



سنجش روابط شوک های اطلاعاتی درونی و بیرونی با تورش های رفتاری سرمایه گذاران

مریم مرادی^۱
زهرا پورزمانی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۴

چکیده

اقتصاد کلاسیک و مطالعه بازارهای مالی از دیدگاه هنجاری قواعد آنها را در چارچوب عقلانیت عوامل اقتصادی قرار داده است. فرضیه اصلی حول و حوش تصمیم‌گیری براساس عقلانیت است. از طرفی سرمایه‌گذاران طوری عمل نمی‌کنند که منطقی باشند، برعکس، تعصبات بسیاری را نشان می‌دهند که منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف در زمینه‌های خاص می‌شوند. این خطاهای شناختی به دلیل عدم توانایی سرمایه‌گذاران در شناختن حرکت بازار برای دوره‌های بعدی است، که آنها را وادار به تصمیم‌گیری‌های جانبدارانه می‌کند. در این مقاله رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت تا به بررسی اینکه آیا آنها تحت شرایط شوک اطلاعاتی مستعد تورش‌های رفتاری هستند یا خیر؟ بپردازد. برای دستیابی به هدف پژوهش، داده‌های ۱۰۶ شرکت نمونه، در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۸ جمع‌آوری شد و به شیوه تحلیل توصیفی-همبستگی با اجرای آزمون رگرسیون چندگانه تجزیه و تحلیل شدند. یافته‌ها نشان داد که تنها بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) و تورش رفتاری زیان‌گریزی و کوتاه‌نگری سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد و با دیگر شوک‌های درونی و بیرونی رابطه معناداری یافت نشد. همچنین رابطه معناداری بین شوک‌های درونی و بیرونی و تورش رفتاری برجستگی اطلاعات وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: شوک اطلاعاتی درونی، شوک اطلاعاتی بیرونی، زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران، برجستگی اطلاعات، کوتاه‌نگری سرمایه‌گذاران.

طبقه بندی JEL: G41 , G53 , G4

۱ گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران mariyamorady@gmail.com

۲ گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) zahra.poorzamani@yahoo.com



۱- مقدمه

نظریه عقلانیت مبتنی بر دو فرض است؛ "قاعده عقلانیت" و "عمل عقلانیت". در قاعده عقلانیت، فرد شیوه رفتاری را اتخاذ می کند که مطلوبیت مورد انتظار را به حداکثر می رساند در حالی که در عمل عقلانیت، سرمایه گذار تصمیم می گیرد به گونه ای عمل کند که حداکثر سودمندی را داشته باشد. سرمایه گذاران انتخاب هایی را انجام می دهند که منافع را به حداکثر و هزینه را به حداقل برسانند (زمیری^۱ و همکاران، ۲۰۱۷). براساس نظریه عقلانیت محدود، افراد دارای تعصبات و محدودیت های شناختی هستند، که آنها را از دستیابی به عقلانیت کامل در زمان تصمیم گیری منع می کند (زمیری و همکاران، ۲۰۱۷). شواهد و توضیحاتی که در نظریه عقلانیت محدود ارائه شده است، توضیح می دهد که افراد همیشه قادر به بدست آوردن تمام اطلاعات مربوطه برای تصمیم گیری های احتمالی مورد نیاز نیستند (کینوشیتا^۲ و همکاران، ۲۰۱۳).

به طور سنتی، نظریه فرضیه بازار کاراً به عنوان یکی از مبانی اصلی تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود. براساس فرضیه بازار کاراً، هیچ سرمایه گذاری نمی تواند بر اساس دانش و توانایی پردازش اطلاعات، بازدهی غیرعادی بیش از میانگین بازده بازار کسب کند (النجار^۳، ۲۰۱۳؛ راس^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). بر اساس این فرضیه سرمایه گذاران منطقی هستند و از طیف متنوعی از مدل ها برای انتخاب فرصت های مطلوب سرمایه گذاری استفاده می کنند. در واقع افراد عقلایی تمام اطلاعات موجود را در نظر می گیرند؛ از این رو، آنها پیش بینی های بی طرفانه ای درباره وقایع آینده ایجاد می کنند، که به آنها امکان می دهد بهترین تصمیمات مالی را بگیرند (فاما^۵، ۱۹۷۰؛ مایکل و جنسن^۶، ۱۹۷۸). با این وجود، حتی اگر نظریه مالی مدرن به تدریج رشد کرده باشد، اما هنوز هم دشوار است که بتوان آن را با دلایل علمی توضیح داد که چرا افراد هنگام معاملات رفتار غیرعقلایی دارند. در حالی که نظریه مالی سنتی فرض می کند افراد تصمیم گیری های مالی خود را براساس منطق انجام داده و تقویت می کنند (مادان و سینگ^۷، ۲۰۱۹).

مخالفان فرضیه بازار کاراً (شفرین و استیتمن^۸، ۲۰۱۱؛ باربریس^۹، ۲۰۱۷) با این استدلال که سرمایه گذاران لزوماً همان طور که در فرضیه بازار کاراً ادعا می شود منطقی عمل نمی کنند و غیر منطقی بودن آنها را می توان از طریق ناهنجاری های مختلف رفتاری توضیح داد. بر این اساس مالی رفتاری بیان می کند که فرآیند تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تحت تأثیر تورش های رفتاری مختلفی قرار دارد که سرمایه گذاران را به انحراف از عقلانیت و گرفتن تصمیمات غیرمنطقی برای سرمایه گذاری سوق می دهد (نیهاوس و شریدر^{۱۰}، ۲۰۱۴). در واقع، بیشتر

¹ Zamri

² Kinoshita

³ Alnajjar

⁴ Ross

⁵ Fama

⁶ Michael and Jensen

⁷ Madaan and Singh

⁸ Shefrin and Statman

⁹ Barberis

¹⁰ Niehaus and Shriker

تصمیم‌گیری‌ها مشکل هستند؛ زیرا عوامل روانی نیز در این فرآیند سهیم‌اند (موناهان^۱، ۲۰۰۰). گاهی عواملی سبب بروز رفتار غیرعقلایی می‌شوند و چگونگی تصمیم‌گیری آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهند، که این اتفاق نشان‌دهنده کارآ نبودن بازارهای مالی است (توماس^۲، ۲۰۰۳). لذا شرایطی به وجود می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند (جلیلود و همکاران، ۱۳۹۵). بنابراین می‌توان از طریق شناسایی این عوامل و شرایط، تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش داد و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک کرد.

بنابر آنچه که گفته شد، در محیط سرمایه‌گذاری حساس امروزی، عدم تقارن و شوک اطلاعاتی در استراتژی‌های شرکت را می‌توان به عنوان عوامل و شرایط تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران بیان کرد. آکرلوف^۳ (۱۹۷۰) معتقد است که اگر اطلاعات به اندازه کافی نامتقارن باشد، بازار می‌تواند کاملاً از بین برود. سوسکیچ و زیوکویچ^۴ (۲۰۰۷) استدلال می‌کنند که خطر عدم تقارن اطلاعات را نمی‌توان به طور کامل از بین برد. از یک سو، اطلاعات برای سرمایه‌گذارانی که قادر به تفسیر کامل آنها نیستند، مفید نیستند. از سوی دیگر، همیشه مدیرانی خواهند بود که می‌خواهند تصویر شرکت خود را به وسیله اطلاعات نادرست یا ناقص بهبود بخشند (مینوویچ^۵، ۲۰۱۳).

بدیهی است که مدیران این فرصت را برای چگونگی انعکاس اطلاعات و کنترل این که چه اطلاعاتی باید نمایش داده شود را در دست دارند در نتیجه اطلاعات افشا شده در صورت‌های مالی نمی‌تواند وضعیت واقعی موجود را منعکس کند. مدیر تنها فردی است که اطلاعات خصوصی در مورد ارزش شرکت را دارد در حالی که سایر گروه‌ها تنها اطلاعات عمومی منتشر شده در دسترس همگان را دارا هستند.

به طور کلی، گروه‌های مطلع به دنبال بهره‌برداری از اطلاعات خود به طور مستقیم یا غیر مستقیم در بازار مالی هستند و این تلاش برای کسب سود از اطلاعات خصوصی هزینه نمایندگی را افزایش (جنسن و مک لینگ^۶، ۱۹۷۶) و ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار را کاهش خواهد داد.

ممکن است مدیران براساس اطلاعاتی که در اختیار دارند، عمل کنند به گونه‌ای که سود خود را با هزینه گروه‌های ناآگاه به حداکثر برساند. بنابراین شرکت‌هایی که گزارشگری مالی شفاف و قابل قبولی ندارند، با ریسک اعتباری مواجه شده، اطمینان سهامداران را از دست می‌دهند. چنین شرایطی در نهایت، درجه اعتبار و میزان نقدشوندگی را در کل بازار سرمایه به شدت کاهش می‌دهد.

لذا مدیران با انتخاب راهکاری مناسب برای از بین بردن خلأ وارده از طریق ایجاد شوک اطلاعاتی درونی (تغییر اعضای هیات مدیره و مالکیت نهادی) و بیرونی (تغییرات شدید بازار سهام) بدنبال دستیابی به رونق بازار سهام می‌شود. بدین ترتیب توزیع اطلاعات به صورت نابرابر میان مدیران و مالکان می‌تواند در قضاوت‌ها و تصمیمات

¹ Monahan

² Thomas

³ Akerlof

⁴ Soskic and Zivkovic

⁵ Minovic

⁶ Jensen and Meckling

افراد موثر واقع شود که از آن به عنوان شوک های اطلاعاتی یاد می شود (هایل^۱ و همکاران، ۲۰۱۴). از آنجا که شوک خاصیت کوتاه مدت و گذرا دارد، مدیران از این سیاست به عنوان یک فرصت استفاده خواهند کرد تا بتوانند قیمت سهام خود را در رونق نگاه دارند. بنابراین ما در این مقاله به دنبال پاسخگویی به چگونگی تاثیر شوک های اطلاعاتی بر تورش های رفتاری سرمایه گذاران خواهیم بود.

۲- پیشینه پژوهش

۱-۲- پیشینه نظری پژوهش

نظریه مالی مدرن مبتنی بر مفهوم اقتصاد بشری است که از اقتصاد نئوکلاسیک اقتباس شده است. فلسفه مکتب اقتصاد نئوکلاسیک بر اصل عقلایی رفتار کردن افراد و همچنین نگاه ها در اقتصاد مبتنی است. در این میان اگر پدیده های با این اصل ناسازگار باشد از آن به عنوان سوگیری یا تورش یاد می شود.

امروزه ایده های رفتار کاملاً عقلایی سرمایه گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل هایی مورد مطالعه قرار می گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده ی پارادایم سنتی یعنی پیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می گذارد (مرادی، ۱۳۹۶).

عقلانیت کامل، با فرضیه بازارهای کارآ، زمانی بوجود آمد که مارکویتز (۱۹۵۲) نظریه انتخاب پورتفولیوی خود را توسعه داد، که نقطه شروع نظریه های مالی مدرن محسوب می شود. مفهوم کارآیی بازار به طور رسمی توسط فاما (۱۹۷۰) و نظریه های مالی مدرن براساس فرضیات سرمایه گذاران منطقی و بازارهای کارآ پایه ریزی شده است. در مقابل، عامل مالی رفتاری کاملاً منطقی نیست، بلکه یک انسان معمولی است که تحت تاثیر احساسات و خطاهای شناختی عمل می کند (تالر^۲ و همکاران، ۲۰۰۸). متعاقباً تلاش های متعددی صورت گرفت تا بفهمیم چه عواملی می توانند بر رفتار سرمایه گذاران تأثیر بگذارند (دورتلی^۳ و همکاران، ۲۰۱۹). بدیهی است که اهمیت هر عامل با توجه به تورش های رفتاری سرمایه گذاران متفاوت است. برخی از این عوامل عبارتند از محتوای شرکت، سودآوری، پایداری سود، قیمت و عوامل کلان اقتصادی و سیاسی که بر بازده و ریسک تأثیر می گذارد (قاضی زاده و خادمی گراشی^۴، ۲۰۰۶). بنابراین سرمایه گذاران با توجه به پیچیدگی های روزافزونی که در آن فعالیت می کنند، ملزم به پردازش مقادیر زیادی از اطلاعات هنگام تصمیم گیری هستند. در این بین، اطلاعاتی چون تغییر اعضاء هیات مدیره، مالکیت نهادی و تغییرات شدید بازار سهام که از آنها به عنوان شوک اطلاعاتی در این مقاله یاد شده است برای سرمایه گذاران از اهمیت بالایی برخوردار است.

¹ Hail

² Markowitz

³ Thaler

⁴ De Bortoli

⁵ Ghazizade and Khademi grashi

شوک اطلاعاتی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل ناشی می شود. در حالت کلی شوک اطلاعاتی را می توان به صورت شوک درونی و بیرونی متصور شد. شوک درونی به مجموعه تصمیماتی که در داخل شرکت گرفته می شود و عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد و شوک بیرونی به آن دسته از رویدادها، وقایع و تصمیماتی گفته می شود که در خارج از شرکت رخ داده است. هریک از این عوامل می توانند بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر بگذارند (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۱).

از مجموعه تصمیمات داخلی در شرکت ها، استخدام و برکناری اعضای هیات مدیره به عنوان مهمترین سازوکارهای داخلی کنترلی برای شرکت ها است (فاما، ۱۹۸۰). به طوری که این ساز و کار علاوه بر آن که مانع از کم کاری مدیران می شود، محرک آنها جهت عملکرد بهتر و افشای اطلاعات لازم از سوی آنها می گردد.

وارنر^۱ و همکاران (۱۹۸۸) ارتباط قابل توجهی بین عملکرد ضعیف شرکت و انتشار اطلاعات مربوط به تغییر اعضای هیئت مدیره وجود دارد. علاوه بر این، انتصاب های جدید فقط به عنوان علامت دهی به بازار انجام می شود. بنابراین در بازار کاراً، تغییر عضو هیئت مدیره مطابق با محتوای اطلاعات این رویداد پردازش می شود و انتظار می رود که به طور کامل و سریع در قیمت سهام منعکس و منجر به تغییر بازده غیرعادی شود. اما ادبیات پیشین (گروسمن و استیگلیتز^۲، ۱۹۸۰) نشان می دهد که اطلاعات به دلیل هزینه بر بودن نمی توانند کاملاً کاراً باشند. بدین شکل در صورت توزیع نامتقارن اطلاعات، شوک اطلاعاتی نمود پیدا می کند.

در واقع شوک انتشار تغییر اعضای هیات مدیره با کاهش ارزش شرکت در ارتباط خواهد بود. به بیان دیگر این اطلاعات علامتی از حرکت شرکت در مسیر کارایی یا ناکارایی تلقی می شود. از این رو با کاهش شهرت و اعتبار شرکت، سرمایه گذاران به طور کل از بازار خارج می شوند و رفتار زبان گریزی از خود نشان داده یا بدلیل اهمیت عملکرد کوتاه مدت رفتار کوتاه نگرانه از خود بروز می دهند. در این صورت تصمیمات خود را در مورد ارزش های پایین تر از انتظارات حقیقی شان می گیرند و بدین ترتیب معاملات خود را بیش از حد به اثرات منفی در مقایسه با مقدار اثرات مثبت آن توجه می کنند.

از طرفی با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه گذاران نهادی، انتظار می رود این گروه از مالکان بر سیاست های مالی شرکت تاثیر داشته باشند. چنین استدلال می شود کاهش یا افزایش نسبت مالکان نهادی پیام هایی به بازار مخابره کند که هزینه های نمایندگی ناشی از فعالیت های نظارتی این گروه از سرمایه گذاران کاهش یا افزایش یافته است. بنابراین بر اساس نظریه نمایندگی، انتظار داریم بین تغییرات مالکیت نهادی به عنوان شوک درونی و تورش رفتاری کوتاه نگری و زبان گریزی سرمایه گذاران رابطه معناداری برقرار شود.

بدیهی است که تغییر قیمت سهام به عنوان معیاری برای تعریف ریسک استفاده می شود و نشان دهنده نرخ تغییر قیمت ورقه بهادار در طول زمان مشخص می باشد. هر چه میزان تغییرات بیشتر باشد، در کوتاه مدت شانس کسب سود یا متحمل شدن زیان بیشتر می شود. بنابراین اگر سهمی به عنوان سهم دارای نوسان مطرح شود، قیمت آن باید در طول زمان تغییر زیادی داشته باشد و تخمین قیمت آتی آن بسیار مشکل باشد. از طرفی

¹ Warner

² Grossman and Stiglitz

سرمایه گذاران ریسک کمتر را ترجیح می دهند. هر چه ریسک سرمایه گذاری کمتر باشد، آن سرمایه گذاری بهتر می باشد. به عبارت دیگر هر چه تغییرپذیری قیمت سهم کمتر باشد، تمایل بیشتری برای سرمایه گذاری در آن وجود دارد (حجازی و همکاران، ۱۳۹۰). بنابراین تغییرات اساسی در بازده بازار می تواند بر تورش رفتاری سرمایه گذاران تاثیر قابل توجهی داشته باشد.

در این بین عوامل روانشناختی که می تواند بر رفتار معاملاتی سرمایه گذار موثر باشد، دسترسی به اطلاعات می باشد که عامل کلیدی در تصمیمات شهودی است. یکی از دلایل دسترسی به اطلاعات، وجود پدیده برجستگی می باشد. برجسته کردن یک رویداد این گونه در بازارهای مالی اظهار می شود که سرمایه گذاران فرض می کنند اطلاعات و رویدادهای اخیر در آینده نیز ادامه می یابند. بنابراین در صورتی که شرکتی از قبل تصویر مطلوبی در زمینه شوک های اطلاعاتی (تغییرات مالکان نهادی، هیات مدیره، تغییرات شدید بازار سهام) داشته باشد، همچنان آن شرکت را با تصویر مثبت در ذهن دارد و به آن بخش از اطلاعات بیشتر از سایر بخش ها جلب می شود و به آن وزن بیشتری می دهد. از آنجا که پردازش اطلاعات توسط سرمایه گذاران محدود است، این رفتار منجر به تعصبات شناختی می شود. لذا تنها بر بخشی از اطلاعاتی که در دسترس دارند و از نظرشان مهم است، تمرکز می کنند. لذا به اطلاعات برجسته بیش از احتمال واقعی آن اهمیت می دهند. مادن و سینگ (۲۰۱۹) در پژوهشی به تجزیه و تحلیل تورش های رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاری پرداختند. در این پژوهش چهار تعصب رفتاری؛ اعتماد بیش از حد، لنگر انداختن، خطای وضع موجود و رفتار گله وار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که تورش اعتماد بیش از حد و رفتار گله وار بر تصمیم گیری سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. به طور کلی نتایج نشان داد که سرمایه گذاران فردی دانش محدودی دارند و بیشتر در معرض ایجاد خطاهای روان شناختی هستند. یافته های این مطالعه همچنین وجود این چهار جهت گیری رفتاری در تصمیمات سرمایه گذاری فردی را نشان می دهد. دیورتولی^۱ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ویژگی های شخصیتی و تحلیل مشخصات سرمایه گذار: نگرشی بر مالی رفتاری پرداختند. این مطالعه بررسی می کند که کدام یک از چهار الگو به بهترین شکل نمایانگر ریسک است که توسط سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری دارایی مالی آنها نمایان می شود. پارادایم هایی که برای توضیح این پژوهش استفاده شده است عبارتند از: نظریه چشم انداز، تجزیه و تحلیل مشخصات سرمایه گذار (IPA)، مدل پنج عاملی شخصیت و آزمون بازتوانی شناختی (CRT). نتایج با استفاده از رگرسیون لجستیک تجزیه و تحلیل و نشان داد افرادی که طبق IPA، تحمل ریسک بیشتری دارند، نظریه چشم انداز را نقض می کنند. درجه بالایی برای تجربه و بیشترین احتمال در استفاده از ریسک بالاتر را در تصمیمات سرمایه گذاری خود دارند. با توجه به CRT، تعداد بیشتری از پاسخ های صحیح در این آزمون رابطه معکوس با ریسک پذیری دارد.

¹ De Bortoli

۲-۲- پیشینه تجربی پژوهش

یانگ^۱ و وو (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی احساسات سرمایه‌گذار با شوک اطلاعات در بازار بورس پرداختند. نتایج نشان داد که اطلاعات عمومی تاثیر قابل توجهی بر قیمت دارایی دارد و تاثیر احساسات سرمایه‌گذار بر قیمت دارایی به نسبت سرمایه‌گذاران احساسی و بازده اطلاعات عمومی بستگی دارد؛ مهم‌تر اینکه، اگر سرمایه‌گذاران احساسی در بازار وجود داشته باشد، تعادلی در بازار وجود نخواهد داشت که در آن قیمت بتواند به طور کامل اطلاعات عمومی را منعکس کند.

هاراکی^۲ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر شوک‌های اطلاعاتی پرداخت سود سهام و ارتباط ارزشی تقسیم سود پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که تصویب IFRS از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن، کمک زیادی به افزایش پرداخت تقسیم سود می‌شود. علاوه بر این، بهبود محیط اطلاعات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا با استفاده از اعداد حسابداری برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت، بیشتر اطمینان پیدا کنند که موجب کاهش قابل توجهی در ارزش و سود سهام بین شرکت های پراهمیت می‌شود.

فریدمن و وانگ^۳ (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر برجستگی در رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند. آنها نشان دادند برجستگی بر رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد.

تیکه^۴ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی در خصوص اینکه کدام عامل بر سوگیری های رفتاری اثر می‌گذارد، پرداختند. به این نتیجه دست یافتند که، اثر کلی حالت و مزاج، سوگیری آشنایی، قاعده ابتکاری شباهت، سوگیری اوضاع فعلی، سوگیری‌هایی هستند که با اعتماد به نفس بالا و کارکرد بازده رابطه دارند.

هایل و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی پرداخت سود تقسیمی و شوک اطلاعاتی پرداختند. آنها پیش‌بینی‌ها را با تحلیل رفتار پرداخت سود تقسیمی یک نمونه جهانی از شرکت‌ها حول پذیرش اجباری IFRS و اجرای اولیه قوانین تجارت داخلی جدید آزمون کردند. هر دو رویداد به عنوان پروکسی برای بهبود کلی محیط اطلاعاتی و در نتیجه ساختار حاکمیت شرکتی در اقتصاد عمل می‌کنند. آنها دریافتند که پس از این دو رویداد، شرکت‌ها به احتمال کمتری سود سهام را می‌پردازند، اما احتمال قطع (توقف) چنین پرداخت‌هایی را بیشتر خواهد کرد. این تغییرات حول زمان شوک اطلاعاتی و تنها در کشورها و شرکت‌هایی که مشمول تغییر نظارتی هستند رخ می‌دهد. زمانی که مسایل نمایندگی و یا شوک‌های اطلاعاتی قوی‌تر هستند، آنها بیشتر دیده می‌شوند. همچنین محتوای اطلاعاتی سود سهام پس از آن کاهش می‌یابد. نتایج اهمیت هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد (و تغییرات در آن) را برای شکل‌دهی سیاست‌های پرداخت شرکت‌ها برجسته می‌کند.

ملکیان و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی شوک نقدینگی، انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد ارزش نهایی وجه نقد و ظرفیت بدهی استفاده نشده بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری ندارد. همچنین شوک نقدینگی

¹ Yang ana Wu

² Harakeh

³ Frydman and Wang

⁴ Tekce

تأثیری بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و ظرفیت بدهی استفاده نشده بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ندارد. براساس نتایج بدست آمده، در توجیه رابطه مثبت بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی می توان گفت هر شرکتی که انعطاف پذیری مالی بالاتری داشته باشد، در مجموع با ریسک کمتری مواجه بوده و موجب بهبود عملکرد مدیران هنگام استفاده از فرصت های رشد و سرمایه گذاری شده و در نهایت هموارسازی سود تقسیمی آنها بالاتر است. همچنین در توجیه رابطه منفی بین ظرفیت بدهی استفاده نشده و سرعت تعدیل سود تقسیمی می توان گفت هر شرکتی که ظرفیت بدهی استفاده نشده بالاتری داشته باشد، هموارسازی سود تقسیمی آنها پایین تر است.

فدائی و زارع بهنمیری (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی پیش بینی شوک منفی قیمت سهام با تأکید بر نسبت های مالی پرداختند. نتایج حاصل از RSME مدل های بررسی شده به ترتیب برای شوک دائم (الگوریتم ژنتیک)، شوک دائم (الگوریتم تکاملی بهینه سازی ازدحام ذرات)، شوک موقت (الگوریتم ژنتیک) و شوک موقت (الگوریتم تکاملی بهینه سازی ازدحام ذرات)، ۵۸۴۳۳، ۵۶۲۸۴، ۷۵۳۷ و ۷۰۲۹۵ می باشد. همان طور که مشاهده می شود RSME در شوک دائم براساس الگوریتم ژنتیک، بیشتر از RSME مدل شوک دائم براساس الگوریتم تکاملی بهینه سازی ازدحام ذرات می باشد. همچنین در مدل شوک موقت براساس الگوریتم ژنتیک RSME مدل، بیشتر از RSME مدل شوک موقت براساس الگوریتم تکاملی بهینه سازی ازدحام ذرات می باشد. بنابراین می توان بیان نمود که رگرسیون برآورد شده بر اساس متغیرهای انتخابی از الگوریتم تکاملی بهینه سازی ازدحام ذرات دارای RSME پایین تر بوده و قدرت پیش بینی کنندگی بهتری نسبت به متغیرهای انتخابی از الگوریتم ژنتیک دار است.

عزیزی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر شوک های اطلاعاتی درونی بر بازده غیرعادی انباشته پرداختند. یافته ها نشان داد که از میان شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی ماکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره)، شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) در قیاس با متغیر دیگر شوک اطلاعاتی، ارتباط بیشتری با سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته دارد. همچنین از میان شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی ماکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره)، شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) در قیاس با متغیر دیگر شوک اطلاعاتی، ارتباط بیشتری با سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته دارد.

راکی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی مدلسازی اثر تورش رفتاری زیان گریزی بر پویایی های قیمت و بازدهی بازار سهام (کاربرد مدل سازی مبتنی بر عامل در اقتصاد فتاری) پرداختند. نتایج حاصل از شبیه سازی بازار سهام مصنوعی شامل دو گروه معامله گران بنیادی و غیربنیادی با تورش رفتاری زیان گریزی نشان می دهد که تورش رفتاری زیان گریزی، بخشی از پویایی های بازارهای مالی را توضیح می دهد و نقش مهمی در شکل گیری قیمت های بازارهای مالی دارد. همچنین فرآیند تولید قیمت (و به تبع آن بازدهی) که در این مدل به صورت درونزا است با بسیاری از حقایق بازارهای مالی از جمله معمای صرف سهام، حباب قیمت ها، کشیدگی زیاد و غیرنرمال بودن توزیع بازدهی ها و دنباله ضخیم بودن آن سازگار است. دولو و جنتی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی پرداختند. یافته های آنها نشان داد که افزایش سود نقدی شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به بازده غیرعادی مثبت و قوی تر می شود.

همچنین شرکت های با سابقه کاهش نوسان غیر سیستماتیک پس از افزایش سود نقدی، بازده غیر عادی مثبتی تجربه می کنند. واکنش مثبت بازده پس از افزایش سودنقدی، برای شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا محرز است.

نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات با اهمیت پرداختند. نتایج حاکی از آن است که سرمایه گذاران نسبت به اطلاعاتی های منفی در روزهای پیش از انتشار اطلاعاتی، واکنش مثبت و معنادار نشان می دهند، اما پس از تاریخ انتشار واکنش معناداری نشان نمی دهند. همچنین سرمایه گذاران نسبت به اطلاعاتی های مثبت و شفاف ساز واکنش مثبت و معناداری دادند.

حسینی چگینی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری پرداختند. نتایج پژوهش گویای آن است که بین تورش های کوتاه-نگری، بهینه بینی، خوداسنادی، توان پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد و تورش رفتاری ابهام گریزی به صورت مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیر ندارد.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش فرضیه های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش های رفتاری سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.

- بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش کوتاه نگری سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش برجستگی اطلاعات سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش زیان گریزی سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین شوک های اطلاعاتی بیرونی و تورش های رفتاری سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین شوک های اطلاعاتی بیرونی و تورش کوتاه نگری سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین شوک های اطلاعاتی بیرونی و تورش برجستگی اطلاعات سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.
- بین شوک های اطلاعاتی بیرونی و تورش زیان گریزی سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

۴-۱- جامعه و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده و قلمرو زمانی پژوهش به صورت یک دوره هشت ساله از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۸ تعریف شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای چهارگانه زیر انتخاب شده است:

(۱) شرکت منتخب در طول دوره زمانی پژوهش (۱۳۹۱-۱۳۹۸) نباید پایان سال مالی خود را تغییر داده باشد.

(۲) دوره مالی شرکت منتخب منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

- ۳) شرکت های برگزیده متعلق به صنایع بورسی «بانک ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی»، «سایر واسطه گری های مالی»، «سرمایه گذاری های مالی» و «شرکت های چندرشته ای صنعتی» نباشد.
- ۴) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط اشاره شده در بالا، از مجموع شرکت های پذیرفته شده (۵۶۳ شرکت) در بورس تعداد ۱۰۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش استفاده شده است.

۲-۴- ابزار گردآوری اطلاعات

در این پژوهش با بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش از طریق بررسی مقاله ها و نیز طبقه بندی داده های مورد نیاز با استفاده از نرم افزار اکسل و انجام آزمون های آماری مربوط با استفاده از نرم افزار ایویوز، نتایج آزمون فرضیه ها مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت.

۳-۴- روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای آزمون فرضیه های پژوهش، پس از غربالگری و انتخاب نمونه از جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و جمع آوری اطلاعات متغیرهای معرفی شده در تعریف عملیاتی متغیرها به شرح زیر اقدام شد:

مدل های رگرسیونی فرضیه اول پژوهش:

$$Scb_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS1_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (1-1)$$

$$Scb_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS2_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (1-1)$$

$$Salnce_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS1_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (2-1)$$

$$Salnce_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS2_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (2-1)$$

$$LA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS1_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-1)$$

$$LA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IIS2_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-1)$$

مدل های رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش:

$$Scb_{it} = \beta_0 + \beta_1 EIS_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (1-2)$$

$$Salnce_{it} = \beta_0 + \beta_1 EIS_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (2-2)$$

$$LA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EIS_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 illiq_{it} + \epsilon_{it} \quad (3-2)$$

۵- متغیرهای پژوهش

۱-۵- متغیرهای مستقل

شوک اطلاعاتی درونی: برای اندازه گیری شوک اطلاعاتی درونی از دو شاخص استفاده شده است (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۱):

(۱) تغییرات اساسی مالکیت نهادی: تغییرات اساسی مالکیت نهادی (درصد سهامداران نهادی به کل سهام) براساس طبقه بندی استاندارد شماره ۱۵ (تا ۲۰ نفوذ وجود ندارد یا خیلی کم است؛ بین ۲۰ تا ۵۰ درصد نفوذ قابل ملاحظه ای دارند؛ از ۵۰ درصد بیشتر، کنترل وجود دارد) صورت گرفت. بدین شکل که اگر مالکیت نهادی شرکتی در سال جاری نسبت به سال قبل تغییر طبقه بندی فوق را داشته باشد به عنوان تغییرات اساسی مالکیت نهادی تلقی شده، متغیر مجازی یک و در غیر این صورت متغیر مجازی صفر اختیار می کند.

(۲) تغییرات اساسی اعضای هیات مدیره: در صورتی که اعضای هیأت مدیره سال جاری، نسبت به سال قبل بیشتر از سه نفر تغییر کرده باشند از متغیر مجازی یک و در غیر این صورت متغیر مجازی صفر اختیار می کند.

شوک اطلاعاتی بیرونی: تغییرات اساسی در نوسانات بازده بازار از طریق دو آزمون مقید (رابطه ۱) و نامقید (رابطه ۲) مورد بررسی قرار گرفته شد:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{Mt} + \epsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{Mt} + \sum_{n=1}^4 \delta_{in} R_{Mtn} + \epsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن؛ R_{it} نشاندهنده بازده ماهانه سهام شرکت i ام در ماه t ام و R_{Mt} ، بیانگر بازده ماهانه بازار (درصد تغییرات شاخص قیمت و نقدی) است که با وقفه های ۱ تا ۴ در الگوی فوق حضور دارد. شوک اطلاعاتی بیرونی زمانی رخ می دهد که دامنه نوسان خطای مدل از حد متعارف دامنه بیشتر یا کمتر باشد. تفاضل خطای مدل حاصل از دو رابطه بدست آمده در بالا، انحراف معیار استاندارد هر سال شرکت به تفکیک صنعت مرتب شده و چارک اول و سوم شرکت های عضو آن صنعت محاسبه می شود. گروه های صنعتی دسته بندی شده در پژوهش با توجه به کدگذاری صنایع در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت های نمونه به چهار دسته طبقه بندی گردید. این گروه ها شامل موارد غذایی و دارویی، صنایع خودرویی، صنایع شیمیایی و سایر صنایع بودند. منظور از سایر صنایع بدلیل تعداد شرکت نمونه محدود در تحقیق، آن دسته از صنایع که در نوع محصول نزدیک به یکدیگر بودند در گروه سایر صنایع قرار گرفتند. بدین ترتیب به میزان کسر یا مازاد برحد متعارف (چارک اول و سوم) میزان شوک اطلاعاتی بیرونی تلقی شده، متغیر مجازی یک و در غیر این صورت متغیر مجازی صفر اختیار می کند.

۵-۲- متغیرهای وابسته

-تورش رفتاری برجستگی اطلاعات: برای محاسبه برجستگی اطلاعات به ترتیب از دو رابطه (۳) و (۴) استفاده شد. بدین صورت که بازده سهام و سود برآورد شده فصل اول هر سال مالی از طریق رابطه (۳) و بازده سهام و سود برآورد شده فصل آخر هر سال مالی از طریق رابطه (۴) تخمین زده شد.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

سپس ضرایب بدست آمده به صورت زیر عمل گردید:

$$\text{salin} = \alpha_1 - \alpha_1$$

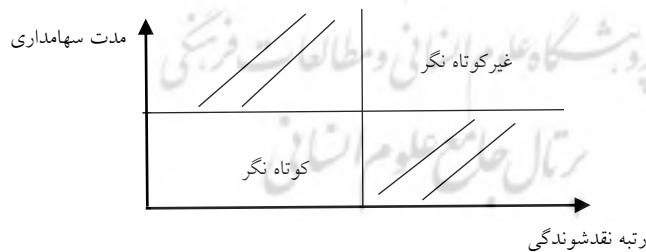
در صورتی که عدد بزرگتر از صفر باشد خود عدد و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شد. -تورش رفتاری کوتاه نگر سرمایه گذاران: در صورتی که فاصله زمانی معاملات (مدت سهامداری) در شرکتی از حد متوسط سالیانه کل بورس زیاد باشد و رتبه نقدشوندگی سهام زیاد باشد، سهام نزد افرادی قرار گرفته است که غیرکوتاهنگر در امر سرمایه گذاری هستند و در غیر این صورت کوتاه نگر خواهند بود.

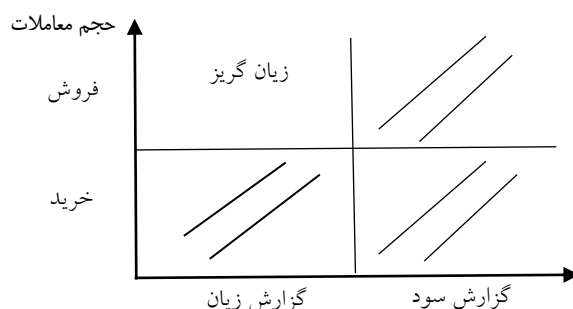
رابطه (۵)

$$(A) = \frac{\frac{\text{حجم معاملات}}{\text{دفعات معاملات}} \times \text{روزهای معاملاتی}}{\text{تعداد کل سهام صادره}} \times 365$$

$$\text{رابطه (۶)} \quad 365 - A = \text{مدت سهامداری}$$

در نهایت از میانگین رتبه نقدشوندگی و مدت سهامداری، نسبت به هر سال کل شرکت های نمونه در نظر گرفته شد. به طوری که به مقادیر بیشتر از میانگین، عدد یک و برای تمامی مقادیر کوچک تر از میانگین، عدد صفر لحاظ گردید. سپس مقادیر بدست آمده از محاسبات فوق را مقایسه می نماییم. به طوری که هر دو ستونی که شامل مقدار یک بودند، یک و برای مقادیر دو ستونی که هر دو مقدار صفر یا هر دو یک و صفر بودند، مقدار صفر لحاظ گردید (رستمی و همکاران، ۱۳۹۸).





-تورش رفتاری زیان گریزی: برای محاسبه زیان گریزی سرمایه گذاران از گزارشات سود و زیان و حجم معاملات خرید و فروش در بورس اوراق بهادار استفاده شد. به طوری که اگر شرکتی زیان ده باشد و حجم معاملات فروش بیشتر از حجم معاملات خرید باشد، با تورش رفتاری زیان گریزی مواجه خواهیم بود و به آن عدد یک و در غیر این صورت صفر لحاظ گردید.

۵-۳- متغیرهای کنترلی

در این پژوهش متغیرهای کنترلی بر اساس مطالعات زکی زاده و همکاران (۱۳۹۸) و چیائو^۱ و همکاران (۲۰۱۵) از ویژگی های بنیادین شرکت ها به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفت:
-نقدشوندگی سهام: به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به یک واحد حجم معاملات تفسیر می شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییرات قیمتی زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه می شود. بنابراین چنانچه در یک سهم نسبت Illiq بالا باشد آن سهام با عدم نقدشوندگی روبرو می شود (یحیی زاده و خرمین، ۱۳۸۷).

$$\text{Illiq} = \left(\frac{1}{\text{days}_t} \sum_{d=1}^{\text{days}_t} \frac{|R_{td}|}{V_{td}^i} \right) \times 10^5 \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در آن: V_{td}^i حجم معادلات بر روی سهم در روز d و ماه t و days_t^i تعداد روزهایی است که سهم i در ماه t معامله شده است. R_{td} بازده سهم در روز d در ماه t .
چنانچه نسبت عدم نقدشوندگی بالا باشد، آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو است. مقدار این نسبت زمانی بالا است که قیمت سهم در واکنش به حجم معاملات اندک، تغییرات زیادی داشته باشد. این معیار به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به حجم معاملات تفسیر می شود.

¹ Chiao

- جریان نقد عملیاتی: جریان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی تقسیم بر سود عملیاتی
- بازده دارایی: سودخالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر کل دارایی ها
- اهرم مالی: کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها
- مالکیت نهادی: درصد سهامداران نهادی به کل سهام صادره.

۶- یافته های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

مطابق جدول شماره ۱ و ۲، آمار توصیفی شرکت های موجود در نمونه را ارائه می نماید. با توجه به مجازی بودن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) و میانگین آن یعنی عدد ۰/۰۸۴ می توان دریافت که در این پژوهش، تعداد سال- شرکت های دارای تغییرات اساسی مالکیت نهادی تنها ۸/۴ درصد شرکت های نمونه را نشان می دهد. متغیر شوک درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) با میانگین ۰/۱۳۹ نشان می دهد که ۱۴ درصد شرکت های نمونه نسبت به سال قبل تغییرات بیش از سه نفر اعضای هیات مدیره را تجربه کرده اند. متغیر شوک اطلاعاتی بیرونی با میانگین ۰/۴۹۶ نشان می دهد کمتر از نیمی از شرکت های نمونه پژوهش، شوک اطلاعاتی بیرونی را تجربه کرده اند.

متغیر زیان گریزی سرمایه گذاران با میانگین ۰/۰۸۶ نشان می دهد که ۹ درصد شرکت های نمونه دارای سرمایه- گذاران زیان گریز بوده اند. متغیر کوتاه نگری سرمایه گذاران با میانگین ۰/۳۸۹ نشان می دهد کمتر از نیمی از شرکت های نمونه پژوهش، با کوتاه نگری سرمایه گذاران مواجه بوده اند.

جدول ۱. تحلیل توصیفی مقادیر مربوط به متغیرهای مجازی

تعداد مشاهدات	درصد فراوانی	فراوانی	مقادیر مجازی	نماد	متغیر
۸۴۸	۰/۹۱۶	۷۷۷	۰	IIS1	شوک اطلاعاتی درونی
	۰/۰۸۴	۷۱	۱		
	۰/۸۶۱	۷۳۰	۰	IIS2	
	۰/۱۳۹	۱۱۸	۱		
	۰/۵۰۳	۴۲۷	۰	EIS	شوک اطلاعاتی بیرونی
	۰/۴۹۶	۴۲۱	۱		
	۰/۹۱۴	۷۷۵	۰	LA	زیان گریزی سرمایه گذاران
	۰/۰۸۶	۷۳	۱		
	۰/۶۱۱	۵۱۸	۰	SCB	کوتاه نگری سرمایه گذاران
	۰/۳۸۹	۳۳۰	۱		

منبع: یافته های پژوهشگر

متغیر برجستگی اطلاعات با مقدار ۰/۸۵۲ نشان می‌دهد که ۸۲ درصد سرمایه گذاران، وزن قابل توجهی به شواهد منطبق با برداشت‌های خود داده‌اند و اطلاعات برجسته‌تر یا اطلاعاتی که نیازمند پردازش کمتری است، مورد استفاده قرار داده‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کشی‌دگی	چولگی	کمینه	بیشینه	تعداد مشاهدات
برجستگی اطلاعات	SALINCE	۰/۸۵۲	۰/۸۱۰	۲/۵۵۷	۰/۶۸۲	۰	۳/۰۰۵	۸۴۸
نقدشوندگی سهام	ILLIQ	۰/۱۴۴	۰/۲۷۶	۸/۷۸۵	۱/۶۹۱	۰/۰۰۰	۱/۹۸۶	
اهرم مالی	LEV	۰/۵۸۹	۰/۲۳۱	۳/۳۷۱	۰/۲۵۹	۰/۰۸۹	۱/۴۶۹	
مالکیت نهادی	OWN	۰/۷۰۰	۰/۲۴۲	۴/۷۲۵	-۱/۵۳۱	۰/۰۰۵	۰/۹۹۵	
بازده دارایی	ROA	۰/۱۱۱	۰/۱۵۹	۵/۳۴۷	۰/۴۳۲	-۰/۶۰۷	۰/۸۴۷	
جریان نقد عملیاتی	CF	۰/۶۸۶	۱/۲۰۸	۴/۹۰۲	-۰/۶۰۴	-۳/۷۷۴	۳/۹۶۱	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۲-۶- آمار استنباطی

۲-۶-۱- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، جهت بررسی رابطه بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش رفتاری سرمایه‌گذاران (کوتاه‌نگری) به شرح جدول ۳ قابل مشاهده است. از آنجا که متغیر کوتاه‌نگری سرمایه‌گذاران متغیری مجازی است و به صورت ۱ و ۰ اندازه‌گیری شده است، لذا از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون مشاهده می‌شود که مقدار آماره LR که بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و نشان می‌دهد که مدل معنادار است. بر اساس نتایج، آماره Z و سطح معناداری متغیر شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره)، به ترتیب نشانگر معناداری و عدم معناداری ضرایب است. این یافته نشان می‌دهد که بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) و تورش رفتاری سرمایه‌گذاران (کوتاه‌نگری) رابطه معناداری وجود دارد و با شوک اطلاعاتی دورنی (تغییرات اساسی هیات مدیره) رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول ۳. بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش رفتاری سرمایه گذاران (کوتاه‌نگری)

متغیر	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
کوتاه‌نگری	C	-۲/۰۰۸	-۵/۵۲۳
	IIS1	۰/۴۲۷	۱/۴۰۳
	CF	-۰/۰۳۸	-۰/۶۱۷
	ROA	۰/۷۷۳	۱/۴۳۶
	LEV	۰/۰۸۸	۰/۲۳۴
	OWN	۱/۶۸۶	۴/۶۲۶
	ILLIQ	۱/۹۰۶	۵/۴۸۸
	ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۷۶	آماره LR
	سطح معناداری	۰/۰۰۰	Log likelihood
	درصد صحت پیش بینی		۶۷/۳۳۰
کوتاه‌نگری	C	-۲/۱۴۲	-۶/۰۱۲
	IIS2	-۰/۰۱۳	-۰/۰۶۲
	CF	-۰/۰۳۶	-۰/۵۷۷
	ROA	۰/۸۷۰	۱/۶۲۴
	LEV	۰/۱۲۳	۰/۳۳۰
	OWN	۱/۷۸۳	۴/۹۲۰
	ILLIQ	۱/۹۰۰	۵/۴۷۳
	ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۷۴	آماره LR
	سطح معناداری	۰/۰۰۰	Log likelihood
	درصد صحت پیش بینی		۶۷/۴۵۰

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول به منظور بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش رفتاری سرمایه‌گذاران (برجستگی اطلاعات) به شرح جدول ۴ قابل مشاهده است. برای اندازه‌گیری قدرت توضیح‌دهندگی مدل از ضریب تعیین (R^2) استفاده گردید. با توجه به نتایج آزمون مقدار آماره اف بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون، کمتر از سطح خطای پنج درصد است؛ بنابراین اطمینان از نکویی برازش و معنادار بودن آن حاصل شد. با توجه به نتایج جدول شماره ۴ از آنجا که سطح معناداری متغیر شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) بیشتر از ۵٪ است،

ارتباط معناداری بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش رفتاری سرمایه گذاران (برجستگی اطلاعات) برقرار نیست.

جدول ۴. بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش رفتاری سرمایه گذاران (برجستگی اطلاعات)

متغیر	ضرایب	آماره تی	سطح معناداری
C	۰/۷۸۱	۷/۸۵۴	۰/۰۰۰
IIS1	۰/۰۲۴	۰/۶۲۴	۰/۵۳۳
CF	-۰/۰۰۶	-۰/۹۶۲	۰/۳۳۶
ROA	-۰/۱۴۲	-۱/۲۹۸	۰/۱۹۵
LEV	۰/۱۱۱	۱/۴۰۹	۰/۱۵۹
OWN	۰/۰۰۳	۰/۰۲۳	۰/۹۸۲
ILLIQ	۰/۱۵۰	۲/۴۹۹	۰/۰۱۳
آزمون			
مقدار	اف لیمر	مقدار	احتمال
۰/۸۰۸		۲۴/۰۵۲	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن			
دوربین واتسون	۱/۶۴۹	اف فیشر	۲۷/۸۳۸
۰/۰۳۲		۱۳/۸۴۲	۰/۰۳۲
۰/۰۰۰		۲۷/۸۳۸	۰/۰۰۰

متغیر	ضرایب	آماره تی	سطح معناداری
C	۰/۱۳۲	۱/۲۳۴	۰/۲۱۸
IIS2	۰/۰۶۶	۰/۹۵۷	۰/۳۳۹
CF	-۰/۰۰۸	-۰/۳۵۸	۰/۷۲۱
ROA	۰/۲۶۷	۱/۵۶۵	۰/۱۱۸
LEV	۰/۲۸۸	۲/۲۳۲	۰/۰۲۶
OWN	۰/۱۲۵	۱/۳۱۲	۰/۱۹۰
ILLIQ	۰/۱۰۶	۰/۹۵۸	۰/۳۳۸
آزمون			
مقدار	اف لیمر	مقدار	احتمال
۰/۲۶۵		۲۵/۴۴۵	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن			
دوربین واتسون	۲/۲۲۰	اف فیشر	۳۷/۸۸۰
۰/۳۷۵		۵۶/۴۴۴	۰/۳۷۵
۰/۰۰۰		۳۷/۸۸۰	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، جهت بررسی رابطه بین شوک های اطلاعاتی درونی و تورش رفتاری سرمایه- گذاران(زبان گریزی) به شرح جدول ۵ قابل مشاهده است. از آنجا که متغیر زبان گریزی سرمایه گذاران متغیری

مجازی است و به صورت ۱ و ۰ اندازه گیری شده است، لذا از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون مشاهده می شود که مقدار آماره LR که بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و نشان می دهد که مدل معنادار است. بر اساس نتایج، آماره Z و سطح معناداری متغیر شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی)، نشانگر معناداری ضریب بوده و متغیر شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره)، نشانگر عدم معناداری ضریب است. این یافته نشان می دهد که بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) و تورش رفتاری سرمایه گذاران (زیان گریزی) رابطه معناداری وجود دارد، اما شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش زیان گریزی سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول ۵. بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره) و تورش رفتاری سرمایه گذاران (زیان گریزی)

متغیر	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
C	-۲/۰۳۹	-۲/۷۹۲	۰/۰۰۵
IIS1	۰/۷۳۴	۱/۶۴۸	۰/۰۳۹
CF	-۰/۰۴۳	-۰/۴۲۷	۰/۶۷۰
ROA	-۱۸/۷۷۳	-۸/۳۸۷	۰/۰۰۰
LEV	۰/۶۱۲	۰/۷۶۳	۰/۴۴۵
OWN	-۰/۸۴۹	-۱/۱۹۵	۰/۲۳۲
ILLIQ	-۰/۳۳۷	-۰/۳۸۸	۰/۶۹۸
ضریب تعیین مک فادن	۰/۴۴۷	آماره LR	۲۲۲/۳۹۳
سطح معناداری	۰/۰۰۰	Log likelihood	-۱۳۷/۵۹۴
درصد صحت پیش بینی		۹۲/۳۳۰	
متغیر	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
C	-۱/۷۵۶	-۲/۵۰۲	۰/۰۱۲
IIS2	-۰/۴۳۶	-۰/۹۵۷	۰/۳۳۹
CF	-۰/۰۳۸	-۰/۳۸۱	۰/۷۰۳
ROA	-۱۸/۹۶۱	-۸/۴۳۶	۰/۰۰۰
LEV	۰/۵۹۹	۰/۷۴۸	۰/۴۵۴
OWN	-۱/۰۰۴	-۱/۴۵۷	۰/۱۴۵
ILLIQ	-۰/۳۸۸	-۰/۴۴۵	۰/۶۵۶
ضریب تعیین مک فادن	۰/۴۴۴	آماره LR	۲۲۰/۸۲۴
سطح معناداری	۰/۰۰۰	Log likelihood	-۱۳۸/۳۷۹
درصد صحت پیش بینی		۹۲/۲۲۰	

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، جهت بررسی رابطه بین شوک های اطلاعاتی بیرون و تورش های رفتاری سرمایه گذاران (کوتاه نگر، زیان گریزی و برجستگی اطلاعات) به شرح جدول ۶ قابل مشاهده است. از آنجا که متغیر کوتاه نگر و زیان گریزی سرمایه گذاران متغیری مجازی است و به صورت ۱ و ۰ اندازه گیری شده است، لذا از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون مشاهده می شود که مقدار آماره LR که بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و نشان می دهد که مدل معنادار است. بر اساس نتایج، آماره Z و سطح معناداری متغیر شوک اطلاعاتی بیرونی، نشانگر عدم معناداری ضرایب است. این یافته نشان می دهد که بین شوک اطلاعاتی بیرونی و تورش رفتاری سرمایه گذاران (کوتاه نگر و زیان گریزی) رابطه معناداری وجود ندارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم به منظور بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی بیرونی و تورش رفتاری سرمایه گذاران (برجستگی اطلاعات) به شرح جدول ۶ قابل مشاهده است. برای اندازه گیری قدرت توضیح دهنده مدل از ضریب تعیین (R²) استفاده گردید. با توجه به نتایج آزمون مقدار آماره اف بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون، کمتر از سطح خطای پنج درصد است؛ بنابراین اطمینان از نکویی برازش و معنادار بودن آن حاصل شد. با توجه به نتایج جدول شماره ۶ از آنجا که سطح معناداری متغیر شوک اطلاعاتی بیرونی بیشتر از ۵٪ است، ارتباط معناداری بین شوک اطلاعاتی بیرونی و تورش رفتاری سرمایه گذاران (برجستگی اطلاعات) برقرار نیست.

جدول ۶. بررسی رابطه بین شوک اطلاعاتی بیرونی و تورش رفتاری سرمایه گذاران (کوتاه نگر، زیان گریزی و برجستگی اطلاعات)

متغیر	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
C	-۲/۱۰۹	-۵/۸۷۵	۰/۰۰۰
EIS	-۰/۰۸۷	-۰/۵۷۹	۰/۵۶۳
CF	-۰/۰۳۴	-۰/۵۴۹	۰/۵۸۳
ROA	۰/۸۸۵	۱/۶۵۳	۰/۰۹۸
LEV	۰/۱۳۷	۰/۳۶۷	۰/۷۱۳
OWN	۱/۷۷۵	۴/۸۹۵	۰/۰۰۰
ILLIQ	۱/۹۲۸	۵/۴۸۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن	۰/۱۷۴	آماره LR	۸۴/۳۲۷
سطح معناداری	۰/۰۰۰	Log likelihood	-۵۲۴/۶۱۲
درصد صحت پیش بینی		۶۷/۳۳۰	
متغیر	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
C	-۱/۷۴۰	-۲/۴۵۹	۰/۰۱۴
EIS	-۰/۲۱۳	-۰/۶۴۶	۰/۵۱۸
CF	-۰/۰۳۲	-۰/۳۱۱	۰/۷۵۶

۰/۰۰۰	-۸/۳۷۳	-۱۸/۷۰۱	ROA
۰/۴۲۷	۰/۷۹۴	۰/۶۴۱	LEV
۰/۱۳۲	-۱/۵۰۶	-۱/۰۳۶	OWN
۰/۶۸۲	-۰/۴۱۰	-۰/۳۶۱	ILLIQ
۲۲۰/۲۷۷	آماره LR	۰/۴۴۳	ضریب تعیین مک فادن
-۱۳۸/۶۵۲	Log likelihood	۰/۰۰۰	سطح معناداری
۹۲/۱۰۰		درصد صحت پیش بینی	
سطح معناداری	آماره تی	ضرایب	متغیر
۰/۲۷۶	۱/۰۹۰	۰/۱۲۰	C
۰/۳۴۳	۰/۹۴۹	۰/۰۰۹	EIS
۰/۷۱۸	-۰/۳۶۱	-۰/۰۰۸	CF
۰/۱۳۷	۱/۴۹۱	۰/۲۵۴	ROA
۰/۰۳۰	۲/۱۷۷	۰/۲۸۰	LEV
۰/۱۶۲	۱/۴۰۱	۰/۱۳۴	OWN
۰/۴۱۹	۰/۸۰۹	۰/۰۹۰	ILLIQ
احتمال	مقدار	آزمون	مقدار
۰/۰۰۰	۲۵/۹۵۲	اف لیمر	۰/۲۶۵
۰/۵۵۹	۴/۸۷۹	آزمون هاسمن	
۰/۰۰۰	۳۷/۸۷۶	اف فیشر	۲/۲۱۵
دوربین واتسون			

منبع: یافته های پژوهشگر

۷- نتیجه گیری و پیشنهادات

افشای اطلاعات مهمترین ابزار نظارتی با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و تولیدکنندگان محصول است، بنابراین افراد را قادر به تصمیم گیری های آگاهانه می کند. با این وجود، همان طور که توسط چندین مطالعه رفتاری و تجربی نشان داده شده است، ترجیحات ریسک و تصمیمات مالی ممکن است نسبت به نحوه انتشار اطلاعات حساس باشند (کانمن و تورسکی^۱، ۱۹۷۴؛ تورسکی و کانمن، ۱۹۸۱؛ وانگ و همکاران^۲، ۲۰۱۱). از آنجا که مدیران در جهت منافع سرمایه گذاران حرکت نمی کنند، ممکن است این تضاد منافع سبب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی شده و با ایجاد شوک اطلاعاتی بدنبال نشان دادن تصویر مطلوب از شرکت و حفظ و رونق سهام خود باشند. در این شرایط، سرمایه گذاران به دلیل محدودیت زمان و منابع شناختی، ممکن است قضاوت های تورش دار و غیر مستدلی اتخاذ نمایند. نظر به اهمیت این موضوع در این پژوهش به بررسی تاثیر شوک های

¹ Kahneman and Tversky

² Wang

اطلاعاتی درونی و بیرونی بر تورش های رفتاری سرمایه گذاران بین ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸ پرداخته شد.

با در نظر گرفتن نتایج حاصل از آزمون ها می توان گفت که شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی در مالکیت نهادی) رابطه مثبت و معناداری با تورش رفتاری زیان گریزی و کوتاه نگری سرمایه گذاران دارد. این موضوع بیانگر این است که به دنبال افزایش تغییرات اساسی در مالکیت نهادی با تورش رفتاری کوتاه نگری و زیان گریزی سرمایه گذاران مواجه خواهیم شد. این یافته با مبانی نظری سازگاری دارد. یکی از بارزترین ویژگی های نظریه چشم انداز، زیان گریزی است، این نظریه تمایل افراد به پرهیز از زیان را بیشتر از کشش آنها به سمت کسب سود می داند. از طرفی با تغییر در محیط اطلاعاتی که از طریق شوک اطلاعاتی (تغییرات اساسی در مالکیت نهادی) بوجود آمده است، با تغییر قیمت سهام در بازار روبه رو خواهیم شد. لذا این امر بر سرمایه گذارانی که توجه بیش از حد بر شرایط کوتاه مدت دارند، تاثیر گذارده و نمی توانند به آینده دور اعتماد کنند. بدین سبب به نظر می رسد پیامد تورش زیان گریزی و کوتاه نگری سرمایه گذاران به دلیل نقش فزاینده سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه و فضای بی ثبات بورس اوراق بهادار تهران باشد. نتایج این پژوهش به نوعی با پژوهش دبور تولی و همکاران (۲۰۱۹) مغایر و با راکی و همکاران (۱۳۹۹) مطابقت دارد.

شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) و شوک اطلاعاتی بیرونی بر زیان گریزی و کوتاه نگری سرمایه گذاران رابطه معناداری ندارد. با توجه به اینکه اعضای هیئت مدیره از قدرت و نفوذ قابل توجهی در استراتژی ها، سیاست ها و اختیارات تصمیم گیری در شرکت برخوردار هستند، لذا یک رویداد بالقوه می تواند توجه در هر شرکت تغییر در ترکیب هیئت مدیره یا انتصاب عضو جدید هیئت مدیره است. به دلایلی تغییر در ترکیب هیئت مدیره می تواند مفید باشد. همه مدیران توانایی تأثیرگذاری بر سیاست ها و اهداف شرکت و در نتیجه عملکرد را دارند. منصوب جدید در هیئت مدیره می تواند انگیزه تازه و پویایی را برای عملیات شرکت به ارمغان آورد. از طرفی سهم بالقوه یک عضو هیات مدیره به طور مستقیم قابل شناسایی نیست و می توان آن را در عملکرد قیمت سهام جستجو کرد. در این حالت به نظر می رسد شوک تغییر اساسی ترکیب هیات مدیره (استعفا و انتصاب و...) به عنوان مخابره علامتی به بازار باشد که این علامت می تواند منفی یا مثبت تلقی شود. به نظر می رسد سرمایه گذاران موجود در نمونه ما نسبت به اثرات این اطلاعات حساس نیستند و تورش رفتاری کوتاه نگری و زیان گریزی شان تشدید نمی شود. نتایج این پژوهش به نوعی با پژوهش راکی و همکاران (۱۳۹۹) و باها^۱ (۲۰۱۶) مبنی بر اینکه تغییر ترکیب هیات مدیره برای فعالان بازار محتوای اطلاعاتی دارد و از نظر آماری تغییر قابل توجهی در قیمت بازار سهام ایجاد می کند، مغایرت دارد.

شوک اطلاعاتی دورنی و بیرونی بر تورش رفتاری برجستگی سرمایه گذاران تاثیر معناداری ندارد. به نظر می رسد شوک های اطلاعاتی درونی و بیرونی تاثیر در برداشت سرمایه گذاران از اطلاعات ندارد و سرمایه گذاران

^۱ Bhana

فرض می کنند اطلاعات رویدادهای اخیر در آینده نیز ادامه دارد. نتایج این پژوهش به نوعی با پژوهش فریدمن و وانگ (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

باتوجه به نتایج حاصل از نتایج پژوهش مبنی بر تاثیر تغییرات اساسی مالکیت نهادی بر تورش رفتاری زیان-گریزی و کوتاه‌نگری سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به میزان مالکان نهادی به سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بحث نظارتی بالاتر در شرکت‌ها، توجه ویژه‌ای داشته باشند و قبل از انجام معاملات، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند و اطلاع بیشتری از شکل تاثیرگذاری انواع مالکین حاضر در شرکت‌ها بر امور شرکت مورد نظر خود داشته باشند. از آنجا که تورش های رفتاری سرمایه‌گذاران تحت تاثیر اطلاعات موجود در بازار سرمایه قرار دارد، به دستگاه‌های قانونی کشور از جمله سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که در زمینه شفافیت اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها با اجرای نظام راهبری و نظارت دقیق بر شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و تمهیدات لازم را برای توسعه بازار سرمایه انجام دهند. برای پژوهش های آتی پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- ۱) در این پژوهش شوک اطلاعاتی بیرونی از تغییرات بازده بازار استفاده شد؛ پیشنهاد می‌شود از تغییرات قانون مالیات‌ها و استانداردهای حسابداری به عنوان شوک بیرونی استفاده شود.
- ۲) در این پژوهش از متغیر مستقل شوک‌های اطلاعاتی استفاده شد پیشنهاد می‌شود از متغیرهایی دیگری مانند (ابهام اطلاعاتی، ایفای مسئولیت اجتماعی، ارتباط ارزشی سود و...) استفاده شود.

فهرست منابع

- ۱) ابزری، مهدی؛ درخشیده، حامد. (۱۳۹۲). تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان. فصلنامه علمی و پژوهشی برنامه ریزی و بودجه. سال ۱۸، شماره ۱، صص ۷۵-۵۹.
- ۲) جلیلود، ابوالحسن؛ رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ رحمانی نوروزآباد، سامان. (۱۳۹۵). شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده. تحقیقات مالی. دوره ۱۸، شماره ۱، صص ۱۲۷-۹۵.
- ۳) حجازی، رضوان؛ قیطاسی، روح اله؛ مسجد موسوی، میر سجاده؛ رضایی، ساجده. (۱۳۹۰). اثر خط مشی تقسیم سود بر تغییرپذیری قیمت سهام. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۳، شماره ۱۱، صص ۲۵-۴۵.
- ۴) حسینی چگینی، الهام؛ حقگو، بهناز؛ رحمانی نژاد، لیلا. (۱۳۹۳). بررسی تورش های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری. راهبرد مدیریت مالی. سال ۲، شماره ۷، صص ۱۳۳-۱۱۳.
- ۵) دولو، مریم؛ جنتی، علی. (۱۳۹۷). بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی. فصلنامه حسابداری مالی، سال ۱۰، شماره ۳۹، صص ۳۰-۱.
- ۶) راکي، مولود، مهرآرا، محسن؛ عباس نژاد، حسین؛ سوری، علی. (۱۳۹۹). مدلسازی اثر تورش رفتاری زیان‌گریزی بر پویایی‌های قیمت و بازدهی بازار سهام (کاربرد مدل سازی مبتنی بر عامل در اقتصاد فتاری). دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۱۳، شماره ۴۵، صص ۱۸۰-۱۶۵.

- ۷) زکی زاده، محمد امین؛ رضایی، فرزین؛ نوروش، ایرج. (۱۳۹۸) ارزیابی و ارائه الگوی شناسایی خطر حسابرسی مبتنی بر ویژگی های بنیادین شرکت ها. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۱۱، شماره ۴۳، صص ۱۵۲-۱۱۹.
- ۸) عزیزی، سیروان؛ وطن پرست، محمدرضا؛ صدرآرا، مهرداد؛ رضایی، فرزین. (۱۴۰۱). تاثیر شوک های اطلاعاتی درونی بر بازده غیرعادی انباشته. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. ۱۱(۴۳)، ۳۶۴-۳۵۵.
- ۹) فدایی، ابراهیم؛ زارع بهنمیری، محمدجواد. (۱۴۰۱). پیش بینی شوک منفی قیمت سهام با تأکید بر نسبت های مالی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۴(۵۵)، ۲۰۴-۱۸۱.
- ۱۰) مرادی، مجید (۱۳۹۶). عوامل موثر بر روانشناسی مالی و رفتار مالی. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری. دوره ۳، شماره ۱، صص ۳۳-۱۱. ملکیان، اسفندیار؛ قربانی، مریم؛ نبویان، سید مرتضی. (۱۴۰۲). شوک نقدینگی، انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۵(۵۸)، ۶۶-۳۹.
- ۱۱) نصیرزاده، فرزانه؛ موسوی گوکی، سیدعلی. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت. مجله دانش حسابداری. دوره ۸، شماره ۳. پیاپی ۳۰، صص ۵۳-۸۰.
- ۱۲) یحیی زاده فر، محمود، خرمدین، جواد. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی سهام و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۱-۱۱۸.

1. Alnajjar M. I. M. (2013). Behavioural inferences of stock market participants. *Eur. J. Soc. Sci.* 39 384-390.
2. Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
3. Barberis N. (2017). *Behavioural Finance: Asset Prices and Investor Behavior*. New Haven, CT: Yale University.
4. Bhana, N. (2016). The Stock Market Reaction to Board Changes: The South African Experience. *Journal of Emerging Market Finance*. 15(3) 1-26.
5. Chiao, C.H., Lin, C.F., & Lai, Y.W. (2015). Transparency, Firm Characteristics and Cost of Equity. *Journal of Accounting and Finance*, 15(6): 46-56.
6. De Bortoli D, da Costa N Jr., Goulart M, Campara J. (2019). Personality traits and investor profile analysis: A behavioral finance study. *PLoS ONE* 14(3).
7. Fama, E. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88 No.2, pp.288-307.
8. Fama, E. 1970. Efficient market hypothesis: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25 (2):383-417.
9. Ghazizade, Mostafa, Khademi grashi, Mehdi (2006). "effective factors on investor's decision making in stock exchange in base on structural equations model", *Daneshvar-Raftar Journal*, 14(13) pp 1-12.
10. Grossman, S., and J. Stiglitz. 1980. On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review* 70 (3):393-408.
11. Hail, L., Tahoun, A., Wang, C., 2014. Dividend payouts and information shocks. *J. Account. Res.* 52, 403-456.

12. Harakeh, M., Lee, E., & Walker, M. (2018). The effect of information shocks on dividend payout and dividend value relevance. *Finana*,
13. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 48:831-80.
14. Kinoshita, K., Suzuki, K., & Shimokawa, T. (2013). Evolutionary foundation of bounded rationality in a financial market. *IEEE Transactions on Evolutionary Computation*, 17(4), 528-544.
15. Kahneman, D., and A. Tversky. 1974. "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases." *Science* 185: 1124-1131.
16. Markowitz H. Portfolio selection. *Journal of Finance*. 1952; 7(1): 77-91.
17. Madaan, G., Singh, S. (2019). An Analysis of Behavioral Biases in Investment Decision-Making. *International Journal of Financial Research*. Vol. 10, No. 4.
18. Monahan, G. (2005). Managing Inventories in a Two-Eschelon Dual-Channel Supply Chain. *European Journal of Operational Research*, 162(2): 325-341.
19. Michael C. Jensen. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6, 95-101.
20. Minović, J. (2013). Subjektivne verovatnoće i heterogenost investitorskih stavova. *Zbornik radova sa „XL Simpozijuma o operacionim istraživanjima, SYM-OPIS 2013“*, 8-12.9. 2013, Zlatibor, pp. 34-40.
21. Niehaus, G., & Shrider, D. (2014). Framing and the disposition effect: Evidence from mutual fund investor redemption behaviour. *Quantitative Finance*, 14(4), 683-697.
22. Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., Jordan B. D. (2016). *Corporate Finance*, 11th Edn Toronto, ONT: McGraw Hill
23. Shefrin H., Statman M. (2011). "Behavioural finance in the financial crisis: market efficiency, minsky, and keynes," in *Rethinking the Financial Crisis, Working Paper*, Santa Clara, CA: Santa Clara University.
24. Šoškić, D. B., Živković B. R. (2007). *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, drugo izdanje.
25. Thaler R, Susstein C. *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press, 2008.
26. Teke, B., & Yilmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*. Vol 5, Issue C, PP 35-45.
27. Tversky, A., and D. Kahneman. (1981). "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice." *Science* 211: 453-458.
28. Thomas, J.K. (2003). Discussion of Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants Information Processing Biases. *Review of Accounting Studies*, 8(2): 347-353.
29. Warner, J.B., R.L. Watts, and K.H. Wruck, 1988, Stock price and top management changes, *Journal of Financial Economics* 20,461-492.
30. Wang, M., C. Keller, and M. Siegrist. 2011. "The Less You Know, the More You Are Afraid of—A Survey on Risk Perceptions of Investment Products." *Journal of Behavioral Finance* 12 (1): 9-19.
31. Yang, C. & Wu, H. (2019). Investor Sentiment with Information Shock in the Stock Market, *Emerging Markets Finance & Trade*, 1-15.
32. Zamri, A., Ibrahim, H., & Tuyon, J. (2017). Qualitative Research in Financial Markets. *Asian Review of Accounting*, 181.

Assessing the Relationship Between Internal and External Information Shocks and Investor Behavioral Biases

Maryam Moradi ¹
Zahra Pourzamani ²

Received: 05 / July / 2023 Accepted: 26 / August / 2023

Abstract

Classical economics and the study of financial markets from a normative point of view have their foundations laid in the rationality of economic agents. The main hypothesis revolves around decision making under rationality. on the other hand, investors do not act as if they are rational, the contrary, exhibit many biases that lead to poor investment decisions in specific contexts. These cognitive errors are due to investors' inability to certainly know market movements for the next periods, which inclines them to make biased decisions. This paper wishes to analyze the behavior of investors from Tehran Stock Exchange to see if they are prone to behavioral bias under the conditions of information shock. To achieve the research goal, data of 106 sample companies were collected in the period 2013-2020 and analyzed by descriptive-correlation analysis using multiple regression test. The results showed that there was only a significant relationship between internal information shock (fundamental changes in institutional ownership) and behavioral bias of investors' Loss aversion and Self-control Bias and no significant relationship was found with other internal and external shocks. Also, there is no significant relationship between internal and external shocks and behavioral bias of Information Salience.

Keywords: Investors Self-control Bias, Investors Loss Aversion, Information Salience External Information Shocks, Internal Information Shocks

JEL Classification: G41 , G53 , G4

¹ Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.
Mariyamorady@gmail.com

² Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Correspond author)
zahra.poorzamani@yahoo.com
Eci@iauctb.ac.ir





پرویشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی