

## تحلیلی بر قیمت‌گذاری نادرست در ایران و کشورهای نوظهور\*

ترجمه و تحلیل: پیمان امینی<sup>۱</sup>، انور عنایتی<sup>۲</sup>

### چکیده

در این مقاله به بررسی تحلیلی بر قیمت‌گذاری نادرست در ایران و کشورهای نوظهور پرداخته خواهد شد. برای انجام این تحلیل به بررسی مقالات و پژوهش‌های انجام شده در این زمینه در ایران و کشورهای دیگر پرداخته می‌شود. سپس کشورهای نوظهور را از لحاظ نحوه شکل‌گیری و همچنین اقتصاد آنها مورد بررسی قرار می‌دهد. یکی از آیتم‌های مهم در مطالعه قیمت‌گذاری در کشورهای نوظهور، مطالعه بازارهای این کشورها بصورت جدا از کشور آمریکا می‌باشد که در این تحقیق بصورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین معیارهای محاسباتی استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) مورد بررسی قرار گرفت و نیز به بررسی سه کشوری که بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۳ از طبقه‌بندی بازارهای نوظهور به بازارهای توسعه‌یافته تغییر کرده‌اند: پرتغال (تا ماه نوامبر سال ۱۹۹۷ جزء بازارهای نوظهور بوده است)، یونان (تا ماه می سال ۲۰۰۱ جزء بازارهای نوظهور بوده است) و مجدداً از نوامبر سال ۲۰۱۳ جزء بازارهای نوظهور محسوب شده است)، و اسرائیل (تا ماه می سال ۲۰۱۰ جزء بازارهای نوظهور بوده است) پرداخته شده است و در نهایت به تحلیل موردی مقاله پژوهشی هیکو جاکوبس تحت عنوان «بلوغ بازار و قیمت‌گذاری نادرست» پرداخته شده و شاخص‌های قیمت‌گذاری نادرست مورد تحلیل قرار می‌گیرد.

**واژگان کلیدی:** قیمت‌گذاری نادرست، بورس سهام ایران، کشورهای توسعه‌یافته، کشورهای نوظهور.

\*“Market Maturity and Mispricing” by, Heiko Jacobs, Finance Department, University of Mannheim, L5,2, 68131 Mannheim, Germany. E-Mail:jacobs@bank.bwl.uni-mannheim.de. JEL Classification Codes: G02, G12, G14, G15

\* مقاله حاضر بخشی از آن برگرفته از مقاله ذکر شده می‌باشد و بخش دیگر آن با تحقیق و تفحص مترجمان به رشته تحریر درآمده است.

<sup>۱</sup> استادیار، عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج

## مقدمه

با استفاده از داده‌های تابلویی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران، پایداری اقلام تعهدی را کمتر از واقع و پایداری جریان نقدی را بیشتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کنند. این رفتار سرمایه‌گذاران سبب می‌شود، سهام به اشتباه قیمت‌گذاری شود، بنابراین، قیمت‌گذاری نادرست اجزای سود در شرکت‌های دارای افشای بالاتر، کاهش می‌یابد (کردستانی و ابراهیمی، ۱۳۹۲: ۱).

در بررسی تأثیر پیش‌بینی جریان‌ات نقدی بر کاهش قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ انجام گرفت نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که پیش‌بینی جریان‌ات نقدی بر کاهش قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی تأثیر معناداری ندارد، همچنین بعدی از جزء نمودن اجزای اقلام تعهدی نشان داد که پیش‌بینی جریان‌ات نقدی بر کاهش قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران فاقد تأثیر معنادار می‌باشد (صدقی، ۱۳۹۵: ۱).

در تحقیق تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با محدودیت مالی در محدوده زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۴ نتایج نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری نادرست اثر معکوس بر رفتار سرمایه‌گذاری دارد، اما این تأثیر فقط تفاوت اندکی هم بر شرکت‌هایی با محدودیت مالی زیاد و هم با محدودیت مالی کم دارد.

اغلب اوقات، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک در تبلیغات بازاریابی خود، عنوان می‌کنند که بازارهای نوظهور نسبت به بازارهای توسعه‌یافته، فرصت‌های بهتری را برای انتخاب سهام به همراه دارند.<sup>۱</sup> با این حال، نتایج بدست آمده از تحقیقات انجام شده در این زمینه ضد و نقیض هستند (Dyck & Others, 2013: 200-228). هیویچ و پُست دریافته‌اند که در بازارهای نوظهور، مدیریت فعال عملکرد بهتری از مدیریت منفعل دارد، یا مدیریت فعال حداقل به اندازه‌ای موفق است که می‌تواند هزینه‌های خود را پوشش دهد (Huij & Post, 2011: 561-590). برعکس، الینگ و فاوست (۲۰۱۰)، فریرا، کسوانی، میگوئل، و راموس (۲۰۱۳) بیان کرده‌اند که سرمایه‌گذاری مشترک در مقایسه با الگوهای سنتی، عملکرد پائین‌تری دارد و در آن نشانه‌ای از مهارت‌های انتخاب سهام، عملکرد برتر یا پایداری عملکرد در بازارهای نوظهور مشاهده نمی‌شود (Eling & Ferreira & Others, 2013: 483; Faust, 2010: 34-525).

## تحقیقات و پژوهش‌های ایران

تحقیقی که به بررسی کیفیت افشا و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بر روی ۸۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفت، با بکارگیری روش رگرسیونی چندگانه

<sup>۱</sup> مثلاً شرکت سرمایه‌گذاری M&G بیان کرده است که «بازارهای نوظهور کارایی کمتری از بازارهای توسعه‌یافته دارند؛ بسیاری از مشارکت‌کنندگان در بازار افق نگاه کوتاه‌مدتی دارند، و نوسانات سریع در احساسات سرمایه‌گذار به معنای انحراف قیمت‌ها از قیمت‌های بنیادی است.» فیدلتی بیان کرده است «باور عمومی آن است که بازارهای نوظهور کارایی کمتری نسبت به بازارهای توسعه‌یافته دارند. این عوامل به همراه احتمال بیشتر وقوع ریسک، نشان دهنده‌ی نیاز به رویکردی فعال هستند.»



ولی علاوه بر این نشان می‌دهند که متغیرهای جانشین نقض ضعف کارآمدی بازار و سقوط قیمت سهام پس از اعلام درآمد (Griffin & Others, 2010: 3277)، در بازارهای نوظهور و بازارهای توسعه‌یافته مشابه یکدیگرند. مطالعات دیگر نشان می‌دهند که پدیده‌بازده ویژه، حتی در بازارهایی که به نظر توسعه‌یافته می‌آیند قوی‌تر است. نمونه‌هایی از این موارد عبارتند از: تحقیقات تیمن، وی و خیه در مورد اثر رشد دارایی، آیسدورفر، گوپال و ژدانوف در مورد نابهنجاری درماندگی مالی، باربر، جورج، لهوی و ترومن در مورد صرف اعلام درآمدها (Titman & Others, 2013: 1405-1432). تحقیقات اکبس، آرمسترانگ، سورسکو و سوبراهمانیام اعتبار بیشتری به این روش می‌دهد. این پژوهشگران نشان داده‌اند که «پول‌های افراد غیرحرفه‌ای» (که متغیر جانشین آن جریان‌ات سرمایه‌گذاری مشترک است) طبق آنچه معیارهای محاسباتی نشان می‌دهند موجب تشدید قیمت‌گذاری نادرست می‌شوند، ولی «پول‌های افراد حرفه‌ای» (که متغیر جانشین آن جریان‌ات سرمایه‌گذاری پوشش ریسک است) از قیمت‌گذاری نادرست می‌کاهند (Akbas & Others, 2015: 355-382). استمباف، یو و یوان با نشان دادن اینکه احساسات سرمایه‌گذاران عامل محرک ویژگی‌های پویای هر یک از این ۱۱ مورد نابهنجاری‌های مقدار قیمت‌گذاری نادرست است، شواهد بیشتری را در حمایت از این روش ارائه نموده‌اند. در مجموع، روشی را که استمباف، یو و یوان ابداع کرده‌اند نشان‌دهنده رویکردی نوین به شناسایی قیمت‌گذاری نادرست مقطعی بر مبنای اطلاعات در دسترس عمومی است.

علاوه بر این، قیمت‌گذاری نادرست، ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بین قیمت‌گذاری نادرست و ساختار سرمایه رابطه مستقیم برقرار است، اما قیمت‌گذاری نادرست در شرکت‌هایی با محدودیت مالی زیاد اثر معکوسی بر ساختار سرمایه می‌گذارد. روش آماری استفاده شده در این پژوهش روش داده‌های پانل است (عباسی و شریفی، ۱۳۹۳: ۱۸).

در پژوهشی که به بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، اطلاعات ۸۲ شرکت در طی ۵ سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که، به موازات افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی، اختلاف بین ضرایب پیش‌بینی و ارزشیابی اقلام تعهدی در آزمون میشکین به طور معناداری افزایش می‌یابد. در نتیجه با افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی، قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی تشدید می‌شود (کرمی و فرج زاده، ۱۳۹۴: ۷۷).

### تحقیقات و پژوهش‌های کشورهای دیگر (هیکو جاکوبس)

باتوجه به معیارهای دقیق‌تر برای شناسایی قیمت‌گذاری نادرست، به ویژه مطالعاتی که مربوط به دوره‌های پیشین نمونه‌گیری می‌شود، مانند بیکارت و هاروی، به نظر می‌رسد که آن‌ها اینگونه نتیجه‌گیری کرده‌اند که امکان بروز ناکارآمدی‌های بیشتری در بازارهای نوظهور وجود دارد (Bekaert & Harvey, 2002: 448). یافته‌های بدست آمده توسط گریفین، کلی و نرداری به هزینه‌های تراکنش و هزینه‌های اطلاعات بالاتر در بازارهای نوظهور اشاره دارند،

قیمتی به طور سیستماتیک بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر گذارند، ارائه می‌کنند. به نظر می‌رسد که این نتایج با تفاسیر مبتنی بر معامله‌گران اختلال‌زا از این متغیرها مطابقت دارند، که برای مثال توسط بیکر و استاین، بیکر و وورگر ارائه شده‌اند (Baker & Stein, 2004: 271-299؛ Baker & Wurgler, 2006: 1680). با فرض اینکه معاملات بنگاهی (یعنی معاملاتی که توسط یک بنگاه یا نهاد تخصصی انجام می‌شود) به‌طور نسبی در بازارهای توسعه‌یافته رایج‌تر است، یافته‌های ما با مطالب جالب توجه ادلن، اینک و کادلک مطابقت دارد. این پژوهشگران با توجه به ۱۱ مورد نابهنجاری که در شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو و یوان وارد شده است، به مطالعه معاملات بنگاهی در بازار سهام آمریکا پرداخته‌اند (Edelen & Others, 2015: 147). ادلن، اینک و کادلک نشان داده‌اند که «بنگاه‌ها شدیداً به سمت خرید سهام‌هایی که به عنوان سهام بیش از حد قیمت‌گذاری شده، طبقه‌بندی شده‌اند گرایش دارند» نتیجه‌گیری کرده‌اند که «شواهد بدست آمده، فرضیه بنگاه‌های خبره را در همه موارد رد می‌کند.» این مولفان عنوان کرده‌اند که محدودیت‌های اصطکاک‌محور نمی‌تواند جایی در یافته‌های آنان داشته باشد. در عوض آن‌ها توضیحاتی ضمنی بر مبنای انتظارات جریان‌ات نقدی که دارای سوگیری است ارائه کرده‌اند و به ویژه، پیگیری ویژگی‌های شرکت توسط بنگاه‌ها به دلیل تعارضات از نظر لاکونیشوک، اشلايفر و ویشنی. یافته‌های دی‌والث، سیاس و استارکز که نظرات مشابهی در مورد بازار سهام آمریکا دارد، نشان می‌دهد که «(مجموعاً) سرمایه‌گذاران بنگاهی و نه سرمایه‌گذاران شخصی، عامل اصلی تحریک احساسات هستند که به

تمامی نابهنجاری‌ها در مقدار قیمت‌گذاری نادرست، علاوه بر قدرت پیش‌بینی‌کننده بازده این مقدار از ابتدا در بازار اوراق بهادار آمریکا ثبت شده است. در این زمینه، براساس دو جنبه مختلف از معدن‌کاوی داده‌ها می‌توان به یافته‌هایی کلیدی دست یافت که به طور کلی تعریف شده‌اند. جنبه اول آن است که، سوگیری‌های آماری از نظر فاما ممکن است موجب تورم در حجم بازه‌های زمانی ظاهراً نابهنجار بازار سهام آمریکا شده باشند. با این حال، بسیاری از کشورها، اسپردهای بلندمدت یا کوتاه‌مدت بیشتری تولید می‌کنند (Fama, 1991: 1575-1617). علاوه بر این و همانگونه که توسط گریفین، کلی و نرداری مورد بحث قرار گرفته است، مقایسه شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو و یوان در مورد بازارهای مختلف مشکل است زیرا محاسبه سطح و هزینه‌ی تولید اطلاعات دشوار است. تلاش ما برای فهم و تفسیر بهتر این یافته‌ها، اگرچه هنوز قطعیت کامل ندارند، موید تحلیل‌های پایه هستند (Griffin & Others, 2010: 3225). علاوه بر این، نوسانات درون-کشوری توسعه بازار نیز با توجه به دو نوع شرایط در نظر گرفته می‌شود. نویسنده ابتدا پیامدهای طبقه‌بندی مجدد بازار را براساس روش شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی مورگان استنلی (MSCI) تحلیل کرده است. این یافته‌ها، بیان می‌کند که قیمت‌گذاری نادرست نسبی در کشورهایی که بازارهایشان را به بازارهای توسعه‌یافته ارتقاء داده‌اند افزایش می‌یابد. سپس، تغییرات ناگهانی در فضای اطلاعاتی که در اثر پذیرش اجباری استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی (IFRS) پدید می‌آیند را تحلیل نموده‌ایم. آماره‌های روش تفاوت در تفاوت‌ها، صرفاً شواهدی ضعیف مبنی بر اینکه این شوک



شامل این موارد است: باربر، جورج، لهوی، و ترومن، چویی، تیمن، مک‌لین، پونتیف، روونهورست (Rouwenhorst, 2010: 267-284).

یک تحلیل جامع بین‌المللی می‌تواند موجب غنی شدن یا به چالش کشیدن فهم ما در مورد نحوه شکل‌گیری قیمت شود. مثلاً، آزمون‌های خارج از نمونه‌گیری به ما در ارزیابی استواری بازده‌های نابهنجار و اینکه آیا عوامل آن‌ها نظیر عوامل نمونه‌گیری اصلی بوده‌اند کمک می‌کند.

سوم اینکه، تحلیل‌های ما مطالب مفیدی را در اختیار متخصصان حرفه‌ای این صنعت قرار می‌دهد تا فرآیند سرمایه‌گذاری خود را بهینه‌سازی نمایند. مثلاً، یافته‌های تحقیق ما، به همراه فرض هزینه‌های تراکنش بالاتر در بازارهای نوظهور نشان می‌دهد که راهبردهای معاملاتی رایج که بر مبنای اطلاعات عمومی هستند، در بازارهای توسعه‌یافته سودآوری بیشتری دارند. این نتایج به صورت ضمنی توضیحاتی را درباره اینکه چرا ادبیات تحقیق سرمایه‌گذاری مشترک، به شکل تعجب‌آوری، دریافته است که مدیریت فعال در بازارهای نوظهور موفقیت بیشتری نسبت به بازارهای توسعه‌یافته ندارد ارائه می‌کند.

چهارم اینکه، مطالعه ما در ادبیات تحقیق مربوط به «تصویر کلی» نابهنجاری‌ها است. این مطالعه انتقاداتی که توسط سوبراهمانیام و ریچاردسون، تونا و ویسوکا مطرح شده‌اند را بررسی می‌کند (Subrahmanyam, 2010: 410-454؛ Richardson, 2010: 27-42). که بیان کرده‌اند ما هنوز اطلاعات اندکی راجع به اینکه کدام یک، چه زمانی و چرا، نابهنجاری‌ها رخ می‌دهند (یا رخ نمی‌دهند)، در دست داریم. مقالاتی که به تازگی این

قیمت‌گذاری نادرست منجر می‌شود» (Lakonishok & Others, 1994: 1541-1578).

یافته‌های مطالعه ما مطالب مفیدی را از چند جنبه به ادبیات تحقیق می‌افزاید. اول اینکه، این یافته‌ها مطالب عمیق و جدیدی را در فرآیند آشکارسازی قیمت در بازارهای نوظهور فراهم می‌آورند. حتی با وجود اینکه این کشورها هنوز به‌طور گسترده‌ای در این ادبیات تحقیق نادیده گرفته می‌شوند، از نظر اقتصادی حائز اهمیت بسیاری هستند (Barber & Others, 2013: 118-138). مثلاً، بر مبنای گزارش سال ۲۰۱۴ نشریه چشم‌انداز اقتصاد جهانی، وابسته به صندوق بین‌المللی پول، بازارهای نوظهور یک سوم تولید ناخالص داخلی کشورهای جهان را که براساس دلار آمریکا محاسبه شده است تشکیل می‌دهند. همچنین طبق گزارش نشریه فایننشال تایمز گلوبال ۵۰۰، نشریه‌ای است که تصویری کلی از شرکت‌های برتر جهان را از نظر حجم سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد، ۱۴ درصد از این ۵۰۰ شرکت در بازارهای نوظهور فعال هستند. در پایان، بر مبنای داده‌های موجود اخیر برگرفته از بانک جهانی (۲۰۱۲)، بازارهای نوظهور در ۱۰ کشور از ۲۵ کشور، دارای بزرگترین حجم سرمایه‌گذاری سهام بوده‌اند.

دوم اینکه، این اولین مطالعه‌ای است که شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو و یوان را برای ارزیابی بازارهای سهام خارج از کشور آمریکا استفاده می‌کند، بنابراین، ما این ادبیات تحقیق را که عوامل موجود و بالقوه پدیده‌ی بازده مقطعی فردی را آزمون می‌کند (ولی نه با یک معیار ارزیابی ترکیبی قیمت‌گذاری نادرست)، در سطح بین‌المللی توسعه داده‌ایم. لیست غیرجامع این محققان

توسعه‌یافته شناخته شده‌اند و داده‌های مربوط به بازار سهام آن‌ها در دیتاست‌تریم موجود بوده است، را به عنوان بازارهای نوظهور یا بازارهای نوپا در نظر گرفته‌است. با این حال، در مورد بیشتر آزمون‌های انجام شده این تحقیق، صرفاً بر بازارهای نوظهور تمرکز شده است.<sup>۱</sup>

ما طبق گزارش‌های دیتاست‌تریم، هر دو نوع سهام فعال و سهام غیرفعال را در نظر گرفته‌ایم؛ مشاهداتی را که فاقد شناسه، بازده، یا حجم سرمایه‌گذاری بوده‌اند را حذف کرده‌ایم. علاوه بر این، ملزم شده‌ایم که شرکت کشور مبدأ، همانند شرکت کشور میزبان که سهام در آن مبادله می‌شود باشد. برای حصول اطمینان از اینکه این یافته‌ها تحت تأثیر سهام‌های غیرمشترک، داده‌های پرت، خطای داده‌ها، یا کوچکترین شرکت‌ها و یا شرکت‌های فاقد نقدشوندگی قرار نمی‌گیرند، تحقیقات پیشین را که با استفاده از داده‌های دیتاست‌تریم در مورد بازار سهام بین‌المللی انجام شده است، بررسی نموده‌ایم، مثلاً، چویی، تیمن، و وی، اینک و پورتر (Ince & Chui & Others, 2010: 361-392)؛ مشخصاً، ما از قانون کلی گریفین، (Porter, 2006: 479). کلی و نرداری برای پالایش داده‌ها استفاده نموده‌ایم. این رویکرد شامل استفاده از کدهای تعریف شده در صنعت، و فیلترهایی برای شناسایی سهام ممتاز، رسید سپرده‌های آمریکایی، سرمایه‌گذاری‌های مشترک، صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر شاخص، وارانته‌ها، بنیادهای امانت‌داری سرمایه‌گذاری، بنیادهای امانت‌داری سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و انواع دیگر سهام‌های غیرمشترک است. علاوه بر

موضوع را مورد بررسی قرار داده‌اند عبارتند از مقاله‌های انگلبرگ، مک‌لین، و پونتیف، گرین، هند، و ژانگ. مطالعات فوق‌الذکر، علاوه بر موارد دیگر، به بررسی نقش انتشار اخبار درآمدها، همبستگی‌ها و وابستگی‌های آماری یا محدودیت‌های فرصت سودآوری در مورد حجم نابهنجاری‌ها در سهام‌های مقطعی یا سری‌های زمانی (انحصاراً) آمریکایی می‌پردازند. نویسنده با بررسی نقش توسعه بازارهای مالی با استفاده از یک نمونه‌گیری بزرگ بین‌المللی و با توجه به نوسانات میان کشورها و درون کشورها، مطالب مفیدی را به این ادبیات تحقیق افزوده‌است.

## رویکر تجربی

### الف) داده‌ها

بسیاری از بازارها، به‌ویژه بازارهای نوظهور، دسترسی محدودی به داده‌های سال‌های پیشین دارند. علاوه بر این، همانطور که توسط گریفین، کلی و نرداری مورد بحث قرار گرفته است (Griffin & Others, 2007: 905-951)، نظر عمومی آن است که بازارهای نوظهور از سال ۱۹۹۴ به بعد در بازارهای جهانی ادغام شده‌اند. برای کمی‌سازی بلوغ بازار، از اطلاعاتی که توسط شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی مورگان استنلی ارائه شده است استفاده شد، که به عنوان یکی از موسسات پیشرو در ارائه شاخص‌های مالی شناخته می‌شود. ابتدا همه کشورهایی که حداقل در برخی از برهه‌های زمانی دوره‌نمونه‌گیری به عنوان بازارهای

<sup>۱</sup> در مورد بازارهای نوپا، دوره‌ی نمونه‌گیری بسیار کوتاه‌تر بوده و دسترسی به داده‌ها و پایایی داده‌ها نیز کمتر بوده است. علاوه بر این، سطح اهمیت اقتصادی آن‌ها نیز کمتر بوده است. در پایان، تمرکز بر بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور ارائه مطالب را تسهیل می‌کند.

- این، با پیروی از اینک و پورتر ما همه مشاهدات سطح -  
شرکت را از پایان دوره نمونه‌گیری تا اولین بازده غیر- صفر  
حذف کرده‌ایم تا مطمئن شویم که شرکت‌هایی که قبلاً از  
لیست خارج شده‌اند موجب اختلال در تحلیل‌ها نمی‌شوند.  
به منظور بررسی‌های بیشتر، ما فقط دوره‌ی قبل از «تاریخ  
غیرفعال» را طبق گزارش ورلدسکوپ در نظر گرفته‌ایم.
- ب) محاسبه قیمت‌گذاری نادرست**
- معیارهای محاسباتی استمباف، یو و یوان یک رویکرد از  
پائین به بالا را نشان می‌دهد که اطلاعات این ۱۱ مورد  
نابهنجاری‌ها مقطعی شرکت‌ها را با یکدیگر ترکیب  
می‌کنند:
- ۱- درماندگی مالی؛
  - ۲- احتمال ورشکستگی شاخص - o (Ohlson, 1980: 109)؛
  - ۳- مسائل سهام خالص؛
  - ۴- مسائل سهام مرکب (Daniel & Titman, 2006: 1605)؛
  - ۵- تعهدات (Ohlson, Ibid: 315)؛
  - ۶- دارایی‌های عملیاتی خالص؛
  - ۷- شاخص اندازه حرکت قیمت؛
  - ۸- سودآوری ناخالص (Novy-Marx, 2013: 1-28)؛
  - ۹- رشد دارایی؛
  - ۱۰- بازدهی دارایی‌ها (Fama & French, 2006: 491)؛
- ۱۱- نسبت سرمایه‌گذاری به دارایی‌ها.  
توضیحات مفصل این نابهنجاری‌ها در تحقیقات استمباف،  
یو و یوان آمده است. روش کار در این مقاله بیشتر پیرو این  
مقالات است. شرایط بین‌المللی نیازمند چند مورد اصلاح  
جزئی هستند که به احتمال زیاد به برآوردهای آلفای  
محافظه‌کارانه خواهند انجامید.<sup>۱</sup>
- برای محاسبه قیمت‌گذاری نادرست تجمعی برای هر یک از  
ترکیب‌های نابهنجاری- ماه- کشور، ما ابتدا هر یک از  
سهام‌ها را به ترتیبی رتبه‌بندی نموده‌ایم که سهامی که به  
نظر می‌رسد کمتر (بیشتر) از مقدار واقعی ارزش‌گذاری  
شده است پائین‌ترین (بالا‌ترین) رتبه را کسب کند. این  
رتبه‌ها طوری استاندارد شده‌اند که در هر کشور -ماه به  
شکل یکنواخت در بازه (0,1) توزیع شوند. سپس رتبه  
ترکیبی یک سهام به عنوان میانگین حسابی رتبه‌های  
نابهنجاری‌های آن محاسبه می‌شود. پیرو مقاله‌ی استمباف،  
یو و یوان، خود را ملزم کرده‌ایم که برای ساخت رتبه  
ترکیبی برای یک سهام- ماه خاص، حداقل پنج مورد  
نابهنجاری وجود داشته باشد. در پایان، این معیار ارزیابی  
قیمت‌گذاری نادرست تجمعی را طوری نرمالیزه نموده‌ایم  
که به شکل یکنواخت در بازه (0,1) توزیع شده باشد.  
سپس برای هر کشور، یک راهبرد بلندمدت/کوتاه‌مدت  
ساخته‌شد که سهام‌های بلندمدت (کوتاه‌مدت) در پائین  
(بالای) پنجک قیمت‌گذاری نادرست قرار می‌گیرند. به  
عبارت دیگر، این رویکرد نسبت به کشور بی‌طرف است از

<sup>۱</sup> اول اینکه به دلیل وجود محدودیت دسترسی به داده‌ها، ما از داده‌های حسابداری سالیانه (که در برابر داده‌های سه ماهه قرار دارد) استفاده کرده‌ایم. دوم اینکه، برای حصول اطمینان از دسترسی به موقع به داده‌های همه کشورها، ما یک تأخیر محافظه‌کارانه حداقل شش ماه پس از پایان سال مالی اعمال نموده‌ایم (مثلاً، فاما و فرنچ (۱۹۹۳)). سوم اینکه، به دلیل تعداد اندک سهام‌ها در برخی از کشورها، ما به جای دهک‌ها، بر پنجک‌های سید سهام تمرکز کرده‌ایم.

شکل مشابه، تفاوت‌های اندکی با توجه به میانگین درصد روزهای دارای بازده صفر وجود دارد، که می‌توان از آن به عنوان متغیر جانشین برای فعالیت‌های تجاری یا نقدینگی استفاده نمود. اساساً، در این تحقیق قصد بر این است که قیمت‌گذاری‌های نادرست در بازارهای نوظهور را با قیمت‌گذاری‌های نادرست در بازارهای توسعه‌یافته مقایسه کنیم. برآورد کردن تجربی این رابطه، درجات آزادی بسیاری را در اختیار ما می‌گذارد. بنابراین از چندین روش برای مقایسه استفاده می‌کنیم. علاوه بر این، بعداً آزمون‌های گسترده‌ای برای مشخص شدن استواری این مختصات پایهای انجام خواهیم داد.

در ابتدا، ما بازده‌ها را براساس ارزش رایج محلی هر کشور محاسبه می‌کنیم. سپس برای محاسبه بازده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت بازارهای توسعه‌یافته از یک طرف و محاسبه بازده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت بازارهای نوظهور از طرف دیگر، چهار مختصات مختلف را به کار گرفته‌ایم. این مختصات از نظر چگونگی محاسبه بازده‌ها در مورد هر کشور (وزن دهی یکسان؛ وزن دهی بر مبنای ارزش) و چگونگی محاسبه بازده‌ها میان کشورها (میانگین کشورها؛ ترکیب کشورها) از یکدیگر متفاوت هستند. میانگین کشورها یعنی سری‌های زمانی نهایی بازده‌های کوتاه‌مدت/ بلندمدت، برابر میانگین حسابی همه بازده‌های کوتاه‌مدت/ بلندمدت کشور - سطح‌های واجد شرایط هستند. بنابراین، واحد مشاهدات یک کشور - ماه است و کشورهای کوچک‌تر که تعداد شرکت‌های کمتری دارند در این معیار سنجش برتری دارند. ترکیب کشورها یعنی ما همه سهام‌هایی (بیطرف نسبت به کشورها) را که کمتر یا بیشتر

این جهت که تعداد سهام‌هایی که کمتر از قیمت واقعی خود ارزش‌گذاری شده‌اند (تقریباً) برابر تعداد سهام‌هایی هستند که بیشتر از قیمت واقعی خود ارزش‌گذاری شده‌اند. ساخت شاخص قیمت‌گذاری نادرست نیازمند دسترسی به داده‌های تأخیری بازار سهام و به ویژه، داده‌های حسابداری است. به نظر می‌رسد که داده‌های حسابداری معتبر در نیمه اول دوره نمونه‌گیری (سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۳) در دسترس تعداد بیشتری از شرکت‌ها در بازارهای توسعه‌یافته نسبت به شرکت‌ها در بازارهای نوظهور باشد. برعکس، تفاوت‌ها در دسترسی به داده‌های حسابداری در نیمه دوم دوره نمونه‌گیری (سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳) غیرقابل تشخیص از صفر هستند. در هر دو بخش از دوره نمونه‌گیری، قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته، حداقل به اندازه‌ی بازارهای نوظهور رواج دارد. به علاوه، الگوی مشابهی را در مورد نابهنجاری‌هایی یافته‌ایم که فقط با استفاده از داده‌های بازار تشکیل شده‌اند (نظیر شاخص اندازه حرکت)، و تفاوتی بین آن‌ها از نظر دسترسی به داده‌ها در هیچ بخشی از دوره نمونه‌گیری وجود نداشته است. در مجموع، این یافته‌ها نشان می‌دهند که تفاوت‌های جزئی در داده‌های مقطعی در نیمه اول دوره نمونه‌گیری نمی‌توانند به تنهایی یافته‌های کلیدی تحقیق را توضیح دهند.

(جای تعجب است که) تفاوت‌های اندکی بین بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور با توجه به میانگین نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت وجود دارد، که از آن به عنوان متغیر جانشین برای محدودیت‌های فرصت سودآوری تفسیر می‌شود (Pontiff, 2006: 35-52). به





استفاده کرده‌ایم. این مدل شامل همه‌ی بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور می‌شود، و بسته به معیار ارزیابی قیمت‌گذاری نادرست مورد نظر، به عنوان میانگین کشورها یا ترکیب کشورها ساخته شده است. مدل‌های عامل کلی، به شکلی ساخته می‌شوند که نسبت به کشورها بیطرف هستند، زیرا تعداد یکسانی از سهام‌های مربوط به هر کشور وارد پای بلند و کوتاه (long & short leg) عوامل می‌شوند.

از مقدار واقعی‌شان ارزش‌گذاری شده‌اند، در یک مخزن گردآوری کرده‌ایم و سپس فقط یک سری زمانی از بازده‌های کوتاه‌مدت/بلندمدت را ایجاد نموده‌ایم. بنابراین، واحد مشاهدات یک شرکت - ماه - است، و کشورهای بزرگ‌تر که تعداد شرکت‌های بیشتری دارند در این معیار سنجش برتری دارند. به منظور آزمون حساسیت این یافته‌ها و از آنجائیکه از جنبه تجربی روشن نیست کدام یک مختصات ترجیح دارند، هر چهار برآورد محاسبه می‌شود.<sup>۱</sup>

### قیمت‌گذاری نادرست در توسعه و در مقابل بازار -های در حال ظهور

#### الف) طبقه‌بندی کشورها

شواهدی قوی در مورد قابلیت پیش‌بینی بازده در جهان وجود دارد. این مطلب در مورد بسیاری از ناپهنجاری‌ها و به ویژه، معیارهای ارزیابی قیمت‌گذاری نادرست تجمعی، که کانون تمرکز این مقاله است نیز صحت دارد.

شاخص قیمت‌گذاری نادرست هر یک از این مختصات، در مورد بازده‌های کوتاه‌مدت/بلندمدت و همچنین آلفاهای سه‌عاملی، نتایجی را بدست می‌دهند که از نظر اقتصادی و آماری معنادار هستند. آدر راستای نتایج تحقیقات استمباف، یو و یوان، هم آلفا و هم نسبت شارپ معیار رتبه‌بندی

سوم اینکه، با توجه به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها، از مدل بازده‌های کوتاه‌مدت/بلندمدت و مدل بازده‌های ناپهنجار اصلاح شده سه‌عاملی فاما و فرنچ استفاده کرده‌ایم. در مورد داده‌های بین‌المللی، این کار موجب مطرح شدن سوالات بیشتری در مورد چگونگی ایجاد این مدل سه‌عاملی می‌شود (Griffin, 2002: 783-803). با توجه به اینکه شواهد بدست آمده در تحقیقات گریفین، هو، کارولی و خو و روونهورست همگی به اهمیت (و احتمالاً برتری) عواملی محلی اشاره می‌کنند، ما مدل‌های مختص کشورهای فاما و فرنچ را ایجاد نموده‌ایم و از آن‌ها در رگرسیون‌های سطح-کشور استفاده کرده‌ایم. در مواردی که متغیر وابسته قیمت‌گذاری نادرست تجمعی در مورد همه بازارهای توسعه‌یافته یا نوظهور است، ما از یک مدل سه‌عاملی کلی

<sup>۱</sup> از طرفی، سهام‌های بزرگ اهمیت اقتصادی بیشتری دارند و بنابراین توجه ویژه‌ای به آن‌ها می‌شود. از طرف دیگر، تعداد اندکی از سهام‌های بزرگ می‌توانند عامل بازده‌های بلندمدت/کوتاه‌مدت در بازارهای کوچک‌تر باشند. بنابراین، بازده‌های با وزن یکسان (به ویژه پس از حذف سهام‌های بسیار کوچک) و بازده‌های با وزن ارزشی می‌توانند شایستگی‌ها مختص به خود را داشته باشند. همچنین می‌توان از جنبه سهام‌های میان کشورها مطالب مشابهی بیان نمود. از طرفی، معیار ارزیابی ترکیب کشورها، بیشترین وزن را به بازارهایی که از نظر اقتصادی بیشترین اهمیت دارند می‌دهند. از طرف دیگر، عامل محرک این رویکرد برخی بازارهای دیگر هستند.

<sup>۲</sup> پیرو مطالعات استمباف، یو، و یوان، ما از خطاهای استاندارد سازگار با ناهمسانی واریانس وایت استفاده نموده‌ایم. پیرو تحقیقات نیووی و وست خطاهای استاندارد، موجب تغییر استنباط نمی‌شوند.

یونان منحصربه‌سه کشور وجود دارند که بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۳ از طبقه‌بندی «بازارهای نوظهور» به طبقه‌بندی «بازارهای توسعه‌یافته» تغییر کرده‌اند: پرتغال (تا ماه نوامبر سال ۱۹۹۷ جزء بازارهای نوظهور بوده است)، یونان (تا ماه می سال ۲۰۰۱ جزء بازارهای نوظهور بوده است و مجدداً از نوامبر سال ۲۰۱۳ جزء بازارهای نوظهور محسوب شده است)، و اسرائیل (تا ماه می سال ۲۰۱۰ جزء بازارهای نوظهور بوده است). موسسه سرمایه‌گذاری بین‌المللی مورگان استنلی تأکید کرده است که این موسسه «صرفاً زمانی رتبه بازارها را از نوظهور به توسعه‌یافته ارتقاء می‌دهد که تغییر در طبقه‌بندی آن غیرقابل بازگشت باشد» و اینکه این موسسه هر ساله «نتیجه‌گیری‌های بدست آمده از بحث‌های انجام شده با جامعه سرمایه‌گذاری را در مورد کشورهای تحت بررسی» منتشر خواهد نمود. این نوسانات درون کشورها به لحاظ مفهومی محیط متفاوتی را برای بررسی پیوند بین قیمت‌گذاری نادرست و توسعه بازار فراهم می‌کند.

بنابراین، ما برای هر یک از این سه کشور به طور جداگانه و همچنین برای کل نمونه‌گیری، رگرسیون قیمت‌گذاری نادرست کوتاه‌مدت/بلندمدت را برای متغیر مصنوعی بازار توسعه‌یافته انجام داده‌ایم، که برای ماه‌هایی که کشور تحت بررسی به عنوان بازار توسعه‌یافته (نوظهور) در نظر گرفته می‌شود برابر یک (صفر) است. ما به منظور اجتناب از اشتباه، ماه‌هایی را که در آن بازارها مجدداً طبقه‌بندی شده‌اند را حذف نموده‌ایم. برای به حساب آوردن اثرات زمانی کلی در حجم قیمت‌گذاری‌های نادرست، ما میانگین بازده قیمت‌گذاری نادرست کوتاه‌مدت/بلندمدت را بر مبنای همه کشورهای در دسترس در یک ماه خاص (به استثناء

نابهنجاری ترکیبی، به شکل قابل توجهی بیشتر از برآوردهایی است که از میانگین هر یک نابهنجاری‌ها بدست آمده است. این یافته‌ها به توانایی این رویکرد در شناسایی سهام‌هایی که به شکل نادرست قیمت‌گذاری شده‌اند اشاره دارند.

قابل توجه است که مقادیر برآوردهای قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته بیشتر از بازارهای نوظهور هستند. مجموعاً، با توجه به شاخص قیمت‌گذاری نادرست تجمعی (و در نظر گرفتن هر یک از نابهنجاری‌ها) به نظر می‌رسد که ناکارآمدی‌های بازارهای توسعه‌یافته، حداقل به اندازه ناکارآمدی‌های بازارهای نوظهور است.

دوباره اشاره می‌شود که قیمت‌گذاری نادرست به ویژه در بسیاری از بازارهای کشورهای توسعه‌یافته، مانند دانمارک، فرانسه، پرتغال و سوئد قوی است، ولی در برخی از بازارهای نوظهور مانند چین، شیلی، تایوان و ترکیه، ضعیف است. با این حال، الگوی واضحی وجود ندارد. جالب توجه است که در برخی از بازارهای توسعه‌یافته نظیر هنگ کنگ، ژاپن و سنگاپور، مقدار آلفا اندک است، ولی این مقدار در برخی از بازارهای نوظهور نظیر اندونزی و تایلند نسبتاً زیاد است.

نمونه‌هایی از آن‌ها شامل این موارد می‌شوند: سقوط قیمت سهام پس از انتشار اخبار درآمد‌ها، نابهنجاری ضریب بتای پائین، نابهنجاری پراکندگی پیش‌بینی تحلیلگران، نابهنجاری ماه سود تقسیم شده و نابهنجاری نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت. مقالات منبع و جزئیات ساخت مختصات و شاخص‌ها در پیوست آنلاین ارائه شده‌اند. این یافته‌ها تأیید می‌کنند که مقدار تفاضل مثبت آلفا بین بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور، تفاضلی فراگیر است و به ۱۱ مورد نابهنجاری معیار ارزیابی استمیاف، یو و



بیش از حد خوشبینانه‌ای (بدبینانه‌ای) از سهام مربوط به پای کوتاه (بلند) راهبرد استمباف، یو و یوان داشته باشند، انتشار اخبار درآمدها آن‌ها را مجبور به به‌روز رسانی نظراتشان خواهد نمود. در نتیجه، سبد سهام کوتاه/بلند باید بازده‌های نابهنجار مثبت قابل توجهی در پنجره زمانی کوچکی که بازده‌های مورد انتظار به صفر نزدیک هستند تولید کند. این سلسله استدلال‌ها نشان دهنده مطالعات سنتی نظیر برنارد و توماس و لا پورتا، لاکونیشوک، اشلايفر و ویشنی است. به تازگی آزمون‌های جدیدی توسط اِدلن، اینک، و کدک و انگلبرگ، مک‌لین، و پونتیف انجام شده است (Engelberg & Others, 2015: 617).

برای آزمون تفاوت‌های میان بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور، ما تاریخ‌های مربوط به اعلام درآمدها را از ورلدسکوپ (برای بازارهای سهام بین‌المللی) و کمپوستات (برای کشور آمریکا) برای شرکت‌هایی که واجد معیاری که در بخش ۲ بیان کردیم بوده‌اند گردآوری نموده‌ایم. اگر اعلام درآمدهای شرکت در روزی رخ دهد که در آن سهام‌ها معامله نمی‌شوند، روز بعد به عنوان تاریخ اعلام درآمدها در نظر گرفته می‌شود. ما کار را با محاسبه بازدهی نابهنجار اعلام درآمدها برای هر یک از رویدادهای مالی آغاز کرده‌ایم. برای مطابقت با تحلیل‌های بخش‌های قبل، ما بازده‌های نابهنجار را به عنوان بازده خرید و نگهداری در روزهای رویدادهای مالی ۱-، ۰، و ۱ منهای بازده خرید و نگهداری که در مدل عامل فاما و فرنچ مطرح شده است در نظر گرفته‌ایم.<sup>۱</sup> شناسایی و تعیین ضرایب عوامل (بازدهای عاملی) با استفاده از رگرسیون‌های چرخشی بازده‌های

کشور تحت بررسی) کسر کرده‌ایم. در مورد آزمون‌های جدول‌بندی نشده، ما دریافته‌ایم که کسر کردن این بازده تطبیقی با استفاده از بازده ترکیبی کشور مربوطه، یا با استفاده از میانگین بازده بازارهای نوظهور یا بازده بازارهای توسعه‌یافته، تغییری در استنباط ایجاد نمی‌کند.

ما هر دو مورد بازده‌های خام و بازده‌های نابهنجار اصلاح شده مدل سه‌عاملی را در نظر گرفته‌ایم. در مورد بازده دوم، ما از رگرسیون دو مرحله‌ای مشابه استمباف، یو، و یوان استفاده کرده‌ایم. در مرحله اول، ما رگرسیون سری‌های زمانی قیمت‌گذاری نادرست خام (که همانطور که در بالا به آن اشاره شد، با توجه به اثرات زمانی کلی اصلاح شده‌اند) را در مورد کل دوره نمونه‌گیری تحت مدل فاما و فرنچ محاسبه نموده‌ایم؛ استفاده از مدل کلی تغییری در استنباط‌ها ایجاد نمی‌کند. سپس، بازده‌های نابهنجار اصلاح شده مدل سه‌عاملی، به عنوان جمع مقدار عرض از مبدا و مقدار برازش شده باقیمانده تعریف شده‌اند. رگرسیون مرحله دوم مشابه روش محاسبه بازده‌های خام است؛ یعنی، رگرسیون نتایج سری‌های زمانی را برای متغیر مصنوعی بازار توسعه‌یافته محاسبه می‌کنیم. همانند قبل، ما بازده‌های را به شکل یکسان و براساس ارزش وزن‌دهی کرده‌ایم، که از آن چهار مختصات رگرسیون برای هر یک از کشورها بدست آمده است.

#### ب) باورهای جانبدارانه از قیمت‌گذاری اشتباه

اگر قابلیت پیش‌بینی بازده‌ای را که در اینجا بیان کرده‌ایم در واقع نشان‌دهنده قیمت‌گذاری نادرست در اثر خطا در انتظارات باشند، مقدار اسپردهای نابهنجار در اثر انتشار اخبار درآمدها باید زیاد باشد. وقتی سرمایه‌گذاران انتظارات

فروش را پیش‌بینی کند مطالعه نموده‌ایم. ما داده‌های مربوط به پیش‌بینی تحلیلگران و تاریخ‌های اعلام درآمدها را از I/B/E/S گردآوری نموده‌ایم و در نتیجه اعلام درآمدهای موقعیتی را به دلیل محدودیت دسترسی به داده‌ها حذف کرده‌ایم و نیز شرکت‌های دارای کمتر از دو تحلیل‌گر را حذف نموده‌ایم. برخلاف نمونه‌گیری غیرشرطی، نمونه‌گیری نهایی فقط تفاوت‌های اندکی را در مورد میانگین تعداد تحلیلگران در بازارهای توسعه‌یافته (۸/۵) و بازارهای نوظهور (۷/۳) نشان داده‌اند. ما خطاهای پیش‌بینی تحلیلگران را به عنوان تفاوت بین پیش‌بینی تحلیل‌گر میانه و درآمدهای گزارش شده واقعی، که براساس انحراف معیار پیش‌بینی تعدیل شده است تعریف کرده‌ایم. نویسنده رگرسیون معیار ارزیابی پیش‌بینی تحلیلگران را برای نسخه پیوسته معیارهای محاسباتی محاسبه کرده‌است. نتایج نشان می‌دهند که در واقع، خطاهای پیش‌بینی تحلیلگران در هر دو نمونه‌گیری به شکل پایا قابل پیش‌بینی هستند. تحلیلگران، درآمدهای سهام‌های بیش از حد قیمت‌گذاری شده را بیش از حد تخمین می‌زنند و فقط در بازارهای توسعه‌یافته، درآمدهای سهام‌هایی که کمتر از مقدار واقعی‌شان قیمت‌گذاری شده‌اند را کمتر از حد تخمین می‌زنند. جالب توجه است که، تفاوت بین حجم این سوگیری در پیش‌بینی در بازارهای توسعه‌یافته، با حجم سوگیری در پیش‌بینی در بازارهای نوظهور، مثبت است و در سطح یک درصد، دارای

اضافی روزانه در عامل بازار محلی، عامل اندازه، و عامل ارزش در ماه‌های t-12 تا t-2 برآورد شده‌اند.

برای بررسی بیشتر این ایده که خطاها در انتظارات می‌تواند عامل قابلیت پیش‌بینی بازده‌ها باشد، ما رگرسیونی مشابه انگلبرگ، مک‌لین و پونتیف انجام داده‌ایم. در اینجا واحد مشاهدات ما شرکت-روز است. ما به طور جداگانه رگرسیون بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور را براساس بازده‌های تعدیل شده سهام روزانه مدل کلی فاما و فرنچ را نسبت به متغیر پنجره اعلام درآمدها، معیار قیمت‌گذاری نادرست و عبارات تعاملی محاسبه کرده‌ایم. علاوه بر این، ما مجموعه‌ای از متغیرها، شامل بازده‌های سهام روزانه و همچنین مجذور بازده‌های روزانه را (به عنوان متغیر جانشین نوسان) برای روزهای t-10 تا t-2 اضافه نموده‌ایم.

دوباره بیان می‌شود که این تفاوت بسیار معنادار، با این ایده مطابقت دارد که قیمت‌گذاری نادرست به دلیل تصورات نادرست قوی‌تر در بازارهای توسعه‌یافته است. ضریب مثبت متغیر مصنوعی اعلام درآمدها با یافته‌های فرازینی و لامونت و باربر، جورج، لهوی، و ترومن مطابقت دارد (Barber & Others, 2013: 118-138).

به عنوان آزمون نهایی فرضیه انتظارات دستخوش سوگیری، ما رفتار گروه خاصی از مشارکت‌کنندگان حاضر در بازارهای مهم را مورد مطالعه قرار داده‌ایم. به عبارت دقیق‌تر، ما اینکه آیا معیار ارزیابی قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند به طور منظم خطاهای پیش‌بینی تحلیلگران طرف

<sup>۱</sup> اگر از بازده‌های خام استفاده کنیم، یا اگر بر بازده‌های نابهنجار با ضریب بتای تعدیل شده اتکا کنیم، یا اگر بازده‌ها را نسبت به اندازه و سبدهای ارزش دفتری به ارزش بازار محاسبه کنیم، یا اگر بازده‌های پس از اعلام درآمدها را با میانگین بازدهی همان شرکت در دوره‌ای که درآمدها اعلام نشده‌اند مقایسه کنیم، استنباطها تغییری نمی‌کنند. برای کاهش اثرات منفی داده‌های پرت، بازده‌های نابهنجار در سطح ۱/۰ درصد و ۹/۹۹ درصد وینسوریزه شده‌اند.

می‌آیند. علاوه بر این، ما میانگین تعداد تحلیلگرانی که درآمدهای سال مالی سطح - شرکت را برآورد کرده‌اند را نیز محاسبه نموده‌ایم. در پایان، ما از بريس، گوتزمن، و ژو، و گریفین، نرداری و استولتز برای ساختن یک متغیر مصنوعی پیروی کرده‌ایم که اگر فروش‌های کوتاه‌مدت به یک روش مرسوم تبدیل شده باشند مقدار آن برابر یک است و در غیر این صورت مقدار آن برابر صفر است (Thaler & Barberis, 2003: 151).

سپس، ما میانگین پراکندگی پیش‌بینی تحلیلگران را محاسبه کرده‌ایم، که به عنوان انحراف معیار پیش‌بینی‌ها بر قدر مطلق میانگین پیش‌بینی تعریف می‌شوند و به عنوان متغیر جانشین عدم اطمینان اطلاعاتی و تفاوت‌های نظرات در نظر گرفته می‌شوند. تحقیقات پیشین، که شامل دیترا، مالوی، و شربینا می‌شوند، بیان می‌کنند که پراکندگی بیشتر نظرات می‌تواند با قیمت‌گذاری نادرست قوی‌تر همبستگی داشته باشند (Diether & Others, 2002: 2113-2141).

در پایان، ما دو متغیر را در نظر گرفته‌ایم که در مورد آن‌ها فرضیات متضادی با توجه به کارایی بازار وجود دارد و توسط باربریس و تالر یا شیلر مورد بحث قرار گرفته است (Shiller, 1981; Barberis & Thaler, Ibid: 1051-436-421). اول اینکه، ما از میانگین  $R^2$  بدست آمده از رگرسیون‌های به‌کار رفته برای کمی‌سازی نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت استفاده کرده‌ایم. از یک‌طرف، نوسانات بازده خاص شرکت را می‌توان به دلیل وجود سرمایه‌گذاران مطلع که با استفاده از اطلاعات ارزشمند معاملات تجاری می‌کنند تفسیر نمود. از این جنبه و با توجه به مطالب بیان شده در تحقیقات مورک، یئونگ و یو،

معناداری آماری است. قابلیت پیش‌بینی قوی خطاهای پیش‌بینی در بازارهای توسعه‌یافته نیز در راستای شواهد بدست آمده در تحقیقات انگلبرگ، مک‌لین و پونتیف در کشور آمریکا است.

در مجموع، می‌توان دو نتیجه‌گیری از آزمون‌های مطرح شده در این بخش ارائه نمود. اول اینکه، یافته‌های بدست آمده با این فرضیه مطابقت دارند که قابلیت پیش‌بینی معیار ارزیابی استمباف، یو، و یوان، حداقل تاحدودی، در اثر قیمت‌گذاری نادرست بر مبنای انتظارات دستخوش سوگیری بوده است. دوم اینکه، یافته‌های بدست آمده با این نظر نیز مطابقت دارند که تصورات دچار سوگیری در بازارهای توسعه‌یافته قوی‌تر هستند، که به نوبه خود می‌تواند تفاوت‌های میان میانگین اسپرد‌های استمباف، یو، و یوان را توضیح دهد.

## عوامل بالقوه از قیمت‌گذاری اشتباه

### ویژگی‌های شرکت

ما رگرسیون تابویی را برای میانگین کشور - سال آلفای سه عاملی محلی ماهیانه به عنوان متغیر وابسته و میانگین‌های کشور - سال ویژگی‌های شرکت را به عنوان متغیر مستقل، انجام داده‌ایم. ما کار را با متغیرهای جانشین اصطکاک بازار و محدودیت‌های فرصت سودآوری آغاز کرده‌ایم. ما مشخصاً، میانگین اندازه‌ی شرکت و همچنین میانگین نوسان‌پذیری ریسک منحصر به سطح - شرکت را محاسبه نموده‌ایم، که به عنوان انحراف معیار باقیمانده تعریف می‌شوند که از رگرسیون‌های چرخشی بازده‌های اضافی روزانه در مدل محلی فاما و فرنچ در ۱۲ ماه قبل بدست

پیرو تحقیقات پیترسون، ما انحراف معیارها را براساس کشور و سال به صورت دو مرحله‌ای خوشه‌گیری محاسبه کرده‌ایم. نتایج تک‌متغیره نشان می‌دهد که سهام‌های بازارهای توسعه‌یافته، به شکل معناداری بزرگتر هستند،  $R^2$  دارای بازده کمتری دارند، و تحلیلگران بیشتری را پوشش می‌دهند. به علاوه، در این بازارها فروش استقراضی رواج بیشتری دارد. برعکس، با توجه به نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت، فعالیت‌های معاملاتی و پراکندگی پیش‌بینی تحلیلگران، تفاوت‌هایی پایا وجود ندارد (Petersen, 2009: 435-480).

دو رگرسیون اول، عموماً این فرضیه که محدودیت‌های فرصت سودآوری، عامل تفاوت‌های آلفاهای میان کشورها هستند را رد می‌کنند، که با تحقیقات تیتمن، وی، و خی یا واتانابه، خو، یائو و یو مطابقت دارد (Titman & Watanabe & Others, Ibid: 1405؛ Others, 2013: 529-563). ضرایب اندازه شرکت، نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت، و متغیر مصنوعی فروش استقراضی از نظر آماری فاقد معناداری هستند و از نظر اقتصادی اندک هستند. پوشش تحلیلگران (همانطور که انتظار می‌رفت) رابطه‌ای منفی با قیمت‌گذاری نادرست داشتند، ولی این یافته صرفاً در مورد بازدهایی که به طور یکسان وزن‌دهی شده‌اند صحت دارد.

نکته مهم آنکه، فعالیت‌های معاملاتی و  $R^2$  به شکل پایا و مثبت با قیمت‌گذاری نادرست مرتبط هستند. ضریب پراکندگی پیش‌بینی، دارای علامت پیش‌بینی شده است، ولی فاقد معناداری آماری است. مجموعاً به نظر می‌رسد که اسپردهای نابهنجار، چه در میان کشورها و چه درون

می‌توان گفت که  $R^2$  دارای بازده کمتر، می‌تواند نشان دهنده درجه کارایی بالاتر بازار باشد (Morck & Others, 2000: 215-260). از طرف دیگر، نوسانات زیاد در بازده می‌تواند نشان دهنده وجود معامله‌گران اختلال‌زا باشد. از این منظر، هو، پنگ و خیونگ بیان می‌کنند « $R^2$  دارای بازدهی کمتر، در واقع به جای کارآمدی، ناکارآمدی را نشان می‌دهد» (Hou & Others, 2013: 1). مطالب نظری و تجربی را در تأیید این فرضیه ارائه نموده‌اند. مباحث بیشتر در مقالات چان و حمید ارائه شده‌اند (Chan & Hameed, 2006: 115-147).

دوم اینکه، ما میانگین درصد روزهای دارای بازده صفر را به عنوان متغیر جانشین فعالیت‌های معاملاتی در نظر گرفته‌ایم. از طرف دیگر، فعالیت‌های معاملاتی بالاتر می‌تواند هزینه‌های تراکنش را کاهش دهد یا نشان‌دهنده فرصت سودآوری معاملات باشد، که منجر به کاهش قیمت‌گذاری نادرست می‌شود. شواهد تجربی مویید این موضوع در تحقیقات مک‌لین و پونتیف وجود دارد. از طرف دیگر، فعالیت‌های معاملاتی زیاد می‌تواند نتیجه اقدامات معامله‌گران اختلال‌زا باشد، که به عنوان متغیر جانشین احساسات در نظر گرفته می‌شود. شواهد تجربی مویید این موضوع در تحقیقات بیکر و استاین، بیکر و وورگلر، دنیل، هیرشلايفر و سویراهمانیام یا دی‌والث، سیاس و استارکس آمده است. بنابراین، فعالیت‌های معاملاتی زیاد می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری‌های نادرست بیشتری شود (Daniel & DeVault & Others, 1998: 1839؛ Others, 2015: 147).



در مجموع، شواهد اندکی وجود دارد که نشان دهد با اقتباس استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی، شوک اطلاعاتی موجب قیمت‌گذاری‌های نادرست کمتری می‌شود. از نگاه کلی‌تر، این یافته‌ها می‌تواند به این معنا باشد که قیمت‌گذاری نادرست تجمعی، به شیوه‌ای که در این مقاله تعریف شده است، به سختی تحت تأثیر کیفیت افشای اطلاعات قرار می‌گیرد. در نتیجه، تفاوت‌های میانگین کیفیت افشای اطلاعات در بازارهای نوظهور و بازارهای توسعه‌یافته لزوماً به معنای تفاوت‌های شدیدتر در قیمت‌گذاری نادرست نیست.

### نتیجه‌گیری

در جدول زیر، آغاز و پایان دوره نمونه‌گیری بوسیله اولین و آخرین تاریخی که این دو معیار را داشته باشند تعیین می‌شوند. معیار اول آن است که ۲۵ سهام واجد شرایط دارای شاخص قیمت‌گذاری نادرست به مدت حداقل ۳۶ ماه متوالی داشته باشند. معیار دوم آن است که کشور موردنظر به عنوان کشوری که دارای بازار توسعه‌یافته یا نوظهور است شناخته شده باشد. نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت براساس انحراف معیار باقیمانده بدست آمده از رگرسیون‌های چرخشی بازده‌های اضافی روزانه بر مبنای مدل سه‌عاملی محلی فاما و فرنچ در ماه‌های t-12 تا t-1 محاسبه شده است. درصد روزهای با بهره صفر براساس بازده ارز محلی محاسبه شده است (Fama & French, 1993: 3-56).

کشورها، رابطه‌ای مثبت با ویژگی‌های شرکت دارند، که برخی از محققان آن را به عنوان متغیر جانشین حضور جدی معامله‌گران اختلال‌زا پیشنهاد کرده‌اند.

برای روشن‌تر شدن نقش ظاهراً ضعیف کیفیت انتشار اطلاعات مربوط به قیمت‌گذاری نادرست، ما از مقاله هونگ، لی، و وانگ استفاده کرده‌ایم و از استانداردهای گزارش‌دهی مالی محلی، به استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی در برخی از کشورها در سال ۲۰۰۵ تغییر روش داده‌ایم (Hung & Others, 2015: 1242-1283). هونگ، لی،

و وانگ بیان کرده‌اند که این تغییر روش نشان‌دهنده «یکی از بزرگ‌ترین رویدادها در تاریخ گزارش‌دهی مالی» است و می‌توان آن را به عنوان شوک اطلاعاتی مرتبط با «ارتقاء درون‌زا و غیرمنتظره در کیفیت گزارش‌دهی مالی شرکت‌های غیرآمریکایی» به حساب آورد. آن‌ها با استفاده از رویکرد تفاوت در تفاوت‌ها، نشان داده‌اند که سقوط قیمت سهام پس از انتشار اخبار درآمدها به شکل معناداری موجب تضعیف کشورهای آزمایش می‌شود که به استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی تغییر روش داده‌اند (ولی نه برای شاخص اندازه حرکت قیمت یا سود اصلاحی کوتاه‌مدت). ما از این شرایط برای آزمون اینکه آیا نوسانات درون کشورها در کیفیت انتشار اطلاعات بر حجم قیمت‌گذاری نادرست تأثیر می‌گذارد استفاده کرده‌ایم. در این آزمون، مستقیماً بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور با یکدیگر مقایسه می‌شود، در عوض بر پیامدهای یک جنبه مهم، یعنی محیط اطلاعاتی، تمرکز نموده که نظر عمومی بر این است که این بازارها از این جنبه از یکدیگر متفاوتند.



کشور	ماه آغاز	ماه پایان	تعداد کل شرکت‌ها	اندازه میانگین	نوسان پذیری ریسک منحصر به شرکت (درصد)	درصد روزه‌های با بهره صفر
آرژانتین	می ۲۰۰۰	می ۲۰۰۹	۶۶	۶۴۷	۲/۱۴	۴۴
استرالیا	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱,۹۱۷	۹۵۵	۳/۶۹	۲۸
اتریش	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۳۴	۸۸۸	۱/۹۲	۳۸
بلژیک	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۸۲	۱,۸۵۸	۱/۹۱	۲۸
برزیل	مارس ۱۹۹۸	دسامبر ۲۰۱۳	۱۹۰	۳,۲۹۷	۲/۵۸	۳۹
کانادا	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱,۷۶۲	۱,۴۰۴	۴/۱۷	۲۴
شیلی	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲۱۱	۹۰۹	۱/۳۷	۶۲
چین	جولای ۱۹۹۵	دسامبر ۲۰۱۳	۲,۴۳۴	۱,۰۱۲	۲/۰۰	۱۴
کلمبیا	جولای ۲۰۰۷	دسامبر ۲۰۱۳	۵۵	۴,۱۷۲	۱/۲۴	۵۴
دانمارک	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲۶۰	۷۷۳	۲/۰۸	۴۱
مصر	جولای ۲۰۰۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۱۹	۶۸۷	۲/۱۸	۲۰
فنلاند	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۶۷	۱,۵۱۹	۲/۲۵	۲۸
فرانسه	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱,۱۹۸	۲,۳۳۱	۲/۴۴	۲۷
آلمان	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱,۰۸۷	۱,۹۲۵	۲/۵۹	۲۹
یونان	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۳۵۸	۴۳۰	۲/۵۴	۲۱
هنگ‌کنگ	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۶۹	۳,۳۱۵	۲/۷۱	۳۰
هند	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲,۰۴۱	۷۶۲	۲/۶۸	۱۰
اندونزی	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۴۱۹	۶۷۱	۳/۱۸	۵۳
ایرلند	فوریه ۱۹۹۶	دسامبر ۲۰۱۳	۷۸	۱,۲۰۱	۳/۰۱	۲۶
اسرائیل	اگوست ۱۹۹۸	دسامبر ۲۰۱۳	۳۸۱	۵۷۰	۲/۲۲	۲۷
ایتالیا	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۴۱۲	۲,۰۸۶	۱/۹۹	۱۳
ژاپن	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۴,۴۰۱	۱,۰۸۲	۲/۳۴	۲۵
اردن	جولای ۲۰۰۷	نوامبر ۲۰۰۸	۱۲۳	۱۷۰	۱/۹۹	۳۷
کره	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲,۰۴۲	۵۱۳	۳/۰۷	۱۴
مالزی	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱,۰۵۶	۳۹۶	۲/۵۶	۵۵
مکزیک	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۱۶۸	۲,۰۲۳	۱/۸۱	۲۹
مراکش	جولای ۲۰۰۶	نوامبر ۲۰۱۳	۶۹	۹۸۱	۱/۸۷	۴۴
هلند	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲۰۱	۲,۶۹۲	۲/۰۹	۲۱
نیوزلند	جولای ۱۹۹۷	نوامبر ۲۰۱۳	۱۴۵	۳۰۴	۲/۱۴	۴۳
نروژ	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۱۳	۲۲۸	۱,۰۲۱	۲/۸۶	۲۶
پاکستان	ژانویه ۱۹۹۴	دسامبر ۲۰۰۸	۱۵۷	۲۴۶	۲/۲۸	۳۵





۵۳	۳/۱۳	۵۴۸	۲۱۲	دسامبر ۲۰۱۳	جولای ۱۹۹۴	فیلیپین
۲۰	۲/۷۰	۴۹۴	۴۲۷	دسامبر ۲۰۱۳	اگوست ۱۹۹۸	لهستان
۳۴	۲/۱۵	۹۴۰	۹۷	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	پرغال
۴۸	۲/۸۹	۳,۷۱۸	۳۵۶	دسامبر ۲۰۱۳	جولای ۲۰۰۵	روسیه
۴۲	۳/۴۲	۵۷۷	۷۲۵	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	سنگاپور
۳۶	۲/۶۴	۱,۲۶۵	۴۹۸	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	آفریقای جنوبی
۲۲	۱/۷۰	۴,۰۳۱	۱۸۴	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	اسپانیا
۲۲	۲/۷۰	۱,۳۳۷۷	۵۳۸	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	سوئد
۲۸	۱/۹۶	۳,۸۲۰	۲۹۷	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	سوئیس
۱۸	۲/۱۲	۵۰۴	۱,۸۱۴	دسامبر ۲۰۱۳	جولای ۱۹۹۴	تایوان
۳۳	۲/۴۸	۴۰۴	۶۰۳	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	تایلند
۱۹	۲/۵۰	۶۸۹	۳۳۳	دسامبر ۲۰۱۳	می ۱۹۹۴	ترکیه
۴۵	۲/۲۷	۲,۰۹۴	۲,۴۸۴	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	انگلستان
۹	۳/۲۷	۲,۸۶۱	۱۱,۴۵۸	دسامبر ۲۰۱۳	ژانویه ۱۹۹۴	آمریکا

نوسانات بزرگ در پیش‌بینی بازده میان کشورها، که در شکل ۱ نیز نشان داده شده است، نامعلوم است. چهارم، اینکه تا چه حد شوک‌های تقاضای احساسی سرمایه‌گذاران بنگاهی، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری یا تعارضات در سازمان‌ها، از منظر دی‌والت، سیاس و استارکز، ادلن، اینک و کدلک، یا لاکونیشوک، اشلیفر و ویشنی در بروز قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته مشارکت دارند، سوالی است که هنوز پاسخی برای آن ارائه نشده است (Lakonishok & Others, Ibid: 1541- (1578).

### فهرست منابع

#### فارسی:

۱- صدقی، حامد (۱۳۹۵)، «تأثیر پیش‌بینی جریان نقدی بر کاهش قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۲، شماره ۲۸، ۱۲۸.

برمبنای شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو و یوان، مجموعه داده‌های بین‌المللی جامع و آزمون‌های مفهومی متنوع، یافته‌های این تحقیق تردیدهایی را در مورد این مفهوم مطرح نموده است که بازارهای بیرون از محدوده بازارهای توسعه‌یافته لزوماً کارایی کمتری دارند. این یافته‌ها، چندین مسیر را برای تحقیقات بیشتر پیشنهاد می‌کنند. اول اینکه، ممکن است انواعی از قیمت‌گذاری نادرست وجود داشته باشد که در شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو و یوان منعکس نشده باشد ولی حضور آن‌ها شدیداً در بازارهای نوظهور مشاهده شود. در این رابطه، معیار ارزیابی ترکیبی قیمت‌گذاری نادرست، فقط برمبنای اطلاعات عمومی است و بنابراین نشان دهنده کارایی قوی بازار نیست. دوم اینکه، این معیار ارزیابی کاملاً مقطعی است و بنابراین اجازه نمی‌دهد در مورد قیمت‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد کل بازار استنتاج و استنباط کنیم. سوم اینکه، هم‌اکنون علت بسیاری از



- 8- Chan, K., Hameed, A (2006). Stock price synchronicity & analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*. 80.
- 9- Chui, A. C., Titman, S., Wei, K. J (2010). Individualism & momentum around the world. *Journal of Finance*. 65.
- 10- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A (1998). Investor psychology & security market under- & overreactions. *Journal of Finance*. 53.
- 11- Daniel, K., Titman, S (2006). Market reactions to tangible & intangible information. *Journal of Finance*. 61.
- 12- DeVault, L. A., Sias, R. W., Starks, L. T (2015). Who are the sentiment traders? Evidence from the cross-section of stock returns & dem&. *Unpublished working paper. University of Arizona, University of Texas at Austin*.
- 13- Diether, K. B., Malloy, C. J., Scherbina, A (2002). Differences of opinion & the cross section of stock returns. *Journal of Finance*. 57.
- 14- Dyck, A., Lins, K. V., Pomorski, L (2013). Does active management pay? New international evidence. *Review of Asset Pricing Studies*. 3.
- 15- Edelen, R., Ince, O., Kadlec, G. B (2015). Institutional investors & stock return anomalies. *Journal of Financial Economics, forthcoming*.
- 16- Eling, M., Faust, R (2010). The performance of hedge funds & mutual funds in emerging markets. *Journal of Banking & Finance*. 34.
- 17- Engelberg, J., McLean, R. D., Pontiff, J (2015). Anomalies & news. Unpublished working paper. *University of California at San Diego, University of Alberta, Boston College*.
- 18- Fama, E. F (1991). Efficient capital markets. *Journal of Finance*. 46.
- 19- Fama, E. F., French, K. R (1993). Common risk factors in the returns on stocks & bonds. *Journal of Financial Economics*. 33.
- ۲- کرمی، غلامرضا و فرج زاده، مریم (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی- پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۸.
- ۳- عباسی، ابراهیم و شریفی، مریم (۱۳۹۳)، «تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در شرکت‌های با محدودیت مالی»، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۶، شماره ۲.
- ۴- کردستانی، غلامرضا و ابراهیمی، تهمینه (۱۳۹۲)، «بررسی کیفیت افشا و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی»، فصلنامه تحقیقات حسابداری حسابرسی، سال ۵، شماره ۱۹.

لاتین:

- 1- Akbas, F., Armstrong, W. J., Sorescu, S., Subrahmanyam (2015). Smart money, dumb money, & capital market anomalies. *Journal of Financial Economics*. 118.
- 2- Baker, M., Stein, J (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets* 7.
- 3- Baker, M., Wurgler, J (2006). "Investor sentiment & the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*. 61.
- 4- Barber, B. M., George, E. D., Lehavy, R., Trueman, B (2013). The earnings announcement premium around the globe. *Journal of Financial Economics*. 108.
- 5- Barberis, N., Thaler, R (2003). A survey of behavioral nance. In: Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R. (Ed.). *H & book of the Economics of Finance. Elsevier Science B.V, Amsterdam*.
- 6- Bekaert, G., Harvey, C. R (2002). Research in emerging markets \_nance: Looking to the future. *Emerging Markets Review*. 3.
- 7- Barber, B. M., George, E. D., Lehavy, R., Trueman, B (2013). The earnings announcement premium around the globe. *Journal of Financial Economics*. 108.



- markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*. 58.
- 32- Novy-Marx, R (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*. 108.
- 33- Ohlson, J. A (1980). Financial ratios & the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. 18.
- 34- Pontiff, J (2006). Costly arbitrage & the myth of idiosyncratic risk. *Journal of Accounting & Economics*. 42.
- 35- Richardson, S., Tuna, I., Wysocki, P (2010). Accounting anomalies & fundamental analysis: A review of recent research advances. *Journal of Accounting & Economics*. 50.
- 36- Rouwenhorst, G. K (1998). International momentum strategies. *Journal of Finance*. 53.
- 37- Shiller, R. J (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?. *American Economic Review*. 71.
- 38- Subrahmanyam, A (2010). The cross-section of expected stock returns: What have we learnt from the past twenty-five years of research?. *European Financial Management*. 16.
- 39- Titman, S., Wei, K. C. J., Xie, F (2013). Market development & the asset growth effect: International evidence. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 48.
- 40- Watanabe, A., Xu, Y., Yao, T., Yu, T (2013). The asset growth effect: Insights from international equity markets. *Journal of Financial Economics*. 108.
- 20- Fama, E. F., French, K. R (2006). Profitability, investment, & average returns. *Journal of Financial Economics*. 82.
- 21- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A., Ramos, S. B (2013). The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance*. 17.
- 22- Griffin, J. M (2002). Are the Fama & French factors global or country specific? *Review of Financial Studies*. 15.
- 23- Griffin, J. M., Hirschey, N. H., Kelly, P. J (2011). How important is the financial media in global markets? *Review of Financial Studies*. 24.
- 24- Griffin, J. M., Kelly, P. J., Nardari, F (2010). Do market efficiency measures yield correct inferences? A comparison of developed & emerging markets. *Review of Financial Studies*. 23.
- 25- Griffin, J. M., Nardari, F., Stulz, R. M (2007). Do investors trade more when stocks have performed well? Evidence from 46 countries. *Review of Financial Studies*. 20.
- 26- Hou, K., Peng, L., Xiong, W (2013). Is R2 a measure of market inefficiency? Unpublished working paper. *Shanghai University, Hong Kong University, University of Texas*.
- 27- Huij, J., Post, T (2011). On the performance of emerging market equity mutual funds. *Emerging Markets Review*. 12.
- 28- Hung, M., Li, X., Wang, S (2015). Post-earnings-announcement drift in global markets: Evidence from an information shock. *Review of Financial Studies*. 28.
- 29- Ince, O. S., Porter, R. B (2006). Individual equity return data from Thomson Datastream: Handle with care! *Journal of Financial Research*. 29.
- 30- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W (1994). Contrarian investment, extrapolation, & risk. *Journal of Finance*. 49.
- 31- Morck, R., Yeung, B., Yu, W (2000). The information content of stock markets: Why do emerging