی و غیر بانکی بر رشد اقتصادی و در ادامه چگونگی اثرگذاری متغیرهای توضیحی بر رشد اقتصادی ایران پرداخته شده است. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد تمامی متغیرهای توضیحی مورد استفاده در مدل اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارند. همچنین مؤسسات مالی بانکی در مقایسه با مؤسسات مالی غیر بانکی اثر بیشتری بر رشد اقتصادی دارند.

زروکی و همکاران در سال (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای به تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی استان‌ها کاربرد رده‌بندی تلفیقی و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از همسویی درجه توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران هست؛ به نحوی که طی سال‌های پژوهش، همراه با کاهش درجه توسعه مالی در بخش بانکی، رشد اقتصادی استانی نیز کاهش نشان می‌دهد. اندازه همچنین دولت و تورم با اثری معکوس و معنادار بر رشد اقتصادی استانی همراه بوده و به نوعی اثر ناکارآمدی بانکی را تشدید نموده است.

احسان فر و همکاران در سال (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای رابطه بین نرخ سود بانکی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی پرداخته‌اند. این مقاله به بررسی رابطه علی بین رشد اقتصادی و نرخ سود بانکی در کشورهای منتخب اسلامی؛ با استفاده از روش علیت هشیائو، طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۱۰ پرداخته است. نتایج تحقیق نشان‌دهنده عدم وجود رابطه علیت از نرخ سود بانکی به رشد اقتصادی هست. درباره رابطه علی از رشد اقتصادی به نرخ سود بانکی نیز، نتایج به شکل قوی‌تری عدم وجود این رابطه را نشان می‌دهد.

طیبری و دیگران (۱۳۸۲)، در مطالعه‌ای اثرات بلندمدت و کوتاه‌مدت آموزش عالی بر عرضه صادرات صنعتی ایران را برای دوره زمانی ۷۸-۱۳۴۵ بررسی کرده‌اند. نتایج کسب‌شده بیانگر این مطلب است

که برای دستیابی به رشد اقتصادی و نیز توسعه صادرات صنعتی، سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی نیز در کنار سایر عوامل موردنیاز هست. لذا افزایش سطح مهارت نیروی انسانی از طریق تنظیم برنامه‌های آموزشی و تحقیقاتی می‌تواند زمینه‌ساز تحول در بخش صادرات صنعتی باشد.

۲-۵- خلاصه فصل دوم

اکنون در پایان این فصل که با ادبیات مورد استفاده در پژوهش و همچنین پیشینه انجام‌شده در هر موضوع و همین‌طور پیشینه‌های مشترک آشنا شدیم، با خلأهای موجود در پژوهش‌ها آشنا شدیم و می‌توانیم از آن‌ها جهت بهبود روش در پژوهش استفاده کنیم. در فصل بعد به بررسی روش پیشنهادی می‌پردازیم.

فصل سوم - روش شناسی پژوهش

۳-۱ مقدمه

در اثر بحران‌های مالی، رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه نوسانات زیادی در سال‌های اخیر داشته است که به دلیل اهمیت این موضوع و نقش آن بر اقتصاد کشور در این پژوهش به بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ پرداخته شده است. در این فصل روش پیشنهادی آماری و حداقل مربعات مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۳-۲-۲ نوع پژوهش

۳-۲-۱-۳ نوع پژوهش بر مبنای هدف

این پژوهش از نوع مدل‌سازی و از نظر هدف پژوهشگر، کاربردی است. استراتژی آن از نوع پژوهش موردی بوده و از نظر زمانی مقطعی محسوب می‌شود. روش تحقیق، بستگی به اهداف و ماهیت موضوع و همچنین امکانات و منابع دارد

۳-۲-۲-۳ نوع تحقیق بر اساس ماهیت و روش انجام آن

این پایان‌نامه از نوع همبستگی پس رویدادی است. برای انجام این پایان‌نامه مدل پیشنهادی بر پایه آمار و با نرم‌افزار Eviews انجام خواهد شد. با استفاده از نرم‌افزار ایویوز معنی‌داری بین متغیرها را با مدل‌های این نرم‌افزار انجام خواهیم داد

۳-۳-۳ روش انجام تحقیق

۳-۳-۱-۳ روش انتخاب نمونه تحقیق و جامعه آماری

جامعه آماری، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا پایان سال ۱۳۹۸ هست. نمونه آماری تحقیق فوق با استفاده از نمونه‌گیری

غربالگری طبقه‌بندی خواهد شد. بدین منظور آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند حذف می‌شوند:

- ۱- شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به تاریخ پایان اسفندماه نباشد از نمونه حذف شده‌اند.
- ۲- شرکت‌هایی که طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی داده باشند از نمونه حذف شده‌اند.
- ۳- شرکت‌هایی که ۸ هفته متوالی مورد معامله قرار نگرفته‌اند از نمونه حذف شده‌اند.
- ۴- شرکت‌های موجود در شاخص‌های بانک‌ها، بیمه و بازنشسته، سرمایه‌گذاری‌ها، مالی، سایر مالی، اداره بازارهای مالی از نمونه حذف شده‌اند
- ۵- شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۴ در بورس پذیرفته شده‌اند از نمونه حذف شده‌اند

جدول ۳-۱: مقایسه سهم ارزش بازاری شرکت‌های منتخب از کل بازار در دوره تحقیق

سال	تعداد شرکت‌های نمونه	تعداد شرکت‌های جامعه	نسبت تعداد	ارزش بازاری شرکت‌های نمونه	ارزش بورس	بازار نسبت ارزش
۱۳۹۴	۱۳۷	۴۴۲	٪۳۱	۱۱۷۱۱۴۸۷۱۲	۳۲۲۳۵۴۹۴۶۱	٪۳۶
۱۳۹۵	۱۳۷	۴۴۳	٪۳۱	۱۵۱۵۲۷۵۸۲۶	۳۸۳۴۱۹۴۶۸۷	٪۴۰
۱۳۹۶	۱۳۷	۴۴۵	٪۳۱	۲۵۳۳۷۸۰۵۵۹	۶۸۳۸۸۰۲۸۸۸	٪۳۷
۱۳۹۷	۱۳۷	۴۴۵	٪۳۱	۶۴۵۷۶۴۲۰۶۷	۱۸۸۵۳۱۱۲۲۴۵	٪۳۴
۱۳۹۸	۱۳۷	۴۷۷	٪۲۹	۱۶۴۸۱۳۵۸۵۴۸	۵۳۱۲۴۹۱۱۶۶۹	٪۳۱

اعداد به میلیون ریال میباشد

۳-۲- روش و ابزار گردآوری اطلاعات

داده‌های مالی را از کتابخانه بورس و داده‌های قیمت سهام را از سایت tsetmc.ir به دست آوردیم. کلیه شرکت‌ها ملزم به داشتن اطلاعات مالی کامل و بیش از ۳۰ هفته معاملاتی در سال هستند، بنگاه‌های مالی از نمونه خارج می‌شوند.

۳-۳-۳- روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

مطالعه کتابخانه‌ای بوده و اطلاعات و داده‌های مسئله از کتابخانه بورس و سایت بانک مرکزی و مرکز آمار و داده‌های قیمت سهام را از سایت tsetmc.ir استخراج شده و با استفاده از ایوبوز مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

۳-۳-۴- نرم‌افزارهای مورد استفاده در تحقیق

نرم‌افزار R: در محاسبه شاخص اندازه هم‌زمانی قیمت سهام (Synch) طی سال‌های ۹۴ تا ۱۳۹۸ از این نرم‌افزار استفاده شده است.

نرم‌افزار EViews: در تخمین پارامترهای مدل رگرسیون تحقیق از این نرم‌افزار استفاده شده است.

نرم‌افزار اکسل: در تنظیم و چیدمان داده‌های و متغیرهای تحقیق به صورت داده‌های ترکیبی جهت استفاده در نرم‌افزار EViews با کد نویسی در VB اکسل از این نرم‌افزار استفاده شده است.

۳-۴-۴- مدل رگرسیون تحقیق و متغیرهای آن

۳-۴-۱- معادله مدل رگرسیون تحقیق

برای بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام، معادله رگرسیون را به شرح زیر می‌سازیم:

$$Synch_{i,t} = \alpha + \beta \times \frac{TC}{A_{i,t}} + \delta \times control\ variables + \varepsilon_{i,t} \quad (۳-۲۳)$$

که در آن متغیر وابسته $Synch_{i,t}$ ، هم‌زمانی قیمت سهام بنگاه i در سال t است. متغیر مستقل، $TC / A_{i,t}$ ، اعتبار تجاری شرکت i را در سال t نشان می‌دهد. متغیرهای کنترل دیگر شامل اندازه بنگاه (size)، نسبت دارایی ثابت ((FixA)، جریان وجوه نقدی عملیاتی نسبت به کل دارایی‌ها (CFO)، رشد درآمد عملیاتی (رشد)، بازده روی حقوق صاحبان سهام (بازده)، (ROE)، نسبت سهامداری بزرگ‌ترین سهامدار. (Top1) و متغیر ساختگی شرکت‌های دولتی (SOE).

۳-۴-۲- متغیرهای تحقیق

متغیرهای تشکیل‌دهنده مدل رگرسیون تحقیق به صورت جدول زیر بیان شده است:

جدول ۳-۲: جدول متغیرهای مدل رگرسیون تحقیق

ردیف	نوع متغیر	عنوان متغیر	توضیحات
۱	وابسته	Synch	اندازه همزمانی قیمت سهام که از طریق معادلات ۱ و ۲ محاسبه می‌شود
۲	مستقل	TC/A	اندازه اعتبار تجاری است که از تقسیم حساب‌های پرداختی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید
۳	کنترلی	Size	لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت
۴	کنترلی	FixA	دارایی ثابت تقسیم‌بر کل دارایی‌ها
۵	کنترلی	CFO	جریان نقد عملیاتی در قیاس با کل دارایی‌ها
۶	کنترلی	Grow	نرخ رشد درآمد عملیاتی
۷	کنترلی	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام، که از تقسیم درآمد خالص بر حقوق صاحبان سهام به دست آمده است
۸	کنترلی	Top1	درصد سهام در اختیار بزرگ‌ترین سهامدار
۹	کنترلی	SOE	متغیر ساختگی برای شرکت‌های دولتی، اگر مالک عمده شرکت‌ها دولت باشد، برابر با ۱ است و در غیر این صورت ۰ است.
۱۰	کنترلی	NI	درآمد خالص تقسیم‌بر ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال مالی
۱۱	کنترلی	M/B	نسبت قیمت بازاری به قیمت دفتری است که از تقسیم ارزش بازاری کل حقوق صاحبان سهام بر خالص دارایی کل به دست می‌آید
۱۲	کنترلی	Lev	اهرم، که عبارت است از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

۳-۴-۳- اندازه‌گیری همزمانی قیمت سهام

متغیر وابسته در پژوهش ما همزمانی قیمت سهام است، طبق تحقیقات قبلی (دارنو^{۱۳} و همکاران، ۲۰۰۳)، R^2 را برای شرکت i در سال مالی t از رگرسیون مدل بازار بسط یافته در معادله (۳-۱) محاسبه می‌کنیم.

$$r_{i,w,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}r_{M,w,t} + \gamma_{i,t}r_{i,w,t} + \varepsilon_{i,w,t} \quad (۳-۱)$$

که در آن $r_{i,w,t}$ نشان‌دهنده بازده شرکت i در هفته w در سال t و $r_{M,w,t}$ نشان‌دهنده بازده شاخص موزون به ارزش بازار در هفته w و $r_{i,w,t}$ بازده شاخص موزون به ارزش بازار برای صنعتی که شرکت i متعلق به آن است در هفته w در سال t است. علاوه بر این، ما $Synch_{i,t}$ ، که همزمانی قیمت سهام بنگاه i در

¹³ Durnev, 2003

سال t است، را نیز به دست آوردیم. $Synchi,t$ بالاتر، نشان می‌دهد که قیمت سهام حرکت توأمان بیشتری با بازار و صنعت دارد.

$$Synch_{i,t} = LN\left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2}\right) \quad (2-3)$$

۳-۴-۴- اندازه‌گیری اعتبار تجاری

مطابق با مقالات (فیسمن و لاو، ۲۰۰۳؛ جی و کیو، ۲۰۰۷)، تعریف، اعتبار تجاری (TC / A)، حساب‌های پرداختی نسبت به دارایی‌های کل است.

۳-۵- مدل رگرسیون داده‌های تابلویی

محققان می‌توانند از داده‌های پانلی برای مواردی که مسائل را نمی‌توان صرفاً به صورت سری زمانی یا برش‌های مقطعی بررسی کرد، بهره‌گیرند. از این رو داده‌های مقطعی فقط اطلاعاتی را در مورد صرفه‌های به مقیاس فراهم می‌آورد. تلفیق داده‌های سری زمانی با داده‌های مقطعی نه تنها می‌تواند اطلاعات سودمندی را برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی فراهم آورد، بلکه بر مبنای نتایج به دست آمده می‌توان استنباط‌های سیاست‌گذاری درخور توجهی نیز به عمل آورد. داده‌های پانلی حاوی اطلاعات بیشتر، تنوع گسترده‌تر و هم خطی کمتر میان متغیرها بوده و در نتیجه کاراتر می‌باشند. در حالی که در سری‌های زمانی هم خطی بیشتری را بین متغیرها مشاهده می‌کنیم. با توجه به اینکه داده‌های پانلی ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی هست، بعد مقطعی موجب اضافه شدن تنوع زیادی شده و در نتیجه برآوردهای معتبرتری را می‌توان انجام داد.

۳-۵-۱- مدل تجمیعی (Pool)

در مدل تجمیعی اثرات فردی در نظر گرفته نمی‌شود یعنی همان i که بیانگر تفاوت‌ها یا ناهمگنی‌های بین گروهی و یا بین بخشی بوده است. این تفاوت‌ها یا ناهمگنی‌های بین گروهی و یا بین بخشی در مدل تجمیعی برای همه گروه‌ها و بخش‌ها یکسان هستند، بدین ترتیب معادله رگرسیون در این مدل به صورت زیر در نظر گرفته می‌شود.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}, i=1,2,\dots,n, t=1,2,\dots,T \quad (3-3)$$

همان طور که در جلسه قبل گفته شد در معادله فوق، Y_{it} متغیر وابسته، X_{it} متغیر توضیحی، ε_{it} جزء اخلال، α و β پارامترهای تخمینی، i بیانگر مقطع و t هم‌زمان است.

۳-۵-۲- مدل اثرات ثابت (Fixed Effects)

می‌توان گفت تورش و عدم کارایی‌های حاصل از متغیرهای حذف‌شده، مشکل اصلی تخمین در این مدل است. در الگوی اثرات ثابت فرض می‌کنیم که تفاوت‌های فردی یا گروهی (γ_i در جمله ثابت خود را نشان می‌دهد، یعنی؛ $\alpha_i = \alpha + \gamma_i$) لذا مدل رگرسیون برای داده‌های پانل با در نظر گرفتن توضیح فوق به صورت زیر تبدیل می‌شود.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-3)$$

به عبارتی، در الگوی اثرات ثابت عرض از مبدأ (α_i) برای هر گروه متفاوت است و به منظور برآورد α_i می‌توان برای هر گروه یک متغیر مجازی تعریف کرد. از این رو، الگوی اثرات ثابت را الگوی LSDV یا روش حداقل مربعات متغیرهای مجازی هم می‌نامند.

۳-۶-۲- آزمون‌های تشخیص و تصریح مدل تحقیق

۳-۶-۱- آزمون ریشه واحد متغیرها (آزمون لوین، لین، چو)

در داده‌های اقتصادی فرض بر این است که بین متغیرهای مطرح در یک تئوری اقتصادی، رابطه بلندمدت و تعادلی برقرار است. در تحلیل‌های اقتصادسنجی کاربردی، جهت برآورد روابط بلندمدت بین متغیرها، میانگین و واریانس آن‌ها را طی زمان ثابت و مستقل از عامل زمان در نظر می‌گیرند و در نتیجه به طور ضمنی ثبات رفتاری برای آن‌ها فرض می‌شود. با وجود این در تحقیقات کاربردی معلوم شده است که در بیشتر موارد ثبات رفتار با متغیرهای سری زمانی تحقق نمی‌یابد با توجه به مطالب فوق وجود متغیرهای نا ایستا در مدل سبب می‌شود تا آزمون‌های کلاسیک F و t از اعتبار لازم

برخوردار نباشند. در چنین حالتی رگرسیون انجام گرفته، رگرسیون کاذبی بیش نخواهد بود. به دلیل اینکه سری‌های زمانی اقتصادی عموماً نا ایستا هستند، لازم است تا محققان به عواقب و مشکلات استفاده از داده‌های سری زمانی نا ایستا و امکان بروز رگرسیون کاذب واقف باشند. در فرضیه H1 این آزمون، ρ_i ها دارای ارزش متفاوت هستند به عبارت دیگر فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

$$H_0\{p_i = 0, i = 1, 2, \dots, N\} \quad (5-3)$$

$$H_1 \begin{cases} \rho_i < 1, i = 1, 2, \dots, N \\ \rho_i = 1, i = 1, 2, \dots, N \end{cases} \quad 0 < N_1 < N$$

بر اساس این فرضیات بعضی از مقطع‌ها می‌تواند دارای ریشه واحد باشد؛ بنابراین به جای داده‌های ترکیبی از آزمون ریشه واحد به صورت جداگانه برای هر مقطع استفاده می‌شود و سپس میانگین این آماره‌ها به صورت $\overline{t_{NT}}$ محاسبه می‌گردد. اگر $t_{iT}(\pi_i, B_i)$ آماره t برای آزمون ریشه واحد i امین مقطع با وقفه π_i و ضرایب آزمون B_i باشد آماره استاندارد $\overline{t_{NT}}$ به صورت زیر تعریف میشود:

$$\overline{t_{NT}} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{iT}(\pi_i, B_i) \quad (6-3)$$

که مقدار آن با افزایش N و T به سمت بینهایت و به سمت توزیع نرمال استاندارد میل می‌کند (تقوی، ۱۳۹۲، ص ۳۶۹)

۳-۶-۲-آزمون F لیمر (تشخیص مدل تجمیعی از مدل اثرات ثابت)

در برآورد یک مدل یا فرضیه که داده‌های آن از نوع ترکیبی است مثلاً رابطه افزایش سود سهام با افزایش سهامداران از آزمون F لیمر (چاو) استفاده می‌کنیم در واقع ما در این آزمون با دو طبقه Pool و Panel سروکار داریم. در واقع با این آزمون‌ها داده‌های ثابت بین مقاطع مختلف را بررسی می‌کنیم. اگر نتیجه آزمون F از سطح ۵٪ کمتر باشد از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم و اگر نتیجه از سطح ۵٪ بیشتر باشد یعنی ارتباط معنی‌داری بین داده‌های فرضیه وجود دارد اصطلاحاً اگر نتیجه آزمون F از سطح ۵٪ بیشتر باشد اصطلاحاً پولد یا تلفیقی هستند و نیازی به انجام آزمون هاسمن ندارند ولی اگر از سطح ۵٪ کمتر باشند اصطلاحاً پانل یا تابلویی هستند و باید برای قسمت مدل (فرضیه) از آزمون هاسمن استفاده شود. در حقیقت از آزمون F لیمر برای تعیین اینکه

متغیرهای مستقل اثرهایی متفاوت بر زیرگروه‌های متفاوت جامعه آماری دارند، استفاده می‌شود. اگر مقدار F محاسبه شده از F دامنه بحرانی بیشتر باشد فرضیه H_0 رد می‌شود یعنی همگنی بین داده‌ها وجود ندارد ولی اگر F از F دامنه بحرانی کمتر باشد فرضیه H_0 پذیرفته می‌شود به عبارت دیگر شیب داده‌ها در مقاطع مختلف باهم یکسان است

۳-۶-۳-آزمون هاسمن (تشخیص تصادفی بودن اثرات ثابت)

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی هست. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمون به نام اف-لیمر استفاده می‌شود؛ بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا و پانل دیتا (تلفیقی) استفاده می‌شود. در صورتی که مقادیر محاسبه شده F کمتر از مقدار جدول باشد، فرضیه صفر پذیرفته می‌شود و فقط باید از یک عرض از مبدأ استفاده نمود. ولی در صورتی که F محاسبه شده بیشتر از F جدول باشد، فرضیه صفر رد و اثرات گروه پذیرفته می‌شود و باید عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود. آماره این آزمون به صورت زیر است:

$$F = \frac{\frac{R_{fe}^2 - R_{pool}^2}{n-1}}{\frac{1 - R_{fe}^2}{nt - n - k}} \quad (۳-۶)$$

که در این آماره R_{pool}^2 ضریب تعیین رگرسیون مفید (عرض از مبدأ مشترک)، n تعداد مشاهدات منطقی و k تعداد دوره زمانی می‌باشد، با انجام آزمون هاسمن تعیین می‌کنیم که از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده کنیم. اگر فرض صفر رد شود از مدل اثرات ثابت استفاده می‌کنیم در غیر این صورت از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌کنیم.

۳-۶-۴- آزمون‌های هم‌انباشتگی داده‌های ترکیبی

دو سری زمانی x_t و y_t را هم‌انباشته با مرتبه (d, b) ، $d \geq b > 0$ می‌دانیم. اگر هر دو سری زمانی دارای مرتبه انباشتگی d باشند و یک رابطه خطی مانند $a_1 y_t + a_2 x_t$ با مرتبه $(d-b)$ بین آن‌ها برقرار باشد. این تعریف را به زبان ریاضی چنین می‌نویسیم:

$$\begin{aligned} x_t &\sim I(d), y_t \sim I(d) \\ \Rightarrow y_t, x_t &\sim CI(d, b) \\ &\sim I(d-b) a_1 y_t + a_2 x_t \end{aligned} \quad (7-3)$$

که در آن CI نماد هم‌انباشتگی است. بردار ضرایب تشکیل‌دهنده ترکیب خطی دو سری زمانی، یعنی $[a_1, a_2]$ را بردار هم‌انباشتگی می‌نامند. مفهوم اقتصادی هم‌انباشتگی آن است که وقتی دو یا چند متغیر سری زمانی بر اساس مبانی نظری با یکدیگر ارتباط داده می‌شوند تا یک رابطه تعادل بلندمدت را شکل دهند، هرچند ممکن است خود این سری‌های زمانی دارای روندی تصادفی باشند (نا ایستا باشند) اما در طول زمان همدیگر را به‌خوبی دنبال می‌کنند به‌گونه‌ای که تفاضل بین آن‌ها باثبات باشد (ایستا). بنابراین مفهوم هم‌انباشتگی تداعی‌کننده وجود یک رابطه تعادلی بلندمدت است که سیستم اقتصادی در طول زمان به سمت آن حرکت می‌کند. با توجه به اینکه داده‌های پانلی نیز ممکن است نا ایستا باشند، لذا هم‌انباشتگی و آزمون آن در این نوع داده‌ها نیز از اهمیت فراوانی برخوردار است. همانند آزمون‌های ایستایی، آزمون‌های هم‌انباشتگی در داده‌های پانلی نیز از آزمون‌های هم‌انباشتگی برای واحدهای مقطعی به‌صورت جداگانه قوی‌تر هستند. زیرا این آزمون‌ها حتی در شرایطی که دوره زمانی، کوتاه‌مدت و اندازه نمونه کوچک است نیز قابلیت استفاده دارند. در این راستا در این بخش از تحقیق آزمون هم‌انباشتگی در داده‌های پانلی مورد بحث قرار می‌گیرد. برای انجام آزمون هم‌انباشتگی داده‌های پانلی، پدرونی در سال ۲۰۰۴ و کائو در سال ۱۹۹۹ پس از برآورد رابطه بلندمدت بین متغیرها، مانند آنچه در مورد سری‌های زمانی و داده‌های مقطعی انجام می‌شود، از آماره‌های دیکی-فولر برای آزمون هم‌انباشتگی استفاده کردند:

$$DF_\rho = \frac{\sqrt{NT}(\hat{\rho} - 1) + 3\sqrt{N}}{\sqrt{10.2}}$$

$$DF_t = \sqrt{1.25t_\rho} + \sqrt{1.875N} \quad (۸-۳)$$

در رابطه فوق ρ ضریب رگرسیون خطای بلندمدت روی وقفه خطاهای حاصل از تخمین مدل به روش ترکیبی (e_{it}) به صورت زیر است:

$$\hat{e}_{it} = \rho \hat{e}_{it-1} + \mu_i \quad (۹-۳)$$

N در آماره‌های DF_t و DF_ρ نشان‌دهنده تعداد مقاطع و t_ρ مقدار t استاندارد ضریب رابطه (۳-۲۱) هست. آماره‌های استخراج شده هر دو دارای توزیع نرمال استاندارد با میانگین صفر و واریانس یک می‌باشند. فرض‌های انجام آزمون هم انباشتگی داده‌های پانلی به صورت زیر است:

$$H_1: \rho < 1 \quad H_0: \rho = 1 \quad \& \quad (۱۰-۳)$$

ضریب صفر بیانگر عدم هم انباشتگی بین متغیرها در تمام واحدهای مقطعی و فرضیه مخالف نشان‌دهنده وجود هم انباشتگی بین متغیرهاست.

۳-۷- جمع‌بندی پایان فصل سوم

در فصل سوم به معرفی داده‌ها و ماهیت آن‌ها که از نوع پانل بودند، پرداخته شد. روش مورد استفاده در تحقیق (روش OLS) به طور کامل تشریح شد و نقاط قوت و برتری آن نسبت به روش‌های دیگر توضیح داده شد. به دلیل سری زمانی بودن داده‌های تحقیق، بایستی داده‌ها را از نظر ایستا بودن مورد آزمون قرار داد؛ لذا آزمون‌های ریشه واحد دیکی- فولر، دیکی- فولر تعمیم یافته و فیلیپس- پرون برای این منظور معرفی شدند. در ادامه آزمون رگرسیون پیشنهادی برای تشخیص تأثیر معناداری متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته معرفی گردید. پس از آن آزمون‌های برازش مدل شامل آزمون‌های مربوط به باقیمانده‌ها و ثبات و پایداری مدل معرفی گردیدند. در فصل چهارم نتایج هر یک از این آزمون‌ها را با استفاده از نرم‌افزار Eviews7 به دست آورده و به لحاظ آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهیم

فصل چهارم - یافته‌های تحقیق و تحلیل نتایج

این فصل به تجزیه و تحلیل داده‌ها اختصاص دارد. تجزیه و تحلیل داده‌ها برای بررسی صحت و سقم فرضیات برای هر نوع تحقیق از ضرورت خاصی برخوردار است. امروزه در بیشتر تحقیقاتی که متکی بر اطلاعات جمع‌آوری شده از موضوع مورد تحقیق هست، تجزیه و تحلیل اطلاعات از مهم‌ترین بخش‌های تحقیق محسوب می‌شود. پس از اینکه روش تحقیق در فصل سوم مشخص شد با استفاده از ابزارهای مناسب، داده‌های مورد نیاز را برای آزمون فرضیه‌های خود جمع‌آوری کرده و اکنون نوبت آن است که با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسبی که در فصل روش تحقیق معرفی شد روابط معناداری و سازگاری داده‌های جمع‌آوری شده را تجزیه و تحلیل کنیم و در نهایت فرضیه‌هایی را که تا این مرحله تحقیق هدایت شده در مرحله آزمون قرار دهد و تکلیف آن‌ها را روشن کنیم و سرانجام بتوان پاسخی را برای پرسش تحقیق یافت. در این فصل ابتدا به توصیف داده‌های آماری پرداخته و سپس به تجزیه و تحلیل داده‌ها در غالب آمار استنباطی با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۹ می‌پردازیم.

۴-۲- آمار توصیفی داده‌ها و متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، تلخیص، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این نوع تحلیل، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها را برای استفاده سریع و بهتر از آن‌ها به دست می‌دهد. آمار توصیفی بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامترهای مرکزی و پراکندگی داده‌های تحقیق است. در یک جمع‌بندی، با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد و علاوه بر فهم بهتر نتایج یک آزمون، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل نمود. آماره‌های توصیفی متغیرهای اصلی مدل با استفاده از نرم‌افزار EViews به‌قرار زیر است. جدول (۴-۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی آماری خلاصه است که ویژگی‌های مجموعه‌ای از اطلاعات را به صورت کمی توصیف یا خلاصه می‌کند، در حالی که آمار توصیفی فرآیند استفاده و تحلیل این آمار است.

جدول ۴-۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	مجموع مربعات انحراف معیار	مجموع	Jarque-Bera	حداقل	حداکثر	کشیدگی	چولگی	معناداری	انحراف معیار	میانه	میانگین	عنوان متغیر
۶۸۵	۲۶۹۱,۶	-۶۵۸,۶۷	۲۵۷۹,۱۲	-۸,۷۵	۱۳,۱۱	۱۲,۲۱	۱,۲۱	۰,۰۰	۱,۹۸	-۰,۹۲	-۰,۹۶	Synch
۶۸۵	۶۲,۱۷	۱۰۳,۳۰	۳۲۵۹۴۷,۸	۰,۰۰	۴,۲۴	۱۰۸,۳۵	۹,۴۰	۰,۰۰	۰,۳۰	۰,۰۹	۰,۱۵	TC
۶۸۵	۲۲۴۶,۷۲	۲۰۱۰۹,۲۹	۲۶,۴۵	۲۵,۷۱	۳۵,۵۴	۲,۷۶	۰,۴۶	۰,۰۰	۱,۸۱	۲۹,۴۳	۲۹,۴۴	SIZE
۶۸۵	۲۵,۶۵	۲۳۳,۷۰	۲۷,۱۰	۰,۰۲	۰,۹۳	۲,۴۲	۰,۳۹	۰,۰۰	۰,۱۹	۰,۳۳	۰,۳۴	FixA
۶۸۵	۱۳,۷۰	۸۱,۷۱	۷۱۵۵,۱۴	-۱,۳۱	۰,۷۲	۱۸,۷۲	-۱,۰۳	۰,۰۰	۰,۱۴	۰,۱۰	۰,۱۲	CFO
۶۸۵	۱۳۶,۲۲	۱۷۸,۵۱	۲۶۴۰,۶۱	-۱,۰۰	۳,۵۸	۱۱,۷۸	۱,۹۷	۰,۰۰	۰,۴۴	۰,۱۸	۰,۲۶	Grow
۶۸۵	۴۱۶۹۱۲۵	۱۶۱۱۸,۱	۴۰۴۶۰۰۳	-۱۷۳۵۶	۳۸۹,۲۳	۳۷۸,۵۸	-۱۶,۶۳	۰,۰۰	۷۸,۱۸	۲۵,۷۶	۲۳,۵۹	ROE
۶۸۵	۲۴,۷۵	۳۵۴,۷۹	۱,۸۷	۰,۰۹	۰,۹۵	۲,۷۵	۰,۰۴	۰,۰۰	۰,۱۹	۰,۵۲	۰,۵۲	Top1
۶۸۵	۱۵۲,۸۷	۴۵۲,۰۰	۱۲۰,۰۶	۰,۰۰	۱,۰۰	۱,۴۶	-۰,۶۸	۰,۰۰	۰,۴۷	۱,۰۰	۰,۶۶	SOE
۶۸۵	۴,۱۸	۳۳,۶۵	۲۳۵۱,۳۸	-۰,۴۸	۰,۴۸	۱۲,۰۶	-۰,۳۵	۰,۰۰	۰,۰۸	۰,۰۴	۰,۰۵	NI
۶۸۵	۱۱۵۸۹۷۴	۶۰۴۹,۶۹	۴۷۸۰۰۳۳	-۹۳۷,۴۱	۲۴۶,۹۶	۴۱۱,۴۲	-۱۷,۰۱	۰,۰۰	۴۱,۲۲	۴,۹۰	۸,۸۵	M/B
۶۸۵	۲۵,۱۶	۳۸۷,۱۷	۲۰,۹۸	۰,۰۶	۱,۵۷	۳,۸۲	۰,۱۲	۰,۰۰	۰,۱۹	۰,۵۶	۰,۵۶	LEV

همچنین پارامترهای حداقل و حداکثر در جدول فوق، دامنه تغییرات داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه نقطه میانی داده‌ها، که نیمی از داده‌ها از آن کوچک‌تر و نیمی دیگر بزرگ‌تر از آن هستند، را نشان می‌دهد. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در جدول ۴-۳ به ترتیب میانگین، میانه، بیشترین مقدار، کمترین مقدار و انحراف معیار، به ازای هر یک از متغیرهای تحقیق درج شده است. که انحراف معیار یکی از شاخص‌های پراکندگی است که نشان می‌دهد به‌طور میانگین داده‌ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله‌دارند. اگر انحراف معیار مجموعه‌ای از داده‌ها نزدیک به صفر باشد، نشانه آن است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ درحالی‌که انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل‌توجه داده‌ها است. انحراف معیار برابر ریشه دوم واریانس است. خوبی آن نسبت به واریانس، این است که هم بعد با داده‌ها هست.

۴-۳- تحلیل واریانس تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت

هدف از تحلیل واریانس تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت سهام پاسخ به دو سؤال زیر است:

۱- آیا اندازه هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌ها یکسان است؟ به‌عبارتی دیگر آیا اثرات ثابت شرکتی

اثر معنی‌دار بر اندازه هم‌زمانی قیمت دارد یا خیر؟

۲- آیا اندازه هم‌زمانی قیمت سهام طی سال‌های مختلف یکسان است؟ به‌عبارتی دیگر آیا اثرات

تقویمی تغییر سال اثر معنی‌دار بر اندازه هم‌زمانی قیمت سهام دارد یا خیر؟

با توجه به صفر بودن مقادیر P-value آماره F در جدول می‌توان نتیجه گرفت که هر دو عامل اثرات

ثابت شرکتی و اثرات تقویمی تغییر سال اثر معنی‌دار بر تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت سهام دارد.

جدول ۴-۲: تحلیل واریانس تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت

منشاء تغییرات	SS	df	MS	F	P-value	F crit
اثرات ثابت شرکتی	1707.646	136	12.55622	8.909768	0.00000	1.23981
اثرات ثابت تقویمی (تغییر سال)	229.2118	4	57.30294	40.66159	0.00000	2.388319
خطا	766.64	544	1.409265			
جمع اثرات	2703.498	684				

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۴- نتایج برآورد مدل رگرسیون تحقیق

در اینجا جهت بررسی اثر اعتبار تجاری بر شاخص هم‌زمانی قیمت سهام مدل‌های مختلفی برآورد شده است. متغیر مستقل (اعتبار تجاری شرکت) در همه مدل‌ها لحاظ شده است ولی متغیرهای کنترلی (شامل: اندازه شرکت، درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، نسبت دارایی ثابت به کل دارایی، جریان نقد عملیاتی در قیاس با کل دارایی، نرخ رشد درآمد عملیاتی، بازده حقوق صاحبان سهام، درآمد خالص، اهرم و نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره) به ترتیب اولویت در تخمین مدل رگرسیون اضافه شده است. مدل نهایی تحقیق بر اساس معیار آکایک (AIC) و مقدار آماره لگاریتم تابع درست‌نمایی (Log Likelihood) و پس از انجام آزمون‌های تشخیص و تصریح مدل انتخاب شده است. مدلی که دارای بیشترین مقدار آماره LogLike است یا دارای کمترین مقدار آماره آکائیک باشد به‌عنوان مدل برتر انتخاب می‌شود. شایان‌ذکر است که در انتخاب مدل نهایی مقادیر آماره R2 تعدیل‌شده و دوربین واتسون نیز مدنظر قرار گرفته است.

۴-۴-۱- نتایج آزمون‌های تشخیص و تصریح مدل تحقیق

به‌منظور تخمین الگو ابتدا لازم است مانایی متغیرها موردنظر بررسی شود. لذا از این‌رو آزمون ریشه واحد یکی از معمول‌ترین آزمون‌هایی است که برای تشخیص مانایی یک فرآیند مورد استفاده قرار می‌گیرد. از این‌رو قبل از تخمین مدل، خواص آماری داده‌های پانل، به لحاظ مانایی یا وجود ریشه

واحد لوین-لین-چو^{۱۴} موردبررسی قرار می‌گیرند. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل به شرح جدول زیر هست:

جدول ۴-۳ آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتیجه آزمون	P-VALUE	آماره آزمون	آزمون	متغیر
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-393.492	لوین-لین	SYNCH
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-16781.9	لوین-لین	TC
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-20.9606	لوین-لین	SIZE
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-31.1280	لوین-لین	FIXA
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-۲۵/۸۹	لوین-لین	CFO
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-۲۵/۹۹	لوین-لین	GROW
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-274.689	لوین-لین	ROE
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-27.2311	لوین-لین	TOP1
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-129.597	لوین-لین	SOE
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-17.6687	لوین-لین	NI
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-41.4686	لوین-لین	M/B
مانا در سطح صفر	۰,۰۰۰	-368.934	لوین-لین	LEV

منبع: یافته‌های پژوهش

در آزمون مانایی متغیر هم‌زمانی قیمت، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ رد شده است لذا این متغیر در سطح مانا است. نتایج حاکی از آن است که تمامی متغیرها در سطح صفر مانا هستند.

سپس به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون اف لیمر استفاده می‌شود ابتدا باید آزمون لیمر را موردبررسی قرار داده و بین داده‌های انباشته و داده‌های غیر انباشته (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) انتخاب کنیم. در این مطالعه برای انجام این آزمون، از آزمون نسبت راست نمایی استفاده شده است. در نرم‌افزار Eviews بعد از انجام آزمون چاو (f لیمر)، اگر prob

خروجی نرم‌افزار کوچک‌تر از ۰,۰۵ باشد، روش پانل در سطح ۹۵ درصد به بالا پذیرفته می‌شود ولی اگر بزرگ‌تر از ۰,۰۵ باشد در این صورت روش ترکیبی پذیرفته می‌شود.

نتایج آزمون F- لیمر (تشخیص مدل تجمیعی از مدل اثرات ثابت)

نتایج این آزمون که در اصل همسانی عرض از مبدأ در مدل را بررسی می‌کند، بعد از اجرای در نرم‌افزار ایویوز، خروجی به‌قرار زیر است:

جدول ۴-۴: نتیجه آزمون اف لیمر

نتیجه	مقدار احتمال	مقدار آماره t	نوع آزمون
مدل پانل (دارای اثرات ثابت یا تصادفی) است	0.0000	13.5498	آزمون اف لیمر

منبع: یافته‌های پژوهش

از آنجایی که مقدار احتمال آزمون لیمر کوچک‌تر از ۰/۰۵ هست، لذا فرض صفر مبنی بر وجود رگرسیون Pooled یا تجمیعی (رگرسیون بدون وجود اثرات ثابت یا تصادفی) رد شده و بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل موردبررسی، دارای اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بوده و به‌صورت تجمیعی یا Pooled نیست.

آزمون هاسمن (تشخیص تصادفی یا غیر تصادفی بودن اثرات ثابت)

اکنون این پرسش مطرح می‌گردد که تفاوت در عرض از مبدأ واحدهای مقطعی به‌طور اثرات تصادفی است؟ چنانچه آزمون هاسمن را انجام دهیم و prob به‌دست‌آمده کوچک‌تر از ۰,۰۵ باشد، مدل اثرات ثابت در سطح ۹۵ درصد به بالا پذیرفته می‌شود، اما اگر بزرگ‌تر از ۰,۰۵ باشد در این صورت مدل اثر تصادفی پذیرفته می‌شود.

جدول ۴-۵- آزمون هاسمن

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-sq d.f	Prob
Cross-section random	73.785438	9	0.000

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتیجه آزمون هاسمن در اینجا فرض صفر رد نمی‌شود، زیرا احتمال آن کمتر از ۰,۰۵ است. بنابراین مدل باید با اثرات ثابت تخمین زده شود یعنی تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی. بنابراین با توجه به نتایج آزمون لیمر و آزمون هاسمن باید مدل ترکیبی با اثرات ثابت را برای برآورد مدل مورد تخمین قرار داد.

۴-۴-۲- نتایج برآورد پارامترهای مدل‌های تحقیق

در جدول زیر نتایج برآورد ضرایب و پارامترهای ۸ مدل مفروض خلاصه شده است. تفاوت این مدل‌ها در لحاظ یا عدم لحاظ برخی از متغیرهای توضیحی (کنترلی یا مستقل) است. تفاوت مدل ۱ با سایر مدل‌ها این است که در این مدل متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ بهره، نرخ ارز و نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم به‌عنوان متغیرهای مستقل در مدل لحاظ شده است و اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر تغییرات شاخص هم‌زمانی قیمت دیده می‌شود.

در این جدول آماره p-value که سطح معنی‌داری ضرایب برآورد شده را نشان می‌دهد در ستون کنار ستون ضرایب آورده شده است. بر این اساس ضرایب متغیرهای TOP (درصد سهام بزرگ‌ترین سهامدار شرکت) و FIXA (دارایی‌های ثابت) و ضرایب متغیرهای کلان اقتصادی نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، نرخ ارز و نرخ بهره در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ معنی‌دار است.

با توجه مقادیر آماره اکاییک و آماره لگاریتم تابع درست‌نمایی، می‌توان استدلال نمود که مدل شماره ۱ بر سایر مدل‌های ترجیح دارد و لذا تفسیر ضرایب مدل نهایی تحقیق بر اساس این مدل در قسمت بعدی انجام شده است.

جدول ۴-۶ نتایج برآورد ضرایب مدل‌های تحقیق

	مدل ۱	pvalue	مدل ۲		مدل ۳		مدل ۴		مدل ۵		مدل ۶		مدل ۷		مدل ۸	
C	-5.697	0.254	-8.059	0.000	-6.793	0.001	-7.008	0.000	-7.837	0.000	-8.546	0.000	-8.549	0.000	-8.914	0.000
SOE1_D1	0.863	0.259	0.837	0.293	-0.837	0.293	-0.835	0.294	-0.847	0.287	-0.889	0.264	-0.889	0.263	-0.888	0.263
SOE2_1	0.405	0.425	0.428	0.418	-0.428	0.418	-0.411	0.437	-0.455	0.388	-0.517	0.325	-0.518	0.323	-0.502	0.337
TOP	-2.670	0.033	-2.595	0.045	-2.595	0.045	-2.538	0.050	-2.517	0.052	-2.549	0.049	-2.548	0.049	-2.563	0.047
TC2A	-0.591	0.362	-0.628	0.346	-0.628	0.346	-0.638	0.338	-0.848	0.186	-0.757	0.235	-0.755	0.235	-0.747	0.238
SIZE	-0.020	0.888	0.311	0.000	0.311	0.000	0.318	0.000	0.334	0.000	0.358	0.000	0.358	0.000	0.372	0.000
FIXA	-1.879	0.003	-1.865	0.004	-1.865	0.004	-1.887	0.004	-1.791	0.005	-1.746	0.007	-1.742	0.006	-1.799	0.004
CFO	-0.598	0.206	-0.441	0.368	-0.441	0.368	-0.472	0.334	-0.412	0.396	-0.431	0.375	-0.432	0.374	-0.383	0.426
GROW	0.254	0.048	0.104	0.424	0.104	0.424	0.109	0.406	0.122	0.348	0.099	0.442	0.099	0.442		
ROE	0.000	0.920	0.000	0.879	0.000	0.879	0.000	0.981	0.000	0.953	0.000	0.962				
NI	-0.822	0.339	-1.333	0.132	-1.333	0.132	-1.328	0.133	-1.103	0.200						
LEV	-0.587	0.257	-0.599	0.265	-0.599	0.265	-0.605	0.260								
M2B	0.001	0.375	0.001	0.408	0.001	0.408										
INF	-31.823	0.000														
EXCH	0.000	0.000														
GGDP	-0.029	0.091														
INTEREST	37.296	0.000														
Log likelihood	-	992.922	-	1024.401	-	1024.401	-	1024.839	-	1025.650	-	1026.698	-	1026.700	-	1029.631
Akaike	3.356		3.436		3.436		3.434		3.434		3.434		3.431		3.427	
R2	0.728		0.702		0.702		0.701		0.701		0.700		0.700		0.700	
Adjusted R2	0.650		0.619		0.619		0.619		0.619		0.619		0.619		0.621	
Durbin-Watson	2.468		2.503		2.503		2.497		2.505		2.507		2.507		2.509	

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۴-۳- بحث و تفسیر نتایج برآورد پارامترهای مدل تحقیق

همانطور که در قسمت قبلی اشاره شد در جدول (۴-۶) مدل ۱ نسبت به سایر مدل‌های برآورد شده به لحاظ آماری مطلوب تر است. لذا در این قسمت بحث و تفسیر ضرایب این مدل به شرح زیر ارائه میشود:

- مقدار درصد مالکیت بزرگترین سهامدار (top1)، تاثیر منفی (-۲,۶۷۰) و معناداری بر همزمانی قیمت سهام دارد.
- مقدار دارایی ثابت نسبت به کل دارایی (fixa)، تاثیر منفی (-۱,۸۷۹) و معناداری بر همزمانی قیمت سهام دارد.
- نرخ تورم (inf)، تاثیر منفی (-۳۱,۸۲۳) و معنادار بر همزمانی قیمت سهام دارد
- رشد درآمد های عملیاتی (grow) تاثیر مثبت (۰,۲۵۴) و معنادار بر همزمانی قیمت سهام دارد که این نتیجه با نتایج تحقیق انجام شده توسط لیو وهمکاران (۲۰۱۹) در تضاد است.
- (exch) نرخ ارز تاثیر مثبت (۰,۰۰۰) و معناداری (۰,۰۰۰) بر همزمانی قیمت سهام دارد
- نرخ بهره (interest) تاثیر مثبت (۳۷,۲۹۶) و معناداری بر همزمانی قیمت سهام دارد که با تحقیق انجام شده توسط بهزادی راد و داداشی (۱۳۹۵) موافق است
- نرخ رشد تولید ناخالص داخلی (ggdp) در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیر معناداری بر همزمانی قیمت سهام ندارد. ولی اگر سطح اطمینان را ۹۰٪ فرض نماییم آنگاه این ضریب معنی دار است.
- نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری (m/b) تاثیر معناداری (۰,۳۷۵) بر همزمانی قیمت سهام ندارد
- نسبت بدهی ها به دارایی ها (lev) تاثیر معناداری (۰,۲۵۷) بر همزمانی قیمت سهام ندارد
- درآمد خالص (NI) تاثیر معناداری (۰,۳۳۹) بر همزمانی قیمت سهام ندارد
- بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) تاثیر معناداری (۰,۹۲۰) بر همزمانی قیمت سهام ندارد
- رشد درآمدهای عملیاتی (cfo) تاثیر معناداری (۰,۲۰۶) بر همزمانی قیمت سهام ندارد

- اندازه بنگاه تاثیر (size) معناداری (۰,۸۸۸) بر همزمانی قیمت سهام ندارد که این نتیجه با نتایج تحقیق انجام شده توسط وهابی (۱۳۹۶) ، بهزادی راد و داداشی (۱۳۹۵) در تضاد است
- اعتبار تجاری (tc/a) تاثیر معناداری (۰,۳۶۲) بر همزمانی قیمت سهام ندارد که این با نتیجه تحقیق انجام شده توسط لئو وهمکاران (۲۰۱۹) در تضاد است

۴-۵- خلاصه فصل چهارم

در این پایان‌نامه به بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر همزمانی قیمت سهام برای شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار فهرست شده طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ پرداخته شده است. این نتایج شواهدی را ارائه می‌دهد که اعتبار تجاری رابطه معناداری با همزمانی قیمت سهام نشان نمی‌دهد و محتوای اطلاعات اعتبار تجاری در ایران را تأیید نمی‌کند.

فصل پنجم – نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاست‌گذاری

۵-۱ مقدمه

تعداد زیادی از تحقیقات، تئوری تأمین مالی و نظریه قدرت چانه‌زنی اعتبار تجاری را مورد بررسی قرار می‌دهند، اما مقالات کمی تأثیر اعتبار تجاری روی بازار سرمایه را به‌طور تجربی آزمایش کردند. در ایران که بالا بودن هم‌زمانی قیمت سهام، نگرانی گسترده‌ای را برانگیخته، اطلاعات اختصاصی اعتبار تجاری که معمولاً به‌عنوان گزینه‌ای جایگزین برای وام‌های بانکی در نظر گرفته می‌شوند سال‌ها نادیده گرفته شد. این پایان‌نامه نقش افشای اطلاعات اعتبار تجاری را روشن می‌کند و پژوهش‌های موجود را غنی‌تر می‌کند.

۵-۲- نتایج تحقیق و ارزیابی فرضیه‌ها

. این پایان‌نامه به‌منظور تحقیق رابطه میان اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام انجام گرفته و درنهایت با توجه به داده‌های موجود و مدل طراحی شده این نتیجه حاصل شده است که میان هم‌زمانی قیمت و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود ندارد. داده‌های این تحقیق بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده و اسناد موجود در کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استخراج شده است که نتایج تحقیق را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

- سطح معناداری متغیر اعتبار تجاری بیشتر از سطح خطا (0.05) هست که بیانگر عدم وجود رابطه معنادار میان اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام هست. ضریب و آماره t مربوط به متغیر اعتبار تجاری حاکی از عدم وجود رابطه معنادار میان این متغیر و هم‌زمانی قیمت سهام هست. در نتیجه فرضیه مورد نظر تحقیق مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و رد می‌شود. اعتبار تجاری که در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به‌عنوان یک انتخاب تأمین مالی در نظر گرفته می‌شود، در ساختار بدهی بنگاه‌ها اهمیت بیشتری پیدا کرده است. در پژوهش حاضر تأثیر اعتبار تجاری بر هم‌زمانی قیمت سهام مورد کنکاش و بررسی قرار گرفت و با توجه به

داده‌های موجود در بازار بورس ایران و با به‌کارگیری متغیرهای کنترلی ذکرشده رابطه معناداری میان اعتبار تجاری و هم‌زمانی قیمت سهام یافت نشده است.

- لئو و همکاران (۲۰۱۹) به این نتیجه دست یافتند که اعتبار تجاری تأثیر منفی و معناداری بر هم‌زمانی سهام دارد اما در این تحقیق این تأثیر منفی هست ولی معنادار نیست.
- وهابی (۱۳۹۶) به این نتیجه دست‌یافت که اندازه شرکت تأثیر معناداری بر هم‌زمانی سهام دارد اما در این تحقیق این تأثیر معنادار نیست.
- بهزادی راد و داداشی (۱۳۹۵) به این نتیجه دست یافتند که نرخ بهره و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر هم‌زمانی سهام دارد، گرچه در این تحقیق تأثیر نرخ بهره معنادار است ولی اندازه شرکت معنادار نیست.

با توجه به اینکه در تحقیق حاضر رابطه معنادار میان افشای داوطلبانه و هم‌زمانی به دست نیامد ولی انتظار می‌رفت که هرچه اعتبار تجاری بیشتر باشد، هم‌زمانی قیمت سهام کمتر باشد. لذا به این نتیجه می‌رسیم که در بورس اوراق بهادار تهران، قیمت‌ها از جای دیگری نشأت می‌گیرد و اعتبار تجاری تأثیر چندانی بر قیمت سهام ندارد. و انتظار می‌رود عوامل دیگری از جمله: ناکارا بودن بورس، ناآگاهی سرمایه‌گذاران و دخالت دولت مؤثر باشد.

در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته، اقتصادهای بازار نوظهور دارای بازارهای مالی نسبتاً توسعه‌نیافته و حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران هستند. به‌خصوص در ایران، که بانک‌های تجاری نمی‌توانند بر بنگاه‌های پذیرفته‌شده به‌طور مؤثری نظارت کنند، تأمین‌کنندگان ارائه‌دهنده اعتبار تجاری باید به یک اعتباردهنده فعال‌تر تبدیل شوند. به‌طور کلی، شواهد ما چشم‌انداز جدیدی را ارائه می‌دهند تا در مورد تفاوت هم‌زمانی قیمت سهام در بنگاه‌های پذیرفته‌شده در بورس صحبت کرده و نقش افشای اطلاعات بستانکار را پیدا کنیم.

۵-۳- پیشنهادات سیاست‌گذاری

موارد زیر براساس نتایج پژوهش جهت سیاست‌گذاری پیشنهاد می‌شود:

۱. بخشی از نتایج حاصل از این تحقیق ممکن است ناشی از ناکارایی بورس باشد. لذا ورود سرمایه‌گذاران خارجی و سرمایه‌گذاری آنان می‌تواند تأثیر مثبت بر کارایی بورس داشته باشد. قرار دادن اطلاعات مفید در اختیار سرمایه‌گذاران و عدم‌مداخله دولت، نیز می‌تواند تأثیرگذار باشد.
۲. سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به نتایج این تحقیق (مقدار درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها، نرخ تورم و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، تأثیر معنادار و منفی، از طرف دیگر نرخ رشد درآمد عملیاتی، درآمد خالص، نرخ ارز و نرخ بهره تأثیر معنادار و مثبت بر هم‌زمانی قیمت سهام دارند) و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص هم‌زمانی قیمت سهام و عوامل مؤثر بر آن کسب کنند.
۳. از آن جهت که افزایش میزان و سطح هم‌زمانی قیمت سهام می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه هم‌زمانی قیمت سهام و بسیار راه‌گشا خواهد بود.
۴. بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند تحلیل‌های خاصی مبنی بر هم‌زمانی قیمت سهام و عوامل تأثیرگذار بر آن با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل‌آورند.
۵. بانک مرکزی به‌عنوان بازار ساز بازار ارز و همچنین تنظیم‌گر نرخ بهره، در هنگام تصمیم‌گیری، به تأثیر گفتار و رفتار خود بر بازار سرمایه توجه بیشتری کند.

۶. نتایج حاکی از آن است که سرمایه-گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از دانش مالی کافی برخوردار نبوده و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر اساس میزان شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها اتخاذ نمی‌کنند؛ یعنی در تصمیم‌گیری‌های خود تابع رفتار جمعی می‌باشند و احساسی عمل می‌نمایند. دلیل دیگر را می‌توان به سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران نسبت داد. این دسته از سرمایه‌گذاران زمانی که می‌خواهند سهام شرکتی را خریداری نمایند، با انتشار اخبار بد در خصوص شرکتی، باعث افت شدید قیمت سهام آن شرکت می‌گردند، در نتیجه سهام آن شرکت را زیر قیمت خریداری کرده و از این موضوع نفع شخصی می‌برند؛ یعنی در این مورد علت ایجاد سقوط قیمت سهام عاملی غیر از اطلاعات مالی شرکت‌ها بوده است.

۷. حضور گسترده سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به‌واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، دارای پیامدهای مهمی هم برای تصمیم‌های شرکتی و هم برای رفتار قیمت سهام بوده است که این امر از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. بالا بودن هم‌زمانی در قیمت سهام یا پایین بودن نوسان نرخ بازده به این دلایل ایجاد شود؛ اول آنکه، باوجود اینکه بسیاری از بازارهای نوظهور دارای قواعد افشاء می‌باشند یا دستورالعمل‌های مشابه با بازارهای توسعه‌یافته در این خصوص دارند، این دستورالعمل‌ها و الزامات اغلب به‌طور کامل الزام‌آور نیستند و به اجرا در نمی‌آیند. دوم آنکه، ساختار مالکیت شرکت‌های در بازارهای نوظهور عمدتاً به‌گونه‌ای است که توسط دولت تأمین مالی می‌شوند. این پیوند در ارتباط با تأثیر حاکمیت شرکتی بر محدودیت‌ها و انگیزه‌های مدیریتی به وجود می‌آید که احتمالاً بر محیط اطلاعاتی و هم‌زمانی قیمت سهام تأثیرگذار باشد.

۵-۳- محدودیت‌های تحقیق

عمده‌ترین موانع تحقیق حاضر که احتمالاً می‌توانند تعمیم‌پذیری نتایج حاصل از تحقیق را تحت تأثیر قرار دهند عبارت‌اند از:

❖ از محدودیت‌های این تحقیق نوسانات جریان نقد تأثیر معناداری بر اعتبار تجاری شرکت‌ها دارد. میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب می‌شود. همچنین هرچه وجوه نقد اضافی در شرکت افزایش یابد مطلوبیت نهایی آن برای مالکان شرکت در جهت ارزش‌آفرینی کمتر می‌شود و در نتیجه ممکن است مدیر این منابع نقد اضافی را در جهت توسعه‌طلبی صرف کند که این امر به‌عنوان بیش سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود.

❖ با توجه به تورم نسبتاً بالا در ایران و تأثیر آن در فاصله گرفتن ارزش واقعی دارایی‌ها با ارزش دفتری آن‌ها و با توجه به اینکه همه شرکت‌ها همه دارایی‌های خود را تجدید ارزیابی نکرده‌اند ممکن است در متغیر اهرم (Lev) بزرگنمایی اتفاق افتاده باشد

❖ از آنجاکه برای محاسبه متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی تهیه‌شده بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی استفاده‌شده، در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم، ممکن است نتایج تحقیق با نتایج فعلی تفاوت داشته باشد

❖ دامنه نوسان و حجم‌مبنا، هم‌زمانی قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۵-۴- پیشنهادها برای پژوهش آتی

تحقیقات آینده باید در زمینه‌های زیر گسترش یابد: رابطه بین اعتبار تجاری و افشای کلاه‌برداری شرکت‌ها، تأثیر اعتبار تجاری بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط. بحث در زمینه‌های فوق باید پیشنهادها را خط‌مشی برای مدیران شرکت‌ها، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران، هم در کشورهای توسعه‌یافته و هم در کشورهای بازار نوظهور، داشته باشد.

ضمیمه پژوهش

فهرست شرکت ها بر حسب وضعیت شاخص اعتبار تجاری

شرکت هایی که اعتبار تجاری آن ها در سال ۱۳۹۸ نسبت به سال ۱۳۹۴ رشد داشته است.

شرکت های شپنا و رتکو از اعتبار تجاری نسبت به دارایی صفر بترتیب به اعداد ۰,۳ و ۰,۲ رسیده اند.

نسبت	نماد	نسبت	نماد	نسبت	نماد	نسبت افزایش	نماد
0.36	شاراک	0.32	خشرق	0.96	کیارس	0.23	زمگسا
0.44	شفارس	1.68	خکار	0.58	کساوه	11.52	نمرینو
		3.56	خچرخش	89.57	ساروم	2.10	چکاوہ
		0.21	ختور	0.15	سخاش	0.51	شبندر
		0.55	خرینگ	0.04	سخرز	1.69	شبهرن
		0.35	خزر	0.50	سرود	0.82	شنفت
		0.39	خلنت	0.10	سقاین	1.28	پلاسک
		0.28	خمحور	0.46	حپترو	0.33	پدرخش
		0.42	خمهر	0.99	حتاید	0.67	پکرمان
		0.09	خنصیر	0.86	همراه	5.94	فروس
		0.09	غمهرا	0.44	اخابر	0.09	فولاد
		1.16	غشاذر	0.08	رتاپ	0.88	فمراد
		0.09	دیپارس	9.51	رانفور	0.53	فرآور
		1.22	دابور	2.98	حفاری	0.35	فخوز
		2.21	درازک	2.44	لسرما	0.95	قباهنر
		4.15	دسینا	0.09	بسویچ	3.08	فسرب
		1.73	دتماد	0.84	بترانس	1.31	فملی
		0.30	شیراز	0.04	خپارس	1.07	فاسمین
		0.39	کرماشا	0.60	خزامیا	0.69	تکمبا
		0.98	کلوند	0.13	خموتور	0.54	لیوتان

شرکت هایی که اعتبار تجاری آن ها در سال ۱۳۹۸ نسبت به سال ۱۳۹۴ کاهش یافته است:

-0.13	خمحرکه	نسبت کاهش	نماد	نسبت کاهش	نماد
-0.95	قصفا	-0.88	شسینا	-0.20	کنور
-0.71	قزوین	-0.62	شاملا	-0.91	کاما
-0.14	غشصفا	-0.14	کترام	-1.00	کمنگنز
-0.17	غپاک	-0.72	سصفها	-0.98	چفبیر
-0.19	غالبر	-0.31	سبجنو	-0.63	چکارن
-0.67	غپینو	-0.51	سبهان	-0.83	شبریز
-0.25	غگری	-0.54	ساراب	-0.95	پسهند
-0.90	غسالم	-0.18	سدور	-0.68	پتایر
-0.52	دالبر	-0.33	سصوفی	-0.97	فجر

فنورد	-0.61	سغرب	-0.61	داسوه	-0.35
فولاژ	-0.72	سفانو	-0.18	دامین	-0.06
فنوال	-1.00	کفرا	-0.31	دلر	-0.18
فاما	-0.80	کپشیر	-0.45	دجابر	-0.47
فجام	-0.04	کخاک	-0.18	دزهرای	-0.35
تایرا	-0.03	کسپا	-0.26	دفارا	-0.05
تکشا	-0.23	کرازی	-0.27	دلقما	-0.80
تکنو	-0.19	حتوکا	-0.31	دکوثر	-0.07
لخزر	-0.27	ثاباد	-1.00	دروز	-0.46
لابسا	-0.14	رکیش	-0.90	دشیمی	-0.51
بشهاب	-0.01	حفاری	2.98	دفرا	-0.04
بنیرو	-0.21	شخارک	-0.27	دارو	-0.60
خودرو	-0.19	شفن	-0.38	دکیمی	-0.30
ختراک	-0.08	شکرین	-0.63		
خادین	-0.06	شلعاب	-0.27		
خریخت	-0.24	پاکشو	-0.49		

اعتبار تجاری نماد کسعدی نیز تقریبا تغییری نداشته است.

کدهای استفاده شده در نرم افزار R

```
#####R codes for Reza CHK 1400-02-24###
setwd("G:/Sharoodut Students/Reza CKH09169068923")
##Tools for Descriptive Statistics
if(!require(DescTools)){
  #install.packages("DescTools", lib="E:/R/Packages")
  library(DescTools, lib.loc="E:/R/Packages")
  library(DescTools)
}
##
if(!require(data.table)){
  #install.packages("data.table", lib="E:/R/Packages")
  library(data.table, lib.loc="E:/R/Packages")
  library(data.table)
}
#
if(!require(rJava)){
  #install.packages("rJava", lib="E:/R/Packages")
  library(rJava, lib.loc="E:/R/Packages")
  library(rJava)
}
#
if(!require(xlsx)){
  #install.packages("xlsx", lib="E:/R/Packages")
  library(xlsx, lib.loc="E:/R/Packages")
  library(xlsx)
}
```

```

}
#
if(!require(bit)){
  #install.packages("bit", lib="E:/R/Packages")
  library(bit, lib.loc="E:/R/Packages")
library(bit)
}
#
if(!require(bit64)){
  #install.packages("bit64", lib="E:/R/Packages")
  library(bit64, lib.loc="E:/R/Packages")
library(bit64)
}
#
#####
gc() #free RAM
Sys.setlocale(locale= "Persian")
#####
#1.Import raw data
data=fread("G:/Sharoodut Students/Reza CKH09169068923/Data.txt", sep="auto",
nrows=-1L, header=TRUE, skip=0L, select=NULL, drop=NULL, colClasses=NULL,
integer64="integer64", encoding="UTF-8", strip.white=TRUE, data.table=FALSE);
str(data);
FirmName=fread("G:/Sharoodut Students/Reza CKH09169068923/FirmName.txt",
sep="auto", nrows=-1L, header=TRUE, data.table=FALSE);str(FirmName)
IndustryName=fread("G:/Sharoodut Students/Reza
CKH09169068923/IndustryName.txt", sep="auto", nrows=-1L, header=TRUE,
data.table=FALSE);str(IndustryName);
#
N.firms=137 # Number of all firms
N.industry=25 #
N.year=5
overview=data.frame(matrix(NA,N.firms,1+1+5))#
colnames(overview)=c("IndustryName", "FirmName", "94", "95", "96", "97", "98");
head(overview);
df=data
i=1
r=0
repeat{
  print(i); print(IndustryName[i,2]) #industry code
  DataXi=df[df$C0==i,];#str(DataXi);
#-----#
for (y in 1:N.year) {
  print(1393+y);
  DataXiy=DataXi[DataXi$Year==93+y,];#str(DataXiy);
  nrow(DataXiy);
}
}

```

```

#-----#
for (f in 2:nrow(DataXiy)) {
  firmX=DataXiy[f,];
  industrtyX=DataXiy[1,];
  tseX=df[c(y),];
  #
  learnX=rbind(firmX, industrtyX, tseX); #str(learnX)
  new.learn=as.data.frame(t(learnX[,c(5:56)])); #str(new.learn)
  colnames(new.learn)=c("FirmX","IndustryX","TSE");
  ###
  tryCatch({
    xx=lm(formula=FirmX~IndustryX+TSE, data=new.learn);#summary(xx);
    summary(xx)$r.squared;
    summary(xx)$adj.r.squared;
  }, error=function(e){ })
  ###
  overview[r+f-1,2+y]=summary(xx)$r.squared #94
  overview[r+f-1,1]=IndustryName[i,2]
  overview[r+f-1,2]=firmX$C1
  }
#-----#
}
#-----#
  head(overview)
  rm(xx); rm(learnX); rm(new.learn)
  r=r+nrow(DataXiy)-1
  i=i+1
  if (i==26){
  break
  }
};
overview;
write.csv(overview, "G:/Sharoodut Students/Reza
CKH09169068923/Results137Firms.csv")
#####

```

کدهای استفاده شده در ویژوال بیسیک اکسل

```

Sub macror_DataEViews()
For f = 1 To 137
For y = 1 To 5 '1394-1398
r = 1 + (y - 1) * 137 + f

```

```

Worksheets("Panel").Cells(r, 2).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 1).Value

```

Worksheets("Panel").Cells(r, 3).Value = 1393 + y
Worksheets("Panel").Cells(r, 3).Interior.ColorIndex = 3 + y

Worksheets("Panel").Cells(r, 5).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 2 + y).Value
'soe
Worksheets("Panel").Cells(r, 6).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 11 +
y).Value 'SOE
Worksheets("Panel").Cells(r, 7).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 17 +
y).Value 'TOP
Worksheets("Panel").Cells(r, 8).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 23 +
y).Value 'TC2A
Worksheets("Panel").Cells(r, 9).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 29 +
y).Value 'size
Worksheets("Panel").Cells(r, 10).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 35 +
y).Value 'FixA
Worksheets("Panel").Cells(r, 11).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 41 +
y).Value 'cfo
Worksheets("Panel").Cells(r, 12).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 47 +
y).Value 'grow
Worksheets("Panel").Cells(r, 13).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 53 +
y).Value 'ROE
Worksheets("Panel").Cells(r, 14).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 59 +
y).Value 'NI
Worksheets("Panel").Cells(r, 15).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 65 +
y).Value 'LEV
Worksheets("Panel").Cells(r, 16).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 71 +
y).Value 'M2B
'2 11 17 23 29 35 41 47 53 59 65 71 79
Worksheets("Panel").Cells(r, 4).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 79 +
y).Value 'Synch

Worksheets("Panel").Cells(r, 17).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 79).Value
'FirmNameEN
Worksheets("Panel").Cells(r, 1).Value = Worksheets("Sheet1").Cells(1 + f, 78).Value
'IndustryName

Next
Next
End Sub

منابع

منابع فارسی

۱. تقوی، مهدی و حسین محمدی. (۱۳۸۴). «تأثیر سرمایه انسانی بر رشد اقتصادی در ایران». پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۲۵، صص ۴۳-۱۶.
۲. حسن پور، یوسف و سیف الله صادقی. (۱۳۸۴). «چارچوبی پیشنهادی جهت تقویت مبادلات تجاری ایران با کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۳۵، صص ۶۴-۲۹.
۳. حسینی، عبدالله و وحید بزرگی. (۱۳۸۴). «مطالعه محیط اقتصاد کلان بین‌الملل کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، بررسی‌های بازرگانی، شماره ۱۶، صص ۳۵-۱۶.
۴. حسینی نسب، ابراهیم و رضا غوجی. (۱۳۸۶). «تجارت خارجی و رشد بهره‌وری در صنایع کارخانه‌ای ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، شماره اول، صص ۹۲-۷۵.
۵. طیبی، سید کامیل و شیرین اربابیان. (۱۳۸۲). «اثرات بلندمدت و کوتاه‌مدت آموزش عالی بر عرضه صادرات صنعتی در ایران»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۱۶، صص ۲۲-۱.
۶. مرادی، محمدعلی و مریم مهدی زاده. (۱۳۸۴). «تجارت خارجی و رشد اقتصادی در ایران»، فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین، شماره ۳، صص ۷۲-۳۸.
۷. مرادی، ی. و همکاران. (۱۳۹۵). مطالعه نقش تسهیلات پرداختی بانک‌ها در توسعه فضایی (مطالعه موردی مراکز شهری استان ایلام)، فصلنامه اقتصاد و مدیریت شهری، ۱۴۵ - ۱۵۸۱ (۶).
۸. نگین تاجی، ز. و امیدی کیا، م. (۱۳۹۵). اثر تسهیلات بانکی بر متغیرهای کلان بخش کشاورزی، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، ۷۱.۲۴ - ۸۷.۴.
۹. غفاری، هادی، سعادت مهر، مسعود، سوری، علی، رنجبر فلاح، محمدرضا. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران ۵(۱۸)، ۱۰۹-۱۳۲.
۱۰. فراهانی فرد، سعید، فشاری، مجید، خانزاده، یاور. (۱۳۹۴). تأثیر مؤسسات مالی بانکی و غیر بانکی اسلامی بر رشد اقتصادی ایران (رهیافت گشتاور تعمیم‌یافته GMM). فصلنامه علمی - پژوهشی مدل‌سازی اقتصادی. ۹(۳۱)، ۲۱-۴۱.

۱۱. زرورکی، شهریار، موتمنی، مانی، نریمانی کناری، فاطمه. (۱۳۹۴). تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی استان‌ها کاربرد رده‌بندی تلفیقی و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی. سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی، ۳(۳)، ۳۳-۶۳.
۱۲. احسانفر؛ محمدحسین، آملی جلودار، زهرا، ۱۳۹۳. رابطه بین نرخ سود بانکی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب اسلامی، با روش علیت هشیائو ۷، دوره ۲، شماره ۱ - شماره پیاپی ۳، بهار و تابستان، صفحه ۱۰۱-۱۱۳.
۱۳. سیف، اله مراد و سیف، سمیرا و فتحی، سمیه، ۱۳۹۲، تأثیر تورم بر عملکرد مدیریت بانکی در ایران، نخستین کنفرانس ملی توسعه مدیریت پولی و بانکی، تهران.

منابع لاتین

1. Liu H. & Hou C., Does trade credit alleviate stock price synchronicity Evidence from China, *International Review of Economics and Finance* (2019), doi: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.02.003>.
2. Aflatoni, A. (2016). Use of private information in stock trading and its impact on the cost of equity. *Journal of financial accounting knowledge SUMMER 2016, Volume 3, Number 2 (9); Page(s) 131 To 148*.
3. Van Ness, B., Van Ness, R., & Yildiz, S. (2021). Private information in trades, R2, and large stock price movements. *Journal of Banking & Finance*, 106194.
4. Abuka, C., Alinda, R. K., Minoiu, C., Peydró, J. L., & Presbitero, A. F. (2019). Monetary policy and bank lending in developing countries: Loan applications, rates, and real effects. *Journal of Development Economics*, 139, 185-202.
5. Amos, n. S. (2020). Deposit money banks credit and economic growth in nigeria. *Lafia journal of economics and management sciences*, 5(1), 8-26.
6. Condie, S., & Ganguli, J. (2017). The pricing effects of ambiguous private information. *Journal of Economic Theory*, 172, 512-557.
7. Anwar, S. M., Junaidi, J., Salju, S., Wicaksono, R., & Mispianiti, M. (2020). Islamic bank contribution to Indonesian economic growth. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
8. Asteriou, D., Spanos, K. (2019). The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU. *Finance Research Letters*, 28, 238-245.

9. Aktas, N., De Bodt, E., Lobe, F., & Statnik, J. C. (2012). The information content of trade credit. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1402-1413.
10. Brockman, P., & Yan, X. S. (2009). Block ownership and firm-specific information. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 308-316.
11. Badinger, H., Tondl, G. (2002). Trade Human Capital and Innovation. *IEF Working Paper.No.42*.
12. Barth, J. R., Lu, W., Sun, Y. (2020). Regulatory Restrictions on US Bank Funding Sources: A Review of the Treatment of Brokered Deposits. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(6), 130.
13. Edwards, S. (1989). Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know?, *The Economic Journal*, No.108.
14. Edwards, S. (1989). Openness Outward-Orientation, Trade Liberalization and Economic Performance in Developing Countries, *NBER Working Paper*, 2908.
15. Frost, J., Shin, H. S., & Wierst, P. (2020). An early stablecoin? The Bank of Amsterdam and the governance of money. *10 November 2020*.
16. Grinko, E. L. (2019). Evaluation of Sustainable Supply Chain Strategy of Bank Deposits in Russia and EU Countries in Crisis Conditions. *International Journal of Supply Chain Management*, 8(4), 870.
17. Grossman, G, and E. Helpman. (1991). *Innovation Growth In The Global Economy*, Cambridge, Massachusetts and London, MIT Press.
18. Ibrahim, C. (2020). Corruption, public debt and economic growth—evidence from developing countries. *International Journal of Development Issues*.
19. Igharo, A. E., Osabohien, R., Onyemariechi, G. O., & Ibidapo, D. T. (2020). Monetary policy transmission mechanism, innovative banking system and economic growth dynamics in Nigeria. *International Journal of Business Innovation and Research*, 21(1), 1-22.
20. Ledhem, M. A., & Mekidiche, M. (2020). Economic growth and financial performance of Islamic banks: a CAMELS approach. *Islamic Economic Studies*.
21. Lin, L. (2020). Bank deposits and the stock market. *The Review of Financial Studies*, 33(6), 2622-2658.
22. Manurung, A. H., & Kartika, T. R. Loan Deposits Ratio of Indonesia Bank: Speed Adjustment?.

23. Mensi, W., Hammoudeh, S., Tiwari, A. K., & Al-Yahyaee, K. H. (2020). Impact of Islamic banking development and major macroeconomic variables on economic growth for Islamic countries: Evidence from panel smooth transition models. *Economic Systems, 44(1), 100739*.
24. Miller, S. M and M. P. Upadhyay. (2010). The Effects of Openness, Trade Orientation, and Human Capital on Total Factor Productivity, *Journal of Development Economics*.
25. Oguntunde, P. E., Okagbue, H. I., Adamu, P. I., Oguntunde, O. A., Oluwatunde, S. J., & Opanuga, A. A. (2018). *Statistical analysis of bank deposits dataset. Data in brief, 18, 864-872*.
26. Ratnawati, K. (2020). The impact of financial inclusion on economic growth, poverty, income inequality, and financial stability in Asia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(10), 73-85*.
27. Soderbom. M and F. Teal. (2013). Trade and Human Capital as Determinant of Growth, *Department of Economics, University of Oxford*.
28. Stewart, R., Chowdhury, M., & Arjoon, V. (2020). Bank stability and economic growth: trade-offs or opportunities?. *Empirical Economics, 1-27*.
29. Temple.J. (2012). A Positive Effect of Human Capital on Growth, *Economics letters*.
30. Toutian, S., Mehrara, A., & Mahmoudi Hashemi, M. A. (2020). Investigating the Economic Growth Response of Developing Countries to Shocks Caused by Financial Development and the Accumulation of Human Capital. *IAU International Journal of Social Sciences, 10(1)*.
31. Türsoy, T., & Faisal, F. (2018). Does financial depth impact economic growth in North Cyprus?. *Financial Innovation, 4(1), 12*.

Abstract

Stock price synchronization means that the company's stock price is affected by the overall market index, so price synchronization is one of the concerns in the capital market. Because in this case company's private information and performance did not play a more role in determining the share price. Trade credit in the company indicates the level of trust of suppliers and creditors in the company and is a short-term financing tool. Trade credit as the company's private information reduces the concurrency of the company's stock price. The purpose of this study is to investigate the validity of this theory in the Iranian capital market. For this purpose, first, the synchronization index of the 137 selected companies from companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1394-1398 has been calculated. Then the effect of trade credit (defined as the ratio of accounts payable to the company's assets) on the price synchronization index is estimated using the Panel data regression model. Also, the effect of control variables and macroeconomic variables had including in the regression model. The estimating results of the coefficients of regression model variables show that: growth of operating income (grow) has a positive and significant effect, the percentage of ownership of the largest shareholder (top1), and the amount of fixed assets to total assets (fixa), has a negative and significant effect on price synchronization. Among the market variables, the inflation rate (inf) has a significant negative impact, and the exchange rate (exch) and the interest rate (interest) have a significant positive effect on the synchronization of stock prices. The variable coefficient of Trade credit in the model was not significant at the 99% confidence level. Therefore, we can conclude that the trade credit information of companies in Iran does not affect the synchronization of stock prices; in other words, trade credit information content does not play a significant role in the financial decisions of market participants.

Keywords: Trade Credit, Stock Price Synchronicity, Stock Price, Panel Data Regression Model, Company Specific Information, Macroeconomic.



Shahrood University of Technology

Department of Industrial Engineering and Management

Master Thesis

Effect of trade credit on stock price synchronicity

By:

Reza Choroom Kheirabadi

Supervisors:

Dr. Mojtaba Mirlouhi

Advisors:

Dr. Mohammad Mirbagherijam

Majid Aameri

August 2021