



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هشتم / شماره سی‌ویکم / پاییز ۱۳۹۸

اثر متفاوت اندازه شرکت‌ها بر رابطه بین بازده متعارف، بازده نامتعارف و باور ناهمگن سرمایه‌گذار

مریم صفرپور

دانشجوی دکتری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران
m.safarpoor93@gmail.com

رویا دارابی

دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
royadarabi110@gmail.com

محسن حمیدیان

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران
hamidian_2002@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۷/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۰/۱۲

چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین بازده متعارف، بازده نامتعارف و باور ناهمگن سرمایه‌گذار هست. برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها، بازده نامتعارف از مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ، بازده متعارف از تفاوت بین نوسان بازده و نوسان بازده نامتعارف و باور ناهمگن از طریق به دست آوردن قیمت نسبی (مدل بی‌بایس، ۲۰۰۸) استفاده شده است. تعداد ۱۱۰ شرکت در بازار سرمایه ایران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ به‌عنوان جامعه آماری، مورد بررسی قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج بررسی نشان می‌دهد که بازده متعارف و نامتعارف سهام بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد و تأثیر این دو متغیر بر باور ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک، بیشتر است؛ بنابراین اجزای بازده سهام می‌تواند باور سرمایه‌گذار را تحت تأثیر قرار دهد و در تصمیم‌گیری بابت سرمایه‌گذاری به چالش بکشد.

واژه‌های کلیدی: اندازه شرکت، بازده متعارف، بازده نامتعارف، باور ناهمگن سرمایه‌گذار.

۱- مقدمه

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد (به منفعت و سودی که از یک سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود بازده می‌گویند). بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند. سرمایه‌گذار با توجه به بازده و نوسانات آن تصمیم به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها می‌کند. نوسان بازده، یک معیار آماری از پراکندگی بازده سهام است. نوسان پذیری هم می‌تواند با استفاده از انحراف معیار یا واریانس قیمت یا بازده سهام یا شاخص بازار به دست آید. معمولاً، هرچه نوسان پذیری بازده اوراق بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار پرخطرتر خواهد بود.

نوسان بازده سهام را می‌توان به دو جزء نوسان بازده متعارف و نامتعارف تقسیم کرد. به‌طور مرسوم نوسان بازده نامتعارف، ریسک نامتعارف را اندازه‌گیری می‌کند (سانگ، ۲۰۱۳، ۳) که از طریق تنوع‌بخشی مناسب پرتفوی سهام، قابل حذف است و نوسان بازده متعارف، تفاوت بین نوسان بازده و نوسان بازده نامتعارف می‌باشد. نتایج پژوهش‌هایی از جمله چن و همکاران (۲۰۱۲) و راجکوپال و ونکاتاجالام (۲۰۱۱) نشان داده‌اند که بهبود کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند به کاهش نوسان بازده نامتعارف سهام منجر شود. به‌عبارت‌دیگر افشای رویه‌های حسابداری مرتبط با سود منجر به کیفیت مطلوب‌تر گزارشگری مالی شده که این امر بر محیط اطلاعاتی و ریسک شرکت تأثیرگذار بوده و باعث کاهش نوسان بازده نامتعارف سهام می‌شود.

طبق نظریه‌های کلاسیک (مطلوبیت و رقابت)، یک سرمایه‌گذار کاملاً عقلایی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت اما تحقیقات نشان می‌دهند که اغلب سرمایه‌گذاران حتی ماهرترین آنان در تصمیم‌گیری‌های خود بر احساسات تکیه می‌کنند. از این‌رو رفتار سرمایه‌گذاران در بورس و نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازار مالی از خود بروز دهند. حتی هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعات عمومی در اختیار دارند ممکن است این اطلاعات را به روش‌های مختلف تفسیر کنند و این ممکن است بر بازده سهام تأثیرگذار باشد. میلر (۱۹۷۷). در تئوری دیگری مطرح شد که باورهای ناهمگن بین سرمایه‌گذاران باعث ایجاد عدم اطمینان و افزایش ریسک و بازدهی بالاتری طلب می‌شود. ویلیام (۱۹۷۷).

امروزه ایده، رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر سازی مطلوبیتشان هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار، کافی نیست. حتی شواهدی وجود دارد که بر اساس آن‌ها بسیاری از الگوهای مالی رفتاری که ریشه در اعماق ذات افراد دارند، به‌سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد. از علل توجه رو به گسترش به مالی رفتاری، فهمیدن بهتر رفتار سرمایه‌گذاران است. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجاکه خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد، بنابراین بر گزینه‌های مالی اثرگذارند. ارتباط بین علم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به‌عنوان روانشناسی مالی معروف شده است،

باعث شده که محققان بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آن‌ها در شرایط مختلف به عمل آورند. بدون شک از دید یک سرمایه‌گذار در عمل هیچ چیز شیرین‌تر از کشف روندهای موجود در بازار و کسب بازده نیست. جدای از جذابیت‌های عملی و پرسود شناسایی این‌گونه روندها برای سرمایه‌گذاران فعال در بازار، شناخت چنین روندهایی از دید محققان و پژوهشگران علاقه‌مند در زمینه مسائل اقتصادی بسیار پراهمیت است. کشف زوایای پنهان بازارهای مالی و مقایسه نتایج واقعی موجود در یک قلمرو زمانی و مکانی خاص با مفاهیم و تئوری‌های ارائه‌شده در طول زمان بر پایه مفروضات خاص (و بعضاً غیرواقعی) و در نهایت دستیابی به درک و شناخت عمیق‌تر و وسیع‌تر پیرامون آن تئوری یا مفهوم ضروری است. نظریه‌های اقتصاد عمدتاً بر این مبنا تدوین می‌شوند که افراد به شکلی معقول رفتار می‌کنند و اطلاعات موجود در روند سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. این فرض مبنای نظریه کارایی بازار است. اما تحقیقات نشان می‌دهد مدارکی وجود دارد که ثابت می‌کند رفتار معقول آنقدر که ما تصور می‌کنیم، فراگیر نیست. تحقیق درباره رفتار سرمایه‌گذاران بر نحوه تاثیر احساسات انسان‌ها بر روند تصمیم‌گیری آنها تاکید دارد. در حوزه سرمایه‌گذاری و رفتار با پول، ما همواره آنقدر که تصور می‌کنیم معقول عمل نمی‌کنیم و دقیقاً به همین دلیل حوزه‌ای خاص از تحقیقات وجود دارد که در آن رفتار گاه عجیب افراد در این زمینه‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرند. در مقاله حاضر به رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی اشاره می‌شود. با توجه به تاثیر رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری، در این پژوهش سعی شده ارتباط اجزای بازده بر رفتار و باور ناهمگن سرمایه‌گذار بررسی شود و به این سؤال پاسخ داده شود که آیا بازده سهام شرکت‌ها با اندازه مختلف می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذار و در نهایت بر تصمیم‌گیری آنها تأثیر بگذارد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی هست. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند (تلنگی، ۱۳۸۳، ۱۱). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، دیگر آربیتراژگران منطقی، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند. بنابراین قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند. کیم و ها^۱ (۲۰۱۰، ۱). اما شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند. سرمایه‌گذاران دیدگاه‌های مختلفی نسبت به ارزش‌داری‌ها دارند. حتی هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعاتی عمومی را در اختیار دارند، ممکن است این اطلاعات را به روش‌های مختلفی تفسیر یا استفاده کنند و این ممکن است بر بازده سهام تأثیرگذار باشد.

همه‌ی سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را با شیوه یکسان تجزیه و تحلیل می‌کنند و دیدگاه اقتصادی مشابه درباره‌ی دنیا دارند، این موضوع به برآوردهای یکسان از توزیع احتمال جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار موجود منجر می‌شود. این فرض غالباً به انتظارات همگن یا باورهای همگن معروف است، اما می‌دانیم که در دنیای واقعی چنین نیست. همه سرمایه‌گذاران دارای باورهای یکسان درباره‌ی بازار نیستند و همه آن‌ها پرتفوی بازار را نگهداری نمی‌کنند. به همین دلیل به مدل‌هایی نیازمندیم که بتوانند این ناهمگونی رفتاری میان سرمایه‌گذاران را توجیه کنند (تلنگی، ۱۳۸۳، ۳).

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک داشته‌اند. از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین نماید، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان مالی رفتاری مطرح شد. از بنیان‌گذاران این حوزه روانشناس معروف دانیل کانمن است که در سال ۲۰۰۵ به خاطر ارائه مدل‌هایی برای تبیین رفتار سرمایه‌گذاران تحت شرایط عدم اطمینان، به دریافت جایزه‌ی نوبل اقتصادی نائل شد. مالی رفتاری شاخه‌ای از علوم رفتاری است که در دو دهه اخیر تمرکز بسیاری از مباحث مالی، تحلیل‌های آماری و اقتصادسنجی بر روی قیمت و سود به سمت روانشناسی انسانی تغییر داده است و با نگاهی بارزتر به تبیین و توضیح رفتار مالی می‌پردازد (سینایی، ۱۳۹۴، ۷۳).

نوسان بازده سهام می‌تواند بر عوامل مختلفی نظیر پاداش مزایای مدیران، ریسک پرتفوی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه شرکت‌ها و... در بازار سرمایه تأثیرگذار باشد. شان و همکاران^آ (۲۰۱۳) معتقدند که نوسان بازده سهام برای مدیران، سهام‌داران، سرمایه‌گذاران به دلایلی از جمله وجود ارتباط بین ریسک و هزینه سرمایه، ارتباط قیمت اختیار خرید سهام با نوسان بازده سهم، میزان کارایی پاداش‌های مبتنی بر قیمت سهام می‌تواند با اهمیت باشد. با توجه به اینکه نوسان بازده نامتعارف برای موضوعاتی نظیر تنوع‌بخشی پرتفوی سهام، مدیریت پرتفوی، رابطه بین ریسک و ارزیابی اختیار خرید سهام دارای پیامدهایی است. بررسی و درک این الگوهای زمانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. برانت و همکاران^ب (۲۰۱۰) نشان دادند که افزایش و کاهش در نوسان بازده نامتعارف سهام تا قبل از سال ۲۰۰۶ مربوط به معاملات سهام کم قیمت‌گذاری شده به وسیله سرمایه‌گذاران جز است. ژانگ^ج (۲۰۱۰) این دیدگاه‌ها را به چالش کشیده معتقد است که بیشتر این افزایش و کاهش‌ها از طریق عوامل بنیادی به‌ویژه عدم اطمینان در زمینه‌های جاری و رشد سود آتی توضیح داده می‌شود. چن و همکاران^د (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که کیفیت پایین اطلاعات منجر به نوسان بیشتر بازده نامتعارف خواهد شد و این کیفیت پایین اطلاعات به دلیل نوسان یا تغییرپذیری اقلام تعهدی است (عرب صالحی، ۱۳۹۴، ۱۴۶).

اندازه شرکت بیانگر حجم و گستردگی شرکت است. اندازه شرکت از طریق میزان فروش شرکت، ارزش روز یا دفتری مجموع دارایی‌های شرکت، ارزش بازار یا دفتری سهام عادی، ارزش بازار یا دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام، تعداد کارکنان یا ترکیبی از این عوامل اندازه‌گیری می‌شود. در این پژوهش برای تعیین اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت استفاده شده است (طرفی، ۱۳۸۵، ۶۲).

با توجه به پیچیده‌تر شدن بازارهای مالی در عصر حاضر و نیاز به مطالعه اثر عوامل متعدد بر بازده و قیمت سهام و همچنین فهم و پیش‌بینی نتایج حاصل از فرآیندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری (مالی رفتاری)، پژوهش درباره اثره تأثیر بازده متعارف و نامتعارف بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار ضرورت پیدا می‌نماید. این پژوهش برای اولین بار است که اجزای سهام را مورد مطالعه قرار می‌دهد و تأثیر آن را بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار می‌سنجد.

پنگ^۶ (۲۰۱۷) به مطالعه اقلام تعهدی حسابداری، باور رفتاری سرمایه‌گذار و اجزای بازده پرداخت. نتایج نشان داد که بین اقلام تعهدی و باور سرمایه‌گذار رابطه معنی‌دار وجود دارد و ارتباط آن‌ها بر اجزای بازده سهام اثر می‌گذارد.

یانگ منگ^۷ (۲۰۱۶) به مطالعه "اقلام تعهدی حسابداری، باورها سرمایه‌گذار ناهمگن و بازده سهام" پرداخت و بررسی چگونگی اینکه تعهدات حسابداری یک شرکت چگونه ناهمگونی از باورهای سرمایه‌گذار و بازده آتی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نتایج نشان داد که سطح ناهمگونی باور سرمایه‌گذار در ارزش شرکت بالاتر از زمانی است که شرکت افزایش تعهدات حسابداری را تجربه می‌کند همچنین بازده آتی سهام پس از اعلام سود کمتر از اقلام تعهدی ناشی ناهمگونی باور سرمایه‌گذار به یک درجه بزرگ‌تر افزایش می‌یابد. درنهایت که اقلام تعهدی بر باورهای سرمایه‌گذار ناهمگن در بازده آتی سهام مؤثر است.

جیانگ و ژانگ^۸ (۲۰۱۶) به بررسی اثر انتخاب رویه‌های حسابداری داراییهای بلندمدت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکتها در این داراییها پرداختند و نشان دادند زمانی که سودآوری این قبیل داراییها بالا باشد، تمایل به بیش سرمایه‌گذاری مشاهده میشود و برعکس وقتی که سودآوری این داراییها کم است، تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد وجود دارد.

بکر و چوی^۹ (۲۰۱۶) در مطالعه ای تاثیر عوامل روانی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام مالزی را با استفاده از پرسش نامه‌هایی که بین ۲۰۰ سرمایه‌گذاران در مناطق دره کالنگ و پاهانگ بین سنین ۱۸-۶۰ سال که در بازار سهام مالزی درگیر معامله سهام بودند، بررسی کرده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بیش اطمینانی، محافظه‌کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد درحالی که رفتار توده وار است، تاثیر معنا داری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد.

هافمن و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۵) به بررسی نقش باورها و ترجیحات سرمایه‌گذاران بر شکل دهی ریسک و بازده پرداختند، نتایج پژوهش نشان داد که باورهای گذشته سرمایه‌گذاران درباره بازده گذشته بر نوسان ریسک و بازده مورد انتظار تاثیر دارد.

دهاویی^{۱۱} (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین حجم معاملات و شک های بازار سهام پرداخت. نتایج نشان داد که در دوره های خوش بینانه سرمایه گذاران هوشیارانه و زیرکانه عمل می کنند و در دوره های بدبینی و نرمال، دقت کمتری دارند.

ایکدا و ژانگ^{۱۲} (۲۰۱۳) "ارتباط میان باورهای ناهمگن و بازده آتی سهام با در نظر گرفتن ممنوعیت فروش استقراری و ویژگی‌هایی از قبیل اندازه، اهرم، نسبت ارزش دفتری به بازار و شتاب در بازار چین" مورد آزمون قرار دادند. نوعی از مدل فاما و فرنچ با این فرضیه همراه است که سرمایه‌گذاران مختلف باورهایشان را در یک قالب همگن شکل می‌دهند. این فرضیه بیان می‌کند که همه سرمایه‌گذاران به نتیجه یکسانی درباره‌ی ارزش بنیادی یک سهم دست می‌یابند. حتی اگر مجموعه اطلاعات مشابهی به صورتی یکسان توسط همه سرمایه‌گذاران قابل دسترسی باشد، تخمین آن‌ها از سودآوری آینده یک شرکت ممکن است توسط بازتاب اولویت‌های مختلف، عوامل تنزیلی، محدودیت نقدینگی، افق‌های سرمایه‌گذاری و ویژگی‌های رفتاری مختلف، تغییر کند. به نظر می‌رسد که ناهمگونی در باورها، عامل از دست‌رفته مهمی در مدل‌های فاما فرنچ باشد.

چن و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۱)، نشان دادند، گرایش احساسی ایجاد شده با بازده فعلی و آتی سهام ارتباط دارد. وو و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۰) نشان دادند که سهم‌هایی با ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی‌تر است، بیشتر تحت تأثیر گرایش‌های احساسی قرار می‌گیرند.

لینگ و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۰) در پژوهشی، ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و بازده‌های سه‌ماهه بعدی در بازار خصوصی و عمومی پیدا کردند.

درخشنده و همکاران (۱۳۹۶) به ارزیابی نقش باورهای سرمایه‌گذاران بر جهت‌گیری قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که باورهای خوش بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران بر روند معاملات بازار به ترتیب تأثیر مثبت و منفی دارد.

گرچی زاده (۱۳۹۶) به بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی می‌پردازد. در راستای این بررسی به ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. داده‌ها از طریق پرسش‌نامه جمع‌آوری گردیده و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه میزان رابطه میان متغیرها اندازه‌گیری شده است.

نتایج به دست آمده نیز حاکی از این موضوع است که به ترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس‌انداز، سالهای حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه‌گذاری بیشترین تأثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار دارا می‌باشند.

بشیری منش (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی نقش احساس در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداخت. نتایج نشان می‌دهد که حالات و احساسات سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری درباره خرید و فروش سهام بر منطق تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر به‌سزایی دارد.

محمدی پور (۱۳۹۵) به ارزیابی عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت، نتایج نشان داد، اثر سواد مالی، ادراک ریسک، احساسات، مادی‌گرایی و ارزش پول بر تصمیم‌گیری مثبت و معنادار است.

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام پرداختند. نتایج تجربی پژوهش حاضر نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات باثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد؛ درحالی‌که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی که عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.

صالحی (۱۳۹۴) به بررسی "بررسی اثر تغییرپذیری اقلام تعهدی و اجزای بنیادی و اختیاری آن بر نوسان بازده متعارف و نامتعارف آتی سهام" پرداخت. ادبیات موجود نشان می‌دهد که بهبود کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند به کاهش نوسان بازده نامتعارف سهام منجر شود. کیفیت گزارشگری مالی نیز متأثر از تغییرپذیری اقلام تعهدی است.

اردکانی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران بیان می‌کنند که با وقوع رویدادهای ناگهانی، نوسان‌های بازده افزایش می‌یابد. همچنین بر اساس نتایج پژوهش، درباره اخبار مطلوب و واکنش سرمایه‌گذاران منطبق بر پیش‌بینی فرضیه مطالعات مبهم است.

وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس تهران پرداخت و به این نتیجه دست یافت که سرمایه‌گذاران بعد از اخبار خوب یا بد، در بازه‌های مختلف متفاوت عمل می‌کنند.

طالب‌نیا و تختایی (۱۳۹۳) به ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که بین اطلاعات مالی و هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. نتایج از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی با بازده سهام دارد.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به "بررسی محتوای اطلاعاتی نوسانات توضیح داده نشده بازده سهام" پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود از مدل فاما و فرنچ برای اندازه‌گیری نوسانات توضیح داده نشده بازده سهام استفاده کردند. نتایج بررسی آن‌ها در طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ نشان داد که نوسانات توضیح داده نشده بازده سهام با اندازه شرکت رابطه مثبت و با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازدهی رابطه منفی دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر تئوریک جزء پژوهش اثباتی و از منظر استدلال نیز جزء پژوهش قیاسی - استقرایی است. همچنین، روش‌شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی هست؛ بدین معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پروژه با استفاده از داده‌های جمع‌آوری‌شده، به بررسی، تحلیل داده‌ها و تخمین الگوی معرفی‌شده با استفاده از نرم‌افزار EviewsY پرداخته می‌شود و با برآورد معادله موردنظر، ارتباط بین متغیرها، موردبررسی قرار گرفته است. در ابتدا مدل موردبررسی قرار می‌گیرد. سپس قبل از تخمین مدل لازم است نرمال بودن متغیرها موردبررسی قرار بگیرد؛ که در پژوهش حاضر برای تشخیص نرمال بودن از آزمون جارکوبرا استفاده شده است. بعد از اینکه نرمال بودن متغیرها موردبررسی قرار گرفت حال نوبت آن رسیده است که روش تخمین گردد. داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد؛ اما قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵٪ باشد از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل اثرات تصادفی و اثرات ثابت می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین این‌که از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. پس از آن نتایج آزمون‌ها ارائه می‌شوند که با استفاده از آن‌ها می‌توان به نتایج موردنظر دست‌یافت و صحت و وسقم فرضیات خود را آزمون نمود.

جامعه آماری این تحقیق شامل تمام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه ایران و دوره مورد مطالعه، یک دوره زمانی ده‌ساله از سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. به علت وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شد و نمونه مطالعه با توجه به آن انتخاب شد:

- ۱) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
- ۲) شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۳) اطلاعات مالی موردنیاز به‌منظور استخراج داده‌های موردنیاز در دسترس باشد.
- ۴) تا پایان سال مالی ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۵) از آنجایی‌که برای محاسبه اندازه شرکت، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام باید محاسبه گردد، سهام شرکت در طول سه ماه آخر هر سال باید حداقل یک‌بار معامله شده باشد.
- ۶) جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است. بر اساس شرایط بیان‌شده، تعداد نمونه شرکت‌ها ۱۱۰ شرکت می‌باشد.

۳-۱- مدل آماری

مدل آماری فرضیه‌های پژوهش در زیر آورده شده است.
فرضیه ۱: نوسان بازده متعارف آتی سهام بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار تأثیر دارد.

مدل (۱):

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Sys Vol } I_{i,t+1} + \alpha_2 \text{ ROE } I_{i,t} + \alpha_3 \text{ Ret } I_{i,t} + \alpha_4 \text{ Size } I_{i,t} + \alpha_5 \text{ Lev } I_{i,t} + \alpha_6 \text{ BM } I_{i,t} + \epsilon_{it}$$

فرضیه ۲: نوسان بازده نامتعارف آتی سهام بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار تأثیر دارد.

مدل (۲):

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Idios Vol } I_{i,t+1} + \alpha_2 \text{ ROE } I_{i,t} + \alpha_3 \text{ Ret } I_{i,t} + \alpha_4 \text{ Size } I_{i,t} + \alpha_5 \text{ Lev } I_{i,t} + \alpha_6 \text{ BM } I_{i,t} + \epsilon_{it}$$

Idios Vol $I_{i,t+1}$: نوسان بازده نامتعارف سهام شرکت در سال $t+1$.

Sys Vol $I_{i,t+1}$: نوسان بازده متعارف سهام شرکت در سال $t+1$.

VACC $I_{i,t}$: لگاریتم تغییرپذیری اقلام تعهدی شرکت در سال t .

Lev: اهرم مالی.

size: اندازه شرکت.

ROE $I_{i,t}$: بازده حقوق صاحبان سهام شرکت است که برابر با سود خالص دوره جاری تقسیم بر حقوق صاحبان سهام دوره قبل.

Ret: بازده سالانه سهام شرکت در سال t .

BM $I_{i,t}$: رشد شرکت است که برابر با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت می‌باشد

$P_{i,t}$: قیمت نسبی (باور سرمایه‌گذار ناهمگن).

E: عنصر خطاست.

لازم به ذکر است که معادلات آماری بالا برای تمام فرضیه‌های فرعی نیز صادق است بدین صورت که هر معادله در شرکت‌های بزرگ و کوچک جداگانه محاسبه و وارد رگرسیون می‌شود؛ و نحوه محاسبه شرکت‌های بزرگ و کوچک به این شکل است که ابتدا شاخص اندازه شرکت‌ها محاسبه سپس میانگین بازار محاسبه می‌شود چنانچه شاخص اندازه شرکت از میانگین بزرگ‌تر باشد، شرکت بزرگ و چنانچه کوچک‌تر باشد، شرکت کوچک می‌باشد.

۳-۲- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: نوسان بازده متعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

فرضیه فرعی اول: تأثیر نوسان بازده متعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ

نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

فرضیه دوم: نوسان بازده نامتعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

فرضیه فرعی دوم: تأثیر نوسان بازده نامتعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

۳-۳-۳- متغیرهای پژوهش

۳-۳-۳-۱- متغیر وابسته

باور ناهمگن سرمایه‌گذار (قیمت نسبی): برای به دست آوردن مقدار نسبی یک متغیر در یک مقطع زمانی لازم است که مقدار به‌دست‌آمده برای آن متغیر در آن مقطع را بر مجموع مقادیر به‌دست‌آمده برای آن متغیر در یک دوره زمانی تقسیم شود. برای محاسبه قیمت‌های نسبی نیز، از رابطه شماره یک (نسبت موجود برای محاسبه بازده) استفاده می‌شود. ابتدا قیمت سهم i در ماه t محاسبه می‌شود.

رابطه (۱)

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \Rightarrow R_{it}(P_{it-1}) = P_{it} - P_{it-1} \Rightarrow R_{it}(P_{it-1}) + P_{it-1} = P_{it} \Rightarrow P_{it-1}(1 + R_{it}) = P_{it}$$

اکنون برای به دست آوردن قیمت نسبی سهم i در ماه t لازم است که قیمت در ماه t بر مجموع قیمت‌ها در طول دوره موردبررسی تقسیم شود (بیایس، ۲۰۰۸).

رابطه (۲)

$$P_{it} = \frac{P_{it-1}(1 + R_{it})}{\sum_{j=1}^6 P_{jt-1}(1 + R_{jt})}, t > 0$$

۳-۳-۳-۲- متغیر مستقل

نوسان نامتعارف و متعارف بازده سهام: برای اندازه‌گیری نوسان بازده نامتعارف سهام، مطابق پژوهش‌هایی نظیرشان و همکاران (۲۰۱۳) و راجکوپال وونکاتاچالام (۲۰۱۱) از مدل سه عاملی فاما و فرنچ به شرح رابطه (۳) استفاده شده است:

رابطه (۳)

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i (\text{SMB}_t) + h_i (\text{HML}_t) + \varepsilon_i$$

که در آن:

$R_{i,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک سهام شرکت

$R_{m,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک بازار.

SMB_t : عامل اندازه شرکت.

HML_t : عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار.

پس از برآورد مدل سه عاملی فاما و فرنچ و به دست آوردن پسماندهای ماهانه، واریانس سالانه پسماندهای ماهانه محاسبه گردیده و به‌عنوان معیار نوسان بازده نامتعارف سهام استفاده شده است:

رابطه (۴)

$$\text{Idios Vol } I_{i,t} = \sigma^2 \varepsilon_{it} \quad (t = 1, 2, \dots, 12)$$

نوسان بازده متعارف سهام عبارت است از تفاوت بین نوسان بازده سهام و نوسان بازده نامتعارف سهام که به شرح زیر محاسبه شده است:

رابطه (۵)

$$\text{Sys Vol } I_{i,t} = \text{Vol } I_{i,t} - \text{Idios Vol } I_{i,t}$$

که در آن، $\text{Vol } I_{i,t}$ نوسان بازده سهام شرکت است که از طریق رابطه (۶) به دست می‌آید:

رابطه (۶)

$$\text{Vol}_{it} = \frac{1}{n} \sum_{d=1}^{Dt} (r_{dt}^i - AR_t^i)^2$$

r_{dt}^i : بازده روزانه سهام از سال d در روز

AR_{it} : میانگین بازده روزانه سهام i در سال t

Dt : تعداد روزهای مبادله سهام در سال t

t در سال i : $\text{Idios Vol } i$: نوسان بازده نامتعارف سهام شرکت.

۳-۳-۳- متغیر کنترل

رشد شرکت: از حاصل تقسیم ارزش دفتری سهام شرکت در طول یک سال بر ارزش بازار سهام شرکت در طول یک سال محاسبه شده است. در این پژوهش شرکت‌هایی که مقدار عدد محاسبه شده بزرگ‌تر مساوی یک باشد به عنوان شرکت با رشد بالا و آن‌هایی که عدد محاسبه شده کمتر از یک باشد در گروه شرکت با رشد پایین قرار می‌گیرد.

اندازه شرکت: یکی از فاکتورهای درونی شرکت‌ها، اندازه شرکت هست؛ که اگر به طور صحیح اندازه‌گیری شود، شرکت‌های کوچک‌تر نباید بازده بیشتر از شرکت‌های بزرگ‌تر داشته باشند. شواهد نشان می‌دهند که معمای اندازه به طور واقع در تئوری‌های مدیریت مالی وجود دارد. دلیل اینکه شرکت‌ها با ارزش بازار کوچک‌تر بازده بیشتری به دست می‌آورند این است که آن‌ها پرمخاطره‌تر هستند؛ یعنی اینکه شرکت‌های کوچک به خاطر مخاطره پذیری بالا نسبت به شرکت‌های بزرگ، سود بیشتری پرداخت نموده و دارای بازده بیشتری می‌باشند. در این پژوهش اندازه شرکت به صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (فاما و فرنچ).

رابطه (۷)

$$\text{size}_{i,t} = \ln(\text{total asset}_{i,t})$$

$\text{SIZE}_{i,t}$: اندازه شرکت I در سال t

$\ln(\text{asset } I_{i,t})$: لگاریتم دارایی‌های شرکت I در سال t .

شرکت‌هایی که مقدار عدد محاسبه شده آن‌ها از میانگین اندازه جامعه بزرگ‌تر باشد در گروه شرکت‌های بزرگ و آن‌هایی که عدد محاسبه شده از میانگین اندازه جامعه کوچک‌تر باشد در گروه شرکت‌های کوچک قرار می‌گیرد. **اهرم مالی:** از تقسیم جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها (رابطه ۸) به دست می‌آید
رابطه (۸)

$$\text{Levi},t = \frac{\text{total debt}_{i,t}}{\text{total asset}_{i,t}}$$

Levi,t: اهرم مالی شرکت I در سال t

total debt_{i,t}: جمع بدهی شرکت I در سال t

total asset_{i,t}: جمع دارایی شرکت I در سال t

بازده دارایی‌ها : (ROA) از رابطه (۹) محاسبه می‌شود:
رابطه (۹)

$$\text{ROA} = \text{OP/TAS} = (\text{سود عملیاتی}) / (\text{جمع دارایی‌ها})$$

Ret: بازده سالانه سهام شرکت در سال t

بازده حقوق صاحبان سهام: نسبت مالی فوق میزان کارایی شرکت در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی مینماید. در واقع این نسبت بیان می‌نماید که بنگاه اقتصادی به ازاء یک ریال سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان نماید. سود خالص برای آنها کسب می‌براین اساس رابطه محاسباتی نسبت فوق به صورت زیر می‌باشد. (پینوو ۱۳۸۳)

$$\text{net income} / \text{shareholders equity} = \text{ROE} = \text{میانگین حقوق صاحبان سهام} / \text{سود خالص}$$

۴- بحث و بررسی

۴-۱- آمار توصیفی

در ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌ها محاسبه می‌گردد. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی هست که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد؛ و نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به

چپ دارد ضریب چولگی. مثبت که نشان می‌دهد توزیع چوله به راست می‌باشد. پارامتر پراکندگی میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن هست. سطح آخر هم مشاهدات را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی

نام متغیر	نوسان بازده متعارف سهام	باور ناهمگن سرمایه گذار	بازده حقوق صاحبان سهام	نوسان بازده نامتعارف سهام	بازده	فرصت رشد	اهرم مالی	اندازه شرکت
علامت اختصاری	Sys Vol	PI	ROE	Idios Vol	RIT	BM	LEV	SIZE
میانگین	-۰/۱۷۶۱۰۹	۰/۰۸۳۸۳۶	۰/۳۷۴۳۳۱	۰/۱۵۴۱۲۳	-۰/۰۰۱۰۲۷	۰/۵۴۶۰۸۲	۰/۶۲۵۵۸۳	۱۴/۰۵۳۸۷
میانه	-۰/۱۹۴۹۳۲	۰/۰۸۲۰۳۹	۰/۳۷۹۱۷۶	۰/۰۱۹۸۸۸	-۰/۰۱۶۰۲۶	۰/۴۸۹۷۸۵	۰/۶۲۰۸۲۴	۱۳/۸۱۵۶۳
ماکسیمم	۰/۴۲۹۷۳۸	۰/۱۶۰۸۴۳	۰/۸۵۴۰۱۳	۷/۱۱۷۹۵۴	۰/۶۲۹۷۳۸	۴/۶۲۵۳۹۳	۱/۳۱۶۱۶۲	۱۸/۴۵۴۵۶
مینیمم	-۰/۵۱۲۴۳۳	-۰/۰۳۱۶۱۶۲	-۰/۳۱۶۱۶۲	۶/۷۱۰۰۵	-۰/۳۲۲۴۳۳	-۵/۰۵۰۴۵۶۲	۰/۱۴۵۹۸۷	۱۱/۳۱۴۳۶
انحراف معیار	۰/۱۳۱۳۷۶	۰/۰۱۴۴۱۱	۰/۱۸۲۰۵۵۹	۰/۵۶۲۹۷۰	۰/۱۳۱۷۷۴	۰/۶۳۶۵۵۸	۰/۱۸۰۴۲۹	۱/۴۲۸۵۶۷
چولگی	۱/۱۴۴۹۰۸	۰/۳۳۷۵۸۳	-۰/۲۸۹۱۸۸	۸/۳۶۲۰۰۲	۱/۳۲۷۶۰۲	-۱/۸۳۱۹۰۱	۰/۲۸۷۹۳۶	۰/۸۴۲۸۲۵
کشیدگی	۵/۵۴۸۷۷۴	۵/۸۳۷۷۰۰	۳/۶۶۳۱۰۴	۸۷/۱۹۷۵۹	۶/۳۹۵۷۰۰	۲۸/۶۶۰۷۰	۳/۶۶۷۵۱۲	۳/۷۳۰۳۵۱

۲-۴- آزمون های پیش فرض رگرسیون

۲-۲-۱- بررسی فرض نرمال بودن متغیرها

یکی از مهم‌ترین فرضیات رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. برای برآورد مدل نهایی تحقیق، از اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شده است و سپس رگرسیون نهایی مدل برآورد شده است. در این پژوهش نرمال بودن متغیرهای وابسته و مستقل را با آزمون جارکوبرا مورد بررسی قرار می‌دهیم تا نرمال بودن یا نبودن آن‌ها مشخص شود. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود تمامی متغیرها در سطح ۵ درصد نرمال می‌باشند.

جدول ۲- (جارکوبرا): آزمون نرمال بودن

متغیرها	علایم اختصاری	آماره	احتمال
باور ناهمگن سرمایه گذار	Pi	۱۲۵/۸۵۳۳	۰/۰۰۰۰۰۰
نوسان بازده نامتعارف سهام	Idios Vol	۱۰۸۹۹۸/۷	۰/۰۰۰۰۰۰
نوسان بازده متعارف سهام	Sys Vol i,t	۱۷۴/۰۵۳۹	۰/۰۰۰۰۰۰

متغیرها	علائم اختصاری	آماره	احتمال
بازده سالانه	RET	۲۷۴/۸۴۲۲	۰/۰۰۰۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۱۱/۴۵۲۰۸	۰/۰۰۳۲۶۰
فرصت رشد	BM	۹۹۳۸/۴۴۴	۰/۰۰۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۱۱/۴۹۶۱۱	۰/۰۰۳۱۸۹
اندازه شرکت	SIZE	۴۹/۹۱۹۳۰	۰/۰۰۰۰۰۰

۴-۲-۲- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

با توجه به آن که داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد؛ اما قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵ درصد باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵ درصد است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل اثرات تصادفی و اثرات ثابت می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین این‌که از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵ درصد است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵ درصد است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است. آزمون چاو برای تعیین به‌کارگیری مدل اثرات تابلویی در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته است. نتیجه آزمون به شرح زیر هست:

جدول ۳- (آزمون F لیمر و هاسمن)

فرضیات	مقدار آماره	p-value	نتیجه
فرضیه اول	۵،۷۵	۰،۰۰۱	روش تابلویی
	۵،۰۳	۰،۰۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم	۳،۴۸	۰،۰۰۰۵	روش تابلویی
	۱،۳۲	۰،۰۵۶	اثرات تصادفی

طبق جدول شماره ۳، آزمون اف لیمر کوچک‌تر از ۵ درصد است، بنابراین اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل استفاده شود. برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل تصادفی آزمون هاسمن انجام شد. در فرضیه اول مقدار محاسبه شده کمتر از ۵ درصد است، بنابراین اثر ثابت انتخاب می‌شود و در فرضیه دوم، مقدار محاسبه شده از ۵ درصد بیشتر است، بنابراین اثر تصادفی انتخاب می‌شود.

۳-۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول: نوسان بازده متعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

H0: نوسان بازده متعارف بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار تأثیر ندارد.

H1: نوسان بازده متعارف بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار تأثیر دارد.

جدول ۴- تأثیر نوسان بازده متعارف بر باور ناهمگن

$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Sys Vol } I_{i,t+1} + \alpha_2 \text{ ROE } I_{i,t} + \alpha_3 \text{ Ret } I_{i,t} + \alpha_4 \text{ Size } I_{i,t} + \alpha_5 \text{ Lev } I_{i,t} + \alpha_6 \text{ BM } I_{i,t} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
Sys Vol	۰.۰۹۶۶۷۷	۰.۰۰۰۴۱۹	-۲۳.۰۳۷۴۹	۰.۰۰۰۰
ROE	۰.۱۳۳۵۹۲	۰.۱۳۳۵۹۲	۰.۱۳۳۵۹۲	۰.۰۰۰۰
SIZE	-۰.۰۳۲۶۶۴	۰.۰۰۰۶۰۳	-۵۴.۱۸۵۶۶	۰.۰۰۰۰
LEV	۰.۰۶۳۸۳۲	۰.۰۰۱۶۳۸	۳۸.۹۷۳۲۴	۰.۰۰۰۰
C	۰.۳۱۲۶۷۹	۰.۰۰۸۷۰۴	۳۵.۹۲۲۲۷	۰.۰۰۰۰
AR(2)	۰.۷۵۸۴۷۷	۰.۰۲۳۰۶۳	۳۲.۸۸۷۴۹	۰.۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۴۴۶۹۸۸	۸۳۲.۵۶۵۳	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۸۶۷۲۶۱	۰.۸۶۶۲۱۹

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آزمون t برای ضریب ثابت و بازده متعارف سهام و متغیرهای کنترلی کوچک‌تر از ۵ درصد است، لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین، قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادرند به میزان حدود ۸۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. از آنجاکه دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ هست لذا؛ هیچ‌گونه خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. احتمال آماره F که کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد، بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد و با توجه به فرضیه چون متغیر بازده متعارف سهام در مدل باقی می‌ماند فرض H0 رد می‌شود؛ یعنی نوسانات بازده متعارف سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: تأثیر نوسان بازده متعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

H0: تأثیر نوسان بازده متعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر نیست.

H1: تأثیر نوسان بازده متعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

جدول ۵- شرکت‌هایی با اندازه بزرگ

$P_{i,t} = a_0 + a_1 \text{ Sys Vol } I_{i,t+1} + a_2 \text{ ROE } I_{i,t} + a_3 \text{ Ret } I_{i,t} + a_4 \text{ Size } I_{i,t} + a_5 \text{ Lev } I_{i,t} + a_6 \text{ BM } I_{i,t} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب برآورد	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
Sys Vol	-۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۹۸E-۱۰	-۵.۰۵E+۰۹	۰.۰۰۰۰
ROE	۶.۹۲E-۱۲	۹.۶۰E-۱۲	۰.۷۲۱۳۳۰	۰.۴۷۰۹
SIZE	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۹۹E-۱۰	۵.۰۲E+۰۹	۰.۰۰۰۰
Ret	۵.۴۲E-۱۱	۶.۸۷E-۱۲	۷.۸۹۰۶۵۰	۰.۰۰۰۰
BM	۲.۱۰E-۰۹	۱.۲۶E-۱۰	۱۶.۶۱۹۷۹	۰.۰۰۰۰
LEV	-۲.۵۷E-۱۰	۲.۸۸E-۱۱	-۸.۹۴۲۵۳۳	۰.۰۰۰۰
C	۱,۷۴E-۰۸	۱.۰۱E-۰۹	-۱۷.۲۷۹۳۰	۰.۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۵۳۰۴۵۹	۶.۷۰E+۱۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰

جدول ۶- شرکت‌هایی با اندازه کوچک

$P_{i,t} = a_0 + a_1 \text{ Sys Vol } I_{i,t+1} + a_2 \text{ ROE } I_{i,t} + a_3 \text{ Ret } I_{i,t} + a_4 \text{ Size } I_{i,t} + a_5 \text{ Lev } I_{i,t} + a_6 \text{ BM } I_{i,t} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب برآورد	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
Sys Vol	-۰.۰۰۰۹۶۴۱	۰.۰۰۰۴۱۹	-۲۳.۰۳۷۹۴	۰.۰۰۰۰
ROE	.۱۳۳۵۹۲	۰.۰۰۲۸۱۳	۴۷.۴۸۴۵۸	۰.۰۰۰۰
RET	-۰.۱۶۹۴۶۲	۰.۰۰۵۰۲۲	-۳۳.۷۴۳۱۵	۰.۰۰۰۰
bm	۰.۰۷۲۱۱۹	۰.۰۰۱۴۷۴	۴۸.۹۴۲۷۷	۰.۰۰۰۰
LEV	۰.۰۶۳۸۳۲	۰.۰۰۱۶۳۸	۳۸.۹۷۳۲۴	۰.۰۰۰۰
SIZE	-۰.۰۳۲۶۶۴	۰.۰۰۰۶۰۳	-۵۴.۱۸۵۶۶	۰.۰۰۰۰
C	۰.۳۱۲۶۷۹	۰.۰۰۸۷۰۴	۳۵.۹۲۲۲۷	۰.۰۰۰۰
AR(۲)	۰.۷۵۸۴۷۷	۰.۰۲۳۰۶۳	۳۲.۸۸۷۴۹	۰.۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۹۷۳۱۲۵	۱۱۶۷.۳۶۷	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۸۸۶۹۲۲	۰.۸۸۶۱۶۲

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آزمون t برای ضریب ثابت و متغیر نوسانات بازده متعارف سهام و متغیرهای کنترلی در شرکت‌های بزرگ و کوچک کوچک‌تر از ۵ درصد است، لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادرند به میزان حدود ۱۰۰ درصد تغییرات متغیر وابسته در شرکت‌های بزرگ و ۱۰۰ درصد در شرکت‌های کوچک را

توضیح دهند. از آنجاکه دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد لذا؛ هیچ‌گونه خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. احتمال آماره F که کوچک‌تر از ۵ درصد هست، بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد و با توجه به فرضیه چون متغیر نوسانات بازده متعارف سهام در مدل باقی می‌ماند، فرض H0 رد می‌شود؛ یعنی تأثیر نوسانات بازده متعارف سهام بر باور سرمایه‌گذاری ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

فرضیه دوم: نوسان بازده نامتعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

H0: نوسان بازده نامتعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر ندارد.

H1: نوسان بازده نامتعارف بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

جدول ۷- تأثیر نوسان بازده نامتعارف سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن

Pi,t = a0 + a1 Idios Vol I,t+1 + a2 ROE I, t + a3 Ret I,t + a4 Size I,t + a5 Lev I,t + a6 BM I,t + εit				
متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
Idios Vol	۰.۰۱۵۹۸۳	۰.۰۰۰۶۹۵	۲۳.۰۰۵۴۷	۰.۰۰۰۰
ROE	۰.۱۴۷۷۶۶	۰.۰۰۴۷۱۶	۳۱.۳۳۳۰۵	۰.۰۰۰۰
SIZE	-۰.۰۳۲۶۰۰	۰.۰۰۰۸۹۴	-۳۶.۴۴۹۱۷	۰.۰۰۰۰
Ret	-۰.۱۹۱۹۶۸	۰.۰۰۸۸۳۵	-۲۱.۷۲۶۹۵	۰.۰۰۰۰
BM	۰.۰۷۱۴۴۳	۰.۰۰۲۵۵۶	۲۷.۹۵۰۸۸	۰.۰۰۰۰
LEV	۰.۰۸۲۴۱۶	۰.۰۰۲۸۹۲	۲۸.۴۹۴۹۰	۰.۰۰۰۰
C	۰.۲۰۶۶۰۹	۰.۰۰۵۸۵۵	۳۵.۲۹۰۲۹	۰.۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۴۴۶۹۸۸	۸۳۲.۵۶۵۳	۰.۰۰۰.۰	۸۶۷۲۶۱.۰	۰.۸۶۶۲۱۹

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آزمون t برای ضریب ثابت و نوسانات بازده نامتعارف سهام و متغیرهای کنترلی کوچک‌تر از ۵ درصد است، لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادرند به میزان حدود ۸۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. از آنجاکه دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد لذا؛ هیچ‌گونه خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. احتمال آماره F که کوچک‌تر از ۵ درصد هست، بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار هست و با توجه به فرضیه چون متغیر نوسانات بازده نامتعارف سهام در مدل باقی می‌ماند فرض H0 رد می‌شود؛ یعنی نوسانات بازده نامتعارف سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: تأثیر نوسان بازده نامتعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

H0: تأثیر نوسان بازده نامتعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر نیست.

H1: تأثیر نوسان بازده نامتعارف آتی سهام بر باور سرمایه‌گذار ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

جدول ۸- شرکت‌هایی با اندازه بزرگ

$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Idios Vol } I_{i,t+1} + \alpha_2 \text{ROE } I_{i,t} + \alpha_3 \text{Ret } I_{i,t} + \alpha_4 \text{Size } I_{i,t} + \alpha_5 \text{Lev } I_{i,t} + \alpha_6 \text{BM } I_{i,t} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
dios	-۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۵۷E-۱۵	-۶.۳۶E+۱۴	۰.۰۰۰۰۰
ROE	۵.۱۲E-۱۶	۸.۳۸E-۱۷	۶.۱۱۵۹۵۱	۰.۰۰۰۰۰
SIZE	۷.۰۹E-۱۵	۵.۰۳E-۱۶	۱۴.۱۰۴۹۴	۰.۰۰۰۰۰
Ret	۱.۷۶E-۱۵	۵.۰۶E-۱۷	۳۴.۸۰۳۱۶	۰.۰۰۰۰۰
BM	۱.۵۲E-۱۴	۹.۴۳E-۱۶	۱۶.۱۶۶۹۱	۰.۰۰۰۰۰
LEV	-۲.۶۳E-۱۵	۲.۳۱E-۱۶	-۱۱.۳۷۹۲۳	۰.۰۰۰۰۰
C	-۱.۰۹E-۱۳	۷.۴۹E-۱۵	-۱۴.۵۹۸۶۱	۰.۰۰۰۰۰
AR(1)	۰.۱۵۱۰۵۲	۰.۰۱۹۴۱۱	۷.۷۸۱۵۹۵	۰.۰۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۴۶۵۶۳۰	۹.۱۴E+۲۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰

جدول ۹- شرکت‌هایی با اندازه کوچک

$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Idios Vol } I_{i,t+1} + \alpha_2 \text{ROE } I_{i,t} + \alpha_3 \text{Ret } I_{i,t} + \alpha_4 \text{Size } I_{i,t} + \alpha_5 \text{Lev } I_{i,t} + \alpha_6 \text{BM } I_{i,t} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آماره t
Idios Vol	-۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۳۵E-۱۳	-۷.۳۹E+۱۲	۰.۰۰۰۰۰
ROE	-۳.۳۴E-۱۴	۲.۰۱E-۱۴	-۱.۶۶۱۴۰۰	۰.۰۹۶۹
SIZE	-۱.۶۳E-۱۳	۵.۸۸E-۱۵	-۲۷.۷۶۶۸۲	۰.۰۰۰۰۰
Ret	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۳۶E-۱۳	۷.۳۸E+۱۲	۰.۰۰۰۰۰
BM	۲.۹۸E-۱۴	۳.۲۸E-۱۵	۹.۱۰۳۷۷۸	۰.۰۰۰۰۰
LEV	۱.۵۵E-۱۳	۱.۷۳E-۱۴	۸.۹۶۲۲۵۸	۰.۰۰۰۰۰
C	۲.۴۱E-۱۲	۸.۳۴E-۱۴	۲۸.۸۵۸۴۱	۰.۰۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۱۵۳۶۴۸	۱.۶۲E+25	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آزمون t برای ضریب ثابت و متغیر نوسانات بازده نامتعارف سهام و متغیرهای کنترلی در شرکت‌های بزرگ و کوچک کوچک‌تر از ۵ درصد است. ضریب تعیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادرند به میزان حدود ۱۰۰ درصد تغییرات متغیر وابسته در شرکت‌های بزرگ و ۱۰۰ درصد در شرکت‌های کوچک را توضیح دهند. از آنجاکه دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد لذا؛ هیچ‌گونه خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. احتمال آماره F که کوچک‌تر از ۵ درصد هست، بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد و با توجه به فرضیه چون متغیر نوسانات بازده نامتعارف سهام در مدل باقی می‌ماند، فرض H_0 رد شود؛ یعنی تأثیر نوسانات بازده نامتعارف بر سرمایه‌گذاری ناهمگن در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج آزمون‌ها حاکی از آن است که نوسان بازده متعارف و نامتعارف سهام بر باور ناهمگن سرمایه‌گذار تأثیر دارد. تأثیر نوسان بازده متعارف و نامتعارف بر باور سرمایه‌گذاری ناهمگن در شرکت‌های با اندازه بالا نسبت به شرکت‌های با اندازه پایین، بیشتر است.

بر این اساس، بازده سهام می‌تواند بر باورهای سرمایه‌گذاران تأثیر به‌سزایی داشته باشد و آن‌ها را در امر قضاوت و تصمیم‌گیری به چالش بکشد. گرایش احساسی سرمایه‌گذار و درک کاملی از نقش آن در بازار سرمایه، می‌تواند باعث تقویت فرایند کشف قیمت گردد و در تبیین بیشتر بازده مؤثر واقع شود. باورها و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، با ایجاد تغییر در فضای بازار سرمایه بر جهت‌گیری حجم معاملات و قیمت بازار سهام تأثیر می‌گذارد. سرمایه‌گذار خوش‌بین به منظور دستیابی به بازده بیشتر قیمت را بیش از حد برآورد می‌کند و از این رو حجم معاملات بالاتری دارد. در مقابل سرمایه‌گذار بدبین به دلیل بدبینی نسبت به آینده، قیمت سهام را کمتر برآورد می‌کند و به منظور جلوگیری از زیان‌های احتمالی آینده حجم معاملات سهام را افزایش می‌دهد. تفاوت در ترجیحات و عقاید سرمایه‌گذاران منجر به رفتارهای مختلف می‌شود. سرمایه‌گذار خوش‌بین می‌پذیرد که افزایش در بازده می‌تواند افزایش‌های بعدی در بازده را در پی داشته باشد. سرمایه‌گذار بدبین می‌پذیرد که کاهش در بازده، می‌تواند کاهش‌های بعدی در بازده را ایجاد نماید از طرفی با توجه به تأثیر بازده بر گرایش احساسی سرمایه‌گذار، انتظار می‌رود سهام شرکتها روند افزایشی به خود گرفته باشند و سرمایه‌گذاران به منظور کسب سود‌های آتی، اقدام به افزایش سرمایه‌گذاری یا حفظ سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین لازم است توجه بیشتری به نقش بازده بر باورهای افراد نمود و زمینه ورود تحلیل‌گران مالی و واسطه‌گری‌های مالی به معاملات سهام رقابت بازار فراهم یابد تا در ارائه اطلاعات مالی و قیمت سهام شفاف‌سازی بیشتری صورت گیرد. برای اینکه بازار سرمایه به شکل مطلوبی فعال گردد لازم است که اطلاعات تنها به صورت انحصاری در اختیار مدیران واحدهای تجاری قرار نگیرد بلکه کلیه سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و همچنین سایر متصدیان امور مالی نیز قرار گیرد و ایجاد کنترل‌های لازم برای جلوگیری از معامله سهام شرکت‌های که با ارائه اطلاعات غیرواقعی باعث گمراه کردن سرمایه‌گذاران می‌شوند، ضروری به نظر می‌رسد.

پیشنهاد می‌شود که توجه سرمایه‌گذاران به کیفیت اطلاعات و گزارشگری مالی معطوف شود و در تصمیم‌گیری‌های خود به شاخص بازده متعارف آتی سهام که موجب کسب سود بیشتر می‌شود، توجه بیشتری کنند، همچنین با توجه به نوع صنعت که عاملی اساسی در تعیین نوع سرمایه‌گذاری هست پیشنهاد می‌شود تصمیم‌گیرندگان جهت سرمایه‌گذاری در صنایع مادر و اصلی اتخاذ تصمیم نمایند. به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود، توجه بیشتری به کیفیت اطلاعات منتشره و به‌ویژه فروش صنعت داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

در ضمن تأثیر بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشور انکارناپذیر است و وظیفه اصلی بازار سرمایه به حرکت درانداختن مؤثر سرمایه‌ها و تخصیص بهینه این منابع است. بورس اوراق بهادار یکی از اجزای بازارهای مالی است که حرکت چرخ‌های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیرممکن می‌باشد. امروزه تحولات اقتصادی صنعتی، بازار سرمایه را به ماشینی تبدیل کرده است که نمی‌توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی، آن را از اقتصاد حذف کرد. به عقیده‌ی کینز اصلی‌ترین وظیفه‌ی یک بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه‌گذاری‌ها با بالاترین بازده هست. به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود، توجه بیشتری به کیفیت اطلاعات منتشره و به‌ویژه فروش صنعت داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

فهرست منابع

- * ابزری، مهدی، پوراابراهیمی، محمدرضا. (۱۳۸۰) "استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار"، پژوهشی علوم انسانی دانشگاه اصفهان، شماره ۳، ص ۹۳
- * اله یاری، اکبر (۱۳۸۷) "بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، بورس اوراق بهادار، ص ۱۱
- * بشیری منش، نازنین (۱۳۹۵) "نقش احساس در سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران" پژوهش حسابداری، شماره ۲۱، ص ۹۳
- * پورزمانی، زهرا. محمدی، محمد رضا. (۱۳۹۱). مقایسه راهبردهای خرید و فروش سهام جهت محاسبه بازده سهام در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت ". فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ص ۵۱
- * تلنگی، احمد" (۱۳۸۳) تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری"، تحقیقات مالی، شماره ۴، ص ۱۵
- * حیدرپور، فرزانه. تارپوردی، یداله. محرابی، مریم (۱۳۹۲) "تأثیر گرایشهای احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره ۱۷، ص ۱-۴۱
- * درخشنده، سید هادی، علی احمدی، سعید (۱۳۹۶) "ارزیابی نقش باورهای سرمایه‌گذاران بر جهت‌گیری قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه" فصلنامه دانش مالی، سال دهم، شماره ۳۳، ص ۶۴-۵۱
- * رستمی، محمدرضا. بیک زاده، لیلا. اژدری، فاطمه (۱۳۹۵) "آزمون قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با فرض وجود اطلاعات ناهگن در بورس اوراق بهادار" مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ش ۲۷، ص ۷۱

- * سینایی، حسنعلی، حزباوی، یاسمن. محمدی جیران(۱۳۹۴). "بررسی تاثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه گذاری بر مبنای سبک های عمده سرمایه گذاری در بورس اوراق" مجله بررسی های حسابداری شماره ۶. ص ۷۳-۹۲
- * شهرآبادی، ابوالفضل. یوسفی. راحله(۱۳۸۶)"مقدمه ای بر مالی رفتاری" فصلنامه بورس اوراق بهادار " شماره ۳۳-۲۴ ص ۶۹
- * عرب صالحی، مهدی. حمیدیان، نرگس(۱۳۹۴)"بررسی اثر تغییرپذیری اقلام تعهدی و اجزای بنیادی و اختیاری آن بر نوسان بازده متعارف و نامتعارف آتی سهام" فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. شماره ۱۴. ص ۱۴۵
- * طرفی، شور انگیز.(۱۳۸۵)"بررسی تاثیر اندازه، نوع صنعت و نسبت های سرمایه گذاری در پیش بینی توان باز پرداخت تسهیلات از دید کارشناسان بانک صادرات" پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی بانکداری ایران. ص ۶۲-۶۵
- * محمدی پور رحمت اله (۱۳۹۵) "ارزیابی عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال هشتم، شماره چهاردهم، ص ۹-۸۳
- * نیکبخت محمدرضا (۱۳۹۵) " بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات قیمت حسابداری بر بازار سهام " پژوهش های تجربی حسابداری، شماره ۲، ص ۲۱۹-۲۵۵
- * وکیلی فرد، حمید رضا. رستمی، معصومه(۱۳۹۵)"بررسی رابطه بین مسولیت اجتماعی و رفتار سرمایه گذار با تاکید بر نظریه مالی رفتاری" شماره ۷ ص ۱۴۷-۱۶۰
- * Biass, Bruno. Bossaerts, Peter. Spatt, Chester. (2003). " Equilibrium Asset Pricing Under Heterogeneous Information "
- * Bodie, zui. Kane, Alex. Marcus, Alan, J. (1996). Investments, 3d.ed. IRWIN.
- * Campbell, Johny. (2007). Assymetric Information , Department Of Economics, Harward University
- * Fama, E.F. French, K.R. (1992), "The Cross Section Of Expected Stock Returns" , Journal Of Finance, 47, 427-486.
- * 20- Shan, Y. Taylor, S. and Walter. T. (2013) "Fundamentals or Manangerial Discretion? The Relationship between Accrual Variability and Future Stock Return volatility". Journal of Accounting. Finance and Business Studies. Vol. 69. No. 4. 441-475
- * 21- Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010) "Investor Sentiment and Market Anomalies" 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.
- * Lopez, German. Marhuenda, Joaquin. Nieto, Belen. (2009). Investigations Economics, 1, 69-96.
- * 23- Mei-Chen Lin, (2010) " The Effects of Investor Sentiment on Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market": International Research Journal of Finance and Economics, vol 60, pp 29-43.
- * Nagy, R.A. Obenberger, R.W. (1994). "Factors Influencing Individual Investor Behavior". Financial Analysts Journal, 50(4), 63-68.
- * Peng, Emma. Y (2016) " Accrual Accounting , Heterogeneous Investor S Believe , Stock Returns, Journal of Financial Stability, 1-50

- * Varian, H.R. (1985). " Divergence Of Opinion In Complete Markets – A note. The Journal Of Finance, 40(1), 309-317.
- * Ikeda, Shin S. Zhang, Yan. (2012). "Heterogeneous Beliefs, A Short Sale Restriction And The Cross Section Of Stock Returns: An Evidence From China", GRIPS Discussion Paper.
- * Zhang, G. and S, Zhang.(2013) "Information Efficiency of the U.S.Credit Default Swap Market,Evidence from Earnings Surprises".Journal of Financial Stability 9,720-730

یادداشت‌ها

1. Kim &ha
2. shan & Colleagues
3. Brant& Colleagues
4. Zhang
5. Chen&Colleagues
6. Ema Peng
7. Yang Meng
8. g.yang &zhang
9. Beker &CHoe
10. Hoffmann et al
11. Ikeda, &. Zhang
12. dihav
13. Chen&Colleagues
14. Voo &Colleagues
15. Ling &Colleague