



ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام با استفاده از نظریه‌پردازی زمینه بنیان

کیوان فرامرزی^۱

جمال بحری ثالث^۲

سعید جبارزاده کنگرلویی^۳

علی آشتاب^۴

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۲/۱۲ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۳/۲۲

چکیده

پژوهش حاضر با استفاده از روش نظریه‌پردازی زمینه بنیان به ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام می‌پردازد. این پژوهش از نوع کیفی می‌باشد از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته به عنوان ابزار جمع‌آوری داده‌ها و روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای استفاده شده است و برای انتخاب نمونه از نمونه‌گیری هدفمند استفاده شده است. داده‌های پژوهش به کمک کدگذاری باز، محوری و انتخابی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند در این پژوهش از تعداد ۴۲ مصاحبه صورت گرفته در مجموع ۶۰۷ کد مصاحبه، ۱۰۱ مقوله فرعی (مفاهیم) و ۱۱ مقوله اصلی استخراج سپس مدل کیفی پژوهش طراحی و بر اساس تحلیل داده‌ها (مصاحبه‌ها) پیوند بین مقوله‌ها در قالب شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها صورت گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد عوامل کلان و سهامداران بازار به‌عنوان عوامل علی بر پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام مؤثرند. از طرف دیگر با توجه به این عوامل راهبردهایی برای ارتقای پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام، شامل استقرار اطلاعات و صورت‌های مالی شرکتی، اطلاعات شرکتی، معیار عملکردی بازار، مدیریتی و کنترل شرکتی ارائه شده‌اند که در بستر عوامل زمینه‌ای و مداخله‌گر ایجاد می‌شوند.

کلمات کلیدی

پیش‌بینی، قیمت سهام، تأخیر واکنش قیمت سهام، نظریه‌پردازی زمینه بنیان

۱- گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. kyvanfaramarzi@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول) j.bahri@iaurmia.ac.ir

۳- گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. s.jabbarzadeh@iaurmia.ac.ir

۴- گروه حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. a.ashtab@urmia.ac.ir

در بازاری با سرمایه‌گذاران منطقی و وجود اطلاعات کامل، اطلاعات به سرعت و به طور کامل در قیمت‌های سهام انعکاس می‌یابد. با این حال، حجم زیادی از پژوهش‌ها (ایزلی^۱ و همکاران، ۲۰۰۲؛ هاو و موسکوویتز^۲، ۲۰۰۵؛ لمبرت^۳ و همکاران، ۲۰۰۷؛ آکینز^۴ و همکاران، ۲۰۱۲؛ کالن^۵ و همکاران، ۲۰۱۲) مباحث مربوط به نواقص اطلاعات را بررسی کرده‌اند. اطلاعات ناقص مانع از کشف بهنگام قیمت سهام می‌شود و سرعت تأثیر اطلاعات بر قیمت‌های سهام را کاهش می‌دهد. کشف قیمت فرآیندی است که در آن اطلاعات مربوط، در قیمت سهام منعکس می‌شود. در واقع به هنگام بودن کشف قیمت اشاره به سرعتی دارد که اطلاعات در قیمت‌ها انعکاس می‌یابند (بیکز و براون، ۲۰۰۷)

از نظر منطقی دلیلی وجود ندارد که سرعت انعکاس اطلاعات خاص در قیمت کلیه سهام موجود در بازار یکسان باشد؛ به علاوه، دلیلی برای یکسان بودن سرعت کشف قیمت کلیه سهام موجود در بازار نیز دیده نمی‌شود. کلیه اطلاعات خاص با سرعت یکسان در قیمت‌ها منعکس نمی‌شوند در واقع سرعت کشف قیمت به عوامل متعددی از قبیل قوانین و مقررات بازار سرمایه، روش‌ها و رویه‌های گزارشگری مالی، سیاست‌های افشا، اصول راهبری شرکت، اندازه شرکت و وابسته است. تعدیل قیمت، در طی یک دوره زمانی صورت می‌گیرد، به طوری که هر چه این دوره کوتاه‌تر باشد، قیمت‌ها با سرعت بیشتری تعدیل می‌شوند و بالعکس (ریو^۶ و همکاران، ۲۰۱۷). از آنجا که واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات به صورت مستقیم در تعدیلات قیمت سهام منعکس می‌گردد (چیانگ^۷ و همکاران، ۲۰۰۸) پس، یک واکنش دیر هنگام، منجر به تأخیر واکنش قیمت سهام می‌شود. نکته حائز اهمیت این است که در بازار کارا قیمت سهام به ارزش ذاتی سهام، نزدیک بوده و منابع مالی به صورت بهینه به سرمایه‌گذاری‌های سودآور، اختصاص پیدا می‌کنند (شارپ^۸، ۲۰۱۷).

بنابراین، نزدیکی قیمت سهام به قیمت ذاتی آن، حاکی از کارآمدی قیمت سهام است. کارآمدی قیمت سهام شرکت‌ها، معیاری اساسی از کارایی و اثربخشی بازار سرمایه در تخصیص سرمایه بین بنگاه‌های اقتصادی است. زمانی که قیمت سهام با تأخیر زمانی، نسبت به اطلاعات مربوط واکنش نشان می‌دهد، پدیده واکنش تأخیری قیمت سهام ایجاد می‌شود. کیفیت پایین اطلاعات منجر به ایجاد ابهام در خصوص پارامترهای مؤثر در ارزش‌گذاری سهام می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۳). بنابراین در بورس اوراق بهادار تهران، جریان انتقال اطلاعات با تأخیر زمانی همراه است و اطلاعات موجود بر روی قیمت سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

درک این مسئله باعث می‌شود اطلاعات مفیدی متناسب با نیاز هر گروه از تصمیم‌گیرندگان اطلاعات مالی ارائه یابد و میزان به‌کارگیری از هر عامل کیفی با توجه به نوع استفاده‌کننده اطلاعات حسابداری مشخص می‌شود. سازوکارهای درونی و بیرونی ناظر بر تأخیر واکنش قیمت سهام در کشورهای مختلف بر اساس شرایط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و فرهنگی حاکم بر آن‌ها شکل می‌گیرد و کشور ایران نیز از این قاعده مستثنا نیست. با بررسی تحقیقاتی که پیرامون تأخیر واکنش قیمت سهام انجام شده است، متغیرهای موردبررسی در قالب متغیرهای کمی اعم از ویژگی‌های خاص شرکت، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، کیفیت اطلاعات حسابداری بوده است و تحقیقات بسیاری پیرامون این متغیرها انجام شده است. اما هنوز شکاف تحقیقاتی در زمینه مفاهیم تأثیرگذار بر تأخیر واکنش قیمت سهام وجود دارد اعم از: انتخابات، اخبارهای سیاسی، تصمیمات دولتی، شیوع کرونا و از طرفی با توجه به وضعیت فعلی کشور و هجوم سرمایه به بازار بورس، این انگیزه به وجود آمد تا بتوانیم بر اساس روش‌های کیفی و از طریق مصاحبه با خبرگان با اهمیت‌ترین مفاهیم و متغیرها که هنوز مورد تحقیق قرار نگرفته‌اند شناسایی نماییم لذا پژوهش حاضر سعی بر آن دارد که الگویی برای پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام با استفاده از نظریه پردازی زمینه‌بنیان ارائه دهد، بنابراین انجام پژوهش حاضر با طرح سؤالات زیر ضروری به نظر می‌رسد:

چیست؟

سؤالات فرعی تحقیق:

عوامل مؤثر بر پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام چیست؟

چه راهبردهایی برای دستیابی به پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام اتخاذ می‌شود؟

مبانی نظری

از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از مهم‌ترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه‌ها به شمار می‌رود و سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن درجه‌ی ریسک‌پذیری و بازدهی مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب می‌کنند، در نتیجه، بازار سرمایه باید کارایی لازم را برای جذب سرمایه‌گذاران و تأمین مالی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع جهت بازدهی بیشتر آن‌ها را داشته باشد. برای رسیدن بازار سرمایه به این کارایی لازم است که نوسانات در بازار به صورت منطقی و بر اساس عوامل بنیادی ایجاد شود، هر چند که در کوتاه‌مدت بازار دارای نوساناتی است که البته ماهیت بازار هم‌همین را اقتضا می‌کند، ولی در بلندمدت قیمت سهام باید بر اساس عوامل منطقی شرکت‌ها و اطلاعات

منتشره درباره آن‌ها تعیین گردد (رباط میلی و همکاران، ۱۳۹۳).

ارزیابی قیمت سهام، شاید مهم‌ترین تحلیلی باشد که سرمایه‌گذاران در راستای اتخاذ بهینه‌ترین تصمیمات انجام می‌دهند. سنجش عوامل مؤثر بر قیمت و نوسانات آن که برای سرمایه‌گذاران ریسک آفرین است، از مسائل حیاتی بازار سرمایه تلقی می‌گردد. سرمایه‌گذاران، هنگام ارزیابی شرکت‌ها، ارزش ذاتی هر سهم را اندازه‌گیری می‌کنند. اطلاعات مرتبط با سهام که دارای محتوای اطلاعاتی هستند، قیمت ذاتی سهام را تعیین می‌کنند (ایستر^۱ و همکاران، ۲۰۱۵) و به طور مستقیم قیمت سهام را تعدیل می‌کنند (چیانگ، ۲۰۰۸). بنابراین، اگر هر زمانی در بازار، قیمت اوراق بهادار مورد معامله، به طور مطلوبی منعکس کننده کلیه اطلاعاتی باشد که در دسترس عموم بوده و مربوط به آن اوراق است، بازار از کارآیی لازم برخوردار است (شارپ، ۲۰۱۷).

تأخیر واکنش قیمت سهام بدین صورت تعریف گردید " در یک بازار ناکارا با تأخیر واکنش قیمت روبرو هستیم. بدین معنا که اطلاعات به کندی بر روی قیمت سهام اثر می‌گذارند. بنابراین، ارزش واقعی سهام با ارزش ذاتی آن یکسان نیست و دارای خطای اندازه‌گیری است." عامل تأخیر عبارت است از تفاوت بازده سالانه پرتفوی سهام شرکت‌های دارای تأخیر بالا و بازده سالانه پرتفوی سهام شرکت‌های دارای تأخیر پایین، در شرایطی که متغیرهای اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار کنترل شده‌اند. در واقع این متغیر به تبیین میزان حساسیت بازده مورد انتظار یک سهم به تفاوت میزان تأخیر واکنش اطلاعات در قیمت سهام یک شرکت، می‌پردازد (رضازاده، ۱۳۹۶).

پیشینه پژوهشی

کیان و همکاران (۲۰۱۷) رابطه بین گردش معاملات و تأخیر واکنش قیمت سهام را در بازار سهام نوع A چین بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ را بررسی نمودند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که گردش معاملات با معیارهای عدم اطمینان و توجه سرمایه‌گذاران شرکت، رابطه مثبت و با معیار نقدشوندگی، رابطه منفی دارد. علاوه بر این، مؤلفه‌های گردش معاملات که با عدم اطمینان و عدم نقدشوندگی مرتبط هستند تأثیر مثبتی بر تأخیر واکنش قیمت دارند، و این تأثیرات بر تأثیر منفی توجه سرمایه‌گذار بر تأخیر واکنش قیمت، غلبه می‌کنند.

چن و همکاران (۲۰۱۸) تأثیر کیفیت حسابرسی بر تأخیر در واکنش قیمت سهام در دو گروه از شرکت‌های دولتی و غیردولتی چینی متشکل از ۱۵۰۱۹ سال -شرکت طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱ بررسی نمودند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که حساب‌رسان با کیفیت بالا نقش مهمی در فرایند شکل‌گیری قیمت‌ها دارند، به این دلیل که تأخیر در قیمت سهام کمتر است و این نقش در بنگاه‌های

ارائه الگوی برای پیش‌بینی تأخیر.../ فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

دارای ساختار مالکیت مختلف، متفاوت است. همچنین، تحلیل‌های دیگر نشان می‌دهد که کیفیت حسابرسی حسابرسان بین‌المللی بزرگ ۴ متفاوت از حسابرسان داخلی بزرگ ۴ است.

فانگ^{۱۰} و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان رابطه‌ی بین ارتباطات سیاسی و ریسک ریزش قیمت سهام: با استفاده از کیفیت گزارشگری مالی به عنوان یک ناظر انجام دادند. پژوهش حاضر بررسی می‌کند که چگونه ارتباطات سیاسی می‌توانند انباشت اخبار منفی مدیریتی را تشدید نمایند و سپس بر ریسک ناشی از ریزش قیمت سهام تأثیر بگذارند. در مقایسه با سایر انواع ریسک، ریسک ریزش به طور منحصر به فردی دارای تأثیر اقتصادی مستقیم بر سرمایه‌گذاران است. بنابراین، سرمایه‌گذارانی که به دنبال گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک‌های خود هستند باید ریسک ریزش را درک کنند.

شهاب^{۱۱} و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل و ریسک ریزش قیمت سهام در چین: آیا تعداد نقاط بحرانی و ساختار مالکیت مدیران زن حائز اهمیت است؟ انجام دادند. این مطالعه، به بررسی نحوه‌ی ارتباط قدرت مدیرعامل با ریسک ریزش قیمت سهام می‌پردازد. در ادامه نقش تعدیل‌کننده‌ی تعداد بحرانی و ساختار مالکیت مدیران زن در رابطه‌ی بین قدرت مدیرعامل و ریسک ریزش قیمت سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. با به کارگیری یکی از بزرگ‌ترین مجموعه داده‌های تا به امروز شرکت‌های ثبت‌شده‌ی چینی در بازه‌ی زمانی بین سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۵ (مشاهدات ۱۳۴۲۱ سال-شرکت)، می‌توان بیان کرد که قدرت مدیرعامل برای افزایش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام، زمانی به طور معنادار کاهش می‌یابد که درصد: (الف) مدیران زن و (ب) مالکیت توسط سهامداران عمده و نهادها، در شرکت‌ها بالا است.

هوانگ^{۱۲} و همکاران (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان سهامداران و ریسک ریزش قیمت سهام: چه چیزی در عملکرد اجتماعی شرکتی حائز اهمیت است؟، انجام دادند. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که انباشت اخبار بد مدیریتی و ریزش‌های سهام ناشی از این امر تا حدود زیادی توسط بُعد اجتماعی مسئولیت اجتماعی شرکتی تعیین می‌شود و این اثر غالباً در شرکت‌های کم‌ارزش‌گذاری‌شده^{۱۳} دیده می‌شود. علاوه بر این، زیرمجموعه‌های اجتماعی مسئولیت اجتماعی شرکتی با هدف قرار دادن گروه‌های سهامدار خاص (مانند جامعه، کارمندان یا مشتریان) تمایل به کاهش ریزش‌های آتی دارند. در مقابل، به نظر می‌رسد ابتکارات محیطی و ویژگی‌های نظارت شرکت‌ها اثرات جزئی بر ریزش‌های سهام داشته باشد. افروزی و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام و ساختار گزارشات مالی شرکت‌ها پرداختند. در پژوهش حاضر با مشاهده ۱۱۵ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵، انتخاب ۲۶ شرکت یا ۴۱۶ شرکت - سال آزمون شد. نتایج پژوهش نشان داد، ارتباط معناداری بین ریسک

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

سقوط قیمت سهام با ساختار گزارش‌های مالی شرکت‌ها وجود دارد؛ بدین معنی که هر چه گزارش‌های مالی شرکت‌ها محافظه‌کارانه‌تر تهیه شده باشد، ریسک سقوط قیمت آن‌ها کاهش خواهد یافت؛ همچنین با تفکیک بازده قیمت به دو بخش «بازده ناشی از فعالیت شرکت» و «بازده ناشی از ریسک سیستماتیک بازار» نشان داد که قسمت قابل توجهی از بازده در دوره یادشده، ناشی از تغییرات ریسک سیستماتیک بازار (یا تغییرات عواملی همچون نرخ ارز و تورم) بوده است. بازده پایین ناشی از فعالیت شرکت سبب تمایل مدیران به اغراق در وضعیت مالی شرکت‌ها می‌شود.

غلامی‌نژاد (۱۳۹۷)، به بررسی تأثیر گردش معاملات بر واکنش تأخیری قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ و نمونه آماری متشکل از ۱۱۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج پژوهش، حاکی از آن است که بین نقدشوندگی، عدم اطمینان خاص شرکت و توجه سرمایه‌گذار با گردش معاملات، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. بررسی الگوی دوم، ارتباط معنادار و منفی گردش معاملات با تأخیر واکنش قیمت سهام را نشان می‌دهد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام از جنبه تعداد روزهای معاملاتی و عدم اطمینان خاص شرکت، ارتباط منفی و معناداری با تأخیر واکنش قیمت سهام دارند؛ اما توجه سرمایه‌گذار ارتباط معناداری با تأخیر واکنش قیمت سهام ندارد.

مرادزاده فرد (۱۳۹۹)، به بررسی ساختار رقابت صنعت، قدرت بازار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. بدین منظور دو فرضیه اصلی تدوین و نمونه‌ای متشکل از ۶۷ شرکت به روش حذفی-سیستماتیک از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش نشان داد که تمرکز بالای صنعت، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را برای شرکت‌های آن صنعت افزایش می‌دهد. همچنین قدرت بازار و اندازه بیش از حد از شرکت، یک اثر تعاملی بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام دارد؛ بدان معنی که اندازه بیش از حد شرکت تأثیر قدرت بازار بر ریسک ریزش قیمتی سهام را تشدید می‌کند.

روش پژوهش

روش‌شناسی پژوهش

ازمنظر فرایند اجرا	ازمنظر منطق اجرا	از منظر بعد زمانی	از منظر هدف
کیفی	استقرایی	مقطعی (سال ۱۳۹۹)	اکتشافی

پژوهش حاضر از منظر هدف، به سه دلیل از نوع اکتشافی است؛ اول اینکه پژوهش‌های کمتری در مورد موضوع پژوهش صورت گرفته، دوم اینکه این پژوهش به ارائه یک نظریه (نظریه پردازی زمینه بنیان) منجر

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

شده و سوم اینکه به گسترش مفاهیم درمتون حسابداری انجامیده است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۶). نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان (نوری‌فرد و چناری بوکت، ۱۳۹۵) که به آن داده‌بنیان نیز گفته می‌شود، یکی از انواع پژوهش‌های کیفی است که هدف آن شناخت و درک تجارب افراد از رویدادها و وقایع در بستری خاص است. نظریه‌پردازی داده‌بنیاد یک روش‌شناسی «استقرایی» کشف نظریه است. به طور کلی نظریه‌پردازی داده‌بنیان رهیافتی برای بررسی نظام‌مند داده‌های کیفی (نظیر مصاحبه‌های انجام‌شده و پروتکل‌های مشاهده‌ها) با هدف تولید نظریه است (دانایی‌فرد و امامی، ۱۳۸۶).

در نظریه زمینه‌بنیان الگوی گردآوری داده‌ها متفاوت است و فعالیت گردآوری و تحلیل داده‌ها به‌طور همزمان انجام می‌شود. نمونه‌برداری، ارادی و نه تصادفی است و متمرکز بر تولید یک نظریه است (دانایی‌فرد و امامی، ۱۳۸۶). «کفایت نظری»، معیار قضاوت در مورد زمان متوقف کردن نمونه‌برداری نظری مقوله‌ها یا نظریه است. گلیسر و استراوس (۱۹۶۷) با این واژه به وضعیتی اشاره دارند که در آن «... هیچ داده بیشتری یافت نمی‌شود که پژوهشگر به وسیله آن ویژگی‌های مقوله را رشد دهد. به موازاتی که پژوهشگر داده‌های مشابه را بارها و بارها مشاهده می‌کند، از لحاظ تجربی اطمینان حاصل می‌کند که یک مقوله به کفایت رسیده است...»؛ بنابراین، در نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان، نمونه‌گیری با کمک ظهور مفهومی و نه طرح پژوهش به پیش می‌رود و از سوی کفایت نظری و نه طرح پژوهش محدود می‌شود (دانایی‌فرد و امامی، ۱۳۸۶)؛ از این رو، با توجه به هدف پژوهش، داده‌ها از طریق مصاحبه ساختار نیافته و با رویکردی اکتشافی گردآوری شده‌اند (سجادی و کاظمی، ۱۳۹۵). این پژوهش با استفاده از نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان از طریق مصاحبه با چهار گروه به ارائه الگو پرداخته است؛ پس بر این اساس، جامعه آماری پژوهش را این چهار گروه تشکیل می‌دهد. با توجه به گستردگی حجم جامعه آماری برای انتخاب نمونه آماری اعضای شاخص هر یک از این چهار گروه به‌عنوان نمایندگان به ترتیب: ۱- حسابداران، نماینده تهیه‌کنندگان اطلاعات حسابداری؛ ۲- حساب‌برسان، اعضای حرفه؛ ۳- سهامداران، سرمایه‌گذاران و ...، نماینده استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری؛ و ۴- استادان دانشگاه و اعضای هیئت‌علمی، پژوهشگران حسابداری فرض شده‌اند. در نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان عموماً نمونه‌ها به‌صورت هدفمند انتخاب می‌شوند. در این راستا، با توجه به هدف پژوهش، از روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی یا زنجیره‌ای برای مصاحبه استفاده شده است. نمونه‌گیری گلوله‌برفی یا زنجیره‌ای، یعنی انتخاب شرکت‌کنندگانی که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به دیگر افراد همان جامعه راهنمایی می‌کنند (سجادی و کاظمی، ۱۳۹۵). به بیان دیگر در مصاحبه، ابتدا تعدادی از اشخاص صاحب‌نظر و دارای تحصیلات و تجربه کافی مرتبط با موضوع انتخاب شدند و در پایان مصاحبه از آن‌ها خواسته شد تا سایر افراد مطلع و صاحب‌نظر در خصوص

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

موضوع پژوهش را معرفی کنند. در مواردی هم که برای تکمیل الگو و خلق نظریه، یا در زمینه خاصی نیاز به دریافت نظرات اشخاص با تجارب خاص بود، از مصاحبه‌شوندگان درخواست شد تا افراد صاحب‌نظر با تجارب متناسب را معرفی کنند. با توجه به توضیحات فوق، برای غنای پژوهش تلاش شد تا با افرادی مصاحبه شود که شخصاً موضوع پژوهش را تجربه کرده‌اند و از دانش و تجربه بالایی در این زمینه برخوردارند (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲) در مجموع، پس از انجام ۴۲ مصاحبه با خبرگان، داده‌های گردآوری‌شده به اشباع رسید و نیازی به انجام مصاحبه‌های جدید وجود نداشت. مدت هر مصاحبه به‌طور متوسط ۴۵ دقیقه بوده است. برای بررسی روایی کیفی در این پژوهش، از راهبرد بررسی همکاران استفاده شده است. دو نفر از اساتید که در زمینه پژوهش کیفی تخصص بالایی دارند، به بررسی پارادایم کدگذاری محوری می‌پردازند و دیدگاه‌ها و نظرات آن‌ها در تدوین الگو مدنظر قرار می‌گیرد. در این میان، نظرات و اصلاحات مدنظر آن‌ها در فرایند پژوهش، دریافت و اعمال شده است.

به منظور شناسایی پایایی پژوهش‌های کیفی معیارهای گوناگونی توسط پژوهشگران کیفی ارائه شده است. برای محاسبه پایایی باز آزمون، از میان مصاحبه‌های انجام گرفته، سه مصاحبه به عنوان نمونه انتخاب و هر کدام از آن‌ها در یک فاصله زمانی کوتاه و مشخص دو بار کدگذاری می‌شوند. سپس کدهای مشخص شده در دو فاصله زمانی برای هر کدام از مصاحبه‌ها باهم مقایسه می‌شوند و از طریق میزان توافقات و عدم توافقات موجود در دو مرحله کدگذاری، شاخص ثابت برای آن پژوهش محاسبه می‌شود در جدول ۱، مهم‌ترین مشخصات خبرگانی ارائه شده است که مورد مصاحبه قرار گرفته‌اند.

جدول ۱: مشخصات مصاحبه‌شوندگان

مدرك	دكترى و بالاتر	ارشد	كارشناس	سایر
	۲۳	۱۵	۲	۲
مرتبه علمى	استاد	دانشيار	استاديار	مربى
	۲	۶	۸	۵
مسئولیت اجرایی	مدیر اجرایی	مدیر میانی	مدیر ارشد یا مراجع عالی قانون‌گذاری	سایر
	۹	۹	۲	۱۹

در کدگذاری باز مجموعه‌ای از مقوله‌های مفهومی از متن‌های مصاحبه (در اینجا مصاحبه‌ها داده‌ها را تشکیل می‌دهند) کشف می‌شود. در واقع کدگذاری باز بخشی از فرایند تحلیل داده‌هاست که به خردکردن، مقایسه‌سازی، نام‌گذاری، مفهوم‌پردازی و مقوله‌بندی داده‌ها می‌پردازد.

برای درک بهتر نحوه کدگذاری باز نمونه‌ای از آنچه در پژوهش حاضر انجام شده است، در ادامه ارائه می‌شود:

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر.../ فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

جدول ۲: نمونه‌ای از کدگذاری باز

سند	بخش‌های مصاحبه	کد باز
مصاحبه (۲)	ارزش‌های تاریخی و ارزش‌های جاری	ارزش شرکتی
مصاحبه (۲)	همچنین راهبردهای دستیابی به کارآیی حداکثری شامل تثبیت ارزش‌های جاری	
مصاحبه (۱۴)	-مدیر شرکت اطلاعاتی که برای ارزش شرکت مهم است به صورت شسته رفته، ساده و قابل فهم در اختیار سهام‌دار قرار بدهد	
مصاحبه (۳۵)	اتفاقات و تعریف اطلاعات (ارزش بازار، پایداری سود و عوامل بازار، بازده مزاد سهام شرکت‌ها، عامل بازار، ریسک‌های سیاسی و شرکت، صنعت)	
مصاحبه (۴۲)	عدم وجود اطلاعات کامل در بازار می‌تواند منجر به تأخیر واکنش قیمت سهام شود، وقتی اطلاعات کامل داشته باشیم ارزش‌گذاری یک سهم راحت‌تر و آسان‌تر است. کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها و به هنگام بودن آن از جمله عوامل دیگر در پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام است.	پایداری سود
مصاحبه (۱۵)	بین پایداری سود و تأخیر واکنش سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد	
مصاحبه (۱۵)	در تأخیر واکنش سهام متغیر وابسته و سه شاخص کیفیت اطلاعات شامل کیفیت اقلام تعهدی مربوط بودن و پایداری سود متغیر مستقل می‌باشند. و صرف بازدهی شرکت متغیر وابسته و تأخیر واکنش سهام متغیر مستقل است.	
مصاحبه (۱۵)	بین پایداری سود و تأخیر واکنش سهام رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود	
مصاحبه (۳۰)	پایداری سود و بازده سهام	
مصاحبه (۳۵)	اتفاقات و تعریف اطلاعات (ارزش بازار، پایداری سود و عوامل بازار، بازده مزاد سهام شرکت‌ها، عامل بازار، ریسک‌های سیاسی و شرکت، صنعت)	

در مرحله دوم تحلیل داده‌ها، کدگذاری محوری انجام شده است که در آن مقوله‌های اصلی که از کدگذاری باز حاصل شده‌اند با یکدیگر مرتبط شده‌اند. در کدگذاری محوری بین مقوله‌های اساسی که در کدگذاری باز گسترش یافته‌اند، ارتباطات درونی برقرار می‌شود. در کدگذاری محوری پیوند بین مقوله‌ها به شرح زیر است:

شرایط علی: مقوله‌هایی (شرایطی) هستند که بر مقوله اصلی تأثیر می‌گذارند و به وقوع یا گسترش پدیده مورد نظر می‌انجامد. شرایط علی در داده‌ها اغلب با واژگانی نظیر وقتی، در حالی که، از آنجا که، چون و به علت بیان می‌شوند.

شرایط زمینه‌ای: مجموعه خاصی از شرایط که در یک زمان و مکان خاص جمع می‌شوند تا مجموعه اوضاع و احوال یا مسائلی را به وجود آورند که اشخاص با عمل خود به آن‌ها پاسخ می‌دهند (همانند فرهنگ عمومی جامعه)

مقوله اصلی (محوری): در واقع هسته مورد مطالعه است که در این پژوهش «پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام» است.

شرایط مداخله‌گر: شرایط ساختاری که به پدیده‌ها تعلق دارند و بر راهبردهای کنش و واکنش اثر می‌گذارند. آن‌ها راهبردها را در درون زمینه خاصی سهولت می‌بخشند و یا آن‌ها را محدود و مقید می‌کنند.

راهبردها: راهبردها مبتنی بر کنش‌ها و واکنش‌هایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده مورد نظر (پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام) هستند. راهبردها مقصود داشته، هدفمند هستند و به‌دلیلی صورت می‌گیرند.

پیامدها: نتایجی که بر اثر راهبردها پدیدار می‌شود. پیامدها نتایج و حاصل کنش‌ها و واکنش‌ها هستند (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲)

در مرحله سوم تحلیل داده‌ها، کدگذاری انتخابی و خلق نظریه انجام شده است. کدگذاری انتخابی، فرایند یکپارچه‌سازی و بهبود مقوله‌هاست تا نظریه شکل بگیرد. در این مرحله، نظریه‌پرداز داده‌بنیان، یک نظریه از روابط بین مقوله‌های موجود در کدگذاری محوری به نگارش در می‌آورد. در مجموع، هدف از انواع کدگذاری، ساختن نظریه انتزاعی درباره داده‌هاست؛ یعنی نظریه‌ای که در داده‌ها ریشه دارد و زمینه‌ای شده است (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲). لازم به ذکر است که گام‌های فوق در فرایندی رفت و برگشتی انجام شده‌اند. بنابراین گام‌های کدگذاری انتخابی به شکل واضحی از یکدیگر مجزا نیستند و از طریق یک فرایند تعاملی، همراه با کدگذاری باز و محوری انجام می‌شود. در این مرحله یک بار دیگر از تعدادی از خبرگان مشارکت‌کننده در این پژوهش خواسته شد که در مورد فرایند تدوین مدل و مدل‌نهایی نظرات خود را ارائه دهند که بیشتر آن‌ها مدل به دست آمده را تأیید کردند و بعضی از آن‌ها نظرات اصلاحی نیز داشتند که در فرایندی رفت و برگشتی اصلاحات اعمال شد و نظر نهایی خبرگان بر تأیید مدل نیز گرفته شد.

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب



نمودار ۱: الگو نهایی تأخیر واکنش قیمت سهام

یافته‌های پژوهش

برای پاسخ به سؤالات پژوهش، پس از گردآوری داده‌هایی که از دل مصاحبه‌های عمیق با خبرگان کدگذاری شد، تجزیه و تحلیل آن‌ها صورت پذیرفت.

در کدگذاری محوری، نظریه پرداز داده بنیاد، یک مقوله مرحله کدگذاری باز را انتخاب کرده و آن را در مرکز فرآیندی که در حال بررسی آن است قرار می‌دهد (به‌عنوان پدیده مرکزی) و سپس، دیگر مقوله‌ها را به آن ربط می‌دهد. این مقوله‌های دیگر عبارت‌اند از: «شرایط علی»، «راهبردها»، «شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر» و «پیامدها». این مرحله شامل ترسیم یک نمودار است که «الگوی کدگذاری» نامیده می‌شود.

در کدگذاری باز، کوچک‌ترین واحدهای مفهومی در داده‌های کیفی گردآوری شده از طریق مصاحبه، بر اساس سطوح عوامل علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، استراتژی‌ها و پیامدها در استراتژی گراندد تئوری، با رویکرد اکتشافی استخراج می‌شوند. نتایج حاصل از کدگذاری باز با استفاده از ابزار مصاحبه مشاهده می‌گردد که تعداد ۱۰۱ مفهوم از میان ۶۰۷ بخش از مصاحبه‌ها شناسایی شده است.

کدگذاری محوری

در کدگذاری محوری، مقوله‌های جدا از هم در چهارچوبی معنادار در کنار یکدیگر قرار می‌گیرند و روابط میان آن‌ها، به ویژه رابطه مقوله محوری با سایر مقوله‌ها، مشخص می‌شود. در این تحقیق برای کدگذاری محوری از پارادایم استرواس و کوربین استفاده شد. هدف از این مرحله از کدگذاری، برقراری رابطه بین طبقه‌های تولید شده در مرحله کدگذاری باز است. این عمل بر اساس مدل پارادایم انجام می‌شود و به نظریه‌پرداز کمک می‌کند که فرآیند ایجاد نظریه را به آسانی انجام دهد. کدگذاری محوری، منجر به ایجاد گروه‌ها و مقوله‌ها می‌شود. تمامی کدهای مشابه در گروه خاص خود قرار می‌گیرند. در این راستا، تمامی کدهای ایجاد شده دوباره بازبینی شده و با متون مقایسه می‌شود تا مطلبی از قلم نیفتد. نتایج حاصل از کدگذاری محوری نشان می‌دهد تعداد ۱۰۱ مفهوم در قالب ۱۱ مقوله دسته‌بندی شده‌اند.

بررسی مقولات به دست آمده در روش داده بنیاد:

پس از شناسایی مقولات توسط کدگذاری محوری می‌توان با استفاده از فراوانی کدهای داده شده به مقولات، اهمیت آن‌ها را مشخص نمود. خروجی نرم‌افزار مربوط به فراوانی کدهای داده شده به مقولات به تفکیک هر یک از مصاحبه‌شوندگان نشان می‌دهد که مقوله عوامل کلی بازار سرمایه با تعداد ۱۰۷

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر.../ فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

تکرار کد در رتبه اول می‌باشد، عوامل کلان با تعداد ۷۶ کد در رتبه دوم می‌باشد و اطلاعات و صورت های مالی شرکتی با ۶۸ کد در رتبه سوم قرار دارد.

علاوه بر بررسی تعداد کدهای اختصاص یافته به مقولات، می‌توان میزان درصد فراوانی تعداد مصاحبه شوندگانی که به هر مقوله اشاره کرده‌اند را نیز مورد بررسی قرار داد تا عمومیت و گستردگی طیف مقوله اشاره شده در میان همه افراد به دست آید. نتایج حاصل از خروجی نرم‌افزار در ادامه آورده شده است.

جدول ۳: توزیع فراوانی مصاحبه شوندگان به تفکیک شناسایی مقولات

مقوله	فراوانی	درصد
عوامل کلی بازار سرمایه	۳۸	۹۰,۴۸
معیار عملکردی بازار	۲۸	۶۶,۶۷
فرآیند و روش نظارتی بازار	۲۴	۵۷,۱۴
اطلاعات و صورت‌های مالی شرکتی	۲۴	۵۷,۱۴
عوامل کلان	۲۳	۵۴,۷۶
اطلاعات شرکتی	۲۰	۴۷,۶۲
سهامداران بازار	۲۰	۴۷,۶۲
نوسان قیمتی سهام	۲۰	۴۷,۶۲
نارسایی‌های بازار	۱۹	۴۵,۲۴
مدیریتی و کنترل شرکتی	۱۹	۴۵,۲۴
منابع خبری منتشر شده	۱۴	۳۳,۳۳
کل	۴۲	۱۰۰,۰۰

مشاهده می‌گردد که از تعداد کل ۴۲ مصاحبه‌شونده، ۳۸ نفر معادل ۹۰,۴۸ درصد به مقوله عوامل کلی بازار سرمایه اشاره داشته‌اند. لذا مقوله عوامل کلی بازار سرمایه، در تعداد تکرار کدها، و نیز از نظر عمومیت و فراگیری در پاسخگویان در اولویت بوده که نشان از اهمیت این مقوله می‌باشد. مقوله منابع خبری منتشر شده نیز توسط ۱۴ نفر از مصاحبه شوندگان معادل ۳۳,۳۳ درصد، اشاره شده که دارای کمترین درصد فراوانی می‌باشد.

به منظور سنجش پایایی مدل طراحی شده از شاخص کاپا استفاده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌گردد، محقق ۱۱ مفهوم و فرد دیگر ۱۰ مفهوم ایجاد کرده‌اند که از این تعداد ۹ مفهوم مشترک هستند. همان‌طور که دیده می‌شود مقدار شاخص کاپا برابر با ۰/۷۴۷ محاسبه شد که در سطح توافق معتبر قرار گرفته است. بنابراین، قابلیت اعتماد کدگذاری‌ها مورد تأیید است.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

جدول ۴. وضعیت تبدیل کدها به مفاهیم توسط محقق و فرد دیگر

		نظر محقق		
		بله	خیر	مجموع
نظر فرد دیگر	بله	A=۹	B=۱	۱۰
	خیر	C=۲	D=۰	۲
	مجموع	۱۱	۱	۱۲

$$\text{توافقات مشاهده شده} = \frac{A+D}{N} = \frac{9}{12} = 0.750$$

$$\text{رابطه (۱)} = 0.11 = \frac{A+B}{N} \times \frac{A+C}{N} \times \frac{C+D}{N} \times \frac{B+D}{N} = \frac{10}{12} \times \frac{11}{12} \times \frac{2}{12} \times \frac{1}{12}$$

$$K = \frac{\text{توافقات شناسی} - \text{توافقات مشاهده شده}}{\text{توافقات شناسی} - 1} = \frac{0.11 - 0.750}{1 - 0.11} = 0.747$$

جدول ۵: وضعیت شاخص کاپا

وضعیت توافق	مقدار عددی شاخص کاپا
ضعیف	کمتر از صفر
بی اهمیت	بین ۰ تا ۰,۲
متوسط	بین ۰,۲۱ تا ۰,۴
مناسب	بین ۰,۴۱ تا ۰,۶
معتبر	بین ۰,۶۱ تا ۰,۸
عالی	بین ۰,۸۱ تا ۱

همان طور که دیده می شود مقدار شاخص کاپا برابر با ۰/۷۴۷ محاسبه شد که با توجه به جدول ۷ در سطح توافق معتبر قرار گرفته است.

اشباع نظریه ای

رسیدن به کفایت و اشباع نظری، لزوماً پس از رعایت سه رویه کدگذاری باز، محوری و انتخابی حاصل نمی شود؛ بلکه پژوهشگر در حین گردآوری و تحلیل داده ها متوجه می شود که دیگر با داده های جدیدی

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

که متفاوت با داده‌های قبل باشد روبرو نیست و داده‌های جدید تکرار یافته‌های قبلی هستند. در پژوهش حاضر نیز در مصاحبه‌های چهارم و دوم داده‌ها تکرار شدند و مرحله جمع‌آوری مصاحبه به اتمام رسید.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر یک نظریه بنیادی از عوامل مؤثر بر تأخیر واکنش قیمت سهام را برای تمام شرکت‌ها با توجه به شرایط محیطی و ویژگی‌های شرکت‌های ایران ارائه کرده است.

در ادامه به بررسی بخش‌های مختلفی از مقوله‌های مدل طراحی شده پرداخته می‌شود که با توجه به محدودیت‌های موجود به چند نمونه از مقوله‌های شناسایی شده اشاره گردیده است.

شرایط علی:

۱- عوامل کلان:

۱- ۱ بودجه سالانه: این عامل سیاست‌های دولت را مشخص می‌کند و نتایج این سیاست ارتباط مستقیم با بازار سرمایه دارد هنگامی که دولت توجه ویژه‌ای به صنایع دارد واکنش قیمت سهام شرکت‌ها نسبت به زمانی که دولت به آن توجهی ندارد متفاوت است واگذاری شرکت‌های دولتی مستقر در بورس که از بخش اعظمی از بودجه استفاده می‌کنند تأثیر ملموسی بر اقتصاد بخش واقعی دارد.

۱-۲ حضور سرمایه‌گذاران خارجی: در قوانین کشور می‌بایست زمینه تسهیل راحت‌تر سرمایه‌گذار خارجی فراهم شود با تزریق سرمایه خارجی به بورس، این بازار رونق و شتاب بیشتری به خود می‌گیرد
۱-۳ اقتصاد پایدار: در این اقتصاد بسیاری از مولفه‌های از جمله رشد تولید، کاهش فقر، تولید ثروت و توجه به محیط‌زیست باید مدنظر قرار بگیرد در این اقتصاد قیمت سهام شرکت‌ها کمتر دچار تزلزل و رکود خواهد شد و سرمایه‌گذاران می‌توانند در اقتصاد پایدار به موقع تصمیم‌گیری نمایند.

۱-۴ دخالت سیاسی: حضور بخش اعظم حقوقی‌ها در بازار سرمایه به‌عنوان یکی از معضلات بورس ایران بشمار می‌رود در واقع با در اختیار داشتن ۲ اهرم قدرت و ثروت هر وقت بخواهند بازار را به هر سمت و سویی می‌کشانند. تبلیغات دولتمردان جهت جذب نقدینگی مردم در سنوات اخیر که با پارامترهای اقتصادی کشور هم‌خوانی نداشت. نهایتاً موجب ریزش شدید قیمت‌های سهام و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران را به همراه داشته است

۱-۵ تحریم: نقش تحریم در بازار ایران و به خصوص بازار سرمایه نمایان و مشهود است، تأمین مواد اولیه شرکت‌ها، دادوستدهای ریالی/ارزی، نقش و جایگاه استانداردها و پذیرش آن. همگی این‌ها چون

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

نشأت گرفته از تحریم‌ها بوده است موجب شده سرمایه‌گذار داخلی و خارجی نیز رغبت چندانی برای ورود به این بازار از خود نشان ندهد.

۲- سهامداران بازار:

۲-۱ افق سرمایه‌گذاری: در اغلب کشورهای دنیا به علت پیش‌بینی پذیر بودن شرایط اقتصاد البته فارغ از ۲ سال گذشته که بیماری کرونا بسیاری از معادلات را بهم زد سرمایه‌گذاری در بازه‌های زمانی بلندمدت و میان‌مدت انجام می‌گیرد اما در کشور ما به دلیل ریسک‌های سیستماتیک و نااطمینانی‌های موجود، سرمایه‌گذاران در دوره‌های کوتاه‌مدت اقدام به خرید سهام می‌نمایند.

۲-۲ آموزش سرمایه‌گذاران: رشد ثروت در بازار سرمایه بیش از هر چیز به رشد تخصص سرمایه‌گذار وابسته است ورود سرمایه‌گذاران هیجانی و به دور از هرگونه آموزش، مهارت، تجربه و تخصص منجر به تصمیم‌گیری ناصحیح در انتخاب سبد سهام شده و عکس‌العمل مناسب نسبت به خرید و فروش سهام ندارند

۲-۳ اخبار جهانی: رصد به موقع اخبار مسائل منطقه‌ای و جهانی، توجه به تحولات سیاسی و اقتصادی می‌تواند سرمایه‌گذار را در انتخاب تصمیم به موقع یاری نماید مثلاً اطلاع و آگاهی از آخرین اخبار مربوط به صنایع مختلف.

۲-۴ آگاهی و سواد مالی: سواد مالی اشاره به مدیریت درآمد، مدیریت بدهی، مدیریت پس‌انداز و به‌طور کلی برنامه‌ریزی صحیح، قضاوت آگاهانه و تصمیم‌گیری مؤثر درباره استفاده و مدیریت پول است بنابراین تشخیص و تحلیل به موقع قیمت سهام تأخیر واکنش قیمت سهام را کمتر خواهد کرد.

مقاله محوری:

۳- نوسان قیمت سهام:

در اغلب کشورها در طول زمان با رشد بازارهای مالی دامنه نوسان قیمت سهام افزایش پیدا می‌کند فایده اصلی این دامنه نوسان محافظت از سرمایه‌گذار، کاهش تلاطم بازار و کاهش دستکاری در قیمت‌ها است از طرفی مضرات این موضوع شامل تأخیر واکنش قیمت سهام، عکس‌العمل بیش اندازه و دخالت در معاملات می‌باشد.

۳-۱ تحلیل تکنیکال: بر ۳ اصل استوار است همه چیز در نمودار قیمت دیده می‌شود، قیمت‌ها طبق روند مشخصی حرکت می‌کند و تاریخ تکرار می‌شود. این تحلیل با نادیده گرفتن فاکتورهای کلان اقتصادی

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

و مسائل روان‌شناختی بازار ممکن است کمکی به سهامداران در اتخاذ تصمیم به موقع و بهنگام جهت قیمت سهام نکند.

۳-۲ رفتار هیجانی بازار : بخشی از افت شدید قیمت سهام شرکت‌ها به رفتار هیجانی معامله‌گران بازار بر می‌گردد این افراد به علت اینکه نتوانستند بازار را به خوبی تحلیل کنند، تبعیت و دنباله‌روی از سایر سهامداران و نداشتن علم و دانش کافی در بازار سرمایه تأثیر منفی بر بازار بورس خواهند گذاشت که پیامد این مسئله شامل: متضرر شدن خود سهامدار - افت و ریزش بازار - کاهش قیمت در بسیاری از نمادها- بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سرمایه

شرایط مداخلگر:

۴-منابع خبری منتشر شده:

۴-۱ شبکه‌های خبری و مجازی: وجود منابع خبری متنوع که در برگیرنده خبرهای موثق هستند کمک شایانی به سهامداران خواهد کرد تا در آن واحد تصمیم‌گیری نمایند و تأخیر واکنش قیمت سهام کاهش یابد. وجود سایت‌های مالی و گروه‌های تلگرامی اطلاعات به روز تر و قابل فهم در اختیار می‌گذارد

۴-۲ اخبار غیر حسابداری: در بازار بورس ایران اطلاعات غیر حسابداری بسیار مهم‌تر از اطلاعات حسابداری در شکل‌گیری قیمت سهام مؤثر است

۴-۳ صورت‌های مالی: ارائه صورت‌های مالی قابل فهم، مفید و صحیح در دوره‌های مالی مختلف تأثیر به‌سزایی بر قیمت سهام شرکت‌ها دارد، این موضوع منجر به عکس‌العمل سریع سرمایه‌گذار خواهد شد و در نهایت تأخیر واکنش را کمتر خواهد کرد.

شرایط زمینه‌ای:

۵-نارسایی‌های بازار:

۵-۱ عدم سواد مالی و مشاوره متخصص: در بازار بورس به دلیل نبود مشاوره باتجربه، عدم آگاهی مدیران و همین‌طور به‌روز نبودن متخصصان بورس، سرمایه‌گذار را با انبوهی از چالش روبه‌رو می‌کنند که قدرت تصمیم‌گیری به‌موقع را نخواهند داشت تحلیل‌های نادرست و بی‌حساب‌و‌کتاب توسط مشاورین و متخصصین ممکن است هزاران سهامدار را دچار گمراهی نماید.

۵-۲ دستکاری قیمت: سرمایه‌گذاران و به‌خصوص سرمایه‌گذاران نهادی وقتی احساس می‌کنند بعضی سهام سودآور است با دستکاری قیمت سعی می‌کنند با قیمت پایین این سهام جمع‌آوری و خریداری نمایند که با این شگرد سایر سهامداران خرد را دچار زیان می‌کنند و بی‌اعتمادی را به وجود می‌آورد.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

۳-۵ رانت اطلاعات: آگاهی و اطلاع مدیران یا افراد خاص از یک خبر که سایر افراد از آن بی‌خبر هستند این مسئله نشأت گرفته از عدم تقارن اطلاعاتی است که با تأخیر واکنش قیمت سهام رابطه مستقیم دارد.

مدیران و شخصیت‌های حقوقی سریع‌تر از سایر افراد به تمامی گزارشات دسترسی دارند و وجود قوانین و مقررات محکم و بازدارنده مانند حضور شرکت‌های تحلیلی زیر نظر نهادهای ناظر می‌تواند رانت اطلاعاتی از بین ببرد.

از دیگر موارد می‌توان به حضور یکسری از سرمایه‌گذاران با انگیزه سفته‌بازی، واژه‌ها و الفاظ منتشر شده از سوی مسئولین کشوری و همین‌طور اخبار خوب و بد اشاره کرد که مدیران معمولاً اخبار خوب را سریع‌تر اعلام می‌کنند و با دیر اعلام نمودن اخبار بد تأخیر واکنش قیمت سهام نیز بیشتر خواهد شد.

۴-۵ عدم تقارن اطلاعات: عدم دسترسی همه سرمایه‌گذاران به کلیه اطلاعات پدیده عدم تقارن اطلاعات را شکل می‌دهد در بازارهای غیرکارا عدم تقارن اطلاعات وجود دارد و با تأخیر مواجه هستیم در واقع هر چقدر عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد تأخیر واکنش قیمت سهام نیز بیشتر است.

در مبحث عدم تقارن اطلاعاتی مدیران محافظه‌کار تمایل چندانی به شفافیت ندارند و روی فضای خاکستری اطلاعات تمرکز بیشتری دارند در نتیجه تأخیر در آن شرکت‌ها بیشتر است.

پیامد:

۶-عوامل کلی بازار سرمایه:

۱-۶-خصوصی‌سازی: روند خصوصی‌سازی شرکت‌ها و خارج نمودن آن از مالکیت دولتی به مالکیت خصوصی در بازار بورس می‌تواند پیامدهای مثبتی به همراه داشته باشد از جمله: هزینه تولید کمتر، قابلیت دسترسی به تکنولوژی جدید، جذب سرمایه‌گذار خصوصی داخلی و خارجی، کاهش فشار هزینه شرکت‌های دولتی بر بودجه عمومی دولت و افزایش رقابت بین شرکت‌ها

۲-۶-تغییرات شاخص بورس: شاخص‌های بورس در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش ایفا می‌کنند در واقع با بررسی وضعیت گذشته و حال می‌توان روند آینده بورس را پیش‌بینی کرد با دنبال نمودن این شاخص‌ها سهامدار می‌تواند در بهترین زمان ممکن در خصوص قیمت سهام تصمیم‌گیری نماید.

۳-۶-ریسک سیستماتیک: این نوع ریسک که شامل جنگ، نرخ بهره، تورم و تحریم‌های سیاسی و اقتصادی است هم غیر قابل پیش‌بینی و هم غیر قابل اجتناب است در ایران این مسئله پررنگ و به وضوح بر بورس تأثیرگذار است بنابراین به تبع آن قیمت سهام دچار فراز و فرود خواهد شد.

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

۴-۶- سهام شناور: شرکت‌هایی که میزان شناوری آن‌ها کمتر از ۲۵ درصد است از فهرست شرکت‌های بورسی حذف می‌شوند در نقطه مقابل اگر سهمی شناوری زیاد داشت زودتر و سریع‌تر عرضه می‌شود در نتیجه تعداد سهامداران مردمی بیشتر خواهد شد و امکان دستکاری قیمت توسط تصمیم‌گیرندگان شرکت کاهش می‌یابد در شرکت‌های با سهام شناوری بالا به راحتی نمی‌توان معاملات سهام را تحت تأثیر قرارداد در چنین شرکت‌هایی حجم بالای معاملات مانع از نوسانات زیاد سهام می‌شود.

۵-۶ شفافیت: اگر در بازار سرمایه انعکاس اطلاعات شفاف و به روز با تأخیر انجام شود اصطکاک‌هایی در تعدیل قیمت سهام رخ می‌دهد. تعدادی از مدیران توانا و خوش‌نام به دلیل ارزش‌های اخلاقی، حفظ شهرت و موقعیت تمایل به افشاء اطلاعات مالی به صورت شفاف و روشن دارند

نمادهای قانون‌گذار از جمله قوانین تجاری، جزایی و مدنی باید از شفافیت صورت‌های مالی، اطلاعیه‌های منتشر شده و شفافیت عملکرد شرکت در بازار سرمایه حمایت کنند.

برای پیش‌بینی تأخیر واکنش قیمت سهام قاعداً باید یک ساختار اقتصادی دارای شفافیت کامل مالی با اطلاعات حسابداری حسابرسی شده توسط مؤسسات حسابرسی معتبر و با کیفیت بالا و نهایتاً یک بازار کارا وجود داشته باشد.

۷- فرایند و روش نظارت بازار:

۱-۷ تصمیمات بازار سرمایه: از طریق سازمان بورس که یک نهاد ناظر و مجری بازار سرمایه می‌باشد می‌توان تصمیماتی منطبق با قوانین برای بازار سرمایه از بعد نظارت و کنترل گرفت تا از رانت و افشای اخبار رانتی بین یک عده یا یک گروه و همچنین از گسترش جو احساسات و شایعات جلوگیری کرد.

۲-۷ اعتمادسازی و جلوگیری از رانت: تأخیر واکنش قیمت سهام که به عدم کارایی بازار بر می‌گردد رشد اقتصادی را با وقفه و حرکت کند رو به رو می‌کند و به تبع آن بی‌اعتمادی در جامعه و بازار سرمایه را نیز به همراه خواهد داشت.

راهبردها:

۸- **اطلاعات شرکت شامل:** قراردادهای مربوط به شرکت، دارایی‌های موجود در شرکت (مشهود و نامشهود)، کمیته ریسک شرکت، نوع شرکت، بازده سهام شرکت، مدیریت سود، پایداری سود، ارزش شرکت و نوع شرکت که جمله این موارد برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده تأخیر واکنش قیمت سهام مدنظر قرار می‌گیرد.

۹-اطلاعات و صورتهای مالی شرکت :

استانداردهای گزارش شده شرکت: هماهنگی و همخوانی گزارشات مالی شرکتها از جمله با استانداردهای بین المللی می تواند زمینه جذب سهامداران را فراهم و ارتباط آنها با بازارهای بین المللی را تقویت کند در واقع ارائه گزارشات مالی قابل فهم و مفید طبق استانداردهای پذیرفته شده منجر به کاهش شکاف اطلاعاتی بین دارندگان اطلاعات و سرمایه گذاران می شود.

همچنین برای کنترل تاخیر واکنش قیمت سهام، اطلاعات غیر مالی، محافظه کاری، محتوای اطلاعاتی، کیفیت اقلام تعهدی، بهنگام بودن گزارشات، کیفیت سود شرکت، مربوط بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات و کیفیت اطلاعات مالی به عنوان مهم ترین عوامل شناخته شده اند.

۱۰- مدیریت و کنترل شرکت: شامل مفاهیمی از جمله انتصاب های مدیریتی، ساختار مالکیت، ویژگی مدیرعامل، ویژگی هیئت مدیره، رفتار مدیران، حسابرسی شرکتها و حاکمیت شرکتی می باشد.

۱۱- معیار عملکردی بازار: در این معیار مؤلفه های مربوط به بازار مانند: نوع بازار، حجم مینا، ساختار بازار، توسعه یافتگی بازار سهام، معاملات بازار، نقدشوندگی بازار و سطح کارایی بازار به عنوان راهبردهایی تأخیر واکنش قیمت سهام شناخته شده اند.

این الگوی مفهومی در نهایت نشان داده است افزایش پیش بینی تأخیر واکنش قیمت سهام، پیامدهای مثبتی هم در داخل شرکت، هم در بازار سرمایه و هم در کل اقتصاد دارد.

برای انجام دادن پژوهش های آتی پیشنهاد می شود این نظریه بنیادی در خصوص عوامل مؤثر بر پیش بینی تأخیر واکنش قیمت سهام با داده های کمی آزمون شود. همچنین، پیشنهاد می شود الگوی زمینه بنیادی برای عوامل مؤثر بر پیش بینی تأخیر واکنش قیمت سهام با منشأ درونی و منشأ بیرونی به طور مجزا ارائه شود. محدودیت کلی در انجام پژوهش حاضر دسترسی نداشتن به برخی افراد خبره برای انجام مصاحبه بود و در صورت دسترسی هم، برخی از آنها از مصاحبه و پاسخگویی امتناع می کردند.

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

منابع

- ۱) افروزی، مصطفی. شمس قارنه، ناصر. وفایی قائینی، وحید. (۱۳۹۸). ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام و ساختار گزارشات مالی شرکت‌ها. چشم‌انداز مدیریتی مالیاتی. ۹ (۲۸). شماره پیاپی ۲۸. صص ۳۹-۶۳
- ۲) افلاطونی، عباس (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین عامل‌های ریسک تأخیر حسابداری و غیر حسابداری قیمت سهام با نوسانات صرف ریسک سال آتی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۶(۲۳)، ۲۲-۴۲.
- ۳) بنی‌مهد، بهمن. عربی، مهدی و شیوا حسن‌پور. (۱۳۹۶). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری. چاپ چهارم، انتشارات ترمه، تهران.
- ۴) دانایی‌فرد، حسن و مجتبی امامی. (۱۳۸۶). استراتژی‌های پژوهش کیفی: تأملی بر نظریه‌پردازی داده‌بنیاد. اندیشه مدیریت، سال اول، شماره دوم، صص ۶۹-۹۷.
- ۵) رباط‌میلی. مزگان، علوی‌طبری. حسین، ثقفی. علی (۱۳۹۳). کیفیت اطلاعات حسابداری و تعدیل قیمت سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۴)، صص ۴۵-۲۱.
- ۶) رضازاده. ناصر (۱۳۹۶). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر تأخیر واکنش قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت در توسعه پایدار با تأکید بر اقتصاد مقاومتی، صص ۳۰-۱۵.
- ۷) سجادی، سیدحسین و توحید کاظمی. (۱۳۹۵). الگوی جامع گزارشگری مالی متقلبانه در ایران به روش نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان. فصلنامه علمی و پژوهشی پژوهش‌های تجربی حسابداری. سال ششم، شماره ۲۱، صص ۱۸۵-۲۰۴.
- ۸) غلامی‌نژاد، علی (۱۳۹۷). گردش مالی سهام، ویژگی‌های سهام مبادله شده و تأخیر در تعدیل قیمت سهام. پایان‌نامه رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی سبزوار، دانشکده علوم انسانی.
- ۹) مرادزاده فرد، مهدی (۱۳۹۹). ساختار رقابت صنعت، قدرت بازار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی). ۱۲ (۴۷). صص ۲۱۵-۲۳۸.
- ۱۰) مشایخی، بیتا. مهرانی، کاوه. رحمانی، علی. مداحی، آزاده. (۱۳۹۲). تدوین مدل کیفیت حسابرسی. فصلنامه بورس و اوراق بهادار. ۶(۲۳). صص ۱۰۳-۱۳۷.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهل و نه / زمستان ۱۴۰۰

- (۱۱) نوری فرد، یداله و حسن چناری بوکت. (۱۳۹۵). تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال هفتم، شماره سیزدهم، صص ۲۹-۴۴.
- 12) Beekes, W., & Brown, P. R. (2007). "On the timeliness of price discovery". Available at SSRN 938982.
- 13) Chen, J., Dong, W., Li, S., & Zhang, Y. (2018). Perceived audit quality, state ownership, and stock price delay: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(1-2), 253-275
- 14) Chiang, T.C., Nelling, E., Tan, L. (2008). The speed of adjustment to information: Evidence from the Chinese stock market. *International Review of Economics & Finance*, 17(2), 216-229.
- 15) Dumitrescu A, Zakriya M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social Performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol 67. 101-871.
- 16) Fang T-Yi, Lin F, Lin S-Wei, Huang Yi-H. (2020). The association between political connection and stock price crash risk: Using financial reporting quality as a moderator. *Finance Research Letters*. 34. 101-267.
- 17) Qian, M., Sun, P.-W., & Yu, B. (2017). High turnover with high price delay? Dissecting the puzzling phenomenon for China's A-shares. *Finance Research Letters*. 22, 105-113.
- 18) Ryu, D., Park, S. G., & Yang, H. (2017). Noise Traders, Mispricing, and Price Adjustments in Derivatives Markets.
- 19) Shahab Y, Ntim C G, Ullah F, Yugang C, Ye Z. (2020). CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter. *International Review of Financial Analysis*. 68. 101457.
- 20) Sharpe, W. (2017). Capital market theory, efficiency, and imperfections. *quantitative financial analytics: The path to investment profits*, chapter 10, pages 445-510 World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd

ارائه الگویی برای پیش‌بینی تأخیر... / فرامرزی، بحری ثالث، جبارزاده کنگرلویی و آشتاب

یادداشت‌ها:

-
- 1 Easley
 - 2 Hou and Moskowitz
 - 3 Lambert
 - 4 Akins
 - 5 Callen
 - 6 Ryu
 - 7 Chiang
 - 8 Sharpe
 - 9 Eyster
 - 10 Fang
 - 11 Shahab
 - 12 Huang
 - 13 undervalued firms