



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۱ / شماره ۲ (پیاپی ۴۲) / تابستان ۱۴۰۱
صفحه ۷۳ تا ۹۲

تأثیر ساختار مالکیت و تغییر استراتژی بر نوسانات قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کارائی اطلاعات و افق‌های سرمایه‌گذاری

محمدعلی صادقی لقمجانی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نور، مازندران، ایران
mbehnam_sadeghi@yahoo.com

جواد رمضانی

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قائمشهر، مازندران، ایران (نویسنده مسئول)
javad.ramezani58@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۱/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۱۲

چکیده

این پژوهش با هدف تبیین اثر تعدیل‌کننده کارائی اطلاعات و افق‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و تغییر استراتژی با نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در پژوهش حاضر آزمون فرضیات با بهره‌گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی اجرا شده است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بهینه‌سازی ساختار مالکیت و کسب بازده اضافی حاصل از بکارگیری استراتژی‌های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام تأثیر مثبت و مستقیم خواهند داشت. افزایش کارائی اطلاعاتی (بازدهی روزانه شاخص کل) موجب کاهش متغیرها در رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام خواهد شد در حالی که نوع سرمایه‌گذاری بر رابطه مذکور تأثیر گذار نخواهد بود. همچنین با وجود اثر غیرمنتظره‌ای که مازاد حاصل از تغییر استراتژی بر نوسانات قیمت سهام می‌گذارد، کارائی اطلاعات و افق سرمایه‌گذاری بر این رابطه تأثیر گذار نخواهد بود.

واژه‌های کلیدی: نوسانات (پویایی) قیمت سهام، افق‌های سرمایه‌گذاری، کارائی اطلاعات، ساختار مالکیت، استراتژی شتاب و معکوس.

۱- مقدمه

نوسان (پویایی) قیمت سهام شرکتها در بازار بورس امکان سودآوری فراوانی را برای سهامداران فراهم می‌آورد، بنابراین نوسان قیمت سهام برای بسیاری از سرمایه‌گذاران در بورس جذاب است (تی میلین^۱، ۲۰۰۳). البته تمایل شدیدی بین سرمایه‌گذاران برای سهام‌هایی که قیمت آن با یک روند ثابت حرکت میکند وجود دارد، ولی آنها از سرمایه‌گذاری روی سهام‌هایی که قیمتشان زیاد نوسان میکند دوری می‌نمایند، با این وجود بعضی از خریداران سهام معترف هستند که فرصت‌های سودآوری که ممکن است برای یک سهام با یک قیمت بی‌ثبات به وجود آید، بیشتر است. ولی نکته قابل توجه این است که سرمایه‌گذاران طرفدار روند ثابت قیمت و سوداگران طرفدار روند پر نوسان قیمت هستند. (کارنیک^۲، ۲۰۰۵). طبق تئوری نمایندگی مدیران ممکن است تصمیماتی اتخاذ نمایند که هدف آن‌ها بهینه نمودن ثروت و یا حداقل نمودن ریسک و خطرپذیری خودشان به قیمت از دست رفتن سرمایه مالکان باشد. در راستای کنترل این وضعیت سازوکارهای متعددی برای محدود کردن تضادهای نمایندگی تحت عنوان حاکمیت شرکتی پیشنهاد شده است (رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱) در این راستا جنسن (۱۹۹۳) ساختار مالکیت را بعنوان یکی از سازوکارهای درون‌سازمانی موثر می‌داند. ساختار مالکیت اشاره به این امر دارد که چه اشخاصی بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکمفرمایی دارند.

ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود. در این پژوهش تاثیر متغیر مالکیت ساختاری بعنوان متغیر مستقل (براساس درصد سهام متعلق به مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره) بر متغیر وابسته مورد سنجش قرار خواهد گرفت. از سوی دیگر یکی از استراتژی‌هایی که پی از این در بازار سرمایه بکار گرفته می‌شود، توصیه‌ای بر این مبناست که سهامی خریداری گردد که در گذشته بالاترین بازده را داشته است و سهامی به فروش رسد که در گذشته پایین‌ترین بازده را کسب نموده است. به بیان دیگر استراتژی بیان می‌کند «سهامی را بخرید که در گذشته موفق بوده و سهامی را بفروشید که در گذشته ناموفق بوده». این قاعده به نام استراتژی شتاب شهرت یافت. یکی از این رفتارهای غیر نرمال، تاثیر استراتژی شتاب می‌باشد. تحت تاثیر شتاب، سهامی که در یک بازه زمانی در گذشته (معمولاً ۶ ماه تا یک سال) رشد داشته‌اند، برای مدتی در آینده (۳ تا ۱۲ ماه) به رشد خود ادامه می‌دهند که به آنها سهام برنده می‌گویند. سهامی که عکس این روند حرکت کند، سهام بازنده نام دارد. طرفداران این رویکرد بر این باورند که می‌توان با استفاده از این شیوه در یک دوره زمانی ۳ تا ۱۲ ماهه سود قابل ملاحظه‌ای به دست آورد. در مقابل، استراتژی معکوس شامل حرکت در جهت مخالف بازار می‌باشد و اعتقاد دارد که روندهای اخیر باز خواهند گشت. این استراتژی‌ها در مقابل فرضیه کارایی بازار قرار می‌گیرند و آن را به چالش می‌کشند (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵). هر سرمایه‌گذاری، در بدو ورود به بازار سرمایه، به دنبال پیدا کردن راه‌ها و تدوین و به کارگیری استراتژی‌هایی است که بتواند بر بازار پیروز شود و بازدهی اضافی حاصل نماید. برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از میزان بازده

¹ TiMilsin

² Karnik

آتی و قیمت سهام یک شرکت، امتیاز ویژه‌ای جهت جذب منفعت بیشتر تلقی می‌گردد، بنابراین سرمایه‌گذاران با تخمین‌ها و انتظاراتی که از قیمت سهام در آینده دارند، بر روند نوسانات آن تأثیر می‌گذارند. تخمین نادرست سرمایه‌گذاران از قیمت‌ها، منجر به انحراف قیمت از ارزش ذاتی خود می‌شود. بطور کلی استراتژی‌های شتاب و معکوس که برای بهره‌گیری از همبستگی سریالی^۱ موجود در بازدهی بازار و اوراق بهادار به کار می‌روند، در زمره استثنائات مالی و بی‌نظمی‌های بازار سرمایه قرار می‌گیرند. شتاب در یک انتهای پیوستار^۲ قرار می‌گیرد و از خودهمبستگی مثبت در بازدهی دارایی‌ها در میان مدت حکایت می‌کند. در این استراتژی، بازدهی اضافی با خرید سهام برنده گذشته^۳ و فروش سهام بازنده گذشته^۴، قابل دستیابی می‌باشد (اسچولز، ۲۰۱۰).^۵ در انتهای دیگر پیوستار، استراتژی معکوس قرار می‌گیرد که بر مبنای همبستگی سریالی منفی در بازدهی اوراق بهادار استوار می‌باشد. در این استراتژی ادعا می‌شود که باید برای غلبه بر بازار، سهام برنده قبلی را فروخت و سهام بازنده قبلی را خرید.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مبانی نظری پژوهش

کارکرد های مهم بازارهای مالی، جذب وجوه مازاد جامعه و هدایت آن به سمت بخش های تقاضاکننده این وجوه است که در نهایت به رشد و توسعه اقتصادی می‌انجامد (فاستورایت^۶، ۲۰۰۷). بازار سرمایه که نماد آن بورس اوراق بهادار است بخشی از بازارهای مالی را تشکیل می‌دهد که تأمین کننده وجوه مالی بلند مدت شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. شرکت ها برای تأمین مالی، ممکن است اقدام به انتشار اوراق سهام جدید و عرضه آن پس از طی مراحل پذیرش در بورس اوراق بهادار به عموم نمایند که از این طریق از منابع مطمئن و ارزان قیمت بازار سهام در جهت ارتقای سرمایه خود بهره‌مند خواهند شد (هندرسون و همکاران^۷، ۲۰۱۲).

امروزه نقش سرمایه‌گذاران به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع مالی سایر کشورها روز به روز اهمیت بیشتری پیدا کرده است، به طوری که افزایش معاملات سرمایه‌گذاران و به خصوص سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای جهانی سهام از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه محققان به بررسی تأثیر این نهادها بر تغییرات قیمت سهام شده است؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران را می‌توان یکی از بازیگران اصلی تلقی کرد که بر تغییرات قیمت و متعاقباً نوسان بازار نقش دارند (رستمی، ۱۳۸۸). شماری از محققان معتقدند که سرمایه‌گذاران به صورت توده وار رفتار می‌کنند و تمایل دارند از استراتژی بازخورد مثبت معامله استفاده نمایند. از این رو، عملکرد آن‌ها می‌تواند به خود همبستگی و بی‌ثباتی قیمت سهام منجر شود؛

^۱ Serial correlation

^۲ Spectrum

^۳ Past winners

^۴ Past losers

^۵ scholz

^۶ Fast & Rite

^۷ Handerson et al

به طوری که نوسان پذیری بازده سهام قابل مشاهده است. در مقابل، گروه دیگر معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران آگاهی هستند که با اطلاعات جدید و به موقع قیمت سهام را تنظیم کرده، از نوسان پذیری سهام می‌کاهد (ناگت و همکاران، ۱، ۲۰۱۲). مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسانات قیمت سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راهگشا بوده، نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد. سرمایه‌گذارها می‌توانند اطلاعات را از بازار و کاربران شبکه‌های اجتماعی آن‌ها بدست آورند.

با توجه به وضعیت اطلاعاتی و عملکردهای استراتژیهای مختلف، یک سرمایه‌گذار باتجربه ممکن است استراتژی خود را به ساختارگرا تغییر دهد. این به نوبه خود فرآیند جذب اطلاعات را تحت تاثیر قرار می‌دهد، زیرا ساختارگراها تمایل بیشتری به بررسی و توزیع اطلاعات نسبت به طراحی آن‌ها دارند. بررسی‌های دیگر در نوسانات قیمت برگرفته از سه شبکه می‌باشد، مانند شبکه منظم، شبکه جهان کوچک و گراف تصادفی؛ که این سه شبکه بعد از روابط کلی بین ساختارهای شبکه و نوسانات قیمت ایجاد میشوند. در هر شبکه، تاثیرات یکپارچه ناشی از ترکیب‌های مختلف کارایی اطلاعات و شدت کلیدی بودن آن اطلاعات بررسی میشوند. نتایج نشان داده است که، با افزایش شدت کلیدی بودن اطلاعات، کارایی اطلاعات اجتماعی و بازار نقش متفاوتی را در شکل‌گیری انحراف قیمت، انحراف معیار و کشیدگی بازده ایفا می‌نمایند. فرض بر این است که اطلاعات در مورد نیابدها بصورت کلی برای تمام عامل‌ها شناخته شده نیست و بایستی از همسایه‌های مطلع و بازاری بدست آورد. و دو فرضیه در مورد جذب اطلاعات ارائه شده است. اول اینکه، تنها بنیادگراها، توجهی به بنیادها دارند و بصورت واقعی از آنها در استراتژی خود بهره می‌برند، و در تلاش برای بررسی اطلاعات از بازار می‌باشند. آنها آخرین اطلاعات را از بازار با احتمال $\beta \sim U[0, B]$ بدست می‌آورند و آن‌ها را در شبکه اجتماعی با احتمال $\kappa \sim U[0, K]$ گسترش می‌دهند. این موضوع بعنوان اطلاعات شخصی با ظرفیت بررسی β شناخته می‌شوند و ظرفیت گسترش K محدود به کارایی اطلاعات بازار B و شبکه اجتماعی K می‌شود. دوم اینکه، عامل‌ها خود علاقه مند می‌باشند که اطلاعات قدیمی بکار رفته را با توجه به آخرین استراتژی تجاری به همسایه‌های خود توزیع نمایند. بر این اساس زمانی که عامل‌ها آن‌ها را بدست آورند ممکن است اطلاعات به تاخیر بیفتد و هر دو کلید استراتژی و ساختار شبکه اجتماعی جذب اطلاعات را تحت تاثیر قرار دهند.

۲-۲- پیشینه پژوهش

وو و همکاران، ۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان، تاثیرات مالکیت ساختاری و تغییر استراتژی بر نوسانات (پویایی) قیمت سهام بیان کردند، یک بازار سهام مصنوعی مبتنی بر عامل برای شبیه‌سازی رفتار تجاری سرمایه‌گذاران توسعه داده شده است. در بازار، جمع‌آوری و بکارگیری اطلاعات برای تغییر ساختار و استراتژی به منظور تشریح نوسانات (پویایی) قیمت سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذارها میتوانند اطلاعات را از بازار و کاربران

¹ Naget et al

شبکه های اجتماعی آنها بدست آورند. با توجه به وضعیت اطلاعاتی و عملکردهای استراتژیهای مختلف، یکسرمایه گذار با تجربه ممکن است استراتژی خود را به ساختار گرا تغییر دهد. این به نوبه خود فرآیند جذب اطلاعات را تحت تاثیر قرار میدهد، زیرا ساختارگراها تمایل بیشتری به بررسی و توزیع اطلاعات نسبت به طراحی آنها دارند. بررسی های دیگر در نوسانات قیمت برگرفته از سه شبکه می باشد، مانند شبکه منظم، شبکه جهان کوچک و گراف تصادفی؛ که این سه شبکه بعد از روابط کلی بین ساختارهای شبکه و نوسانات قیمت ایجاد میشوند. در هر شبکه، تاثیرات یکپارچه ناشی از ترکیب های مختلف کارائی اطلاعات و شدت کلیدی بودن آن اطلاعات بررسی میشوند. نتایج نشان داده است که، با افزایش شدت کلیدی بودن اطلاعات، کارایی اطلاعات اجتماعی و بازار نقش متفاوتی را در شکل گیری انحراف قیمت، انحراف معیار و کشیدگی بازده ایفا می نمایند.

هیم یانگ، ۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان، ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی، ساختار هیئت مدیره و خطر سقوط قیمت سهام به بررسی این موضوع می پردازد که آیا ساختار مالکیت شرکت چینی، کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است یا خیر. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت قوی و کیفیت حسابرسی بالا تر با ریسک سقوط قیمت سهام پایین تر ارتباط دارد و از زمان استانداردهای بین المللی گزارشگری مالی IFRS و اصلاحات سهم تقسیم شده قبل از آنها، این ارتباط قوی تر است. نتایج بین دو روش مختلف اندازه گیری ریسک سقوط و همچنین تست های درون زایی قوی، سازگار هستند.

کاندوو سارکار (۲۰۱۶) در مطالعات خود به بررسی نقش رونق و رکود اقتصادی در نوسانپذیری بازار سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که رونق و رکود اقتصادی تاثیرگذاری معناداری بر نوسانپذیری بازده سهام داشته است.

متین فرد . همکاران، ۱۳۹۷ در تحقیقی با عنوان، آزمون اثرگذاری همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام بیان کردند، هدف این پژوهش، بررسی آزمون همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۹ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است (۶۵۴ شرکت - سال). برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون چند متغیره ترکیبی استفاده شده است. بطورکلی، نتایج نشان می دهد که همزمانی قیمت سهام، عامل تاثیرگذاری بر ریسک کاهش قیمت سهام است. سایر یافته های پژوهش حاکی از وجود اثر مثبت و معنادار ضریب منفی چولگی بازده سهام و شاخص سود آوری بر ریسک کاهش قیمت سهام و همچنین رابطه معکوس (منفی) نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی و اندازه شرکت بر ریسک کاهش قیمت سهام و نیز بی معنا بودن رابطه فرصت های رشد و اهرم مالی با متغیر ریسک کاهش قیمت سهام می باشد.

صیوحی و همکاران، ۱۳۹۷ در تحقیقی با عنوان، بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتیبا هدف بررسی ارتباط بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ پرداختند. روش تحقیق بدین صورت است که پس از اعمال محدودیتها بر جامعه آماری ۹۲ شرکت (۵۵۵ سال- شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شدند. در این پژوهش از داده های ترکیبی

(سال - شرکت) استفاده شده است و داده‌ها با استفاده از تکنیک آماری رگرسیون خطی و با استفاده از نرم افزار EViews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، استقلال هیئت مدیره، اندازه شرکت، اهرم مالی و مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، نرخ بازده دارایی، نقدینگی و مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به یافته‌های بدست آمده می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که وضع قوانین و اجرای آنها در خصوص مسئولیتهای اجتماعی، الزامات قانونی در جهت افشای الزامی اطلاعات مالی، توجه سرمایه‌گذاران و سهامداران به رویکردها و اهداف شرکتها و ساختار مالکیتی و ترکیب هیئت مدیره آنها تاثیر بسزایی در عملکرد اجتماعی شرکتها دارد و نتایج مثبت عملکردهای اجتماعی باعث بوجود آمدن مزیت‌های رقابتی شرکتها و تبعات مثبت در سایر عملکردهای مالی شرکت خواهد شد.

آقاجان و اوحدی، ۱۳۹۶ در تحقیقی با عنوان، بررسی تاثیر ساختار مالی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیان کردند، ساختار مالی سازمان‌ها یکی از موضوعات مهم در تئوری‌های مدرن مالی می‌باشد که در سال‌های اخیر مطرح نشده، بلکه کانون توجه محققین در چند دهه اخیر بوده است. منابع مختلف تأمین مالی، انجام سرمایه‌گذاری مطلوب را ممکن ساخته و می‌توانند باعث افزایش ثروت سهامداران شود؛ به همین علت شناخت منابع مختلف تأمین مالی و تأثیرات آنها بر نوسانات قیمت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بنابراین تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین ساختار مالی و نوسانات قیمت سهام طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. ساختار مالی شامل استقراض بانکی کوتاه و بلندمدت و افزایش سرمایه به عنوان متغیرهای مستقل و نوسانات قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی در این مقاله در مدل وارد شده‌اند. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که با استفاده از روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۳ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. برای بررسی فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون پانل دیتا و نرم افزار EViews استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد بین استقراض بانکی کوتاه‌مدت و افزایش سرمایه با نوسانات قیمت سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد، اما بین استقراض بانکی بلندمدت و نوسانات قیمت سهام رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

۳- فرضیات پژوهش

براساس مبانی تئوریک و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های آزمون‌پذیر پژوهش حاضر به صورت ذیل مطرح می‌شود:

فرضیه ۱: ساختار مالکیت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۲: بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی‌های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۳: کارایی اطلاعات بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۴: افق سرمایه‌گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۵: کارایی اطلاعات بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.
فرضیه ۶: افق سرمایه گذاری بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بازه ده ساله ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ عضو فعال بوده اند و از آن خارج نشده اند، تشکیل شده است. این نمونه ها شامل شرکت های سرمایه گذاری نمی باشند و به منظور حفظ قابلیت مقایسه شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشند انتخاب شده اند. همچنین اقدام به حذف برخی شرکت‌ها به دلیل وقفه معاملاتی بیش از یک‌ماه شده است، زیرا با توجه به استفاده از مدل رگرسیون چارکی و حساسیت برآورد این نوع مدل به تعداد مشاهدات در هر چارک بازدهی سهام، به کارگیری وقفه کمتر از یک‌ماه منجر به از دست دادن مشاهدات برای شرکت‌ها شده و ممکن است برآوردها را تحت تأثیر قرار دهد. علاوه بر این با در نظر گرفتن وقفه یک‌ماه، سهام شرکت‌هایی که به دلیل برگزاری مجامع عمومی عادی و فوق‌العاده قابل معامله در بازار نبوده‌اند، در نمونه وارد می‌شود. بر این اساس این شرایط، از میان کلیه شرکت های فعال در بازار سهام تهران، تعداد ۹۹ شرکت، در بازه زمانی پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند.

با توجه به اهداف مطروحه، این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی پس رویدادی در حوزه پژوهش های توصیفی و پیمایشی حسابداری است که با بهره گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل های اقتصادسنجی، اجرا شده است. فرضیه های پژوهش براساس داده های تلفیقی/ ترکیبی و رویکرد حداقل مجزورات جزئی آزمون فرضیات و با استفاده از نسخه ۹ نرم افزار Eviews و نسخه ۲ نرم افزار Smart PLS صورت پذیرفته است.

۴-۱- مدل پژوهش و متغیرهای آن

متغیرهایی که در این فصل جهت بررسی فرضیه‌های تحقیق مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارت اند از :

جدول ۱- متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	نماد
وابسته	نوسانات قیمت سهام	VOL.PRIC
مستقل	ساختار مالکیت	OWNERSHIP
	تغییرات استراتژی	RM
تعدیلگر	کارایی اطلاعات	RT
	افق های سرمایه گذاری	VISION

• متغیرهای مستقل

- (۱) ساختار مالکیت: (براساس درصد سهام متعلق به مدیرعامل و اعضای هیات مدیره)
 (۲) تغییرات استراتژی: (متغیر اصلی بازده سهام می باشد که براساس مدل های استراتژی شتاب و معکوس تعیین می شود)

$$(R^m) = \sigma_\mu^2 + \delta\sigma_f^2 + \Omega$$

$$\sigma_\mu^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N (\mu_i - \bar{\mu})^2$$

$$\delta = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (b_{0,i} - \bar{b}_0)(b_{1,i} - \bar{b}_1)$$

m نشان دهنده شتاب می باشد.

σ_μ^2 ، نشان دهنده بخشی از بازده شتاب است که پاداش تحمل ریسک مقطعی در میان مجموعه سهام می باشد. $\delta\sigma_f^2$ ، اشاره به اثر تقدم- تاخر دارد که بخشی از سود مومنتوم یا معکوس است که به تفاوت موجود میان عکس-عمل های قیمت سهام به عوامل عمومی، مربوط می شود.

Ω میانگین کواریانس سریالی عوامل مربوط به بازده است و با عکس العمل قیمت سهام به اطلاعات خاص شرکت تعیین می شود.

جهت محاسبه اثر تقدم- تاخر، بتاهای تاخیری و همزمانی در هر ریز دوره محاسبه می شود. میانگین بتاهای تاخیری و همزمانی، به دست آمده و در پایان، کواریانس بتاهای همزمانی و تاخیری محاسبه می شود. جهت محاسبه الگوی سری زمانی، بر اساس مدل خطی، α ، β و در نهایت $\varepsilon_{i,t}$ و $\varepsilon_{i,t-1}$ برای هر سهم به دست می آید. کواریانس $\varepsilon_{i,t}$ و $\varepsilon_{i,t-1}$ در هر ریز دوره و برای هر سهم، محاسبه شده و در نهایت میانگین کواریانس های حاصله به دست می آید.

مدل اصلی استراتژی شتاب و معکوس به شرح زیر است:

$$(R^m) = \sigma_\mu^2 + \delta\sigma_f^2 + \Omega$$

در اینجا:

m نشان دهنده شتاب می باشد.

σ_μ^2 ، نشان دهنده بخشی از بازده شتاب است که پاداش تحمل ریسک مقطعی در میان مجموعه سهام می باشد و واریانس مقطعی بازده های مورد انتظار را اندازه گیری می کند. سهامی که بازده مورد انتظار بالاتری دارند، تمایل دارند که بازده بالاتر از میانگینی را در طول دوره شکل گیری و نگهداری پورتفوی نشان دهند و بنابراین، سودهای شتاب را افزایش و معکوس را کاهش می دهند.

مدل ریسک مقطعی

$$\sigma_{\mu}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N (\mu_i - \bar{\mu})^2$$

$\delta\sigma_f^2$ ، اشاره به اثر تقدم- تاخر دارد که توسط لو و مک کینلی مورد تحلیل قرار گرفت. این متغیر، بخشی از سود مومنتوم یا معکوس است که به تفاوت موجود میان عکس‌العمل‌های قیمت سهام به عوامل عمومی، مربوط می‌شود. وقتی که $\delta_k > 0$ ، عکس‌العمل قیمت سهام به عامل k ام، موجب افزایش بازده معکوس می‌شود. در حالی که در حالت $\delta_k < 0$ ، وضعیت معکوس حاکم است.

مدل اثر تقدم- تاخر

$$\delta = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (b_{0,i} - \bar{b}_0)(b_{1,i} - \bar{b}_1)$$

Ω ، میانگین کواریانس سریالی عوامل مربوط به بازده است و با عکس‌العمل قیمت سهام به اطلاعات خاص شرکت تعیین می‌شود. اگر قیمت‌های سهام، تمایل داشته باشند که به اطلاعات خاص شرکت، عکس‌العمل بیش از اندازه نشان دهند و بعد این عکس‌العمل بیش از اندازه را در دوره بعدی تصحیح کنند Ω ، منفی خواهد بود و در کاهش بازده شتاب و افزایش بازده معکوس، مداخله خواهد داشت. لازم به ذکر است که این عبارت، حاکی از عدم کارایی بازار است.

کارایی اطلاعاتی، شامل بازدهی وزانه شاخص کل، شاخص 50 شرکت برتر، شاخص 30 شرکت بزرگ و شاخص شرکت های اصل 44 عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که بر اساس مدل زیر محاسبه خواهد شد:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \ln(p_t) - \ln(p_{t-1})$$

R بازدهی در دوره t

p مقدار شاخص در دوره t

• متغیر وابسته

نوسانات قیمت سهام : برای تعیین نوسانات قیمت سهام از روش انحراف معیار قیمت سهام در طول سال برای هر شرکت استفاده شده است (حسینی و حسینی، ۱۳۸۹).

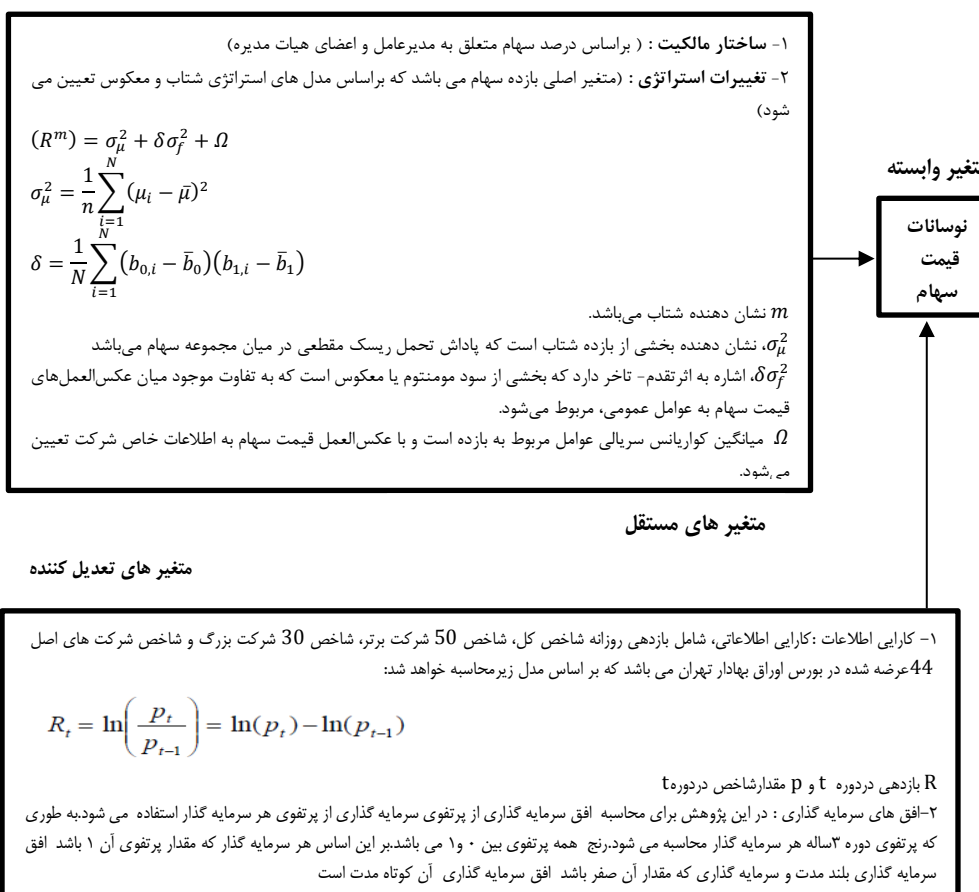
• متغیرهای تعدیل کننده

۱) کارایی اطلاعات : کارایی اطلاعاتی، شامل بازدهی روزانه شاخص کل، شاخص 50 شرکت برتر، شاخص 30 شرکت بزرگ و شاخص شرکت های اصل 44 عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که بر اساس مدل زیر محاسبه خواهد شد:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \ln(p_t) - \ln(p_{t-1})$$

R بازدهی در دوره t و p مقدار شاخص در دوره t

۲) افق‌های سرمایه‌گذاری: در این پژوهش به منظور محاسبه افق سرمایه‌گذاری از پرتفوی سرمایه‌گذاری از پرتفوی هر سرمایه‌گذار استفاده می‌شود. به طوری که پرتفوی دوره ۳ ساله هر سرمایه‌گذار محاسبه می‌شود. رنج همه پرتفوی بین ۰ و ۱ می‌باشد. بر این اساس هر سرمایه‌گذار که مقدار پرتفوی آن ۱ باشد افق سرمایه‌گذاری بلند مدت و سرمایه‌گذاری که مقدار آن صفر باشد افق سرمایه‌گذاری آن کوتاه مدت است.



مدل مفهومی پژوهش: (شکل ۱)

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

به طور کلی، روش هایی را که به وسیله آنها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹، ص ۸). در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی هم چون میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی انحراف معیار، چولگی^۱ و کشیدگی^۲ انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده ها است. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می باشد (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰). در این پژوهش نیز به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل داده ها، آمار توصیفی متغیر های پژوهش محاسبه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهده
نوسانات قیمت سهام	0.008486	0.010250	0.069501	-0.03417	0.011981	-0.3995	4.046527	990
افزایش سرمایه گذاری	0.507071	1.000000	1.000000	0.000000	0.500203	-0.02829	1.000800	990
تغییرات استراتژی	0.346228	0.094517	34.35274	-0.0025	1.540248	15.62304	292.6951	990
ساختار مالکیت	0.438944	0.418005	0.987266	0.126447	0.178790	0.575622	2.867321	990
کارایی اطلاعات	0.225662	0.234829	0.730984	-0.2355	0.315721	-0.02938	1.890829	990

بر اساس یافته های مندرج در جدول ۲ میانگین متغیر نوسانات قیمت سهام برابر با ۰/۰۰۸۴ می باشد و این بدین معنی است که به طور متوسط میزان میانگین نوسانات قیمت سهام شرکت های مورد مطالعه در طی دوره زمانی ۱۰ ساله برابر با ۰/۰۰۸۴ می باشد. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان گونه که در جدول شماره ۴-۱ مشاهده می شود، میانه متغیر کارایی اطلاعات 0.234829 است که نشان می دهد نیمی از شرکت های مورد مطالعه 0.234829 کارایی اطلاعات داشته است و نیمی کمتر از این میزاننداری کارایی اطلاعات بوده است. بیشینه و کمینه به ترتیب نشان دهنده بزرگ ترین و کوچک ترین داده است، به طور مثال حداقل

¹ Skewness

² Kurtosis

و حداکثر متغیر نوسانات قیمت سهام در بعضی موارد ۰.۰۶۹ و در برخی موارد به ۰.۳۴۱- تغییر رسیده است. این مطلب نشان دهنده تغییر کم و زیاد در نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به‌طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است، از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای نوسانات قیمت سهام، 0.011981 و برای تغییرات استراتژی، 540248.1 بوده است که به ترتیب نشان‌دهنده کمترین و بیشترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش نسبت به میانگین است. ضریب چولگی و کشیدگی از دیگر پارامترهای پراکندگی است که در حالت توصیفی می‌تواند معیاری برای تشخیص نرمال بودن یا نبودن توزیع متغیرها باشد. ضریب چولگی بیانگر تقارن توزیع و ضریب کشیدگی نیز نشان‌دهنده بلندای توزیع است که در مقایسه با توزیع نرمال سنجیده می‌شود. در صورت نرمال بودن توزیع باید این ضرایب به سمت صفر میل نماید. در صورتی که چولگی برابر صفر باشد توزیع نرمال است. در مورد کشیدگی هم‌زمانی منحنی نرمال است که کشیدگی آن برابر صفر باشد. به‌طور مثال ضریب چولگی متغیر تغییرات استراتژی برابر 15.62304 را دارد، یعنی چولگی به سمت راست دارد که نشان‌دهنده این است که توزیع تقریباً متقارن است و چولگی توزیع خفیف است به عبارتی اکثر داده‌ها از میانگین کمترند و کشیدگی تغییرات استراتژی برابر 292.6951 می‌باشد که نشان‌دهنده این موضوع می‌باشد که توزیع داده از توزیع نرمال بیشتر است. لازم به توضیح است به‌منظور اجتناب از تأثیر داده‌های استثنایی (پرت) بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها حذف گردیده و اعداد تا سطح ۲ رقم اعشار گرد شده‌اند.

۲-۵- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

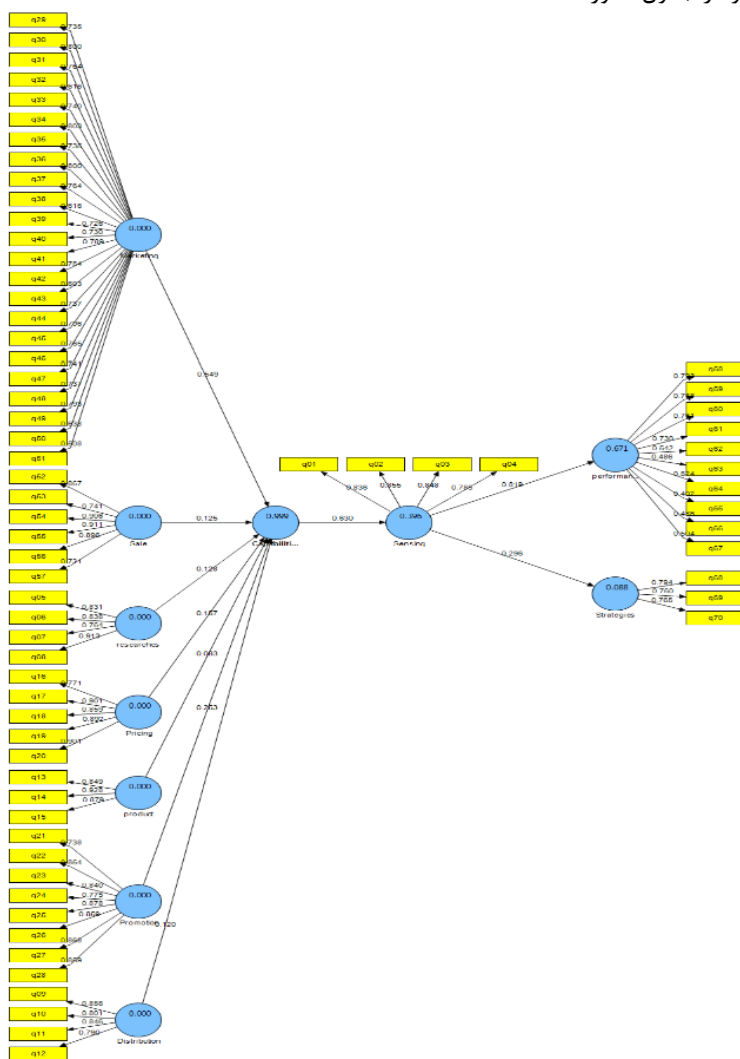
به منظور بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون جارکو برا استفاده شده است. براساس نتایج آزمون جارکو برا (جدول ۳) از آنجا که مقدار معناداری تمامی متغیرها کوچکتر از سطح خطا (۰/۰۵) است می‌توان بیان کرد که متغیرها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند. البته زمانیکه تعداد داده‌ها عدد چشمگیری باشد نرمال بودن متغیر اهمیت خود را از دست می‌دهد (فیلد، ۲۰۰۹) در این پژوهش نیز با توجه به تعداد ۹۹۰ مشاهده (سال- شرکت) مشکل عمده‌ای در خصوص نرمال نبودن داده‌ها وجود ندارد. همچنین از ویژگی‌های نرم‌افزار اسمارت پی. ال. اس عدم حساسیت به پیش‌فرض نرمال بودن داده‌ها است لذا در چنین شرایطی، بهترین نرم‌افزار معادلات ساختاری قابل استفاده برای اجرای مدل می‌باشد.

جدول ۳: آماره جارکو برا متغیرهای تحقیق

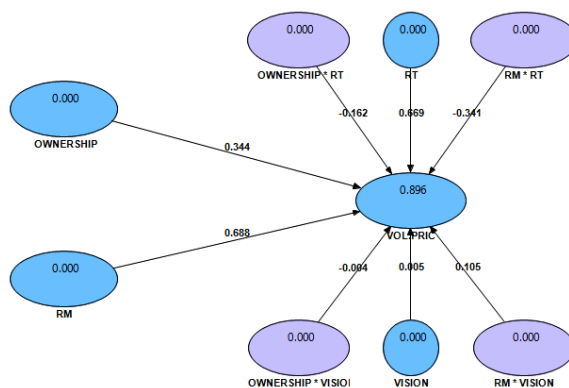
متغیر	جارکو برا	معنی داری	تعداد مشاهده
نوسانات قیمت سهام	71.51196	0.000000	990
افق‌های سرمایه‌گذاری	165.0000	0.000000	990
تغییرات استراتژی	3502106.	0.000000	990
ساختار مالکیت	55.39736	0.000000	990
کارایی اطلاعات	50.89065	0.000000	990

۳-۵-آزمون فرضیات پژوهش

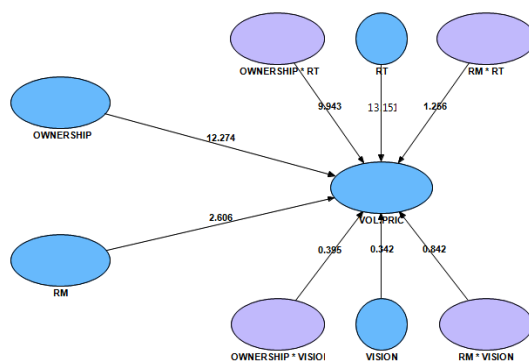
رابطه متغیرهای مورد بررسی در هر یک از فرضیه‌های تحقیق بر اساس یک ساختار علی با تکنیک حداقل مربعات جزئی PLS آزمون شده است. در مدل کلی پژوهش که در شکل ۲ ترسیم شده است، برای سنجش معناداری روابط نیز آماره t با تکنیک بوت استرپینگ محاسبه شده است که در شکل ۴ ارائه شده است. ضرایب مسیر و معناداری آنها نیز در جدول ۴ آورده شده است.



شکل ۲- مدل کلی پژوهش با تکنیک بوت استرپینگ



شکل ۳- مدل کلی پژوهش با تکنیک حداقل مربعات جزئی



شکل ۴- آماره t مدل کلی پژوهش با تکنیک بوت استرپینگ

در شکل ۲ مشاهده می‌گردد که مقدار R^2 (ضریب تعیین) برای متغیر درونزای نوسانات قیمت سهام محاسبه و ارائه شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چه مقدار از متغیر وابسته یعنی نوسانات قیمت سهام می‌تواند توسط متغیرهای مستقل تبیین شود. در این مدل متغیرهای مستقل می‌توانند ۸۹/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند که مقدار قابل توجهی نیز می‌باشد.

۴-۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیات

فرضیه اول: ساختار مالکیت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری دارد. همانطور که در شکل ۳ مشاهده می‌گردد که شدت اثر ساختار مالکیت بر نوسانات قیمت سهام برابر ۰/۳۴۴ به دست آمده است و براساس شکل ۴ مقدار معناداری برابر ۱۲/۲۷۴ محاسبه شده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t

در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ ساختار مالکیت بر نوسانات قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و فرضیه اول تایید می‌گردد. فرضیه دوم: بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

مشاهده می‌گردد که شدت اثر تغییرات استراتژی بر نوسانات قیمت سهام برابر ۰/۶۸۸ به دست آمده است و مقدار معناداری برابر ۲/۶۰۶ محاسبه شده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و فرضیه دوم تایید می‌گردد.

فرضیه سوم: کارایی اطلاعات بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. نرم افزار اسمارت پی ال اس توانایی اجرای متغیر تعدیلگر را به صورت کیفی (قابل مشاهده) در مدل دارد. برای اثبات نقش تعدیلگر لازم است متغیر تعدیلگر (ساخته شده از حاصل ضرب متغیر تعدیلگر در متغیر مستقل)، تأثیر معنی داری بر متغیر وابسته خود داشته باشد.

در مدل دیده می‌شود که تأثیر متغیر تعدیل گر (کارایی اطلاعات × ساختار مالکیت) بر نوسانات قیمت سهام برابر ۰/۱۶۲ محاسبه شده است و قدر مطلق آماره آزمون نیز ۹/۹۴۳ به دست آمده است که بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ کارایی اطلاعات به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد و فرضیه سوم تأیید می‌گردد.

فرضیه چهارم: افق سرمایه گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. در مدل دیده می‌شود که تأثیر متغیر تعدیلگر (افق سرمایه گذاری × ساختار مالکیت) بر نوسانات قیمت سهام برابر ۰/۰۰۴ محاسبه شده است و قدر مطلق آماره آزمون نیز ۰/۳۹۵ به دست آمده است که کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار نیست. بنابراین افق سرمایه گذاری به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد و فرضیه چهارم رد می‌گردد.

فرضیه پنجم: کارایی اطلاعات بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. در مدل دیده می‌شود که تأثیر متغیر تعدیلگر (کارایی اطلاعات × تغییرات استراتژی) بر نوسانات قیمت سهام برابر ۰/۳۴۱ محاسبه شده است و قدر مطلق آماره آزمون نیز ۱/۲۵۶ به دست آمده است که کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار نیست. بنابراین کارایی اطلاعات به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد و فرضیه پنجم رد می‌گردد.

فرضیه ششم: افق سرمایه گذاری بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

در مدل دیده می‌شود که تاثیر متغیر تعدیلگر (افق سرمایه‌گذاری \times تغییرات استراتژی) بر نوسانات قیمت سهام برابر $0/105$ محاسبه شده است و قدر مطلق آماره آزمون نیز $0/842$ به دست آمده است که کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می‌دهد تاثیر مشاهده شده معنادار نیست. بنابراین افق سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر تعدیلگر بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تاثیر معناداری ندارد و فرضیه ششم رد می‌گردد.

جدول ۴- خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	متغیرها	ضرایب تأثیر مسیر	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	ساختار مالکیت نوسانات قیمت سهام	0.344	12.274	۹۵ درصد	تائید
فرضیه دوم	تغییرات استراتژی \rightarrow نوسانات قیمت سهام	0.688	2.606	۹۵ درصد	تائید
فرضیه سوم	ساختار مالکیت * کارایی اطلاعات \rightarrow نوسانات قیمت سهام	-0.162	9.943	۹۵ درصد	تائید
فرضیه چهارم	ساختار مالکیت * افق‌های سرمایه‌گذاری \rightarrow نوسانات قیمت سهام	-0.004	0.395	۹۵ درصد	رد
فرضیه پنجم	تغییرات استراتژی * کارایی اطلاعات \rightarrow نوسانات قیمت سهام	-0.341	1.256	۹۵ درصد	رد
فرضیه ششم	تغییرات استراتژی * افق‌های سرمایه‌گذاری \rightarrow نوسانات قیمت سهام	0.105	0.842	۹۵ درصد	رد

۶- بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

این پژوهش به بررسی عوامل موثر بر نوسانات قیمت سهام پرداخته است. براساس تحقیقات پیشین تلفیق جهانی اقتصادهای ملی و همچنین مقررات زدایی در کشورهای اصلی از سال ۱۹۸۰، موجب تقویت روابط میان بازارهای سهام بین‌المللی شده است که سرریزهای نزدیک‌تر قیمت‌های سهام در ورای مرزهای ملی را به همراه داشته است. فروش یکجای بازار سهام جهانی که توسط رویدادهایی مانند افت فاجعه‌بار قیمت سهام در نیویورک (دوشنبه سیاه ۱۹ اکتبر ۱۹۸۷)، شانگهای (۲۷ فوریه ۲۰۰۷) و مجدداً نیویورک (۲۹ سپتامبر ۲۰۰۸) ایجاد شد، نیز رخ داد. این رویدادها نشان‌دهنده مواردی بودند که در آن یک رویداد که در یک بازار رخ می‌دهد دارای تأثیر آنی و گسترده بر بازارهای جهانی بود. بدین ترتیب، این موارد باعث جلب علاقه اقتصاددانان به بررسی سؤالات تجربی و نظری ایجاد شده توسط سرریزهای قوی‌تر قیمت سهام شد. یک فرضیه برای توضیح چنین سرریزی مبتنی بر اصول (فرضیه اصول محور) است و فرض می‌کند که با توجه به یک اقتصاد بدون اصطکاک و سرمایه‌گذاران منطقی، قیمت‌های سهام با اصول تعیین می‌شوند و لذا سرریزهای قیمت سهام به تنهایی با تغییرات در اصول ایجاد می‌شوند. طبق دیدگاه سنتی اخبار جهانی اصول شرکتی متعاقباً قیمت‌های سهام کشورهای مختلف را تغییر خواهد داد، چراکه بازارهای سهام ملی باز و بسته در زمان‌های مختلف، منجر به پدیده واضح سرریز به بازارهای متعاقب می‌شود.

پژوهش حاضر نیز به بررسی اثر تعدیل کننده کارایی اطلاعات و افق های سرمایه گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و تغییر استراتژی با نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. یافته های بررسی فرضیات این پژوهش این پژوهش حاکی از تاثیر مثبت و معنادار ساختار مالکیت و بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام می باشد که هم راستا با نتایج تحقیقات وو همکاران (۲۰۱۸)، هیم یانگ، ۲۰۱۸ می باشد. بدین معنا که ساختار مالکیت مطلوب و کسب بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی های شتاب و معکوس، بر نوسانات قیمت سهام تاثیر مثبت و مستقیم خواهند داشت و با تجزیه و تحلیل داده های مربوط به بازده اضافی، نوسان پذیری غیرمنتظره قیمت سهام نتایج با ثبات تر و سازگارتر حاصل می نماید. در ادامه بررسی فرضیات در این پژوهش به بررسی تاثیر کارایی اطلاعات و افق سرمایه گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام پرداخته شد که نتایج وجود اثر معنادار کارایی اطلاعات بر رابطه فوق را بیان می نماید. نتیجه این بررسی با نتایج تحقیق آقاچان و اوحدی (۱۳۹۶) سازگار می باشد و این بدین معناست که با توجه به اینکه کارایی اطلاعاتی، شامل بازدهی روزانه شاخص کل می باشد. بازدهی روزانه شاخص کل بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام تاثیر منفی و معکوس خواهد داشت و با افزایش این بازدهی مقدار متغیر های ذکر شده کاهش خواهد یافت. این در حالی است که وجود اثر معنادار افق سرمایه گذاری بر رابطه ساختار مالکیت و نوسانات قیمت سهام رد شده است بدین معنا که نوع سرمایه گذاری بر رابطه بین نوع مالکیت و نوسانات قیمت سهام تاثیر گذار نخواهد بود. در ادامه فرضیات مطرح شده به بررسی تاثیر کارایی اطلاعات و افق سرمایه گذاری بر رابطه تغییرات استراتژی و نوسانات قیمت سهام تاثیر پرداخته شده است که نتایج این پژوهش وجود هرگونه تاثیر معنادار متغیرها بر یکدیگر را رد نموده است بدین معنا که با وجود اثر غیر منتظره ای که مازاد حاصل از تغییر استراتژی بر نوسانات قیمت سهام می گذارد، کارایی اطلاعات و افق سرمایه گذاری بر این رابطه تاثیر گذار نخواهد بود.

براساس نتایج حاصل از فرضیات پژوهش به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در زمان تصمیم گیری سرمایه گذاری از سؤگیری های ناشی از کارایی اطلاعات و افق های سرمایه گذاری پرهیز نمایند و در زمان ارزش گذاری سهام، از تغییرات استراتژی جهت برآورد حداقل نرخ بازده قابل قبول استفاده گردد. همچنین به تحلیلگران پیشنهاد می گردد موارد زیر را در تحقیقات آتی مورد توجه قرار دهند:

- ۱) استفاده از داده های میان روزی در آزمون تجربی تحقیق.
- ۲) استفاده از سبدهای غیر از شاخص بورس به عنوان نماینده سبد بازار جهت برآورد دیتا.
- ۳) توسعه مدل های مربوط به حوزه مالی رفتاری نظیر اثر رفتار جمعی با استفاده از داده های مشاهده شده.
- ۴) آزمون درون نمونه ای و برون نمونه ای مدل های تجربی پیشنهاد شده در این تحقیق.
- ۵) مطالعه صندوق های بازنشستگی در کشور و استفاده از کارایی اطلاعات و افق های سرمایه گذاری جهت شناسایی وضعیت آن و نهایتاً قیمت گذاری این صندوق ها با استفاده از مدل کارایی اطلاعات و افق های سرمایه گذاری توسعه داده شده در این تحقیق

فهرست منابع

- * محمدزاده سالطه، حمید؛ داداش زاده، قادر؛ موید اصل، معصومه؛ (۱۳۹۷). تاثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر مدیریت واقعی سود با تاکید به ساختار مالکیت. مجله پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. (۴۰) - ۱۴۷-۱۷۰
- * فروغی، داریوش؛ ساکیانی، امین؛ (۱۳۹۷). تاثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام. مجله پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. (۴۰) ۴۷-۶۸
- * جبارزاده، سعید؛ متوسل، مرتضی؛ بهنمون، یعقوب؛ (۱۳۹۸). افشای اطلاعات حسابداری همزمانی قیمت سهام و ریسک ریزش قیمت سهام با تاکید بر کیفیت راهبری شرکتی. مجله پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. (۴۴) ۱۰۱-۱۲۲
- * موسوی شیرینی، محمود؛ صالحی، مهدی؛ شاکری، مریم؛ بخشیان، عسل (۱۳۹۴). سودآوری استراتژی مومنتوم و تاثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. (۲۵) ۱۲۴-۱۰۷
- * -اسماعیل فدایی نژاد، محمد؛ صادقی، محسن (۱۳۹۵). بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس. فصلنامه پیام مدیریت. سال پنجم، شماره ۱۷ و ۱۸
- * -آقاجان، زهرا؛ اوحدی، فریدون (۱۳۹۵). بررسی تاثیر ساختار مالی بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش حسابداری. (۱) ۱۳۸-۱۱۷
- * -صبوحی، نسرين؛ محمدزاده، امیر (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی. (۱) ۱۵۱-۱۲۷
- * -عباسی، ابراهیم؛ معلمی، فاطمه (۱۳۹۲). بررسی تاثیر توقف موقت معاملات بر نقدشوندگی و نوسان پذیری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد مدیریت مالی. (۳) ۶۳-۴۵
- * رهنمای رودپشتی، فریدون؛ معدنچی زاج، مهدی؛ بابالویان، شهرام (۱۳۹۱). بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت- سود. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. (۱۴) ۷۵-۵۹
- * مشکئی میاوقی، مهدی (۱۳۸۹). اثرات الگوی ساختار مالکیت با رویکرد تمرکز مالکیت و ترکیب بر عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رساله دکتری. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- * سجادی، سید حسین و فرازمنده، حسن؛ علی صوفی، هاشم. (۱۳۹۲). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام. مجله اقتصادی. (۱۲) ۹۰-۶۵
- * Kim, J. B., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: presence vs. disclosure effect. *Accounting & Finance*, 59(2), 1197-1233.
- * Li, W., & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 235-250.
- * Gil-Alana, L. A., Gupta, R., Shittu, O. I., & Yaya, O. S. (2018). Market efficiency of Baltic stock markets: A fractional integration approach. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 511, 251-262.

- * Gil-Alana, L. A., Gupta, R., Shittu, O. I., & Yaya, O. S. (2018). Market efficiency of Baltic stock markets: A fractional integration approach. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 511, 251-262.
- * Gao, W., Li, Q., & Drougas, A. (2017). Ownership structure and stock price crash risk: Evidence from china. *Journal of Applied Business and Economics*, 19(4).
- * Fan, X., Lv, X., Yin, J., & Liang, J. (2018). Quantifying market efficiency of China's regional carbon market by multifractal detrended analysis. *Energy Procedia*, 152, 787-792.
- * Li, X., & Chan, K. C. (2016). Communist party control and stock price crash risk: Evidence from China. *Economics Letters*, 141, 5-7.
- * Baur, D. Schulze, N. (2010). The Risk of Beta –Investor Learning and Prospect Theory, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper
- * Wu, S., He, J., & Li, S. (2018). Effects of fundamentals acquisition and strategy switch on stock price dynamics. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 491, 799-809.
- * Timilsina, y. (2003) "Capital market development and stock price Behavior Nepal", *Economic Review*, occasional paper, 13 Number.
- * Harford, J., Kecskés, A., & Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making?. *Journal of Corporate Finance*, 50, 424-452.
- * Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 37, 1-24.
- * Henderson, V. (2012). Prospect theory, liquidation, and the disposition effect. *Management Science*, 58(2), 445-460.
- * Kundu, S. Sarkar, N. (2016). Return and volatility interdependences in up and down markets across developed and emerging countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 297-311.
- * Liu, Y., F. Zhang, W. Xu, C. Andersen, J., V. Xu, H-C. (2014) Impact of information cost and switching of trading strategies in an artificial stock market. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 407:204-215, 2014.
- * Bertella, M., A. Pires, F., R. Feng, L. Stanley, H., E. (2014) Confidence and the stock market: An agent-based approach. *PloS one*, 9(1):e83488
- * Fosu, S. Danso, A. Ahmad, W. & Coffie, W. (2016). "Information asymmetry, leverage & firm value: Do crisis & growth matter?" *International Review of Financial Analysis*. 46, pp.140-150.
- * Kouki, M. Guizani, M. (2009) "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market," *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25, No.1, PP. 42-53.
- * Angulo-Ruiz, F. Donthu, N. Prior, D. & Rialp, J. (2017). How does marketing capability impact abnormal stock returns? The mediating role of growth. *Journal of Business Research*, 28, 19-30.
- * Osoolian, M. Sadeghi Sharif, J. & Khalili, M.A. (2017). Accruals, Cash Flow, and Operating Profitability in the Cross Section of Stock Returns; Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *Quarterly Journal of the Iranian Accounting and Auditing Review*, 24(4), 482-463. (in Persian)
- * Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research*. 47, 277-323.
- * Ahmadpoor, A. Zare Behnamiri, M.J. Hedari Rostami, K. (2015). Effect Firm Characters on Future Stock Price Crash Risk of Firms Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Stock Exchange*, 28, 29-45. (in Persian)
- * K.-H Bae, K.-H Karolyi, R M Stulz A (2003) New Approach to Measuring Financial Contagion *Review of Financial Studies*, volume 16, issue 3, p. 717 – 763
- * Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 70-81

The impact of ownership structure and strategy change on stock price volatility with emphasis on the moderating role of information efficiency and investment horizons

Mohammad Ali Sadeghi Lafmejani

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Islamic Azad University, Nour, Mazandaran, Iran
mbehnam_sadeghi@yahoo.com

javad ramezani

Assistant Prof., Department of Accounting, Islamic Azad University, qaemshahr, Mazandaran, Iran
Corresponding author,
javad.ramezani58@gmail.com

Abstract

This study aimed to explain the effect of adjusting information productivity and return on investment on ownership structure and strategy change with stock price volatility in Tehran Stock Exchange. In this study, the hypotheses were tested using multivariate linear regression model and econometric models. The results indicate that optimization of the property structure and the additional returns resulting from the use of acceleration and reversal strategies will have a positive and direct impact on stock price fluctuations. Increasing information efficiency (total return on a daily basis) will reduce variables related to ownership structure and stock price fluctuations, whereas the type of investment will not affect the relationship. Also, despite the unexpected effect that the surplus of strategy change will have on stock price fluctuations, information efficiency and investment returns will not be affected by this relationship.

Keywords: "Stock Price Fluctuations", "Investment Horizons", "Information Efficiency", "Ownership Structure", "contrarian and Momentum strategies"