

نگاهی بر سرمایه گذاری ناهمگن و بازده سهام

دکتر حسین کاظمی

استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.

kazemiho@yahoo.com

صدیقه سلیمانپور

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول).

soleymanpoor_s@yahoo.com

چکیده

سرمایه گذاران هنگام تصمیم به سرمایه گذاری عوامل مختلفی را در نظر می‌گیرند اما طبق نظر بسیاری از صاحب نظران مدیریت مالی ریسک و بازده سهام دو عامل بسیار مهم هستند که تصمیمات سرمایه گذار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین شناخت عواملی که موجب افزایش بازده و کاهش ریسک می‌گردد، از اهمیت بسیاری برخوردار است. در شرایط عمل عوامل بسیار زیادی هستند که به نوعی بر روی فعالیت‌ها و عملکرد موسسه های اقتصادی تأثیر می‌گذارند. همه سرمایه گذاران دارای باورهای یکسان درباره بازار نیستند و همه آنها پرتفوی بازار را نگهداری نمی‌کنند. در این راستا هدف مطالعه حاضر نگاهی بر سرمایه گذاری ناهمگن و بازده سهام می‌باشد. که مطالعه حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای صورت پذیرفته است و نگاهی بر مفاهیم سرمایه گذاری ناهمگن و بازده سهام و مفاهیم مرتبطه دارد.

واژگان کلیدی: سرمایه گذاری ناهمگن، بازده سهام، هرم مالی.

مقدمه

بر اساس ادبیات نظری در حال رشد بیشتر به این دیدگاه رسیده اند که سرمایه گذاران توسط ناهمگونی باورها و ناهمگنی در سیگنال های اطلاعات مشخص می‌شود. طبق نظریه منطقی آلن و موریس توسعه یک مدل که در آن باورهای ناهمگن نسبت به قیمت سهام که از لحاظ نظری اختلاف دارند با عدم اطمینان مواجه می‌شود (سوباسی^۱ و همکاران، ۲۰۱۴). تحلیل رفتار سرمایه گذاران در ادبیات مالی تا مدت‌ها بر اساس نظریات کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت تفسیر شده است؛ بر اساس اصول بنیادین یک سرمایه گذار کاملاً عقلایی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود ریسک گریز است و همواره درصدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (ستایشی و شمس الدینی، ۱۳۹۵). رفتار واقعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار در برخی موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سؤال می‌برد. مالی رفتاری علت انحراف در قیمت برخی داراییها، وجود سرمایه گذاران غیر عقلایی میدانند آنچه اهمیت دارد این است که تصمیم‌های سرمایه گذاری عمدتاً نیازمند تفکر منطقی اند و نه انتخاب احساسی با این وجود تحقیقات نشان می‌دهند که اغلب سرمایه گذاران حتی ماهرترین و آموزش دیده ترین آنان در تصمیم گیری‌های خود غالباً بر احساسات تکیه می‌کنند (پنگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). تصمیمات سرمایه گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه برگ خریدهایی از

¹ Sobaci

² Peng

قبیل افق سرمایه گذاری سطح ریسک پذیری اعتماد به نفس و میزان اطمینان سرمایه گذار به آن گزینه و فرآیند سرمایه گذاری در بازار دارد و مواردی از این قبیل نیز تأثیر بسزایی در رفتار سرمایه گذاران و نوع تصمیمات آنها دارد از این رو رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی قیمت گذاری و ارزیابی بازده شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (وین^۱، ۲۰۱۷). اغلب سرمایه گذاران حتی ماهرترین و آموزش دیده ترین آنان در تصمیم گیریهای خود غالباً بر احساسات تکیه می‌کنند. تصمیمات سرمایه گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه برگ خریدهایی از قبیل افق سرمایه گذاری سطح ریسک پذیری اعتماد به نفس و میزان اطمینان سرمایه گذار به آن گزینه و فرآیند سرمایه گذاری در بازار دارد و مواردی از این قبیل نیز تأثیر بسزایی در رفتار سرمایه گذاران و نوع تصمیمات آنها دارد (چوی و سکیبا^۲، ۲۰۱۵). از این رو رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی قیمت گذاری و ارزیابی بازده شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از نظر آنها توصیف یک اقتصاد در واقع به این صورت است که سرمایه گذاران سیگنال‌های اطلاعاتی غلطی را دریافت و تأیید می‌کنند آنها اعتقاد دارند که سیگنال‌های اطلاعاتی برای پیش بینی انحلال ارزش دارایی کافی و درست است (اسمالز^۳، ۲۰۱۴). در این راستا هدف مطالعه حاضر نگاهی بر سرمایه گذاری ناهمگن و بازده سهام می‌باشد. که مطالعه حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای صورت پذیرفته است و نگاهی بر مفاهیم سرمایه گذاری ناهمگن و بازده سهام و مفاهیم مرتبطه دارد.

بازده سهام

مطالعات تجربی در زمینه رفتار سهام حقایقی را روشن کرده است که بسیاری از آنها در ارتباط با عوامل مؤثر بر بازدهی سهام هستند. این مطالعات نشان داده است که دسته خاصی از سهام بازدهی بالاتری نسبت به دسته دیگری دارند. این یافته‌ها معلول عواملی هستند که به پدیده‌های غیرعادی معروف شده اند، زیرا نمی‌توان آنها را با مدل‌های هنجاری توجیه کرد به عنوان مثال شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد سرمایه گذاران به دلایل مختلف از جمله کسب بازدهی بیشتر پرتفوی خود را کمتر از آنچه این مدلها توصیه می‌کنند متنوع می‌سازد و علاوه بر نوسانات بازار سایر نوسانات را می‌پذیرند؛ لذا این بخش از نوسانات نیز قیمت گذاری می‌شوند (برامن^۴، ۲۰۱۴).

تحقیق فاما و فرنج

فاما و فرنج (۱۹۹۲، ۱۹۹۵، ۱۹۹۶) پشتوانه ای محکم برای رابطه اندازه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده سهام ارائه نمودند آنها طی آزمونهای یگانه و چندگانه ای که انجام دادند رابطه ای مثبت و با اهمیت بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار یک رابطه منفی بین اندازه و بازده سهام یافتند. در واقع آنها نسبت به حساسیت بتا در مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای ابراز تردید نمودند و دریافتند که عمدتاً بازده سهام توسط دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تشریح می‌شود (اسکالا^۵، ۲۰۰۸).

¹ Vinh
² Choi & Skiba
³ Smales
⁴ Bouwman
⁵ Skala

تحقیق پونتیف و اسکال

پونتیف و اسکال در سال ۱۹۹۸ تأثیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را بر روی بازده آزمون نمودند. آنان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را برای پیش بینی بازده به کار بردند، بنابراین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نماینده جریان نقدی در سطح جاری است. نتایج نشان می‌دهد که یک ارتباط مثبت عمومی بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و بازده وجود دارد (اسکالا، ۲۰۰۸).

مفهوم و تعریف بازده سهام

معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه گذرا نبوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می‌باشد زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار اطلاعات سرمایه گذران را به خوبی منعکس می‌کند (چن^۱، ۲۰۱۳). بنابراین تعریف بازده سهام را چنین بیان می‌شود که بهره ناشی از سرمایه گذاری را بازده گفته میشود. این تعریف به بهره یا سود سهام دریافتی از اوراق بهادار اشاره دارد و معمولاً به صورت سالانه و به عنوان درصدی از هزینه سرمایه گذاری ارزش بازاری جاری یا ارزش اسمی آن بیان می‌شود (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). بازده در فرآیند سرمایه گذران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه میکند و پاداشی برای سرمایه گذران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایای است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است:

- ۱- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ و آخر سال مالی سهام شرکت).
- ۲- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌گردد.
- ۳- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقدیم به ارزش است.
- ۴- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه (فاما و فرانک^۲، ۲۰۱۳).

اجزای بازده سهام

مجموعه مزایایی که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد به نسبت اولین قیمت سهم یا به نسبت آخرین قیمت سهم میتواند مورد محاسبه قرار گیرد و نرخ بازده کل سهام محاسبه می‌شود که مزایای آن عبارت اند از (ایکدا^۳ و همکاران، ۲۰۱۲):

- ۱- تفاوت نرخ
آخرین قیمت سهام در پایان سال مالی را نسبت به اولین قیمت سهام در ابتدای سال مالی در نظر گرفته و تفاوت آنها را به دست می‌آورند با توجه به مثبت بودن یا منفی بودن این تفاوت نرخ بازده کل افزایش یا کاهش می‌یابد.
- ۲- سود نقدی ناخالص هر سهم

¹ Chen

² Fama & French

³ Ikeda

این سود عبارت است از سود سهام پیشنهادی ناخالص تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام تعداد سهامدار روش محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

تعداد سهام / سود پیشنهادی ناخالص = سود نقدی ناخالص هر سهم

سود پس از پیشنهاد هیئت مدیره شرکت و تصویب مجمع عمومی صاحبان سهام طبق اصلاحیه قانون تجارت تا هشت ماه بعد از تصویب سود توسط مجمع به سهامداران قابل پرداخت است ولی اغلب شرکتها به دلیل مسائل و مشکلات نقدینگی و یا برای استفاده از این منابع پرداخت سود را حدود ۸ ماه به تأخیر می‌اندازند بنابراین در محاسبه سود متعلق به سهامداران که به طور ناخالص محاسبه می‌شود باید تنزیل شود تا به ارزش فعلی سود در پایان سال مالی مورد نظر دسترسی داشته باشیم.

۳- مزایای حق تقدم

افزایش سرمایه از راههای مختلف میتواند محقق شود اهم موارد مربوط به افزایش سرمایه عبارت اند از:

- از محل مطالبات حال شده سهامداران قبلی مربوط به سود سهام شرکت.

- از محل آورده های نقدی سهامدار قبلی.

- از محل اندوخته ها و سود تقسیم نشده سالهای قبل.

- اوراق بهادار قابل تبدیل و اختیار خرید سهام.

- ترکیبی از موارد فوق (برامن^۱، ۲۰۱۴).

طبق قانون تجارت و اساسنامه شرکتها حق تقدم خرید سهام با سهامداران موجود است و شرکت فرمی بنام پذیره نویسی سهم برای آنها میفرستد که در آن فرم با توجه به تعداد سهمی که سهامداران داشته تعداد سهام جدیدی که وی میتواند خریداری نماید قید میگردد و از سهامداران تقاضا میشود که وجه سهم را به قیمت پذیره نویسی به حساب واریز نموده و به دنبال آن شرکت سهام جدیدی بنام وی صادر می نماید.

بنابراین برای محاسبه مزایای حق تقدم مجموعه مزایایی که در هنگام افزایش سرمایه به سهامدار تعلق می گیرد، طبق فرمول زیر محاسبه می‌شود (ایکدا و همکاران، ۲۰۱۲):

تعداد سهام افزایش یافته × (مبلغ اسمی هر سهم - آخرین قیمت سهم) = مزایای حق تقدم

سرمایه گذاری ناهمگون

یک سرمایه گذاری غیر مستقیم یک فرصت سرمایه گذاری است که نیاز به خرید واقعی دارایی‌هایی که در نهایت باعث کسب بازده می‌شود نمی‌باشد. این نوع سرمایه گذاری ها اغلب با سرمایه گذاری در املاک مستغلات در ارتباط است معمولاً از طریق خرید سهام شرکتهایی که به خرید و نگهداری این داراییها مبادرت دارد اشاره می‌شود و همچنین به سرمایه گذاران خود سود تقسیمی پرداخت می‌کند. در سرمایه گذاری غیر مستقیم تعدادی مزایا وجود دارد مانند: عدم نیاز به درگیری و ارتباط مستقیم با مدیریت و تعمیر و نگهداری دارایی‌های مربوط از این گونه عوامل می باشد (باغومیان، ۱۳۹۰).

سرمایه گذاری ناهمگن به سرمایه گذاری اطلاق میشود که شرکتی در شرکت دیگر سرمایه گذاری می‌کند که هیچگونه زمینه تجاری یا مشترکی با یکدیگر ندارند و در دو صنعت متفاوت فعالیت می‌کنند. مارکوس، ویلی و میلر چنین بیان می‌کنند که باورهای ناهمگن میان سرمایه گذاران باعث ایجاد عدم اطمینان و ریسک شده است؛ بنابراین این افزایش

¹ Bouwman

ریسک بازده بالاتری را نشان میدهد روند رو به رشدی از تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که باورهای ناهمگن به صورت معناداری بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

باگذشت زمان، عدم اطمینان درباره جریانهای نقدی آتی شرکت که به تدریج با اقلام تعهدی رفع شده است ناهمگونی در باورهای سرمایه گذار در ارزش منجر به کاهش بازده سهام خواهد شد. در نتیجه ناهمگونی کاهش یافته شده باعث می‌شود تا ارزش حقوق صاحبان سهام ارزش بنیادی اش را پوشش دهد و بازده سهام در بلندمدت کاهش می‌یابد (چوئی و چانگ^۱، ۲۰۲۰). به عبارت دیگر، دیدگاههایی وجود دارد که باور سرمایه گذار میتواند از طریق اقلام تعهدی بازده سهام آتی را تحت تأثیر قرار دهد. یک افزایش در سطح اقلام تعهدی می‌تواند ناهمگونی باورهای مدیران را افزایش دهد و منجر به بازده سهام آتی کمتر شود (کریم و سایان^۲، ۲۰۱۹).

چینی و آمیهود (۲۰۰۲) نشان دادند زمانی که مدیریت سود تعهدی از اطلاعات نامتقارن شرکت ناشی شده باشد میتواند باعث شود تا سرمایه گذاران، قیمت سهام شرکت را بیش از حد واقعی برآورد و دچار نوعی ناهمگونی در باورها درباره ارزش شرکت شوند برخی از مطالعات دیگر نیز بیان میکنند که کیفیت پایین حسابداری می‌تواند موجب افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و افزایش ریسک ارزش گذاری سهام و باورهای نامعقول شود (پونگ و میشار^۳، ۲۰۱۶).

بازده سهام و سرمایه گذاری ناهمگون

مسلماً هدف سرمایه گذاران از سرمایه گذاری در هر شرکت کسب بازدهی متناسب با سرمایه گذاری شان است. اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد نه تنها سرمایه گذاران و افراد داخلی شرکتها بلکه در سطح وسیعتر، جامعه از ایجاد ارزش بهره مند خواهد شد سنجش بازده در فرایند تصمیم گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهمترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است (مرادی و احمدی، ۱۳۹۰). بنابراین کارکرد نسبتهای مالی و اقتصادی مانند بازده سهام به منظور ارزیابی عملکرد شرکتها ضروری است. سرمایه گذاران هنگام سرمایه گذاری باید بررسیهای انجام دهند به عبارت دیگر آنها باید عوامل زیادی را هنگام سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند و بدون توجه به این عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد (پنگ^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). سرمایه گذاران در فواصل زمانی خاصی سهام یا پرتفویی را خریداری و نگهداری می‌کنند و از این محل منتفع شده و بازدهی نصیب آنها میشود و این بازدهی شامل تغییر قیمت و منافع حاصل از مالکیت است. اینکه سرمایه گذاران چگونه تصمیم به خرید و نگهداری پرتفویی از سهام می‌نمایند به عوامل زیادی بستگی دارد که تصمیم سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه گذاران تحت تأثیر گرایشهای احساسی و باورهای ناهمگون خود تصمیم می‌گیرند و همچنین گرایش احساسی سرمایه گذاران نقش مهمی در تعیین بازده و قیمت‌ها ایفا می‌کند (وین و پان^۵، ۲۰۱۷).

تحقیقات موجود در زمینه گرایش احساسی سرمایه گذاران و باورهای ناهمگون آنان به نقش آن در ارزیابی قیمت داراییهای مالی و تأثیر آن بر بازده سهام اشاره می‌کنند. براون (۲۰۱۳) بدلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی؛ تعیین ارزش سهام بسیار دشوار است، بنابراین سرمایه گذاران بالقوه بازار سرمایه نسبت به ارزش شرکت قضاوت کرده و آن را با رفتار سرمایه گذاری شرکت می‌سنجند زمانی که سرمایه گذاران نسبت به آینده شرکت خوش بین هستند، ارزش سهام

¹ Chou and Chang

² Karim, A., Sayan

³ Phung, D.N., Mishra

⁴ Peng

⁵ Vinh & Phan

شرکت را بیش از حد ارزش گذاری کرده و قیمت سهام را افزایش می دهند که این میتواند بر سایر سرمایه گذاران بازار سرمایه تاثیر بگذارد. وارگلر (۲۰۱۳) بیان می کند گرایش احساسی سرمایه گذاران و باورهای ناهمگون آنان؛ می تواند نقش بزرگی در جنبش قیمت سهام ایفا کند و انحرافات نامتقارن تاثیر با اهمیتی بر رفتار تصمیمات سرمایه گذاری در اقتصاد واقعی می گذارد (زو و نیجو^۱، ۲۰۱۷).

سرمایه گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس خود نسبت به آینده شرکت قضاوت می کنند و این اطلاعات مبنای شکل گیری باورهای آنها می باشد. از این رو با توجه به کاهش اطمینان سرمایه گذاران به سیستم گزارشگری های مالی به عنوان یک عامل مهم در تعیین اعتبار و قابلیت اعتماد ارقام گزارش شده می تواند مؤثر باشد. بازده سهام میتواند در گزارشگری مالی اطمینان سرمایه گذاران را در بازارهای مالی تحت تاثیر قرار دهد (کریم و سایان^۲، ۲۰۱۹). در واقع میتوان برای سرمایه گذاران بازده سهام را درجه نزدیکی سود شرکت با میزان جریانهای نقدی ایجاد شده تعریف کرد. بنابراین بازده سهام این درجه نزدیکی را کاهش می دهد و باعث می شود که ریسک سرمایه گذار در ارتباط با تصمیم گیری در مورد شرکت خاص افزایش یابد و باعث ایجاد باورهای ناهمگون در سرمایه گذاران شود و بر رابطه بین باورهای ناهمگون سرمایه گذاران و بازده سهام تاثیر می گذارد. پژوهشگران بسیاری ارتباط بین باورهای ناهمگون سرمایه گذاران و بازده سهام را مورد مطالعه قرار داده اند. ولی از آنجایی که سرمایه گذاران با اطمینان به گزارشگری های مالی اطلاعات شرکتها را مبنای تصمیم گیری خود قرار می دهند و با توجه به اینکه بازده سهام میتواند قابلیت اطمینان گزارشگری مالی را تحت تاثیر قرار دهد و باعث افزایش و کاهش ریسک تصمیمات سرمایه گذاران شود بنابراین بازده سهام میتواند باعث کاهش یا افزایش باورهای و ناهمگون سرمایه گذاران شود (لیا^۳، ۲۰۱۸).

نتیجه گیری

با توجه به مبنای نظری بیان شده می توان چنین نتیجه گرفت که هرچه سرمایه گذاران براساس اخبار خوب و بد و گرایشات احساسی سرمایه گذاری کنند بازده سهام کاهش می یابد با توجه به نقش مهم و مؤثری که بازار سرمایه بر اقتصاد کشورها و همچنین نحوه تخصیص بهینه منابع دارد جذب افراد برای سرمایه گذاری در این بازار از اهمیت ویژه ای برخوردار است یکی از پیش شرط های بنیادی برای کسب اطمینان سرمایه گذاران تهیه و ارائه ی اطلاعاتی است که در انجام تصمیم گیری های مالی و اقتصادی سودمند واقع شود. به عبارتی دیگر یکی از با ارزشترین داراییها در بازار سرمایه به خصوص بازار سهام اطلاعات است. سرمایه گذاران زیرک و هوشمند به طور حتم بر اخبار و اطلاعاتی توجه دارند که از منابع رسمی استخراج شده و این دسته از اطلاعات و اخبار بر تصمیم گیری آنها تأثیر گذار است و هر گاه امری دارای اهمیت بالایی باشد اما در خصوص آن شفاف سازی و اطلاع رسانی به موقع صورت نگیرد شایعه و بازار شایعه پراکنی داغ می شود. در واقع شایعات همان اخبار غیر رسمی هستند که متأسفانه همچنان بر روند معاملات سهام تأثیر گذارند تأثیر گذاری شایعات و اخبار غیر رسمی بر بورس تهران ریشه در عوامل متعددی داشته و دارد در واقع این دسته از شبه اخبارها در تمامی بازارهای سرمایه و در کشورهای مختلف کم و بیش وجود دارند اما شدت تأثیر گذاری آنها در این بازارها متفاوت است و می تواند منجر به تصمیمات احساسی سرمایه گذاران گردد در دوره زمانی تحقیق این وقایعی که منجر به تصمیمات احساسی سرمایه گذاران بوده منجر به کاهش بازده سهام سرمایه گذاران گردیده است. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق و اهمیت موضوع میتوان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:

¹ Zhu & Niu

² Karim & Sayan

³ Lia

- ۱- لازم است که تدوین کنندگان استانداردها مقررات حسابداری و گزارشگری مالی را بر روی شرکتهای کوچک متمرکز کنند و مقررات بهینه ای را در مورد این شرکتها تدوین نمایند تا بتوانند بر این اساس نسبت به کیفیت گزارشگری مالی در چنین شرکتهایی اطمینان لازم را به دست آورند.
- ۲- سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری خود اطلاعات سرمایه گذاری ناهمگن شرکتهای را با دقت بیشتری مورد بررسی قرار دهند.
- ۳- به سهامداران شرکتهای توصیه می شود در تصمیم گیری برای خرید و فروش سهام؛ وضعیت بازار سرمایه و اقتصاد کشور را آنالیز کنند زیرا تصمیمات احساسی و براساس شایعات موجب کاهش بازده سهام می گردد.

منابع:

- ✓ باغومیان، رافیک، (۱۳۹۰)، بررسی روند اثر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۱۲۰-۱۳۵.
- ✓ حیدریپور، فرزانه، تاری وردی، یداله، محرابی، مریم، (۱۳۹۲)، تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۷، صص ۱-۱۳.
- ✓ ستایش، محمدحسین، شمس الدینی، کاظم، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت های حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- ✓ مرادی، جواد، احمدی، غلامرضا، (۱۳۹۰)، تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری شرکتهای در عرصه بازارهای ناقص، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، صص ۱۲۵-۱۳۶.
- ✓ Bouwman, C. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41(1), 283-303.
- ✓ Chen, D., Hu, X., Liang, S., and Xin, F., (2013). Religion tradition and corporate governance. *Economic Research Journal (in Chinese)*, Vol. 59(10), pp:71-84.
- ✓ Choi, N., Skiba, H. (2015). Institutional herding in international markets. *Journal of Banking and Finance*, 55, 245-59.
- ✓ Chou, S. C. and Chang, C. (A). (2020), "Does corporate diversification enhance accrual quality?", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 19 No. 2, pp. 199-219.
- ✓ Fama, E.F. French, K.R. (2013) A four-factor model for the size, value, and profitability patterns in stock returns. *SSRN Electronic Journal*.
- ✓ 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.
- ✓ Janus, T., Y. Jinjarak, and M. Uruyos. (2013). Sovereign Default Risk, Overconfident Investors and Diverse Beliefs: Theory and Evidence from a New Dataset on Outstanding Credit Default Swaps. *Journal of Financial Stability* 9, 330-336.
- ✓ Karim, A., Sayan Sarkar, (2019) "Auditors' quality, footnotes, and earnings persistence", *Managerial Finance*.
- ✓ Lia, Yan.(2018). Heterogeneous Beliefs, Institutional Investors and Stock Returns – Evidence from China *EURASIA Journal of Mathematics, Science and Technology Education, Heterogeneous Beliefs, Institutional Investors and Stock Returns – Evidence from China*, ISSN: 1305-8223 (online) 1305-8215
- ✓ Peng, E., Yan, E., Yan, M. (2016). Accounting Accruals, Heterogeneous Investor beliefs, and Stock Returns, *Journal of Financial Stability*, NO 24, PP 102-130.
- ✓ Phung, D.N., Mishra, A.V. (2016). Corporation diversification and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), 386-408.

- ✓ Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance an interdisciplinary literature review. *Bank I Kredyt*, (4), 33-50.
- ✓ Smales L.A. (2014). News sentiment and the investor fear gauge. *Finance Research Letters*, 11(2), 122-130.
- ✓ Sobaci, C., A. Sensoy, and M. Erturk. (2014). Impact of Short Selling Activity on Market Dynamics: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Financial Stability* 15, 53-62.
- ✓ Vinh Vo, X., Phan, D.B.A. (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41.
- ✓ Wright, W., Bower, G. (1992). Mood effects on subjective probability assessment. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 52, 276-291.
- ✓ Zanjirdar, M., Khojasteh, S. (2017). The impact of investors' herding behavior on the stock returns using huang and solomon mod. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 4(15), 115-134 .
- ✓ Zhu, B., Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.

