

## بررسی نوسانات ناگهانی ارزش سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران با تکیه بر ترجیحات سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات حسابداری

محمد خیری<sup>۱</sup>

هادی اسماعیل پور مقدم<sup>۲</sup>

وحید دهباشی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۰/۰۵

---

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات حسابداری بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام است. جامعه مورد نظر پژوهش، شرکت‌هایی با عضویت در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۳ بوده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش اقتصادسنجی پانل لوجیت صورت گرفته است. نتایج نشان می‌دهد کیفیت اطلاعات حسابداری و تمایلات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارند. به‌علاوه کارایی پیش‌بینی نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام با استفاده از تجزیه و تحلیل روش پانل لوجیت بیانگر این است که دو عامل کیفیت اطلاعات و تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند پیش‌بینی مناسبی از آن طی دوره‌های آتی ارائه دهد.

**واژه‌های کلیدی:** تمایلات سرمایه‌گذاران، کیفیت اطلاعات حسابداری، نوسانات ناگهانی ارزش سهام.

---

۱- استادیار دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه پیام نور تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول) kheiry\_369@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری اقتصاد مالی دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

۳- مربی گروه اقتصادکشاورزی دانشگاه زابل، زابل، ایران

## ۱- مقدمه

وجود بازارهای مالی قوی و کارآمد همراه با سازمان‌های مالی مناسب و فعال، از شاخص‌های رشد و توسعه اقتصادی هر کشور است. یک معیار مهم برای سنجش توسعه اقتصادی کشور، رونق بورس اوراق بهادار است که پیامدهای اقتصادی حاصل از آن بر تعادل اقتصادی جامعه اثرگذار است. هدف هر سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار، کسب بالاترین بازدهی است. در صورتی که سرمایه‌گذار، سهام خود را به طور منطقی انتخاب نماید، می‌تواند به بازدهی مطلوبی دست یابد. ارزش بازار نمایانگر عملکرد شرکت و ابزاری برای پیش‌بینی و سنجش اثربخشی مدیریت است که در تصمیمات سرمایه‌گذاران، مدیران و تحلیل‌گران مورد توجه بوده است. از سویی دیگر ارزش بازار سهام همیشه دارای تغییرات تدریجی نیست؛ بلکه ممکن است دچار تغییرات و نوسانات ناگهانی شود که در این وضعیت، تصمیمات سرمایه‌گذاران را دچار اختلال و آشفتگی نماید. نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام به دلیل تأثیر گسترده آن بر متغیرهای اقتصاد کلان، از اهمیت زیادی در مطالعات اقتصادی برخوردار است. یکی از اهداف مهم اقتصاد کلان، کاهش نوسانات ناگهانی اقتصادی از جمله ادوار تجاری است؛ زیرا نوسانات ناگهانی، امنیت سرمایه‌گذاری را به خطر می‌اندازد و در چنین شرایطی نمی‌توان به شکوفایی اقتصاد در بلندمدت امیدوار بود.

از طرفی سرمایه‌گذاران نیز با رفتار و تصمیمات خود ارزش بازار سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند. بر اساس دیدگاه مالی رفتاری، ممکن است عوامل روان-شناختی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد و این تصمیمات، بر پایه تمایلات و ترجیحات سرمایه‌گذاران صورت گیرد و در این صورت ارزش بازار سهام را دچار تغییر نماید. روشن است که در این صورت برخی از تغییرات ارزش سهام هیچ دلیل بنیادی نخواهد داشت (کیم و ها، ۲۰۱۰). بنابراین ترجیحات سرمایه‌گذاران بر ارزش بازار سهام مؤثر است و ارزش بازار سهام را می‌تواند دچار تغییر و

یا نوسان ناگهانی نماید. از دیگر موارد اثرگذار بر ارزش بازار سهام، کیفیت اطلاعات حسابداری است که به تصمیم بهتر در سرمایه‌گذاری کمک می‌نماید. کیفیت مناسب گزارشگری مالی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (مشایخی و محمدپور، ۱۳۹۳). از سوی دیگر نبود اطلاعات در بازار پیامدهای جمعی و فردی نامطلوبی نظیر مشارکت حداقلی سرمایه‌گذاران، هزینه‌های معاملاتی بالا، بازارهای رقیق و کاهش سود ناشی از معاملات را به همراه خواهد داشت (دموری و دهقانی فیروزآبادی، ۱۳۹۳). در این پژوهش به بررسی اثر ترجیحات سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات حسابداری بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام می‌پردازد. تفاوت این کار با سایر مطالعات صورت گرفته این است که غالباً در مطالعات قبلی اثر برخی عوامل روان‌شناختی سرمایه‌گذاران بر قیمت و ارزش سهام بررسی گردیده است؛ اما در این پژوهش اثر عامل روان‌شناختی یا سوبه شناختی ترجیحات و تمایلات سرمایه‌گذاران به همراه کیفیت اطلاعات حسابداری بر تغییرات و نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام بررسی می‌شود. به عبارت دیگر در این تحقیق به این پرسش‌ها پاسخ داده می‌شود که آیا عامل روان-شناختی ترجیحات به همراه کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند به عنوان عاملی مؤثر بر نوسانات ناگهانی ارزش سهام مطرح شود و این که آیا امکان پیش‌بینی نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام بر اساس شاخص‌های کیفیت اطلاعات حسابداری و ترجیحات سرمایه‌گذاران وجود دارد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بر مبنای تئوری مالی سنتی می‌توان با کمک اطلاعات حسابداری، کیفیت دارایی‌ها و سودآوری هر بنگاه را مشخص نمود. بدین روی از این اطلاعات نیز می‌توان ارزش سهام را برآورد نمود و ارتباط بین اطلاعات حسابداری و قیمت سهام را تحلیل کرد (بال و براون<sup>۱</sup>، ۱۹۶۸). اطلاعات حسابداری به عنوان یک عامل مهم اثرگذار بر ارزش بازار سهام شناسایی شده است (ژو و نیو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶)؛ به گونه‌ای که کیفیت

گران سهام به گونه‌ای فعال‌تر تمایل به صدور علائم خرید دارند (بیکر و وارگلر<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۷) و این احساسات بالاتر باعث افزایش رشد عایدات مورد انتظار سرمایه-گذاران می‌شود (ژو و نیو، ۲۰۱۶). از سوی دیگر این ترجیحات و تمایلات ممکن است با تأثیر بر ریسک مورد انتظار و قیمت ریسک، بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر بگذارد (ژو و نیو، ۲۰۱۶)؛ به گونه‌ای که در طول یک دوره تمایلات بالا، سرمایه‌گذاران تمایل به کمتر از حد تخمین زدن ریسک بالقوه دارند (رایت و باور<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۲). با این حال این سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزتر می‌شوند و قیمت ریسک مورد انتظار آن‌ها افزایش می‌یابد (ایسن و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۱۹۸۸؛ آندرید<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۵). از این روی، نوسانات و تغییرات ناگهانی ارزش بازار سهام نه تنها بر مبنای تئوری سنتی مالی بر ارزش مبتنی بر اطلاعات حسابداری وابسته است؛ بلکه بر اساس دیدگاه روان‌شناختی بر عوامل روان‌شناختی نظیر ترجیحات و تمایلات نیز وابسته است. نبود شفافیت در حوزه اطلاعات حسابداری و مالی بنگاه‌ها و وجود هیجان و جو روانی در بازار بر مبنای تصمیم-گیری بر اساس ترجیحات و تمایلات، باعث می‌شود تغییرات قیمتی و ارزشی بدون دلایل بنیادی شکل گرفته و موجب بروز نوسانات ناگهانی ارزش سهام شوند. این موضوع ممکن است موجب افزایش نااطمینانی نسبت به بازار سرمایه و حتی ایجاد بحران مالی گردد و عامل خروج سرمایه و تضعیف نظام مالی کشور شود (هیریگوبین و پولان‌رحم<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۴).

## ۲-۱- پیشینه پژوهش

ژو و نیو (۲۰۱۶) در پژوهشی در کشور چین به مطالعه اثر ترجیحات و تمایلات سرمایه‌گذاران بر ارزش بازار سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد این نوع رفتار سرمایه‌گذاران رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ اگرچه که میزان این تأثیر بر اساس خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران متفاوت بود. به علاوه نتایج حاکی از این بود تمایلات سرمایه‌گذاران و نیز کیفیت اطلاعات

حسابداری ضعیف و پایین ممکن است خطای ارزش-گذاری سهام را افزایش داده (ابودی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵؛ بارث و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳؛ فرنسیس و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵) و موجب نوسان بالای بازده شود (راجگیال و ونکاتاجلام<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱).

یکی دیگر از عواملی که می‌تواند بر ارزش بازار سهام مؤثر باشد، ترجیحات سرمایه‌گذاران در حوزه مالیه رفتاری است. بر اساس این دیدگاه، همیشه همه سرمایه‌گذاران به طور منطقی رفتار نمی‌کنند و ممکن است برخی عوامل روان‌شناختی نظیر ترجیحات و تمایلات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر باشد. دیدگاه مالی رفتاری بیان می‌نماید که برخی از تغییرات ارزش بازار سهام صرفاً به دلیل این گونه عوامل نظیر ترجیحات و تمایلات سرمایه‌گذاران است و هیچ دلیل بنیادی را نمی‌توان برایشان تصور نمود (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت قیمت و ارزش بازار سهام از فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی شکل می‌گیرد و اگر یک سهام با معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری مواجه باشد، نوسانات قیمتی آن چشم‌گیر خواهد بود (میچن‌لین<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰). رفتار غیرمنطقی معامله‌گران اختلال‌گر ممکن است منجر به «خطر معامله‌گرا اخلاقی» شود که این رفتار از طریق تمایلات و ترجیحات سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری می‌شود (لی و همکاران<sup>۹</sup>، ۱۹۹۱) که از اعتقادات ذهنی نادرست یا اطلاعات غیر مرتبط با ارزش سهام منتج می‌شود و به نوعی نگرش خوش‌بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سهام می‌باشد (براون و کلیف<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴). تمایلات و ترجیحات سرمایه‌گذاران به عنوان تمایل نسبت به سفته‌بازی تعریف می‌شود که منتج به سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه می‌شود (بیکر و وارگلر<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۶). این گونه رفتارها هم بر رشد عایدات مورد انتظار و هم بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر می‌گذارد که تأثیر آن بر روی قضاوت سرمایه‌گذاران از رشد عایدات آتی به طور شهودی حاصل می‌شود. زمانی که تمایلات و ترجیحات خیلی بالا باشد، سرمایه‌گذاران معمولاً خوش‌بین‌تر می‌شوند و تحلیل-

حسابداری بر قیمت و ارزش سهام تأثیر معناداری می‌گذارد.

آرورا و مارواه<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۴) به بررسی و مقایسه متغیرهای مؤثر بر ترجیحات برای سهام (سرمایه‌گذاری در معرض ریسک) در برابر سپرده ثابت (سرمایه‌گذاری کم‌ریسک) پرداختند. برای این منظور ۲۴۱ نمونه پرسشنامه برای شناسایی متغیرها و رتبه‌بندی بررسی گردید. نتایج مطالعه نشان داد به ترتیب بازده بالا و درآمد ثابت مهم‌ترین عامل برای سرمایه‌گذاری در سهام و سپرده‌گذاری تلقی می‌شوند.

کرنل و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۴) و هریبار و مک‌اینیس<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۲) نیز در مطالعاتی نشان دادند که هنگامی که تمایلات و ترجیحات بالا باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری آتی شرکت‌ها خوش‌بین هستند و در نتیجه تمایل به صدور علائم خرید بیشتر برای سهامی که به آینده آن‌ها خوش‌بین هستند، دارند.

بیکر و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۲) به بررسی شاخص‌های تمایلات سرمایه‌گذاران در سطح محلی و جهانی برای شش بازار سهام پرداختند. نتایج مطالعه نشان داد تمایلات محلی و جهانی پیش‌بینی کننده مناسبی برای بازده‌های مقطعی در بازارهای مختلف می‌باشند و تمایلات جهانی بازدهی در سطوح کشوری را به خوبی پیش‌بینی می‌نمایند. به‌علاوه با فرض نبود آربیتراژ، زمانی که تمایلات بالا است بازده بازارهای آتی به مراتب پایین‌تر است.

بیاکوفسکی و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۲) در مقاله‌ای به بررسی تمایلات سرمایه‌گذاران و بازده سهام در طول ماه مبارک رمضان برای ۱۴ کشور مسلمان در دوره ۱۹۸۹-۲۰۰۷ پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد در طول ماه رمضان بازده سهام بطور معناداری با ارزش بیشتر و نوسانات نسبتاً کمتری همراه است. در واقع ماه رمضان اثر مثبتی بر جنبه‌های روانی سرمایه‌گذاران در میان مسلمانان سراسر جهان دارد؛ به‌طوری که منجر به باورهای خوشبینانه برای مسلمانان شده و نهایتاً تصمیمات آن‌ها برای سرمایه‌گذاری را گسترش می‌دهد.

شفرین<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای با استفاده از عامل تنزیل تصادفی، تمایلات سرمایه‌گذاران را بر مبنای آن بررسی کرد و نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع مؤثر است.

بیکر و وارگلر (۲۰۰۷) در تحقیقی ارتباط ترجیحات سرمایه‌گذاران را بر قیمت سهام بررسی کردند و نشان دادند ترجیحات با تغییر ریسک پیش‌بینی شده سرمایه‌گذاران، بر ارزش سهام تأثیر می‌گذارد که این موضوع موجب می‌شود ارزش‌گذاری دچار مشکل شده یا آربیتراژ، ریسکی و پرهزینه گردد. بلزایل و همکاران<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۶) به بررسی تغییرات در روش گزارش‌دهی پاداش اختیار خرید سهام، بر قضاوت‌ها و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد روش گزارش‌دهی علی‌رغم تأثیر زیادی که بر قضاوت فرد درباره روند مورد انتظار قیمت سهام دارد، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها اثر چندانی ندارد.

لی<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۶) در پژوهشی به اندازه‌گیری ریسک رفتار بر مبنای ترجیحات پرداخت و نتیجه گرفت این ریسک می‌تواند بازده‌های آتی را پیش‌بینی نماید.

برون و کلیف (۲۰۰۴) در مقاله‌ای ارتباط بین تمایلات سرمایه‌گذاران و بازده بازار سهام را بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد بازده گذشته بازار عاملی مؤثر بر تغییر تمایلات سرمایه‌گذاران به‌شمار می‌رود. همچنین نتایج حاکی از آن است اگرچه بازده بازار سهام و تغییر در تمایلات به شدت همبستگی دارند؛ اما تغییر تمایلات قدرت پیش‌بینی کمی برای بازده‌های آتی سهام دارد.

ایم<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۲) با استفاده از مدل شبکه عصبی و داده‌های روزانه شاخص سهام برزیل طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸ بازدهی شاخص روزانه سهام برزیل را پیش‌بینی نمود. در این مطالعه نتایج پیش‌بینی با استفاده از معیارهای ریشه میانگین مجذور خطا (RMSE) و میانگین قدر مطلق خطا (MAE) با نتایج پیش‌بینی مدل‌های GARCH و ARIMA مقایسه گردید و برتری شبکه عصبی مصنوعی تأیید گردید.

ناگهانی ارزش سهام شرکت‌ها بدین صورت انجام می‌گیرد که چنانچه ارزش یک سهام از ارزش واقعی آن تغییری بی‌حد و بی‌رویه داشته باشد، آن سهام با نوسانات ناگهانی شناخته می‌شود. ارزش واقعی یک سهم را می‌توان برابر ارزش فعلی جریان نقدی آتی آن در نظر گرفت. با استفاده از آزمون‌های کشیدگی و چولگی، سهام با نوسانات ناگهانی شناسایی شده و در صورت نوسان ناگهانی داشتن در زمان مورد بررسی مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت مقدار صفر اختیار می‌کند. بدین ترتیب متغیر وابسته برابر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام یک متغیر دو ارزشی صفر و یک است. لذا در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و بررسی روابط از مدل رگرسیون لججیت باینری استفاده شده است. رگرسیون لججیت یک روش استاندارد آماری است که در دهه‌های اخیر مورد استفاده قرار گرفته است. این روش در مواردی به کار می‌رود که متغیر وابسته پیوسته نباشد اما در عین حال دو حالت اختیار نماید (اگر متغیر توضیحی پیوسته باشد از رگرسیون خطی استفاده می‌شود)، بنابراین فقط دو مقدار می‌گیرد (کلیستیکا و همکاران<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۵).

تجزیه و تحلیل لججیت احتمال وقوع یا عدم وقوع یک رویداد را مشخص می‌کند. هدف رگرسیون لججستیک آن است که درجه وابستگی  $Y$  را بر متغیر  $X$  بیان نماید، هرچند که وابستگی براساس یک رابطه خطی نیست. در این حالت داده‌ها به جای قرار گرفتن روی یک خط بر روی منحنی لججستیک مشاهده می‌شوند (سیسکو و کلستیک<sup>۲۷</sup>، ۲۰۱۳) که تابع آن به صورت زیر است:

$$\Pi = \frac{e^{\beta + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k}}{1 + e^{\beta + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k}} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k)}}$$

که در آن:

$\Pi$ : احتمال را اندازه می‌گیرد.

$x_k$ : مقدار  $K$  امین متغیر مستقل.

$\beta_k$ : ضرایب مقدار  $K$  امین متغیر مستقل.

نیک‌بخت و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد.

عسگری و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که تمایلات سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فیاضی و همکاران (۱۳۹۳) نیز در مطالعه‌ای ارتباط واکنش رفتار سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند و نتایج حاکی از ارتباط مثبت و معنادار بین این دو بود.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ بررسی کردند. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی بود.

### ۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی می‌باشد. هم‌چنین با توجه به ماهیت مطالعه از نوع توصیفی بوده و از نظر زمان نیز جزء پژوهش‌های گذشته‌نگر می‌باشد. به‌علاوه این پژوهش از نظر کاربرد از نوع پژوهش‌های نتیجه‌گرا بوده و از نظر نوع داده جزء پژوهش‌های کمی و توصیفی-تحلیلی و از نوع همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۳ می‌باشد. تشخیص نوسانات

جدول ۱- نتایج برآورد الگوی رگرسیون لوجیت

سطح معناداری	آماره Z	ضرایب	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰	۹/۴۰۷	۱/۸۲۶	Constant
۰/۰۰	۹/۰۱۵	۰/۶۲۲	QI
۰/۰۰	۶/۰۰۹	۰/۳۵۴	IP
آماره نسبت درستنمایی ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۰۴			۲۹۴/۴۷
احتمال آماره درستنمایی			۰۰/۰
ضریب تعیین مک فادان			۰/۷۶۳
آماره هوسمر و لمشو			۴/۲۶۶
احتمال آماره هوسمر لمشو			۰/۱۷۵

با توجه به نتایج جدول فوق، متغیرهای مستقل شامل کیفیت اطلاعات حسابداری و ترجیحات سرمایه‌گذاران دارای ارتباط معناداری با نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام دارند. به عبارت دیگر ضریب متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری با توجه به مقدار آماره Z معنادار و برابر با ۰/۶۲۲ می‌باشد و بیانگر آن است که کیفیت اطلاعات حسابداری اثری مثبت بر وقوع نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام دارد. با توجه به این که شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن، به عنوان یک راهکار عملی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی، مورد توجه قرار گرفته است، شرکت‌های اهرمی (با هزینه‌های نمایندگی کمتر) احتمال گزارش نادرست عملکرد مالی به منظور تأمین نظر سرمایه‌گذاران خارجی افزایش می‌یابد؛ لذا احتمال رشد بی‌رویه و شکل‌گیری نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام افزایش می‌یابد (کارامانو و وافیس<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۵). به علاوه در بازارهایی که اطلاعات عملکرد شرکت‌ها در دسترس نیست یا به صورت تدریجی در اختیار مشارکت‌کنندگان بازار قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاران را در انتخاب بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه خواهند کرد و فرآیند تجهیز و تخصیص منابع را از مسیر اصلی خود منحرف می‌کند (قالیباف اصل و ناطقی، ۱۳۸۷). وقتی بازار ناکارا باشد، هم تخصیص سرمایه به صورت مطلوب انجام می‌شود و هم قیمت سهام به درستی و عادلانه

رگرسیون لوجستیک معایب تجزیه و تحلیل مجزا را برطرف می‌کند، زیرا متغیر وابسته توزیع نرمال و ماتریس واریانس-کواریانس همگن را در نظر نمی‌گیرد (کولار و سیسکو<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۴).

مدل رگرسیون به‌کار رفته در این پژوهش بر مبنای روش رگرسیون لوجیت به صورت زیر است:

$$\ln \left[ \frac{P_i}{1 - P_i} \right] = \alpha + \beta \ln QI_i + \gamma \ln IP_i$$

که در رابطه فوق  $\frac{P_i}{1 - P_i}$  برابر با نسبت احتمال وقوع به عدم وقوع بروز نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام است. QI برابر شاخص کیفیت اطلاعات حسابداری است که به منظور سنجش آن از گزارش‌های دوره‌ای شرکت‌ها و از متغیرهای حسابداری نظیر اهرم مالی و شفافیت اطلاعات مالی به طور ترکیبی استفاده گردیده است. IP شاخص ترجیحات سرمایه‌گذاران است. رویکردهای متفاوتی در جهت جمع‌آوری شاخص‌هایی برای تمایلات و ترجیحات سرمایه‌گذاران به‌کار گرفته شده است که از دو روش شاخص‌های ضمنی و مشخص برای متغیر مذکور استفاده کرده‌اند. در این مطالعه به تبعیت از مطالعات نظیر براون و کلیف (۲۰۰۴) که از اطلاعاتی مانند روند دیدگاه سرمایه‌گذاران و واکنش نسبت به اخبار برای اندازه‌گیری مستقیم تمایلات و ترجیحات سرمایه‌گذاران استفاده کرده‌اند، پرسشنامه استاندارد تهیه و بطور تصادفی در اختیار سرمایه‌گذاران بازار سهام قرار گرفته و بر مبنای روش مستقیم، این اطلاعات استخراج شده است.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

پس از تشخیص نوسانات ناگهانی ارزش در بازار سهام و تقسیم‌بندی ارزش سهام به نوسان ناگهانی و بدون نوسان ناگهانی با استفاده از آزمون‌های کشیدگی و چولگی، اثر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته که همان وقوع یا عدم وقوع نوسان ناگهانی می‌باشد، مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از برآورد الگوی رگرسیونی لوجیت در جدول (۱) ارائه شده است.

بورس اوراق بهادار تهران برای دوره های کوتاه مدت آتی ارائه دهد.

جدول ۲- درصد موفقیت مدل

نمونه آزمون	
اگر متغیر وابسته مقدار صفر یک اختیار کند	اگر متغیر وابسته مقدار یک اختیار کند
٪۹۸/۳	٪۹۵/۰۱

## ۵- نتیجه گیری و بحث

وجود اطمینان از آینده سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین عوامل جذب سرمایه‌ها به هر دارایی سرمایه‌ای است. در عین حال نوسان قیمت جزء جدایی‌ناپذیر بازار سرمایه است. در صورتی که این نااطمینانی به نحوی باشد که تغییر در قیمت و ارزش، ریسک از بین رفتن کل یا بخش اعظمی از سرمایه را به همراه داشته باشد، اطمینان به چنین بازاری از بین رفته و وجود نوسانات ناگهانی و ریسک قیمت، فرآیند تجهیز و تخصیص بهینه منابع را از مسیر اصلی خود منحرف می‌کند. هدف از پژوهش حاضر، تبیین ارتباط بین ترجیحات سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات حسابداری بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام است. بدین منظور با استفاده از داده‌های آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۳، نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام با استفاده از آزمون‌های مناسب نظیر کشیدگی و چولگی مشخص شد و مقادیر صفر و یک برای آن تعیین گردید. با توجه به دو ارزشی بودن متغیر وابسته برای تجزیه و تحلیل مدل، از رگرسیون لججیت استفاده گردید.

نتایج حاصل از برآورد مدل با روش اقتصادسنجی پانل لججیت نشان داد که متغیرهای کیفیت اطلاعات حسابداری و ترجیحات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام دارند. بر اساس نتایج به دست آمده و اهمیت و جایگاه قابل توجه شاخص کیفیت اطلاعات حسابداری و متغیرهای اهرم مالی و شفافیت اطلاعات، ضروری است که مدیران و قانون‌گذاران بازار سهام با اعمال نظارت و

تعیین می‌شود. در بازار ناکارا احتمال وقوع نوسانات ناگهانی در ارزش بازار سهام وجود دارد و عدم شفافیت کامل اطلاعاتی، به عنوان عامل اصلی نوسانات ناگهانی ارزش و فاصله یافتن ارزش بازاری از ارزش ذاتی سهام مطرح می‌شود (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱). هم‌چنین ضریب متغیر ترجیحات سرمایه‌گذاران نیز با توجه به مقدار آماره Z معنادار و برابر ۰/۳۵۴ می‌باشد؛ به طوری که ترجیحات سرمایه‌گذاران نیز اثری مثبت بر نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام دارد. ترجیحات سرمایه‌گذاران به عنوان تمایل نسبت به سفته‌بازی منتج به سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه می‌شود که موجب نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام می‌گردد.

با توجه به جدول فوق سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی مدل برابر صفر بوده و از خطای ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد؛ لذا نیکویی برازش مدل قابل قبول است. به علاوه بررسی تطابق بین موارد مشاهده شده و انتظاری از آزمون هوسمر و لمشو استفاده شده است که چون سطح معناداری آن ۰/۱۷۵ بوده و از ۰/۰۵ بیشتر است فرض صفر تایید می‌شود که دلالت بر آن دارد که بین موارد مشاهده شده و انتظاری تطابق وجود دارد.

کارایی مدل رگرسیون لوجستیک برازش شده جهت پیش‌بینی بروز نوسانات ناگهانی ارزش سهام، با مقایسه مقادیر واقعی با مقادیر بدست آمده توسط مدل تخمین زده شده انجام می‌گیرد. هرچه درصد خطای پیش‌بینی کمتر و یا درصد موفقیت پیش‌بینی بیشتر باشد بیانگر کارایی بیشتر مدل خواهد بود. جدول (۲) بیانگر این مقایسه است و نشان می‌دهد مدل برآوردی در این تحقیق حالت یک (با نوسانات ناگهانی) را با حدود دقت ۹۵٪ و خطای ۵ درصد و حالت صفر (بدون نوسانات ناگهانی) را با حدود دقت ۹۸٪ و خطای ۲ درصد پیش‌بینی می‌نماید. بنابراین مدل برازش شده از کارایی لازم برخوردار است.

با توجه به کارایی مدل برازش شده، دو عامل کیفیت اطلاعات و ترجیحات سرمایه‌گذاران می‌تواند پیش‌بینی مناسبی از نوسانات ارزش بازار سهام در

- کنترل و مشوق‌های بیشتر به منظور افزایش شفافیت اطلاعات و کیفیت افشاگری و بهبود بخشیدن به آن، نوسانات ناگهانی ارزش بازار سهام و ریسک بحران‌های مالی را کاهش دهند. با توجه به این که شفافیت اطلاعات هسته مرکزی کارایی بازار سرمایه است، پیشنهاد می‌شود تدابیر جدی‌تری در زمینه ارتقای سیستم اطلاعاتی بازار سرمایه اتخاذ شود. همچنین سازمان بورس می‌تواند به منظور اجرای نمودن قانون شفاف‌سازی بورس، مکانیزم‌های تنبیهی سخت‌تری را برای شرکت‌هایی که اطلاعات دوره‌ای خود را به موقع به بورس ارائه نمی‌کنند، در نظر گیرد. کاهش منافع مدیریت سود و افزایش شفافیت اطلاعاتی باعث جلوگیری از ایجاد نوسان‌های ناگهانی در ارزش سهام شرکت‌ها می‌گردد. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در زمان نوسانات ناگهانی ارزش سهام، از سهام شرکت‌هایی که میزان اهرم مالی بالایی دارند، دوری جسته و شرکت‌هایی با میزان اهرم مالی پایین‌تر را جهت سرمایه‌گذاری مدنظر قرار دهند. همچنین بر اساس دیدگاه مالی رفتاری، سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ترجیحات و تمایلات خود تصمیم می‌گیرند و آریبیتراژگران منطقی نیز به علت ریسک بالا در برگرداندن قیمت‌ها به سطح بنیادی پرتکاپو نبوده و قیمت‌گذاری نادرست اصلاح نخواهد شد و خود موجب نوسان ناگهانی در ارزش بازار سهام خواهد گردید. اثرات ترجیحات و تمایلات سرمایه‌گذاران و کشف درک کاملی از نقش آن در بازار سرمایه می‌تواند باعث تقویت فرآیند کشف قیمت شده و در تبیین بیشتر نوسان‌های ناگهانی ارزش سهام مؤثر واقع شود. سرمایه‌گذاران می‌بایست به ترجیحات و تمایلات سرمایه‌گذار به عنوان یک عامل تغییرات در بازار مالی و نوسان‌دهنده ارزش بازار سهام توجه بیشتری مبذول دارند.
- فهرست منابع**
- \* حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و محرابی، مریم (۱۳۹۲). «تأثیر گرایش‌های احساسی
- سرمایه‌گذاران بر بازده سهام»، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۷، ۱۳-۱.
- \* دموری، داریوش و دهقانی فیروزآبادی، ابولفضل. (۱۳۹۳). «بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با بکارگیری مدل لاجیت». راهبرد مدیریت مالی، شماره ۴، ۲۱-۳۸.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ معدنچی‌زاج، مهدی و بابالویان، شهرام (۱۳۹۱). «بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش‌های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت-سود»، ۵، ۵۹-۷۵.
- \* عسگری، مهدی؛ حاجی‌حسن معمار، احسان و متین مطلق، مریم (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۸». دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- \* فیاضی، هادی؛ فدایی‌نژاد، محمداسماعیل و رضایی، فرزین (۱۳۹۳). «رابطه میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران»، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران.
- \* قالیباف اصل، حسن و ناطقی، محبوبه (۱۳۸۷). «بررسی کارایی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران (بررسی زیربخش‌های بازار)»، تحقیقات مالی، ۹، ۶۶-۴۷.
- \* مشایخی، بیتا و محمدپور، فرشاد. (۱۳۹۳). «کیفیت گزارش‌گری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری». راهبرد مدیریت مالی، شماره ۷، ۱-۱۴.
- \* مشیری، سعید و مروت، حبیب. (۱۳۸۵). «پیش‌بینی شاخص کل بازده سهام را با مدل‌های خطی و غیر خطی». پژوهشنامه بازرگانی، دوره ۱۱، شماره ۴۱، ۲۴۵-۲۷۵.



- risk premia. *Review of Financial Studies*, 22, 4463–4492.
- \* Brown, G.W. & Cliff, M.T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11, 1–27.
- \* Christensen, B.J. & Nielsen, M. (2007). The effect of long memory in volatility on stock market fluctuations". *The Review of Economics and Statistics*, 89, 684–700.
- \* Christoffersen, P.; Feunou, B.; Jacobs, K. & Meddahi, N. (2012). The economic value of realized volatility: Using high-frequency returns for option valuation. Working Paper, University of Toronto.
- \* Christoffersen, P.; Jacobs, K.; Ornathanalai, C. & Wang, Y. (2008). Option valuation with long-run and short-run volatility components. *Journal of Financial Economics*, 90, 272–297.
- \* Christoffersen, P.F. & Diebold, F.X. (2000). How relevant is volatility forecasting for financial risk management?. *The Review of Economics and Statistics*, 82, 12–22.
- \* Cisko, Š. and Klieštík, T. (2013). *Finančný manažment podniku II*. Žilina: EDIS Publisher.
- \* Cornell, B., Landsman, W. and Stubben, S. (2014). "Accounting information, investor sentiment and market pricing", *Journal of Law, Finance, and Accounting (JLFA)*, 1-31.
- \* Corsi, F.; Fusari, N. and La Vecchia, D. (2013). "Realizing smiles: Options pricing with realized volatility". *Journal of Financial Economics*, 107, 284–304.
- \* Francis, J., Lafond, R., olsson, p. and Schipper, K. (2005). "The market pricing of accruals quality", *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295–327.
- \* Ghysels, E.; Santa-Clara, P. and Valkanov, R. (2005). "There is a risk-return trade-off after all". *Journal of Financial Economics*, 76, 509–548.
- \* Hiriogoyen, G and Poulain\_Rehm, T. (2014). "Relationships between corporate social responsibility and financial performance: what is the causality?", *Journal of Business & Management*, 4, 18-43.
- \* Hribar, P. and McInnis, J. (2012). "Investor sentiment and analysts earnings forecast errors", *Management science*, 58, 293-307.
- \* Isen, A., Nygren, M. and Ashby, G. (1988). "Influence of positive effect on the subjective utility of gains and losses: it is just not worth the risk". *Journal of*
- \* نیک‌بخت، محمدرضا؛ حسین‌پور، امیرحسین و اسلامی مفیدآبادی، حسین (۱۳۹۵). «بررسی تلثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲۲، ۲۴۵–۲۱۹.
- \* Aboody, D., Hughes, J. and Liu, J. (2005). "Earnings quality, insider trading and cost of capital", *Journal of Accounting Research*, 43, 651–673.
- \* Andrade, E. (2005). "Behavioral consequences of effect: combining evaluation and regulatory mechanisms", *Journal of Consumer Research*, 32(3), 355-362.
- \* Arora, S. & Marwaha, K. (2014). Variables influencing preferences for stocks (high risk investment) vis-à-vis fixed deposits (low-risk investment): A comparative study. *International Journal of Law and Management*, 56, 333-343.
- \* Baker, M. and Wurgler, J. (2006). "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance*, 61, 1645-1680.
- \* Baker, M. and Wurgler, J. (2007). "Investor sentiment in the stock market", *International Review of Economics & Finance*, 27, 129-151.
- \* Baker, M.; Wurgler, J. & Yuan, Y. (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 104, 272–287.
- \* Ball, R. and Brown, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 159-178.
- \* Bandi, F. & Perron, B. (2008). Long-run risk-return trade-offs. *Journal of Econometrics*, 143, 349–374.
- \* Barth, M., Konchitchki, Y. and Landsman, W. (2013). "Cost of capital and earnings transparency", *Journal of Accounting and Economics*, 55, 206–224.
- \* Belzile, R.; Fortin, A. & Viger, C. (2006). Recognition versus Disclosure of Stock Option Compensation: An Analysis of Judgements and Decisions of Nonprofessional Investors. *Canadian Accounting Perspectives*, 5, 147-153.
- \* Białkowski, J.; Etebari, A. & Wisniewski, T.P. (2012). Fast profits: investor sentiment and stock returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, 36, 835–845.
- \* Bollerslev, T.; Tauchen, G. and Zhou, H. (2009). Expected stock returns and variance

- \* Yim, J. (2002). "A comparison of neural networks with time series models for forecasting returns on a stock market index". paper. School of Economics and Finance.
- \* Zhu, B. and Niu, F. (2016). "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125–134.

*Personality and Social Psychology*, 55(5), 710-717.

- \* Karamanou, I and Vafeas, N. (2005). "The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis", *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-486.
- \* Kim, T. and Ha. A. (2010). "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking Conference Paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \* Klieštika, T.; Kočišová, K. and Mišanková, M. (2015). "Logit and Probit Model used For Prediction of Financial Health of Company". *Procedia Economics and Finance*, 23, 850 – 855.
- \* Kollár, B., and Cisko, Š. (2014). "Credit risk quantification with the use of CreditRisk". *International Conference on Management, Education, Business, and Information Science*, 43-46.
- \* Lee, C. and Shleifer, A. and Thaler, R. (1991). "Investor sentiment and the closed end fund puzzle", *Journal of Financial Services Research*, 7, 199–216.
- \* Li, Feng, (2006) "Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?", *SSRN Electronic Journal*, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- \* Maheu, J.M. and McCurdy, T.H. (2011). "Do high-frequency measures of volatility improve forecasts of return distributions?". *Journal of Econometrics*, 160, 69–76.
- \* Mei-Chen Lin (2010). "The effect of investor sentiment on returns and idiosyncratic risk in the Japanese stock market", *International research journal of finance and economics*, 60, 29-43.
- \* Rajgopal, S. and Venkatachalam, M. (2011). "Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility", *Journal of Accounting and Economics*, 51, 1–20.
- \* Seo, s.w. and Kim, j.s. (2015). "The information content of option-implied information for volatility forecasting with investor sentiment", *Journal of Banking & Finance*, 50, 106–120.
- \* Shefrin, H., (2008). "Risk and Return in Behavioral SDF Based Asset Pricing Models", *Journal of Investment Management*, 6, 1-19.
- \* Wright, W. and Bower, G. (1992). "Mood effects on subjective probability assessment", *Organizational behavior and human decision processes*, 52, 276-291

#### یادداشت‌ها

1. Kim and Ha (2010)
2. Ball and Brown (1968)
3. Zhu and Niu (2016)
4. Aboody et al. (2005)
5. Barth et al. (2013)
6. Francis et al. (2005)
7. Rajgopal and Venkatachalam (2011)
8. Mei-Chen Lin (2010)
9. Li et al. (1991)
10. Brow and Cliff (2004)
11. Baker and Wurgler (2006)
12. Baker and Wurgler (2007)
13. Wright and Bower (1992)
14. Isen et al. (1988)
15. Andrade (2005)
16. Hiriyogoyen and Poulain-rehm (2014)
17. Arora and Marwaha (2014)
18. Cornell et al. (2014)
19. Hribar and McInnis (2012)
20. Baker et al. (2012)
21. Białkowski et al. (2012)
22. Shefrin (2008)
23. Belzile et al. (2006)
24. Li (2006)
25. Yim (2002)
26. Klieštika, Kočišová and Mišanková (2015)
27. Cisko and Klieštik (2013)
28. Kollár and Cisko (2014)
29. Karamanou and Vafeas (2005)