

**بررسی واکنش سرمایه گذاران در برابر پایداری عملکرد شرکت های پذیرفته شده در
بورس اوراق بهادار تهران**

دکتر فرزانه نصیر زاده *

جلال حریربافان

کارشناس ارشد حسابداری

* دانشجوی حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد - مشهد میدان آزادی پردیس دانشگاه - دانشکده علوم اداری و اقتصادی- کدپستی ۹۱۷۷۹۴۸۹۵۱ - صندوق پستی ۱۳۵۷
آدرس ایمیل: fnasir10@yahoo.com

چکیده

در دنیای امروز، فرایند تصمیم‌گیری مهمترین بخش از فرآیند یک سرمایه‌گذاری است. جایی که سرمایه‌گذاران در جهت حداکثر کردن منافع و ثروت خویش نیازمند اخذ بهینه‌ترین تصمیمات می‌باشند. در این راستا اطلاعات مربوط به عملکرد گذشته شرکت‌ها می‌تواند بر فرآیند تصمیم‌گیری تأثیر بسزایی داشته باشد. تحقیق حاضر با روش تشکیل پرتفویهای برنده و بازنده، موضوع واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیارهای عملکرد گذشته شرکت‌ها (پایداری رشد از نظر فروش، سود، نقدینگی، بازده) را در دوره‌های بلند مدت و کوتاه مدت در دو دوره و در قالب ۸ فرضیه مورد بررسی قرار داده است. دوره زمانی این تحقیق هشت ساله از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ و جامعه آماری آن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش در دوره اول تغییرات بازده سهام شرکت‌های برنده و بازنده در دوره‌های تشکیل پرتفوی و آزمون پرتفوی مورد مقایسه و آزمون قرار گرفته و در دوره دوم بازده شرکت‌ها در کوتاه مدت و بلند مدت مورد بررسی قرار گرفت. برای بررسی فرضیه‌ها از آزمون آماری t استیودنت و در سطح معناداری ۹۵ درصد استفاده شده و نتایج به دست آمده عمدتاً حاکی از وجود واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیارهای عملکرد فوق‌الذکر بوده است.

واژه‌های کلیدی: شرکت‌های پایداری، دوره تشکیل پرتفوی، دوره آزمون پرتفوی

مقدمه

گذر از اقتصاد توسعه نیافته به اقتصاد توسعه یافته، به سرمایه و سرمایه‌گذاری نیاز دارد. از این رو در یک فرآیند گذار، از یک سو تامین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و از سوی دیگر تخصیص مطلوب این منابع، شرط لازم برای موفقیت اقتصادی است. بر این اساس باید برای جلب و جذب منابع مالی کوشید.

هدف از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌ها، دست‌یابی به بازده مورد انتظار و حتی افزایش آن است. بازار همواره پذیرای سرمایه‌گذاران مختلف با انگیزه‌ها و ریسک‌پذیری‌های متفاوت بوده و لذا انتخاب سرمایه‌گذاران از میان زمینه‌های متنوع سرمایه‌گذاری در بورس از اهمیت خاصی برخوردار است. مشاهده واکنش‌های نادرست و غیر منطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید در بازارهای اوراق بهادار، اهمیت و لزوم پژوهش جهت انتخاب راهبرد سرمایه‌گذاری مناسب به منظور افزایش بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها اجتناب‌ناپذیر ساخته است. به همین منظور در این پژوهش سعی شده به بررسی و ارزیابی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات معیارهای عملکرد مالی گذشته پرداخته شود. به عبارت دیگر موضوع اصلی این پژوهش پاسخ به این سوال است که آیا سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیارهای عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها در کوتاه مدت و بلندمدت واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند یا خیر؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مالیه رفتاری، مطالعه نحوه تفسیر و عکس‌العمل انسان‌ها نسبت به اطلاعات، به منظور اخذ تصمیمات آگاهانه است. در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر دو پایه اصلی در گرایش‌ها و اعتقادات سنتی مالی، عقلانیت کامل افراد و تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار است. در حالی که در مالیه رفتاری عنوان می‌شود که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان با به کارگیری مدل‌هایی که در آن‌ها برخی افراد کاملاً عقلایی نیستند درک کرد و در عمده

موارد، علت چنین اعتقاداتی وجود اشتباهات سرمایه گذاران است. در برخی مدل‌ها نیز افراد اعتقادات درستی دارند ولی انتخاب‌هایی انجام می‌دهند که با بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار سازگار نیست. (فرانکفورتر و مک گون، ۱۹۹۶).

از کارهای اولیه در مورد عکس العمل افراطی سرمایه گذاران، تحقیق دی مونت و تالر در سال ۱۹۸۵ می‌باشد که از این جهت آن‌ها را طراحان اصلی عکس العمل افراطی می‌دانند. (هاگن رابرت، ۲۰۰۷) باربریس و همکاران واکنش افراطی را در نتیجه اریب نمایندگی^۱ و توجه افراطی سرمایه گذاران به عملکرد گذشته برای پیش بینی سودهای آتی دانسته بدین معنی که واحدهای تجاری با رشد ثابت یا کاهش سود به این روند در آینده ادامه خواهند داد. (باربریس و همکاران، ۱۹۹۸) همچنین در تبیین این عکس العمل برخی از محققان در تحقیقات خود به این نتیجه رسیده اند که این واکنش بیش از اندازه ناشی از تورش‌های روانی همچون اطمینان بیش از اندازه و موفقیت متناسب به خود می‌باشد. (دانیل و هیرشلیفر، ۱۹۹۸)

فانگ در سال ۱۹۹۹ به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ نسبت به سود نقدی و سود سرمایه ای طی سال‌های ۱۹۸۰ الی ۱۹۹۹ پرداخت. وی متوجه شد که در مقایسه با بازده بازار، متوسط پرتفوی بازنده برای یک سال پس از تشکیل پرتفوی بازنده بیشتر از بازه بازار بوده است. در حالیکه متوسط بازده پرتفوی برنده برای یک سال پس از تشکیل پرتفوی، کمتر از بازده بازار بوده است. (فانگ، ۱۹۹۹)

بارس بیز، هیونگ و سانتوز (۲۰۰۱) مدلی ارائه کردند که در آن الگوهای عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها با نرخ تنزیل جریان‌های نقدی واحدهای تجاری در تعامل است و این تعامل بر پیش بینی‌های سرمایه گذاران در مورد چشم انداز آینده واحد تجاری و قیمت سهام آن اثرگذار می‌باشد. به عبارت دیگر بر اساس این مدل نرخ تنزیل جریان‌های نقدی آتی شرکت تابعی از عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها می‌باشد. واحدهای تجاری که در گذشته عملکرد مطلوب تری داشته اند، کم ریسک تر تلقی در نتیجه جریان‌های نقدی آن‌ها با نرخ پایین تری تنزیل می‌شود. اما در شرکت‌های با عملکرد گذشته یکنواخت و نامطلوب تر، جریان‌های نقدی آن‌ها با نرخ بالاتری تنزیل می‌شود. لیکن سرانجام سرمایه گذاران به اشتباه خود پی برده، قیمت‌ها به ارزش واقعی خود بازگشته و حرکات معکوس شدن قیمت سهام در بلند مدت ایجاد می‌شود که این موضوع موید واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در برابر پایداری معیارهای گذشته آن‌ها می‌باشد. (باربریس و همکاران، ۲۰۰۱)

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان "بررسی مقایسه ای بازده سهام شرکت‌های جدید پذیرفته شده در بورس با بازده شاخص قیمت بورس" به بررسی عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت سهام جدید و همچنین واکنش بیش از اندازه و گرایش‌های زودگذر در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ پرداخته اند. طبق یافته‌های تحقیق، "عملکرد کوتاه مدت کل سهام جدید بیشتر از عملکرد کوتاه مدت بازار است" و "عملکرد بلندمدت کل سهام جدید کمتر از عملکرد بلندمدت بازار است". نتایج به دست آمده از این تحقیق حاکی از تایید فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در بلندمدت می‌باشد.

قالیاف اصل و نادری (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق پرداختند. بررسی آن‌ها مبین این مطلب بود که سرمایه گذاران در شرایط رونق بازار

^۱ . اریب نمایندگی: افراد به وقایع و داده‌های جدید بیشتر از جایگاه واقعی آنها اهمیت می‌دهند.

در برابر اخبار خوب واکنش بیش از اندازه نشان نداده ، لیکن در مقابل اخبار بد واکنش سرمایه گذارام افراطی بود. (قالیباف اصل و نادری ،۱۳۸۵)

الوتیانی (۲۰۰۶) در فاصله سال های ۱۹۸۳ تا ۱۹۹۹ در بورس های آمکس و نزدک و دموری و همکاران (۱۳۸۷) و (۱۳۸۸) در فاصله سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران نسبت به پایداری رشد متغیرهای مالی گذشته شرکت ها از جمله فروش، سود، جریان نقدی و بازده سهام پرداختند. نتایج تحقیق آن ها در نهایت مبین واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران نسبت به پایداری رشد متغیرهای مزبور بوده است. (البته در تحقیق دموری و همکاران (۱۳۸۷) عکس العمل بیش از اندازه نسبت به جریان نقدی تأیید نشده است).

ولید صالح (۲۰۰۷) فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران و حساسیت آن را نسبت به طول دوره تشکیل پرتفوی بررسی کرد. نتایج تحقیق او مبین عدم تأیید واکنش بیش از اندازه در دوره های کوتاه مدت و میان مدت لیکن تأیید این واکنش در یک دوره بلندمدت بود . به گفته او هر چه دوره مورد آزمون بلندمدت تر باشد، واکنش بیش از اندازه تشدید شده و به عبارتی پرتفوی بازنده نسبت به برنده در بلندمدت بازده بیشتری کسب می کند.

علاوه بر موارد فوق در زمینه بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران ، تحقیقات زیادی در بورس های کشورهای مختلف صورت پذیرفته از جمله چان و بال (۱۹۸۹) ، احمد و حسین (۲۰۰۱) در بورس اوراق بهادار مالزی ، دیس سنیک (۱۹۸۹ و ۲۰۰۲) و اسپسی روآ ، چان ، فرانل و کتاری (۲۰۰۴) ، تانویر و ما (۲۰۰۵) در بورس های اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا ، کاسیماتیس و گالاریوتیس (۲۰۰۵) در بورس های اوراق بهادار انگلستان، تاواتانچی و یامان (۲۰۰۶) ، مرادی (۱۳۸۴)، ووچین، ژانگ و لو (۲۰۰۹) در بورس اوراق بهادار چین ، باقرزاده، نیکبخت و نوروش (۱۳۸۸) ، سعیدی و باقری (۱۳۸۹) ، سینایی و همکاران (۱۳۸۹) و حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹) در بورس اوراق بهادار تهران که وجود واکنش افراطی مزبور را تأیید نموده اند.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول : در شرکت های پایدار از نظر رشد فروش، تغییرات بازده شرکت های برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد.

فرضیه دوم: در شرکت های پایدار از نظر رشد سود، تغییرات بازده شرکت های برنده در بلندمدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد.

فرضیه سوم: در شرکت های پایدار از نظر رشد نقدینگی، تغییرات بازده شرکت های برنده در بلندمدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد.

فرضیه چهارم: در شرکت های پایدار از نظر رشد بازده، تغییرات بازده شرکت های برنده در بلندمدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد.

فرضیه پنجم : در شرکت های پایدار با رشد فروش بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلندمدت است.

فرضیه ششم : در شرکت‌های پایدار با رشد سود بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلندمدت است.

فرضیه هفتم : در شرکت‌های پایدار با رشد نقدینگی بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلندمدت است.

فرضیه هشتم : در شرکت‌های پایدار با رشد بازده بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلند مدت است.

منظور از شرکت های برنده (بازنده) ۲۵ درصد مجموعه شرکت های نمونه می باشند که دارای بالاترین (پایین ترین) نرخ رشد از نظر متغیرهای مورد بررسی است. لازم به توضیح است که بررسی چهار فرضیه اول، در دو حالت یک دوره ای و چند دوره ای صورت می پذیرد.

متغیرهای پژوهش

در این تحقیق، متغیرهای مستقل شامل چهار متغیر رشد فروش، رشد سود، رشد جریان نقدی و رشد بازده سهام می باشد و عملکرد مالی گذشته شرکت ها به وسیله تغییرات در متغیرهای مزبور اندازه گیری و عکس العمل بیش از اندازه نسبت به آن ها مورد بررسی قرار می گیرد. در این پژوهش از فروش خالص و سود قبل از اقلام غیر مترقبه و جریان نقدی عملیاتی استفاده شده که نحوه محاسبه جریان نقدی عملیاتی به صورت ذیل است :

تغییر در بدهی های جاری عملیاتی + تغییر در دارایی های جاری عملیاتی _ سود عملیاتی = جریان نقدی عملیاتی

هزینه استهلاک + تغییر در حصة جاری بدهی های بلندمدت عملیاتی +

در این تحقیق متغیر وابسته، بازده سهام یعنی مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد که شامل مزایای سهام جایزه، مزایای حق تقدم، سود نقدی ناخالص هر سهم، تفاوت قیمت سهم نسبت به ابتدای سال است.

دوره آزمون، جامعه و نمونه آماری

دوره زمانی این تحقیق ۸ سال (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸) است که در دوره اول به دو دوره تشکیل پرتفوی (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴) و دوره آزمون (۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸) تقسیم می شود، همچنین در دوره دوم بمنظور بررسی پرتفوی چند دوره ای (دوره به دوره) سه دوره بعنوان دوره های تشکیل پرتفوی و سه دوره بعنوان دوره های آزمون در نظر گرفته شده که بصورت ذیل است :

شرح	دوره تشکیل پرتفوی	دوره آزمون پرتفوی
پرتفوی یک دوره ای	۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴	۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸
پرتفوی چند دوره ای: دوره اول	سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳	سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶
دوره دوم	سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴	سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷
دوره سوم	سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵	سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸

با توجه به این که در این تحقیق رشد حسابی هرمتغیر مستقل نسبت به سال قبل از آن محاسبه می گردد، سال ۱۳۸۰ به عنوان سال مبنا و مجموعه شرکت هایی که تا سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند، جامعه آماری را تشکیل

می دهند. نمونه آماری نیز از میان جامعه آماری با لحاظ کردن شرایط زیر انتخاب شده است:

- طی دوره تحقیق در هر سال حداقل یکبار سهام آن ها مورد معامله قرار گرفته باشد .
 - سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - جز شرکت های واسطه گری و سرمایه گذاری نباشند.
- در دوره شکل گیری پرتفوی، شرکتها به دو گروه برنده و بازنده تقسیم می شوند. برای این کار ابتدا نرخ رشد حسابی نسبت به سال قبل به ازاء متغیر مورد نظر در هر فرضیه محاسبه و سپس شرکت ها بر اساس نرخ رشد در هر سال مرتب شده و در نهایت ۲۵ درصد شرکت ها با بالاترین و یا پایین ترین نرخ رشد به ترتیب به عنوان برنده و بازنده انتخاب و ۵۰ درصد میانی از آزمون خارج می شوند . با توجه به تعداد شرکت های نمونه در این پژوهش که ۱۳۷ شرکت می باشند، تعداد شرکت های برنده و یا بازنده به ازا هر متغیر مستقل حداکثر ۳۴ شرکت انتخاب گردیده است.

جمع آوری داده ها و تجزیه و تحلیل اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز بخش ادبیات تحقیق از بانک های اطلاعاتی علمی گردآوری شده است (روش کتابخانه ای). داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه های این پژوهش نیز از طریق نرم افزارهای تدبیر پرداز و دنا سهم گردآوری شده است . سپس داده های گردآوری شده وارد نرم افزار EXCEL شده و در نهایت میانگین تغییرات بازده شرکت های برنده و بازنده طی دوره های تشکیل و آزمون پرتفوی محاسبه ، مقایسه و به منظور بررسی معناداری تفاوت میانگین ها، این اطلاعات وارد نرم افزار SPSS شده و از طریق آزمون آماری تی تست دونمونه ای مستقل (چهار فرضیه ی اول) و آزمون تی زوجی (چهار فرضیه دوم) مورد آزمون قرار گرفت.

آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: "در شرکت های پایدار از نظر رشد فروش، تغییرات بازده شرکت های برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد."

جدول ۱. بررسی فرضیه اول با استفاده از آماره تی

شرح		آزمون لون برای تساوی واریانس ها		آزمون تی برای تساوی میانگین ها		
		آماره فیشر	سطح معناداری	آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
یک دوره ای	همگنی واریانس	۵.۹۶۱	۰.۰۱۷	۱.۵۴۸	۶۴	۰.۱۲۷
	عدم همگنی واریانس	---	---	۱.۵۲۲	۴۶.۹۰۰	۰.۱۳۵
بلند دوره ای	دوره اول	همگنی واریانس	۲.۴۱۵	۰.۱۲۵	۶۶	۰.۰۶۷
		عدم همگنی واریانس	---	---	۵۶.۴۲۰	۰.۰۶۷
	دوره دوم	همگنی واریانس	۲.۷۲۸	۰.۱۰۳	۶۶	۰.۰۰۰
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶۰.۷۴۸	۰.۰۰۰
	دوره سوم	همگنی واریانس	۱.۱۳۶	۰.۲۹۰	۶۶	۰.۰۰۰
		عدم همگنی واریانس	---	---	۵.۳۸۶	۰.۰۰۰

یک دوره ای (از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸): مقدار احتمال مربوط به آزمون فیشر جهت مطالعه همگنی واریانس برابر ۰/۰۱۷ می باشد که از ۰/۰۵ کوچک تر است بنابراین از سطر دوم آزمون تی برای تحلیل استفاده می شود. مقدار احتمال مربوط به آزمون تی سطر دوم جهت مطالعه تساوی میانگین ها برابر ۰/۱۳۵ می باشد که از ۰/۰۵ بزرگ تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاران در برابر پایداری رشد فروش خالص گذشته شرکت ها در بلندمدت واکنش بیش از اندازه و معنادار نشان نمی دهند.

چند دوره ای: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون تی در دوره اول (۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶) برابر ۰.۰۶۷ می باشد که از ۰.۰۵ بزرگتر است و در دوره دوم (۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷) برابر ۰.۰۰۰ و دوره سوم (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸) برابر ۰.۰۰۰ می باشد می توان نتیجه گرفت که واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران به ازاء متغیر مورد بررسی در دوره اول معنادار نبوده ولی در دوره دوم و سوم معنادار است. لذا این فرضیه در حالت چند دوره ای تایید گردید.

فرضیه دوم: "در شرکت‌های پایدار از نظر رشد سود، تغییرات بازده شرکت‌های برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت‌های بازنده می‌باشد."

جدول ۲. بررسی فرضیه دوم با استفاده از آماره تی

	شرح	آزمون لون برای تساوی واریانس‌ها		آزمون تی برای تساوی میانگین‌ها		
		آماره فیشر	سطح معناداری	آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
یک دوره ای	همگنی واریانس	۴.۵۱۳	۰.۰۳۷	۳.۳۰۱	۶۶	۰.۰۰۲
	عدم همگنی واریانس	---	---	۳.۳۰۱	۴۸.۱۱۳	۰.۰۰۲
بلند دوره ای	دوره اول	همگنی واریانس	۱۰.۲۷۴	۰.۰۰۲	۶۶	۰.۰۰۰
		عدم همگنی واریانس	---	---	۴۵.۹۹۰	۰.۰۰۰
	دوره دوم	همگنی واریانس	۰.۰۰۰	۰.۹۹۶	۶۶	۰.۰۰۲
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶.۲۸۷	۰.۰۰۲
	دوره سوم	همگنی واریانس	۰.۰۰۰	۰.۹۹۶	۶۶	۰.۰۰۲
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶.۲۸۷۳۴	۰.۰۰۲

یک دوره ای (از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸): مقدار احتمال مربوط به آزمون فیشر جهت مطالعه همگنی واریانس برابر ۰/۰۳۷ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچک‌تر است لذا از سطر دوم آزمون تی برای تحلیل استفاده می‌شود. مقدار احتمال مربوط به آزمون تی سطر دوم جهت مطالعه تساوی میانگین‌ها برابر ۰/۰۰۲ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیار رشد سود خالص گذشته شرکت‌ها در بلندمدت، واکنش بیش از اندازه و معنادار نشان می‌دهند.

چند دوره ای: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون تی در دوره اول (۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶) برابر ۰.۰۰۰ می‌باشد و در دوره دوم (۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷) برابر ۰.۰۰۲ و دوره سوم (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸) برابر ۰.۰۰۲ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به ازاء متغیر مورد بررسی در هر سه دوره معنادار است و فرضیه در حالت چند دوره ای تایید گردید.

فرضیه سوم: "در شرکت‌های پایدار از نظر رشد نقدینگی، تغییرات بازده شرکت‌های برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت‌های بازنده می‌باشد."

جدول ۳. بررسی فرضیه سوم با استفاده از آماره تی

	شرح	آزمون لون برای تساوی واریانس‌ها		آزمون تی برای تساوی میانگین‌ها		
		آماره فیشر	سطح معناداری	آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
یک دوره ای	همگنی واریانس	۰.۳۶۰	۰.۵۵۱	۲.۸۶۵	۶۱	۰.۰۰۶
	عدم همگنی واریانس	---	---	۲.۸۶۲	۶۰.۱۲۰	۰.۰۰۶
بلند دوره ای	دوره اول	همگنی واریانس	۰.۶۰۲	۰.۴۴۰۶۲۵	۶۶	۰.۰۰۷
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶۵.۷۹۸	۰.۰۰۷
	دوره دوم	همگنی واریانس	۰.۰۰۰	۰.۹۹۳	۶۶	۰.۱۷۳
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶۲.۲۰۴	۰.۱۷۳
	دوره سوم	همگنی واریانس	۰.۳۳۳	۰.۵۶۶	۶۶	۰.۱۰۹
		عدم همگنی واریانس	---	---	۵۷.۸۸۵	۰.۱۰۹

یک دوره ای (از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸): مقدار احتمال مربوط به آزمون فیشر جهت مطالعه همگنی واریانس برابر ۰/۵۵۱ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگ‌تر است لذا از سطر اول آزمون تی برای تحلیل استفاده می‌شود. مقدار احتمال مربوط به آزمون تی سطر اول جهت مطالعه تساوی میانگین‌ها برابر ۰/۰۰۶ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچک‌تر است بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیار جریان نقدی گذشته شرکت‌ها در بلندمدت واکنش بیش از اندازه و معنادار نشان می‌دهند.

چند دوره ای: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون تی در دوره اول (۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶) برابر ۰.۰۰۷ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است ولی در دوره دوم (۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷) برابر ۰.۱۷۳ و دوره سوم (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸) برابر ۰.۱۰۹ می‌باشد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به ازاء متغیر مورد بررسی در دوره اول معنادار است ولی در دوره دوم و سوم معنادار نیست لذا فرضیه در حالت چند دوره ای تایید نگردید.

آزمون فرضیه چهارم: "در شرکت‌های پایدار از نظر رشد بازده، تغییرات بازده شرکت‌های برنده (۲۵٪ بالا) در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت‌های بازنده (۲۵٪ پایین) می‌باشد."

جدول ۴. بررسی فرضیه چهارم با استفاده از آماره تی

	شرح	آزمون لون برای تساوی واریانس‌ها		آزمون تی برای تساوی میانگین‌ها	
		آماره فیشر	سطح معناداری	آماره تی	درجه آزادی
یک دوره ای	همگنی واریانس	۰.۰۰۴	۰.۹۵۲	۳.۶۵۶	۵۳
	عدم همگنی واریانس	---	---	۳۸۰۸	۴۷.۹۳۵
بلند دوره ای	دوره اول	همگنی واریانس	۰.۰۰۲	۰.۹۶۹	۶۶
		عدم همگنی واریانس	---	---	۵۹.۳۲۴
	دوره دوم	همگنی واریانس	۱.۴۲۲	۰.۲۳۷	۶۶
		عدم همگنی واریانس	---	---	۶۱.۶۰۵
	دوره سوم	همگنی واریانس	۰.۰۶۸	۰.۷۹۵	۶۶
		عدم همگنی واریانس	---	---	۵۹.۳۲۸

یک دوره ای (از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸): مقدار احتمال مربوط به آزمون فیشر جهت مطالعه همگنی واریانس برابر ۰/۹۵۲ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگ‌تر است لذا از سطر اول آزمون تی برای تحلیل استفاده می‌شود مقدار احتمال مربوط به آزمون تی سطر اول جهت مطالعه تساوی میانگین‌ها برابر ۰/۰۰۱ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچک‌تر است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در برابر پایداری معیار بازده سهام گذشته شرکت‌ها در بلندمدت واکنش بیش از اندازه و معنادار نشان می‌دهند.

چند دوره ای: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به آزمون تی در دوره اول (۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶) برابر ۰.۴۳۰ می‌باشد و در دوره دوم (۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷) برابر ۰.۰۰۰ و دوره سوم (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸) برابر ۰.۰۰۱ می‌باشد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به ازاء متغیر مورد بررسی در دوره اول معنادار نیست ولی در دوره دوم و سوم معنادار است لذا فرضیه در حالت چند دوره ای تایید گردید.

آزمون فرضیه پنجم: "در شرکت‌های پایدار با رشد فروش بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلند مدت است."

جدول ۵. آماره های بازده کوتاه مدت (۱۳۸۵) و بلند مدت (۱۳۸۶-۱۳۸۸) شرکت‌های برنده و بازنده - (ارقام بر حسب درصد)

	دوره بازده	تعداد	میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۲	۵۴.۹۵۰۰۰	۷۶.۸۶۶۷۷۹	۱۳.۵۸۱۲۵۵
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۲	۲۳.۹۷۵۸۴	۴۰.۳۶۱۴۹۹	۷.۱۳۴۹۷۲
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۴	۴.۳۷۰۲۹	۳۱.۶۸۴۲۷۹	۵.۴۳۳۸۰۹
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۴	۳۰.۲۹۷۵۹	۲۹.۶۲۸۱۵۷	۵.۰۸۱۱۸۷

جدول ۶. بررسی فرضیه پنجم با استفاده از آماره تی زوجی

	شرح	تفاضل دو گروه وابسته			آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
		میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد میانگین			
بازنده	تفاضل بازده	۳۰.۹۷۴۱۵۶	۶۲.۳۰۵۱۱۸	۱۱.۰۱۴۰۹۳	۲۸۱۲	۳۱	۰.۰۰۸
بازنده	تفاضل بازده	۲۵.۹۲۷۲۹۴	۴۶.۴۳۰۳۳۵	۷.۹۶۲۷۳۷	-۳.۲۵۶	۳۳	۰.۰۰۳

مقدار احتمال مربوط به آزمون تی زوجی در شرکت‌های برنده برابر ۰/۰۰۸ و در شرکت‌های بازنده برابر ۰/۰۰۳ است که از ۰/۰۵ کوچک‌تر می باشد بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه پنجم تایید می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که بازده شرکت‌های پایدار با رشد فروش بالا (برنده) در کوتاه مدت بیشتر از بازده در بلند مدت است و از طرف دیگر، بازده شرکت‌های پایدار با رشد فروش پایین (بازنده) در کوتاه مدت کمتر از بازده در بلند مدت است.

آزمون فرضیه ششم: "در شرکت‌های پایدار با رشد سود بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلند مدت است."

جدول ۷. آماره های بازده کوتاه مدت (۱۳۸۵) و بلند مدت (۱۳۸۶-۱۳۸۸) شرکت‌های برنده و بازنده - (ارقام بر حسب درصد)

	دوره بازده	تعداد	میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۴	۲۵.۵۵۷۹۴	۶۴.۹۳۲۸۷۵	۱۱.۱۳۵۸۹۶
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۴	۱۷.۳۹۷۵۶	۳۷.۵۶۸۳۳۹	۶.۴۴۲۹۱۷
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۴	۷.۱۶۷۹۴	۳۳.۴۹۲۹۵۶	۵.۷۴۳۹۹۵
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۴	۱۵.۷۸۸۸۲	۲۷.۴۵۱۶۷۹	۴.۷۰۷۹۲۴

جدول ۸. بررسی فرضیه ششم با استفاده از آماره تی زوجی

	شرح	تفاضل دو گروه وابسته			آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
		میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد میانگین			
بازنده	تفاضل بازده	۸.۱۶۰۳۸۲	۵۴.۵۸۰۶۸۹	۹.۳۶۰۵۱۱	۰.۸۷۲	۳۳	۰.۳۹۰
بازنده	تفاضل بازده	-۸.۶۲۰۸۸۲	۴۲.۷۹۸۱۱۵	۷.۳۲۴۳۸۱	-۱.۱۷۷	۳۳	۰.۲۴۸

مقدار احتمال مربوط به آزمون تی زوجی در شرکت‌های برنده برابر ۰/۳۹۰ و در شرکت‌های بازنده برابر ۰/۲۴۸ است که از ۰/۰۵ بزرگتر می باشد بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه ششم تایید نمی شود و می توان نتیجه گرفت که در شرکت های پایدار با رشد سود بالا (برنده) بازده در کوتاه مدت بیشتر از بازده در بلند مدت نیست و همچنین در شرکت های پایدار با رشد سود پایین (بازنده) بازده در کوتاه مدت کمتر از بازده در بلند مدت نمی باشد.

آزمون فرضیه هفتم: "در شرکت های پایدار با رشد نقدینگی بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلند مدت است."

جدول ۹. آماره های بازده کوتاه مدت (۱۳۸۵) و بلند مدت (۱۳۸۶-۱۳۸۸) شرکت های برنده و بازنده - (ارقام بر حسب درصد)

	دوره بازده	تعداد	میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۰	۱۴.۶۴۹۰۰	۴۰.۹۸۶۴۳۴	۷.۴۸۳۰۶۵
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۰	۱۶.۹۷۹۸۷	۱۸.۴۹۰۳۵۶	۳.۳۷۵۸۶۲
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۳	۲۸.۶۶۲۷	۵۷.۴۴۰۰۷	۹.۹۹۹۰۳
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۳	۲۵.۱۸۰۸	۳۳.۰۴۸۰۴	۵.۷۵۲۹۳

جدول ۱۰. بررسی فرضیه هفتم با استفاده از آماره تی زوجی

	شرح	تفاضل دو گروه وابسته			آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
		میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد میانگین			
بازنده	تفاضل بازده	-۲.۳۳۰۸۶۷	۴۲.۸۱۶۳۷۵	۷.۸۱۷۱۶۵	-۰.۲۹۸	۲۹	۰.۷۶۸
بازنده	تفاضل بازده	-۳.۴۸۱۹۴	۵۷.۶۴۱۸۶	۱۰.۰۳۴۱۶	۰.۳۴۷	۳۲	۰.۷۳۱

مقدار احتمال مربوط به آزمون تی زوجی در شرکت های برنده برابر ۰/۷۶۸ و در شرکت های بازنده برابر ۰/۷۳۱ است که از ۰/۰۵ بزرگتر می باشد بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه هفتم تایید نمی شود و می توان نتیجه گرفت که در شرکت های پایدار با رشد نقدینگی بالا (برنده) بازده در کوتاه مدت بیشتر از بازده در بلند مدت نیست و همچنین در شرکت های پایدار با رشد نقدینگی پایین (بازنده) بازده در کوتاه مدت کمتر از بازده در بلند مدت نمی باشد.

آزمون فرضیه هشتم: "در شرکت‌های پایدار با رشد بازده بالا (پایین) بازده در کوتاه مدت بیشتر (کمتر) از بازده در بلند مدت است."

جدول ۱۱. آماره های بازده کوتاه مدت (۱۳۸۵) و بلند مدت (۱۳۸۶-۱۳۸۸) شرکت‌های برنده و بازنده - (ارقام بر حسب درصد)

	دوره بازده	تعداد	میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد
برنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۲۱	۲۵.۲۶۹۰۵	۴۷.۴۸۰۳۱۲	۱۰.۳۶۱۰۵۳
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۲۱	۱۵.۵۱۷۹۵	۳۴.۶۲۸۹۷۹	۷.۵۵۶۶۶۳
بازنده	کوتاه مدت (یک ساله)	۳۴	۲۱.۱۱۵۲۹	۴۹.۹۸۴۶۱۳	۸.۵۷۲۲۹۰
	بلند مدت (میانگین سه ساله)	۳۴	۳۹.۵۳۱۲۹	۵۱.۲۳۷۴۷۸	۸.۷۸۷۱۵۵

جدول ۱۲. بررسی فرضیه هشتم با استفاده از آماره تی زوجی

	شرح	تفاضل دو گروه وابسته			آماره تی	درجه آزادی	سطح معناداری دو دامنه
		میانگین	انحراف معیار	خطای استاندارد میانگین			
برنده	تفاضل بازده	۹.۷۵۱۰۹۵	۵۳.۰۴۱۳۱۲	۱۱.۵۷۴۵۶۳	۰.۸۴۲	۲۰	۰.۴۰۹
بازنده	تفاضل بازده	۱۸.۴۱۶	۷۱.۸۳۹۲۴۷	۱۲.۳۲۰۳۲۹	-۱.۴۹۵	۳۳	۰.۱۴۴

مقدار احتمال مربوط به آزمون تی زوجی در شرکت‌های برنده برابر ۰/۴۰۹ و در شرکت‌های بازنده برابر ۰/۱۴۴ است که از ۰/۰۵ بزرگتر می باشد بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه هشتم تایید نمی شود و می توان نتیجه گرفت که در شرکت های پایدار با رشد بازده بالا (برنده) میزان بازده در کوتاه مدت بیشتر از بلند مدت نیست و در شرکت های پایدار با رشد بازده پایین (بازنده) نیز، میزان بازده در کوتاه مدت کمتر از بلند مدت نمی باشد.

نتیجه گیری

نتایج فرضیه های اول تا چهارم در حالت یک دوره ای و چند دوره ای در جدول زیرارائه شده است:

جدول ۱۳. نتایج آزمون فرضیه های اول تا چهارم

شرح	دوره	دوره آزمون	نتیجه
فرضیه اول رشد فروش	یک دوره ای	۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸	عدم تأیید
	چند دوره ای	اول (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶)	عدم تأیید
		دوم (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷)	تأیید
		سوم (۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸)	تأیید
فرضیه دوم رشد سود	یک دوره ای	۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸	تأیید
	چند دوره ای	اول (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶)	تأیید
		دوم (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷)	تأیید
		سوم (۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸)	تأیید
فرضیه سوم رشد نقدینگی	یک دوره ای	۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸	تأیید
	چند دوره ای	اول (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶)	تأیید
		دوم (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷)	عدم تأیید
		سوم (۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸)	عدم تأیید
فرضیه چهارم رشد بازده	یک دوره ای	۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸	تأیید
	چند دوره ای	اول (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶)	عدم تأیید
		دوم (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷)	تأیید
		سوم (۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸)	تأیید

یافته ها نشان می دهد که در خصوص فرضیه دوم و چهارم در دو حالت یک دوره ای و چند دوره ای نتایج بدست آمده یکسان بوده است و هر دو تأیید شده اند به این مفهوم که در شرکت های پایدار از نظر رشد سود و رشد بازده، میزان تغییرات بازده شرکت های برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده می باشد.

در خصوص فرضیه اول و سوم نتایج بدست آمده در دو حالت یک دوره ای و چند دوره ای با یکدیگر همخوانی نداشته است به این صورت که در فرضیه اول در شرکت های پایدار از نظر رشد فروش، تغییرات بازده شرکتهای برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده نبوده است و این نتیجه در حالت چند دوره ای- دوره اول نیز به تأیید رسید اما در دوره دوم و سوم این تغییرات در شرکت های برنده در بلند مدت کمتر از شرکت های بازنده است.

در فرضیه سوم نیز در شرکت های پایدار از نظر رشد نقدینگی، تغییرات بازده شرکتهای برنده در بلند مدت کمتر از تغییرات بازده شرکت های بازنده بوده است و این نتیجه در حالت چند دوره ای- دوره اول نیز به تأیید رسید. اما در دوره دوم و سوم تغییرات بازده شرکت های برنده در بلند مدت کمتر از شرکت های بازنده نبوده است.

به عبارت دیگر در شرکتهای پایدار از نظر رشد سود و رشد بازده، سرمایه گذارانی که عملکرد بلندمدت گذشته شرکتهای برنده را مبنای تصمیمات سرمایه گذاری در دوره های بلندمدت آتی قرار می دهند در مقایسه با کسانی که عملکرد بلندمدت گذشته شرکتهای بازنده را مبنای تصمیمات سرمایه گذاری در دوره های بلندمدت آتی قرار می دهند بازده کمتری (و یا به عبارتی نامطلوبتری) کسب کرده اند که این موضوع موید واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در برابر پایداری معیارهای عملکرد گذشته شرکت ها در بلندمدت می باشد. نتایج حاصله مشابه نتایج بسیاری از تحقیقات صورت گرفته در داخل و خارج کشور از جمله تحقیقات دموری و همکاران (۱۳۸۷ و ۱۳۸۸)، حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹)، الوتینی (۲۰۰۶) و تاواتناچی و یامان (۲۰۰۷) می باشد. در در سایر تحقیقاتی که در بسیاری از کشورهای جهان صورت پذیرفته، واکنش بیش از اندازه سرمایه گذران را ناشی از دو مفهوم "عدم کارایی بازار" در بورس های اوراق بهادار در سطوح ضعیف و نیمه قوی و نیز "نظریه مالی رفتاری" می دانند. با توجه به اینکه کارایی در بازارهای مالی اهدافی چون تخصیص بهینه سرمایه و تعیین عادلانه قیمت اوراق بهادار را دنبال می کند، بدیهی است عدم کارایی بازار بر تعیین ارزش ذاتی و واقعی سهام شرکتهای تاثیر گذاشته و باعث می شود قیمت سهام نسبت به ارزش واقعی آن انحراف پیدا کرده که بالطبع این موضوع عدم تخصیص مطلوب سرمایه سرمایه گذاران را نیز در پی دارد. همچنین "نظریه مالی رفتاری" که در حوزه روان شناسی است، بصیرت رفتار سرمایه گذاران بر پایه حداکثر مطلوبیت انتظاری را به دلیل تأثیر احساسات و خطاهای شناختی آن ها در اتخاذ تصمیماتشان رد می کند (شلیفر، ۲۰۰۳). این موضوع سبب می شود طرز فکر افراد تحت تأثیر اولویت های شناختی قرار گیرد (برجی، ۱۳۸۷). به عبارت دیگر دلیل اصلی تفاوت در تصمیمات، محدودیت در منابع شناختی مانند زمان و هزینه می باشد. محدودیت در ظرفیت پردازش اطلاعات نیز موجب شده فرآیند تصمیم گیری، نیمه عقلایی باشد که اصطلاحاً به آن ساده سازی گویند. نتیجه گیری نهایی از مطالعات انجام شده در دو دهه گذشته نیز حاکی از این واقعیت است که نقش "نظریه مالی رفتاری" در تبیین رفتار بازار و عامل های اقتصادی غیرقابل انکار است (تلنگی، ۱۳۸۳). عواملی مانند اطمینان بیش از حد در وقوع یک رویداد، نسبت دادن موفقیتها به خود، نسبت دادن ناکامی ها به بد اقبالی و عوامل خارجی، محافظه کاری در تحلیل نتایج از جمله مواردی است که سبب می شود سرمایه گذاران عملکرد کاملاً منطقی در اتخاذ تصمیماتشان نداشته باشند.

جدول ۱۴. نتایج آزمون های انجام شده جهت بررسی فرضیه های پنجم تا هشتم

شماره فرضیه	متغیر	شرح	نتیجه
پنجم	رشد فروش	برنده	تایید
		بازنده	تایید
ششم	رشد سود	برنده	عدم تایید
		بازنده	عدم تایید
هفتم	رشد نقدینگی	برنده	عدم تایید
		بازنده	عدم تایید
هشتم	رشد بازده	برنده	عدم تایید
		بازنده	عدم تایید

بر اساس نتایج حاصل از فرضیه پنجم مشخص گردید که در شرکتهای پایدار از نظر رشد فروش، شرکت های برنده (۲۵ درصد بالا) بازده در کوتاه مدت بیشتر از بازده در بلند مدت است و در شرکت های بازنده (۲۵ درصد پایین) بازده در کوتاه مدت کمتر از بازده در بلند مدت است. نتایج فرضیه های ششم، هفتم و هشتم نیز حاکی از آن است که در شرکت های پایدار از نظر رشد سود، رشد نقدینگی و رشد بازده، شرکت های برنده (۲۵ درصد بالا) بازده در کوتاه مدت بیشتر از بازده در بلند مدت نیست و شرکتهای بازنده (۲۵ درصد پایین) نیز بازده در کوتاه مدت کمتر از بازده در بلند مدت نیست.

منابع و مآخذ

- ۱- تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری." تحقیقات مالی ۱۷ (بهار و تابستان ۱۳۸۳): ۳-۲۵.
- ۲- حقیقت، حمید و ایرانشاهی، علی اکبر (۱۳۸۹). "بررسی واکنش سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به جنبه های پایداری اقلام تعهدی." مجله پژوهش های حسابداری، شماره سوم، صفحه ۳۱
- ۳- دموری، داریوش و احمدآبادی، حبیب و فلاح زاده ابرقویی، احمد (۱۳۸۸). "بررسی ثبات در معیارهای گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به این معیارها." مجله پژوهش های حسابداری مالی، شماره اول و دوم، صفحه ۱۰۳
- ۴- دموری، داریوش و سعید، سعید و فلاح زاده ابرقویی، احمد (۱۳۸۷). "بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق." مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۴، صفحه ۴۷
- ۵- سعیدی، علی و باقری، سعید (۱۳۸۹). راهبرد سرمایه گذاری معکوس در بورس اوراق بهادار تهران." مجله تحقیقات مالی
- ۶- سینایی، حسنعلی و صدفی رودسری، محمدعلی (۱۳۸۹). "بررسی عکس العمل سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکت ها." نشریه مدیریت اجرایی، شماره ۳۸، صفحه ۵۳

- ۷- قالیباف اصل، حسن و نادری، معصومه (۱۳۸۵). "بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشر شده در شرایط رکود و رونق" تحقیقات مالی، ش ۲۱، صص ۹۷-۱۱۲
- ۸- عبده تبریزی، حسین و دموری، داریوش (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره ۱۵، صفحه ۲۳
- ۹- هاگن رابرت. نظریه های مالی نوین، ترجمه شده توسط اسلامی بیگدلی غلامرضا، شمس شهاب الدین. دانشگاه تهران. موسسه انتشارات و چاپ. ۱۳۸۶
- ۱۰- مرادی، مهدی. (۱۳۸۴). "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی حسابداری و حسابرسی ۴۰ (تابستان ۱۳۸۴) ۹۷-۱۲۲
- ۱۱- مهرانی، ساسان و نونهال فر، علی اکبر (۱۳۸۷). "ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" فصل نامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۴

12. Ahmad, Z. and s. Hussain (2001). "KLSE Long Run Overreaction and the chinese New Year Effect." Journal of Business Finance & Accounting 28:63-105.

13. Alwathainani, A.M. (2006). "Do investors overreact to Patterns of past financial performance measures." Virginia University. PHD.

14. Bachelier, L (1900). "Théorie de la speculation", Annales Scientifiques de L'École Normale Supérieure 17, 21 – 86; 1900. (English translation by A. J. Boness in Cootner, P.H. (Editor): "The random character of stock market prices." Pages 17 – 75. Cambridge, MA: MIT Press; 1964)

15. Barberis, N., A. Shleifer, et al. (1998). "A model of investor sentiment." Journal of Financial Economics 49(3):307-343.

16. Barberis, N. and R. Thaler. (2002). "A survey of behavioral finance." Journal of Economic Perspectives 15:80-99.

17. Bowman, Robert G and D. Iverson (1998). "Short-run overreaction in the new Zealand stock market." Pacific-Basin Finance Journal 6:475-491.

18. Barberis, N. Huang, M. and Santos, J. (2001). "Prospect theory and asset prices". Quarterly Journal of Economics, 49, pp:307-343

19. Bem, D. J. (1965), An Experimental Analysis of self-persuasion, Journal of Experimental Social Psychology. 1. pp. 199-218

20. Chorpá et al., (1996). A Journal of the Bangladesh Pharmacological Society (BDPS). Bangladesh J Pharmacol 2010; 5: 51

21. Chan, W. S., R. Frankel, Ketari. (2004). "Testing behavioral finance theories using and consistency in financial performance." Journal of Accounting and Economics 38:3-5.

22. Daniel, K., D. Hirshleifer. (1997). "A theory of overconfidence, self attribution, and security market under- and overreaction." Journal of Finance 51.

23. Daniel, K., D. Hirshleifer, et al. (1998). "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions." *Journal of Finance* 53(6):1839-1885.
24. DeBondt, W. and R. Thaler (1985). "Does the stock market overreact?" *Journal of Finance* 40:793-805
25. Fama, F. E. (1991). Efficient Capital Markets II, *The Journal of Finance*, 46, pp1575-1617
26. Edwards, W. (1968). "Conservatism in human Information Processing", *Formal Representation of Human Judgment*, Edited by Kleinmuntz, B. John Wiley and Sons Inc. New York, 17-52
27. Dissanayake, G. (1997), Do Stock Market Investors Overreact?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24: 27-50. Doi
28. Fama, E. (1998). "Market efficiency, long run returns, and behavioral finance." *Journal of Financial Economics* 49:283-306.
29. Fama-French (1996) three-factor model Alive," (with Kenneth R. French), *Journal of Finance*, 51, 1947-1958.
30. Fama, E. and K. French (1993). "Common risk factors in the returns of stocks and bonds." *Journal of Finance*, 47:427-465
31. Fung, A. K. (1999). "Overreaction in the Hong Kong Stock Market" *Global Finance Journal*, 10(2). 223-230
32. G. Bowman, R. and D. Iverson (1998). "Short-run overreaction in the New Zealand stock market." *Pacific-basin Finance Journal* 6:475-491.
33. Grinblatt, M., and Moskowitz, T. (2004). "Predicting stock price movements from past returns: the role of Consistency and loss-selling".
34. Jegadeesh, N. and S. Titman (2001). "Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations", *Journal of Finance*, 56:699-720
35. Jon, E. Hilsenrath (2004). "Belief in efficient Valuation yields ground to role of Irrational Investor: Mr. Thaler Takes on Mr. Fama, *Wall Street Journal*. October 18, p:A1.
36. Lakonishok, J., A. Shleifer, et al. (1994). "Contrarian investment, extrapolation, and risk." *Journal of Finance* 49:1541-1578.
37. Lee, C. M. and Swaminathan, B. (2000). "Price momentum and trading volume." *Journal of Finance*, 55, pp:2017-2069.
38. Liching, F. Philip. (1997). "Inference by believers in the law of small numbers." *Quarterly Journal of Economics* 117:775-816.
39. Ma, Y., A. P. Tang, et al. (2005). "The Stock Price Overreaction Effect: Evidence on Nasdaq Stocks".

- 40 .Park,C,s. (2008).Investors Overreaction to an extreme event.Evidence From the world trade center Trrorist Attack .www.ssrn.com
- 41 .Saleh ,w.(2007).”overreaction :the sensitivity of defining the duration of the formation period.”Financial economics,17,pp45-61
42. Subrahmanyam, K., &Gelman, R. (1998). Measurement estimation: Learning to map the route from numbers to quantity and back. Review of Educational Research, 68, 413-449.
- 43 .Shiller,D.(2003).”From efficient markets theory to bahaviorlfinance.”Journal of Economic Perspectives 17:83-104.
- 44 .Shiller ,R .J . and B.Talor . John(1999).Chapter 20 Human behavior and the efficiency of the financial system.Handbook of Macroeconomics,Elsevier. Volume 1,Part 3:1305-1340.
- 45 ..Shleifer ,A.(2000).Inefficient market:An Introduction to behavioral finance,Oxford University Press.
- 46 .Spyrou, S.,K.Kassimatis,et al.(2007).”Short –term overbitrage “Journal of overreaction and efficient reaction:evidence from the the London stock Exchange.”Applied Financial Economics 17:221-235.
- 47 .Thaler ,R.(1999).”The end of behavioral finance.”Financial Analysts Journal 55:12-27.
- 48.Tawatnuntachai, O.and D. Yaman(2007). “Do investors overreact to earnings warnings?”review of financial Economics(16):177-201.
- 49 .Tversky,A.and D.Kahneman (1974).”Judgement under uncertainty: heuristics and biases.” Science 185:1124-1131.
- 50 .Zhang Frank.The Q-heory approach to Understanding the ,Zhang Lu,45. Wu Jin Forthcoming 2009.„Accrual Anomaly. Journal of Accounting reaserch
51. Yuri shefler,M.(2001).”Representativeness and fallacies of probability judgment.”Acta psychological 55:91-107.
- 52 .Y. Yonesawa and Gunaratne ,P.S.M(1997). "Return reversals in the Tokyo Stock Exchange:A test stock of market overreaction."Japan and the World Economy 9:363-384.

over reaction of investors against sustainability of the companies' past performance criteria

Abstract:

In the current world, decision making process is the most significant part of investment, in which investors need to make the most optimal decisions in order to maximize their benefits and wealth. In this respect, the most prominent factor for decision making process is to obtain information, such as companies' past performance information. Such data could have major effect on this process, and lead people to make various decisions.

The present article studied the over reaction of investors against sustainability of the companies' past performance criteria (Stability in sales growth, Profit, Cash Flow, Returns) in long term and short term periods within 4 hypotheses.

The study is conducted in eight years as of 2002 through 2010 and its case study is the companies accepted in Tehran Stock Exchange. In this paper stock return changes of companies within periods of portfolio development and examination are compared and evaluated. The hypotheses of this research were assessed using t student statistics test on 95% level of significance. The obtained results primarily indicate that investors induce extreme reaction against sustainability of above mentioned performance criteria.

Keywords: sustainable companies, portfolio development period, portfolio evaluation period