






The Effect of Shareholder Diversity and Control Shareholder Value on Order Imbalances and Stock Price Effects: Emphasizing on the Moderating Role of Shareholder Trust

Ali L'albar*, Mohsen hasani**, Azadeh Nasiri***

0000-0001-5059-3025  0000-0002-5016-9432  0000-0002-0621-4857 

Abstract

This study is intended to investigate the effect of shareholder diversity and value of controlling shareholders on order imbalances and stock price effects concerning the moderating role of shareholder trust-based behavior. The statistical population of the research included companies listed on Tehran Stock Exchange during 2014 to 2018, of which 109 companies were selected as a statistical sample through systematic sampling method by elimination. The present applied study follows correlational research method for the data collection of which financial statements, explanatory notes and stock exchange monthly were employed. In order to analyze the data, the researchers first examined the normality of the data by pre-test (Jark-Bra test), and then, they used the multivariate regression test to confirm or reject the research hypotheses through EViews software. The results indicated that shareholder confidence-based behavior moderates the effect of shareholder diversity and shareholder value on controlling imbalances and stock price effects.

Keywords: Diversity of shareholders, value of controlling shareholders, imbalance of orders, stock price

* Assistant professor at the Department of Accounting, Islamic Azad University of Arak, Iran

** Assistant professor at the Department of Accounting, Payam Noor University, Delijan, Iran
mhassani2418@gmail.com

*** Master of Accounting, Islamic Azad University of Arak, Iran



شاپا چاپی: ۱۸۰۹ - ۲۷۱۷
شاپا الکترونیکی: ۱۹۹۸ - ۲۷۱۷

نشریه علمی
«پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی»
(زمستان ۱۳۹۹، سال اول، شماره ۴: ۱۴۲ - ۱۱۱)



تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام: با تأکید بر نقش تعدیلی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران

علی لعل بار*، محسن حسنی**، آزاده نصیری***

0000-0002-0621-4857 0000-0002-5016-9432 0000-0001-5059-3025

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۹/۱۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۲۵

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام: با تأکید بر نقش تعدیلی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بوده است. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ بود که براساس روش نمونه‌گیری حذف نظام‌مند، تعداد ۱۰۹ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد و از لحاظ روش، از تحقیقات همبستگی محسوب می‌شود. برای جمع‌آوری داده‌ها از مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها، ابتدا پیش‌آزمون نرمال‌بودن داده‌ها (آزمون جارک - برا) و سپس از آزمون رگرسیون چندمتغیره برای تأیید یا رد فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار ایویوز) استفاده شده است. نتایج نشان داد رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

کلیدواژه‌ها: تنوع سهام‌داران؛ ارزش سهام‌داران کنترلی؛ عدم تعادل سفارشات؛ قیمت سهام

* استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، اراک، ایران

** نویسنده مسئول: استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور دلجان، اراک، ایران

mhassani2418@gmail.com

*** کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، اراک، ایران

این مقاله یک مقاله با دسترسی آزاد است که تحت شرایط و ضوابط مجوز (CC BY-NC) Creative Commons Attribution Non-Commercial



توزیع شده است.

مقدمه

در دهه گذشته، حجم وسیعی از ادبیات در زمینه رفتار مالی ایجاد شده و به تجزیه و تحلیل تأثیر تمایلات انواع سرمایه‌گذاران در قیمت‌های بازار و بازده سهام پرداخته‌اند. با توجه به محدودیت‌های قابل توجه از آریتراز^۱ و افق‌های سرمایه‌گذاری محدود، سرمایه‌گذاران منطقی از پذیرش موقعیت مناسب در برابر سایر سرمایه‌گذاران غیرمنطقی منصرف شده به طوری که قیمت سهام موفق به بازگشت به ارزش‌های ذاتی خود نشده است. این ناهنجاری قیمت ناشی از معامله‌گران غیرمنطقی و احساسی می‌تواند به عنوان یک عامل خطر احساسات مداوم تفسیر شود که به طور قابل توجهی بر بازده سهام تأثیرگذار است. طرفداران مالی رفتاری^۲ استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران، با وجود سرمایه‌گذاران غیرمنطقی در معرض این خطر (خطر احساسات) هستند. بر اساس الگوی خطر^۳، سهام در معرض خطر احساسات، باید بازده موردانتظار بالاتری از سهامی که در معرض خطر احساسات نیست، داشته باشد که در نتیجه قیمت بازار آنها کمتر از ارزش ذاتی آنها خواهد شد (لیانگ و همکاران^۴، ۲۰۱۶). فرضیه کومار و لی (۲۰۰۶) این است که بازار در دست احساسات سرمایه‌گذاران حقیقی^۵ است. با این حال، شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران حقوقی هم بی‌رویه عمل می‌کنند و تحت تأثیر احساسات قرار می‌گیرند. سرمایه‌گذاران حقوقی تبدیل به معامله‌گران احساساتی می‌شوند، زیرا تحت تأثیر معامله‌گری شهرتی قرار می‌گیرند که مؤسسات را به معامله در جهت احساسات تشویق می‌کند تا از عملکرد آنها در حد متوسط جلوگیری کند، در حالی که پیش‌بینی‌پذیری کوتاه‌مدت از راهبردهای احساسات و ارزیابی‌های کم‌هزینه، باعث می‌شود نهادها بتوانند از مزایای پیش‌بینی کوتاه‌مدت که ناشی از احساسات است، استفاده کنند زیرا سودآور است. در نتیجه، جریان سفارش سرمایه‌گذاران نهادی نشان‌دهنده احساسات آنهاست (اقبال‌نیا و همکاران، ۱۳۹۴).

1. Arbitrage
2. Behavioral finance
3. Risk pattern
4. Liang et al
5. Individual investor

نظریه مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی می‌باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند؛ به این معنا که همه اطلاعات موجود و دردسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت موردانتظار هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات نظام‌مند در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، دیگر آربیتراژگران منطقی، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند. بنابراین قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند (کیم و ها، ۲۰۱۰).

به‌طور خلاصه، مطالعات اخیر توجه بیشتری به وضعیت روانی سرمایه‌گذاران و تأثیر آنها بر عوامل مالی بازار سهام داشته‌اند. به نظر می‌رسد خوش‌بینی و بدبینی از لحاظ نظری تأثیر قابل توجهی بر راهبردهای معاملاتی سرمایه‌گذاران دارند. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که اینها به خصوص اثرات غیرمقارنی به همراه دارند. در واقع، در پیش‌بینی‌های نظری فرض می‌شود که حجم معاملات به شکل نامتقارن برای تجزیه و تحلیل خوش‌بینی و بدبینی و پیش‌بینی درآمد واکنش نشان می‌دهد. با توجه به این پیش‌بینی‌ها ما فرض کنیم که انواع مختلف سرمایه‌گذاران بر اساس انتظارات خود واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهند. هرچه سرمایه‌گذاران خوش‌بین‌تر باشند، حجم معاملاتی آنها در زمان پیش‌بینی افزایش قیمت یک سهام افزایش می‌یابد. فرد امیدوار است که این افزایش یک عامل تقویت‌کننده جدید تولید کند که اجازه دهد در آینده به سود بیشتری دست یابد. زمانی که قیمت‌ها افت می‌کنند، او به شکل معمول به معامله خود ادامه می‌دهد؛ چرا که حساسیت کمتری نسبت به نتایج منفی دارد. به‌طور هم‌زمان، سرمایه‌گذاران بدبین‌تر پیش‌بینی می‌کنند که هر افت قیمتی با کاهش جدید همراه خواهد شد و بر این اساس دنبال این هستند که از زیان بیشتر خود جلوگیری کنند و به همین دلیل حجم معاملات خود را کاهش می‌دهند. با این حال، از آنجا که آنها حساسیت کمتری نسبت به نتایج مثبت دارند، هنگامی که پیش‌بینی می‌کنند قیمت یک سهام در

آینده افزایش پیدا می‌کند، باز هم به‌طور معمول به معاملات خود ادامه می‌دهند (دهاوی و باچا^۱، ۲۰۱۷).

پژوهش حاضر در پی آن است که به‌واسطه تجزیه و تحلیل اطلاعات واقعی دریافت‌شده از بورس اوراق بهادار تهران و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، در جهت بررسی تأثیر تنوع سهام‌داران^۲ و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات^۳ و اثرات قیمتی سهام؛ به استخراج معیارهایی مبادرت کند که از این طریق، سرمایه‌گذاران با شناخت از آنها برای سرمایه‌گذاری هدایت شوند و سهم مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری کنند. لذا سؤال اصلی پژوهش این‌گونه می‌تواند مطرح شود که:

تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام با تأکید بر نقش تعدیلی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران چه تأثیری دارد؟

در ادامه، پس از ارائه مفاهیم بنیادی موضوع پژوهش، تحقیقات مختلفی که در رابطه با موضوع پژوهش انجام گرفته، بررسی و سپس روش تحقیق مورد بحث قرار می‌گیرد. در ادامه، فرضیه‌های پژوهش، جامعه و نمونه آماری تشریح می‌شود. سپس روش اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش و روش آزمون فرضیه‌ها مطرح می‌شود. قسمتی به تجزیه و تحلیل داده‌ها و تحلیل یافته‌ها اختصاص دارد که شامل نتیجه‌گیری و پیشنهادها می‌باشد که نتیجه‌گیری در مورد پژوهش صورت گرفته و پیشنهادها و زمینه‌های آتی مطرح و در خاتمه محدودیت‌های پژوهش ارائه شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در دهه ۱۹۷۰ میلادی سه دانشمند به نام مایکل اسپنس^۴، جورج آکرلوف^۵ و جوزف استیلتز^۶

1. Dhaoui & Bacha
2. Diversity of shareholders
3. Imbalance in orders
4. Michale Spence
5. Georg Akerlof
6. Joseph Stiglitz

در زمینه اقتصاد اطلاعات نظریه‌ای را پایه‌گذاری کردند که به نظریه عدم تقارن اطلاعاتی موسوم شد. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که یکی از طرفین معامله اطلاعات بیشتری نسبت به طرف دیگر معامله دارد و این امر به‌علل مختلف از جمله وجود اطلاعات محرمانه به‌وقوع می‌پیوندد. ویلیام اسکات^۱ عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت اطلاعاتی برخی از طرفین معامله نسبت به طرف دیگر در یک دادوستد بازرگانی تعریف می‌کند. زمانی که معامله‌گران از وجود افراد غیرمطلع در بازار آگاه می‌شوند، در این حالت افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی از طریق گسترش دامنه تفاوت قیمت پیشنهاد خرید و فروش سهام خود را نشان می‌دهد که قیمت پیشنهادی خرید سهام به قیمتی گفته می‌شود که سرمایه‌گذاران و بازارگردانان برای خرید سهام خاص پیشنهاد می‌کنند و قیمت پیشنهادی فروش سهام به قیمتی گفته می‌شود که یک فروشنده سهام یا بازارگردان برای فروش آن سهام پیشنهاد می‌کند. در ادبیات مالی دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه بخش هزینه‌های پردازش سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست تشکیل شده است (نصیری، ۱۳۹۵).

ساختار مالکیت و به‌طور خاص تنوع سهام‌داران، از جمله سازوکارهای با اهمیت اصول راهبری شرکت‌ها به‌شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران بزرگ و کنترلی معمولاً به‌دلیل دراختیارداشتن درصد شایان‌توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، برای نظارت بر شرکت‌ها از انگیزه و توانایی لازم برخوردارند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران کنترلی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت‌ها منجر شود. باید توجه کرد که همه سرمایه‌گذاران کنترلی، برای نظارت و پایش مدیران انگیزه یکسانی ندارند. برخی نهادها که برای حداکثرکردن سود، معامله‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند؛ راهبرد سرمایه‌گذاری شاخصی^۲ (متنوع) را می‌پذیرند یا بر نگهداری بلندمدت تأکید دارند، ولی مستقل از مدیریت نیستند و نمی‌توانند ناظران خوبی باشند. افق سرمایه‌گذاری طولانی‌مدت به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد که با نگهداری طولانی‌مدت سهم، منافع حاصل از نظارت را کسب

1. William R.Scott

2. Index

کنند. همچنین نهادهایی که در بسیاری از شرکت‌ها مالکیت متنوع دارند، کمتر دنبال نظارت بر افشای اطلاعات هستند (اسماعیلی کیا و همکاران، ۱۳۹۸).

نظریه نمایندگی رفتاری مبتنی بر مالی رفتاری، توجه‌ها را به جنبه‌های احساساتی و سوگیری شناختی در رابطه با نظریه نمایندگی معطوف کرد. به تبع آن، پیشرفت‌های اخیر در پژوهش‌های مرتبط با نظریه نمایندگی، فرضیه‌های اقتصاد محض حاکم بر این نظریه را کم‌رنگ کرده است. به‌طور مثال، نظریه نمایندگی رفتاری، با استفاده از فرضیه‌های واقع‌بینانه‌تر در خصوص رفتار کارگزاران، پیش‌بینی‌های موجود در نظریه نمایندگی را بار دیگر ارزیابی کرده است (شی و همکاران^۱، ۲۰۱۷).

طبق "فرضیه ترکیب توزیع"^۲، توزیع تغییرات قیمت و حجم معاملات، به‌طور مشترک تابع جریان اطلاعات است. فرضیه ترکیب توزیع، رابطه مثبت حجم و نوسانات را به‌طور هم‌زمان پیش‌بینی می‌کند. فرضیه ورود اطلاعات متوالی که توسط کاپلند^۳ (۱۹۷۶) ارائه شد، نشان می‌دهد جریان حرکت اطلاعات به معامله‌گران در یک روش متوالی منتقل می‌شود و مشابه فرضیه ترکیب توزیع، بین حجم و نوسانات رابطه مثبتی را پیش‌بینی می‌کند. با این تفاوت که سرعت انتشار اطلاعات بین معامله‌گران متفاوت است. دسترسی زودتر عده‌ای از معامله‌گران به اطلاعات محرمانه خصوصی، درحالی‌که سایر معامله‌گران به چنین اطلاعات مهمی دسترسی ندارند، موجب بروز عدم تعادل در بازار می‌شود. این موضوع با عنوان عدم تقارن اطلاعاتی مطرح می‌شود. "فرضیه پراکندگی عقاید"^۴، علت حجم غیرعادی معاملات را در تفسیرهای متفاوت معامله‌گران از اطلاعاتی که در اختیار دارد، می‌داند. معامله‌گران ناآگاه نسبتاً عقاید همگنی دارند که بر مبنای درک و شناخت آنها از بازار است. از این‌رو، قیمت خرید و فروش آنها در حدود ارزش منصفانه‌داری انجام می‌شود. اما معامله‌گران ناآگاه نمی‌توانند این مسئله را که معامله سایر افراد به علت نیاز نقدینگی است یا به دلیل مبانی عرضه و تقاضا، تشخیص دهند. از این‌رو، تمایل

1. Shi et al
2. Distribution Hypothesis
3. Copeland
4. Hypothesis of the dispersion of ideas

دارند به همه تغییرات در حجم و قیمت واکنش نشان دهند، زیرا از نظر آنها این تغییرات منعکس‌کننده اطلاعات جدید است. در نتیجه به دلیل برداشت‌های اغراق‌آمیز از تغییرات قیمت، باعث نوسان‌های بیشتر در قیمت می‌شوند. با وجود مفروضات متمایزی که این نظریه‌های اطلاعاتی دارند چن و دایگلر^۱ (۲۰۰۸) نشان می‌دهند چگونه این نظریه‌ها مکمل هم هستند (باومیک و همکاران^۲؛ ۲۰۱۶)

توضیحات چندگانه‌ای در مورد تأثیرگذاری عوامل مؤثر بر رفتار و خلق و خوی سهام‌داران در ادبیات ذکر شده است، مانند اعتقاد غیرمنطقی به بازگشت قیمت به میانگین، غرور و تکبر، زیان‌گریزی و نفرت از زیان. اعتقاد غیرمنطقی که قیمت‌ها به حد متوسط باز می‌گردد، به تمایل سرمایه‌گذاران برای فروش سریع اوراق بهادار برنده برای جلوگیری از بازگشت روند منجر می‌شود (باربر و همکاران^۳، ۲۰۰۷ و کادوس و همکاران^۴، ۲۰۱۴). راثو^۵ (۲۰۱۵) نشان می‌دهد که این تأثیر به‌وسیله ترکیبی از دو عامل روان‌شناختی، زیان‌گریزی و نظریه چشم‌انداز توضیح داده می‌شود و همچنین احساساتی، نظیر احساس پشیمانی. سرمایه‌گذاران به زیان‌های موجود برای جلوگیری از احساس پشیمانی خود ادامه می‌دهند، در حالی که آنها سهام را با سود به دست می‌آورند تا احساس رضایت کنند و افرادی که از انتخاب خود پشیمان می‌شوند، پس از افزایش قیمت، اوراق بهادار را پس می‌گیرند. یکی دیگر از توضیحات در مورد اثر حرکت، از بین رفتن زیان مربوط به شکل ارزیابی سرمایه‌گذار (نظریه چشم‌انداز) است که طبق آن اثر نگرشی حاصل از رفتار متفاوت سود و زیان نسبت به نقطه مرجع است. مطالعات متعدد در مورد مالی رفتاری به توسعه مدل‌های مالی براساس فرضیه محدود بودن عقلانیت سرمایه‌گذاران کمک کرده است. آنها دنبال ارائه توضیحات قابل قبول برای ناهنجاری‌های مشاهده‌شده در بازار هستند. این شرایط که از لحاظ نظریه مالی سنتی غیرقابل توضیح هستند، به‌عنوان بی‌نظمی در رفتار سرمایه‌گذاران

1. Chen & Daigler
2. Bhaumik et al
3. Barber et al
4. Kadous et al
5. Rau

به حساب می‌آید که بر عملکرد آنها تأثیر قابل توجهی دارد. به‌طورخاص، سرمایه‌گذاران باید بتوانند احساسات خود را کنترل نموده و به پیروی از یک برنامه ازپیش‌تعیین‌شده که محدودیت‌هایی را تعیین می‌کند، ضرر و زیان خود را متوقف نمایند یا درآمد کسب کنند. با این وجود، مشاهدات متعددی درمورد بازارهای سهام نشان می‌دهد که به‌جای پیروی از این توصیه‌ها، اکثر سرمایه‌گذاران با یکدیگر متفاوت هستند. همان‌طور که توسط براون و همکاران^۱ (۲۰۰۲) تعریف شده است، تأثیر نیافتن سرمایه‌گذاران ناشی از تحقق زیان‌ها بیشتر از سود آنهاست. این روند به‌عنوان فروش سهامی است که باعث کسب سود می‌شود و نگهداری طولانی‌مدت سهامی با ضرر و زیان می‌گردد. محققان استدلال‌های پیشرفته‌ای در ارتباط با پیچیدگی رفتار سرمایه‌گذاران ارائه نموده‌اند و ویژگی‌های بنیادی اثر خلق و خوی متعصبانه سهام‌داران را با توسعه مدل‌های مختلف درجهت توضیح این رفتار شناسایی کرده‌اند (احمد و بوتینیا، ۲۰۱۹).

پیشینه داخلی

نتایج شریفی (۱۳۹۸) نشان داد ناهمگونی سرمایه‌گذاران بر گردش حساب‌های معاملاتی و رقابت نقدشوندگی سهام تأثیر معکوس دارد. همچنین زاغ‌کوب (۱۳۹۸)، نشان داد با افزایش ارزش سهام‌داران کنترلی، ارزش شرکت در بلندمدت (نسبت کیوتوبین^۲) افزایش می‌یابد؛ به‌علاوه با افزایش ارزش سهام‌داران کنترلی، عملکرد کوتاه‌مدت شرکت (نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی) کاهش می‌یابد؛ درحالی‌که شرکت‌های با سطح بالای مخارج تحقیق و توسعه، نسبت کیوتوبین بالاتر و نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی پایین‌تری دارند و درنهایت نتایج نشان داد که شرکت‌های با سطح بالای مخارج سرمایه‌ای، نسبت کیوتوبین و نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی بالاتری دارند. رفیعی عراقی (۱۳۹۷)، دریافتند که سرمایه‌گذاری براساس مؤلفه‌های شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روان‌شناختی، لگاریتم حجم معاملات و میزان

1. Brown et al
2. Ahmed.& Boutheina
3. Q.tobin

گردش مالی تعدیل شده بر بازده سهام تأثیر دارد. به علاوه دیگر نتایج حاکی از تأثیرگذاری رفتار معاملاتی بر اساس مؤلفه‌های حجم کل معاملات خریداری شده و فروش رفته توسط سهام‌دار بر بازده سهام بوده است. رجیوان (۱۳۹۶)، بیان داشتند که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E)، دارای ارتباط مثبت معنی‌دار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معنی‌داری با قیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه معنی‌داری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معنی‌داری یافت نشد.

پیشینه خارجی

هانگ و لین^۱ (۲۰۱۹)، دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) دارای سطح پایین‌تری از معاملات تهاجمی، نسبت به سهام‌داران حقیقی هستند، علاوه بر این، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تصمیمات هوشمندانه‌ای برای سفارش‌های خرید به کار می‌برند و زیان‌های خود را از طریق فروش سفارشات کاهش می‌دهند. احمد و بوتینیا^۲ (۲۰۱۹)، بیان نمودند که حجم معاملات انواع سهام‌داران و نیز نوع بازار (خرس و گاو) نیز بر تعصبات رفتاری سهام‌داران تأثیرگذار است. کیم و همکاران^۳ (۲۰۱۸) که تنها مؤسسات محلی و سرمایه‌گذاران محلی که از طریق حساب‌های مستقیم تجارت می‌کنند، به‌طور قابل توجهی با نقدشوندگی شرکت‌های داخلی ارتباط دارد. در مقابل، اثر نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران خارجی از طریق حساب‌های انتخاب شده است. در حالی که مالکیت نهادی رابطه خطی منفی را نشان می‌دهد، یافته‌ها در مورد افراد محلی و نامزدهای خارجی به شدت با مطالعات قبلی متفاوت است که در آنها رابطه با نقدشوندگی سهام غیر مونوتونیک^۴

1. Hung & Lien
2. Ahmed.& Boutheina
3. Kim et al
4. Non-monotonic

است. دهاوی و باچا^۱ (۲۰۱۷) نشان داده است که واکنش بلندمدت نقدینگی بازار نامتقارن نسبت به تمایلات سرمایه‌گذار وجود دارد. در کوتاه‌مدت، نقدینگی بازار سهام به‌سرعت و به‌صورت نامتقارن نسبت به تغییرات در اعتماد به نفس کاذب واکنش نشان می‌دهد، درحالی‌که خوش‌بینی و بدبینی تأثیر کوتاه‌مدتی بر حجم معاملات دارند. چانگ و لیو^۲ (۲۰۱۷) نشان دادند که عرضه سهام فصلی در قالب فعالیت‌های فرصت‌طلبانه توسط نظارت نهادی تضعیف می‌شوند.

جدول ۱. خلاصه پیشینه تحقیق

محقق (سال)	هدف/ عنوان	روش	یافته‌های کلیدی
شریف (۱۳۹۸)	بررسی تأثیر ناهمگونی سرمایه‌گذاران بر گردش حساب‌های معاملاتی و رقابت نقدشوندگی سهام	از لحاظ ماهیت، در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد.	ناهمگونی سرمایه‌گذاران بر گردش حساب‌های معاملاتی و رقابت نقدشوندگی سهام تأثیر معکوس دارد.
زاغ‌کوب (۱۳۹۸)	بررسی رابطه بین ارزش سهام‌داران کنترلی، ارزش شرکت در بلندمدت و عملکرد کوتاه‌مدت شرکت	ارزش سهام‌داران کنترلی، متغیر مستقل و ارزش شرکت در بلندمدت و عملکرد کوتاه‌مدت، متغیرهای وابسته در نظر گرفته شد. تحقیق در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد.	با افزایش ارزش سهام‌داران کنترلی، ارزش شرکت در بلندمدت افزایش می‌یابد؛ به‌علاوه با افزایش ارزش سهام‌داران کنترلی، عملکرد کوتاه‌مدت شرکت کاهش می‌یابد.
رفیعی عراقی (۱۳۹۷)	بررسی تأثیر نوع سرمایه‌گذاری و رفتارهای معاملاتی بر بازده سهام	پس از طراحی شاخص‌های ارزیابی نوع سرمایه‌گذاری و رفتار معاملاتی، اطلاعات معاملات انجام‌شده در دوره پژوهشی پنج‌ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شد.	نتایج حاکی از تأثیرگذاری رفتار معاملاتی بر اساس مؤلفه‌های حجم کل معاملات خریداری‌شده و فروش‌رفته توسط سهام‌دار بر بازده سهام بوده است.

1. Dhaoui & Bacha
2. Chune & Liu

ادامه جدول ۱. خلاصه پیشینه تحقیق

محقق (سال)	هدف/عنوان	روش	یافته‌های کلیدی
هانگ و لین (۲۰۱۹)	بررسی تأثیر انواع معامله‌گران بر میزان معاملات تهاجمی و اثرات قیمتی سهام	تحقیق در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، روش تحقیق از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد.	پژوهش آنان نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) دارای سطح پایین‌تری از معاملات تهاجمی، نسبت به سهام‌داران حقیقی هستند.
احمد و بوتینیا (۲۰۱۹)	ویژگی‌های سهام‌داران و خلق و خوی متعصبانه	۹۲۵ معامله‌گران تونسی برای فهمیدن اینکه چگونه جنسیت، سن، ویژگی‌های سرمایه‌گذار، شرایط بازار و عوامل بیرونی مربوط به آن بر تعصبات رفتاری سهام‌داران تأثیر می‌گذارد.	یافته‌ها عمدتاً شواهد محکمی را در مورد گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار بر تعصبات رفتاری نشان می‌دهد؛ دیگر نتایج نشان داد که حجم معاملات انواع سهام‌داران و نیز نوع بازار (خرس و گاو) نیز بر تعصبات رفتاری سهام‌داران تأثیرگذار است.
کیم و همکاران (۲۰۱۸)	تأثیر انواع سهام‌داران بر عدم تقارن اطلاعاتی	نمونه آنها مشتمل بر ۸۷۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس کره جنوبی در طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ بوده است.	سطح بالای معاملات سهام‌داران داخلی و انفرادی، درجه عدم تقارن اطلاعاتی را در کوتاه‌مدت افزایش می‌دهد، در حالی که سهام‌داران خارجی، میزان عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند.
چانگ و لیو (۲۰۱۷)	تأثیر حجم معاملات سرمایه‌گذاران نهادی و شکاف قیمتی بر بازده غیرعادی و بازده خرید و نگهداری سهام	تحقیق به بررسی تأثیر نظارت نهادی بر عرضه فصلی سهام در قالب رفتار فرصت طلبانه در بازار سهام کره در طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ پرداخته است.	یافته‌ها نشان می‌دهد که عرضه سهام فصلی در قالب فعالیت‌های فرصت‌طلبانه توسط نظارت نهادی تضعیف می‌شوند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران، میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند.

فرضیه دوم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران، میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

فرضیه سوم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران، میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران، میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی؛ از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌شود. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و در بخش داده‌های پژوهش از مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها، از آزمون رگرسیون چندمتغیره برای تأیید یا رد فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار ایویوز^۱) استفاده شده است.

جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ در بورس حضور داشته‌اند که براساس روش نمونه‌گیری حذفی نظام‌مند به شرح جدول ۲، تعداد ۱۰۹ شرکت به عنوان نمونه آماری برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است.

جدول ۲. مراحل تعیین حجم نمونه

تعداد	مراحل مختلف نمونه‌گیری
۵۳۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۷
(۱۴۵)	شرکت‌هایی که قبل از فروردین ۱۳۹۳ در بورس پذیرفته نشده یا تا پایان ۱۳۹۷ نماد آنها متوقف شده است
(۱۰۷)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نیست
(۱۲۴)	تعداد شرکت‌هایی که جزء مؤسسات مالی، سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه هستند
(۴۷)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مالی مورد نیاز در دوره زمانی پژوهش را ندارند
۱۰۹	تعداد شرکت‌های نمونه

مدل و متغیرهای تحقیق

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی (۱)، (۲)، (۳) و (۴) استفاده شده است. (هانگ و لین، ۲۰۱۹)

(۱)

$$Aggit = \alpha + \beta_1 BIGit + \beta_2 5BIGit + \beta_3 INSTit + \beta_4 INDVit + \beta_5 MANit + \beta_6 BIGit * Coit + \beta_7 5BIGit * Coit + \beta_8 INSTit * Coit + \beta_9 INDVit * Coit + \beta_{10} MANit * Coit + \beta_{11} Sizeit-1 + \beta_{12} Riskit-1 + \beta_{13} BMit-1 + \beta_{14} Ret + \varepsilon it-1$$

(۲)

$$Plit = \alpha + \beta_1 BIGit + \beta_2 5BIGit + \beta_3 INSTit + \beta_4 INDVit + \beta_5 MANit + \beta_6 BIGit * Coit + \beta_7 5BIGit * Coit + \beta_8 INSTit * Coit + \beta_9 INDVit * Coit + \beta_{10} MANit * Coit + \beta_{11} Sizeit-1 + \beta_{12} Riskit-1 + \beta_{13} BMit-1 + \beta_{14} Ret + \varepsilon it-1$$

(۳)

$$Aggit = \alpha + \beta_1 CSVit + \beta_2 CSVit * Coit + \beta_3 Sizeit-1 + \beta_4 Riskit-1 + \beta_5 BMit-1 + \beta_6 Ret + \varepsilon it-1$$

(۴)

$$Plit = \alpha + \beta_1 CSVit + \beta_2 CSVit * Coit + \beta_3 Sizeit-1 + \beta_4 Riskit-1 + \beta_5 BMit-1 + \beta_6 Ret + \varepsilon it-1$$

جدول ۳. نحوه اندازه‌گیری متغیرها

نحوه اندازه‌گیری	عنوان متغیر	نماد
<p>در این تحقیق به پیروی از هانگ و لین (۲۰۱۹) با استفاده از متغیر عدم تعادل سفارشات یا به اختصار OIB اندازه‌گیری می‌شود. همچنین مبنای شناسایی معاملات خرید و فروش با استفاده از قیمت پایانی روز قبل است. بدین ترتیب که اگر در قیمتی بیش از قیمت پایانی روز قبل (دامنه مثبت نوسان قیمت) معامله‌ای انجام شود آن را سفارش خرید می‌نامیم، و اگر در قیمتی کمتر از قیمت پایانی روز قبل (دامنه منفی نوسان قیمت) معامله‌ای انجام شود آن را سفارش فروش می‌نامیم، OIB برابر است با ارزش ریالی سفارش‌های خرید منهای ارزش ریالی سفارش‌های فروش تقسیم بر کل سفارش‌های انجام‌شده روی یک سهم در هر روز (مطهری و کلهر، ۱۳۸۹).</p> <p>لذا داریم: رابطه (۱)</p> $OIB = \frac{B.V - S.V}{S.V + B.V} = NEI$ <p>که در آن: OIB = شاخص عدم تعادل دو سفارشات فروش (خرید)، B.V = ارزش ریالی خرید سهم که به شرح زیر محاسبه می‌گردد: رابطه (۲)</p> $B.V = \sum_{t=1}^{it} (Bvol_{it} \cdot N_{it} \cdot P_{it})$ <p>حجم سفارش خرید، N_{it} = تعداد دفعات سفارش خرید، P_{it} = قیمت خرید سهم، $Bvol_{it} = S.V$</p> <p>ارزش ریالی فروش سهم که به شرح زیر محاسبه می‌گردد: رابطه (۳)</p> $S.V = \sum_{t=1}^N (Svol_{it} \cdot N_{it} \cdot P_{it})$ <p>حجم سفارش فروش، N_{it} = تعداد دفعات سفارش فروش، P_{it} = قیمت فروش سهم (عباسی و قربانی، ۱۳۹۵)</p>	عدم تعادل سفارشات	Agg
<p>به پیروی از هانگ و لین (۲۰۱۹) برای محاسبه اثر قیمتی از معادله زیر استفاده می‌گردد: رابطه (۴)</p> $PI_{ijt}^d = Ln \left(\frac{VWAP_{ijt}^d}{Close_{it-1}} \right) \times I$ <p>که در آن: $VWAP_{ijt}^d$: میانگین وزنی قیمت سهم، $Close_{it-1}$: قیمت بسته‌شدن سهم، I: متغیر دامی که برای سفارشات خرید برابر است با یک و برای سفارشات فروش برابر است با منفی یک (به‌منظور تشخیص سفارش‌های خرید و فروش در صورتی که تغییرات قیمت مثبت باشد، سفارش از نوع فروش و در صورتی که تغییرات قیمت منفی باشد، سفارش از نوع خرید در نظر گرفته شد)</p>	اثر قیمتی	PI
برابر با درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار هر شرکت	میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار	BIG

ادامه جدول ۳. نحوه اندازه‌گیری متغیرها

نماد	عنوان متغیر	نحوه اندازه‌گیری
BIG5	میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر	برابر با مجموع درصد مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر هر شرکت
INST	میزان مالکیت سهام‌داران نهادی	برابر با مجموع درصد مالکیت سهام‌داران حقوقی هر شرکت
INDV	میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی	برابر با مجموع درصد مالکیت سهام‌داران حقیقی هر شرکت
MAN	میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره	برابر با مجموع درصد مالکیت اعضای هیئت‌مدیره هر شرکت
CSV	ارزش سهام‌داران کنترلی	برابر با مجموع ارزش سهام سهام‌داران مالک بیش از ۵٪ سهام دارای حق رأی
Co	رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران	این متغیر دربرگیرنده اطلاعاتی است که سرمایه‌گذار را به سمت بیش عکس‌العملی سوق می‌دهد. هنگامی که با بازده مثبت مواجه شوند، حجم معاملات را بالا می‌برند. از آنجا که این سرمایه‌گذاران توان قضاوت خود را زیاد برآورد می‌کنند، ریسک متحمل شده را کمتر از حد واقع در نظر می‌گیرند؛ لذا حجم معاملات خود را بالا می‌برند. برای مدل پژوهش رفتار مبتنی بر اعتماد بدین گونه عمل می‌کند که اگر بازده بازار در دوره گذشته مثبت باشد، لذا برای دوره جاری بیش عکس‌العملی رخ خواهد داد و ارزش معاملات بالا می‌رود والا خیر؛ لذا متغیر مجازی اعتماد به صورت زیر تعریف می‌شود (دوهاوی و همکاران، ۲۰۱۴): $\begin{cases} if R_{t-1} \geq 0 \rightarrow Co = 1 \\ if R_{t-1} < 0 \rightarrow Co = 0 \end{cases}$ <p>R: بازده بازار نرخ بازده بازار با استفاده از شاخص کل بورس تهران (TEPIX) و به صورت زیر محاسبه شده است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴) رابطه (۵) $R_m = \frac{TEPIX_t - TEPIX_{t-1}}{TEPIX_{t-1}}$</p>
Sizeit-1	اندازه شرکت	برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت سال قبل
Risk it-1	ریسک شرکت در سال قبل	برابر است با انحراف معیار بازده ماهانه سهام سال قبل
BM it-1	ارزش دفتری به ارزش بازار	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام سال قبل
Ret it-1	بازده سال قبل	بازده سهام = (قیمت انتهای دوره - ابتدای دوره) + سود تقسیمی / قیمت ابتدای سهام

تحلیل داده‌های پژوهش آمار توصیفی پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌ها، متغیرها به صورت خلاصه در جدول ۴، مورد بررسی قرار می‌گیرد:

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

ارزش سهام‌داران کترلی	بازده سهام	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	ریسک شرکت	اندازه شرکت	میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره	میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی	میزان مالکیت سهام‌داران نهادی	میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر	میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار	اثر قیمتی	عدم تعادل سفارشات	عنوان متغیرها
CSV	Ret	BM	Risk it	Sizeit	MAN	INDV	INST	BIG5	BIG	PI	Agg	شاخص‌های توصیفی
۶۸/۰	۴۲/۰	۴۴/۰	۱۵/۰	۲۶/۱۴	۲/۰	۳۶/۰	۶۴/۰	۷۱/۰	۴۷/۰	۳/۱	۴۹/۰-	میانگین
۷۳/۰	۰۶/۰	۳۸/۰	۱۳/۰	۹۹/۱۳	۰۶/۰	۲۶/۰	۷۴/۰	۷۶/۰	۵۱/۰	۳۱/۱	۴۷/۰-	میانه
۹۸/۰	۳۹/۲۳	۵۷/۳	۰۲/۳	۱۳/۱۹	۹۷/۰	۰۰/۱	۹۹/۰	۰۰/۱	۹۵/۰	۳۷/۴	۰۴/۰	ماکسیمم
۰۰/۰	۸۸/۰-	۰۰/۰	۰۳/۰	۵۳/۱۰	۰۰/۰	۰۰/۰	۰۰/۰	۰۰/۰	۰۰/۰	۹۹/۱-	۹۶/۰-	مینیمم
۲۳/۰	۴۴/۱	۳۳/۰	۱۵/۰	۵۸/۱	۲۷/۰	۲۹/۰	۲۹/۰	۲۳/۰	۲۳/۰	۸/۰	۱۹/۰	انحراف معیار
۲۷/۱-	۴۹/۸	۵۸/۳	۷۳/۱۲	۸۲/۰	۲۱/۱	۸۵/۰	۸۷/۰-	۳۳/۱-	۰۲/۰	۰۳/۰	۲۱/۰	چولگی
۲۵/۴	۱۶/۱۲۴	۳۵/۲۸	۹۵/۲۳۲	۹۱/۳	۱۷/۳	۴۱/۲	۴۸/۲	۲۶/۴	۱۷/۲	۵۵/۳	۸۸/۲	کشیدگی
۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	۵۴۵	مشاهدات

در جدول ۴، میانگین که شاخصی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست، برای متغیر عدم تعادل سفارشات برابر ۰/۴۵۸- است. یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد که برای متغیر عدم تعادل سفارشات برابر ۰/۴۷- است. انحراف معیار یکی از شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیر عدم تعادل سفارشات برابر ۰/۱۹۵ می‌باشد. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد، چولگی به چپ دارد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر عدم تعادل سفارشات

مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به راست می‌باشد. اگر میزان کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد. در این پژوهش برای تمام متغیرها، کشیدگی مثبت می‌باشد.

آزمون فرض نرمال بودن (بهنجار) متغیر وابسته

در این پژوهش با استفاده از آزمون جارک - برا نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده است. از آنجا که نرمال بودن متغیر وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های الگو می‌انجامد، لازم است قبل از برآزش الگو، نرمال بودن آن کنترل شود.

جدول ۵. آزمون جارک - برا

عنوان متغیرها	عدم تعادل سفارشات	اثر قیمتی
شاخص‌های توصیفی	Agg	PI
آزمون جارک - برا	۴۲/۴	۹/۵
سطح معنی‌داری	۱۱/۰	۰۵/۰

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول ۵ از آنجا که مقادیر سطح معنی‌داری، متغیر عدم تعادل سفارشات و اثر قیمتی بیشتر از ۵٪ است، بنابراین، فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیر تأیید می‌شود. بنابراین، متغیر عدم تعادل سفارشات و اثر قیمتی از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

آزمون‌های تشخیصی در داده‌های ترکیبی

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد، اما قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور، از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند

انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است، از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون f لیمر و هاسمن

نتیجه	سطح معنی‌داری	آزمون هاسمن	نتیجه	سطح معنی‌داری	آزمون اف لیمر	
اثرات ثابت	۰/۰۰۷	۳۰/۰۸	تابلویی	۰/۰۰	۵/۰۶	مدل فرضیه ۱
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۳/۶۶	تابلویی	۰/۰۰	۲/۷۶	مدل فرضیه ۲
اثرات تصادفی	۰/۱	۱۰/۶۳	تابلویی	۰/۰۰	۴/۹۲	مدل فرضیه ۳
اثرات تصادفی	۰/۰۷	۱۱/۶	تابلویی	۰/۰۰	۲/۲۵	مدل فرضیه ۴

باتوجه به نتایج، روش داده‌های تابلویی برای مدل فرضیه ۱، ۲، ۳ و ۴ پذیرفته شده است. باتوجه به مدل فرضیه ۱ و ۲ احتمال آزمون کای دو کمتر از ۵٪ شده است. بنابراین، از اثرات ثابت جهت تخمین مدل فرضیه ۱ و ۲ استفاده می‌شود و برای فرضیه ۳ و ۴ احتمال آزمون کای دو بیشتر از ۵٪ شده است. بنابراین، از اثرات تصادفی جهت تخمین و تجزیه و تحلیل مدل فرضیه ۳ و ۴ استفاده می‌شود.

خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

فرضیه اول: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران، میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند.

جدول ۷. خلاصه نتایج الگوی ۱ با استفاده از روش اثرات ثابت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معنی‌داری
α_0	۴۱/۰	۳۶/۰	۱۴/۱	۲۵/۰
BIG	3۱/۰	۰۶/۰	۰۷/۲	4۰/۰
BIG5	7۱/۰	6۰/۰	۸۷/۲	۰۰۴/۰
INST	5۲/۰	8۰/۰	۲۵/۳	۰۰۱/۰
INDV	۱۵/۰	۰۷/۰	۰۸/۲	4۰/۰
MAN	5۱/۰	۰۵/۰	۷۶/۲	۰۰۶/۰
BIG*CO	۰۹/۰	5۰/۰	4۰/۲	۰۴/۰
BIG5*CO	۱۱/۰	۰۵/۰	۱۸/۲	3۰/۰
INST*CO	۱۴/۰	6۰/۰	۴۸/۲	۰۱/۰
INDV*CO	۱۲/۰	4۰/۰	6۲/۳	۰۰۱/۰
MAN*CO	۰۶/۰	۰۳/۰	7۰/۲	۰۴/۰
Sizeit-	8۰/۰-	۰۲/۰	۱۸/۳-	2۰۰/۰
Risk it-	۱۷/۰	۰۴/۰	۹۸/۳	۰۰۰۱/۰
BM	۰۵/۰-	۰۲/۰	۱۴/۲-	۰۳/۰
Ret	۰۱/۰	۰۰۴/۰	5۷/۲	1۰/۰
ضریب تعیین	5۶/۰	-آماره TF		2۴/۶
ضریب تعیین تعدیل‌شده	5۵/۰	سطح معنی‌داری		۰۰/۰
دوربین واتسون	۱۰۵۱۸۴/۲			

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد

سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره، اندازه شرکت، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، اندازه شرکت، ریسک شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و بازده سهام بر عدم تعادل سفارشات کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۵۵٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. مقدار دوربین واتسون $2/105$ می‌باشد. بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب برآوردشده توسط نرم‌افزار برای متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تعادل سفارشات به ترتیب برابر $(0/17, 0/25, 0/15$ و $0/15)$ و تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تعادل سفارشات به ترتیب برابر $(0/14, 0/12$ و $0/06)$ می‌باشد که نشان می‌دهد قدر مطلق ضرایب متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تعادل سفارشات بیشتر از قدر مطلق ضرایب متغیرهای تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد

سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تعادل سفارشات می‌باشد. یعنی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند. فرضیه دوم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

جدول ۸. خلاصه نتایج الگوی ۲ با استفاده از روش اثرات ثابت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معنی‌داری
α_0	۵۴/۵	۶۶/۱	۸۲/۳	۰۰۱/۰
BIG	۰۵/۱	۳۳/۰	۲/۳	۲۰۰/۰
BIG Δ	۹۹/۰	۷۲/۰	۳۷/۳	۰۰۰۲/۰
INST	۰۹/۱	۵۳/۰	۴۱/۳	۲۰۰/۰
INDV	۱۸/۰	۱۷/۰	۳۶/۴	۰۰/۰
MAN	۹۴/۰	۲۴/۰	۱۰/۲	۵۰/۰
BIG*CO	۱۵/۰	۲۲/۰	۶۳/۲	۲۰/۰
*CO Δ BIG	۹۴/۰	۲۴/۰	۰۲/۲	۰۴/۰
INST*CO	۷۷/۰	۶۲/۰	۹۸/۲	۰۰۳/۰
INDV*CO	۶۹/۰	۴۲/۰	۹۲/۲	۴۰۰/۰
MAN*CO	۶۳/۰	۱۷/۰	۹۰/۲	۴۰/۰
Sizeit-	۲۸/۰-	۱۱/۰	۴۹/۲-	۰۱/۰
Risk it-	۵۷/۱	۷۱۹/۰	۹۹/۷	۰۰/۰
BM	۱۳/۰	۱۱/۰	۹۱/۱	۴۲/۰
Ret	۱۶/۰-	۰۲/۰	۱۱/۸-	۰۰/۰
	۵۶/۰		TF-آماره	۳۴/۴
	۴۳/۰		سطح معنی‌داری	۰۰/۰
	دوربین واتسون		۲۹/۲	

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره، اندازه شرکت، ریسک شرکت و بازده سهام بر اثرات قیمتی سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۴۳٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. مقدار دوربین واتسون $2/29$ که مقدار این آماره در محدود $1/5$ تا $2/5$ می‌باشد، بنابراین، استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب برآوردشده توسط نرم‌افزار برای متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر اثرات قیمتی سهام به ترتیب برابر $(1/05)$ ، $(0/99)$ ، $(1/09)$ ، $(0/81)$ و $(0/49)$ و تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر اثرات قیمتی سهام به ترتیب برابر $(0/51)$ ، $(0/49)$ ، $(0/77)$ ، $(0/69)$ و $(0/36)$ می‌باشد که نشان می‌دهد قدر مطلق ضرایب متغیرهای میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر اثرات قیمتی سهام بیشتر از قدر

مطلق ضرایب متغیرهای تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت سهام‌داران نهادی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر اثرات قیمتی سهام می‌باشد؛ یعنی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

فرضیه سوم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند.

جدول ۹. خلاصه نتایج الگوی ۳ با استفاده از روش اثرات ثابت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معنی‌داری
α_0	۳۸/۰	۳۷/۰	۰/۱	۳۱/۰
CSV	۱۹/۰	۰۹/۰	۰۶/۲	۰۴/۰
CSV*CO	۰۸/۰	۰۲/۰	۴۴/۴	۰۰/۰
Sizeit-۱	۰۷/۰-	۰۳/۰	۷۷/۲-	۰۱/۰
Risk it-۱	۱۷/۰	۰۴/۰	۸۹/۳	۰۰/۰
BM	۰۶/۰-	۰۳/۰	۲۹/۲-	۰۲/۰
Ret	۰۱/۰	۰۰۵/۰	۴۱/۲	۲۰/۰
ضرب تعیین	۶۱/۰	TF-آماره		۸۵/۵
ضرب تعیین تعدیل شده	۵/۰	سطح معنی‌داری		۰۰/۰
دوربین واتسون	۰۹/۲			

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای ارزش سهام‌داران کنترلی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی، اندازه شرکت، ریسک شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و بازده سهام بر عدم تعادل سفارشات کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۵۰٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. مقدار دوربین واتسون ۲/۰۹ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد. بنابراین، استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب برآوردشده توسط نرم‌افزار برای متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات برابر (۰/۱۹) و تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات برابر (۰/۰۸) می‌باشد که نشان می‌دهد قدر مطلق ضریب متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات بیشتر از قدر مطلق ضریب متغیر تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات می‌باشد. یعنی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

جدول ۱۰. خلاصه نتایج الگوی ۴ با استفاده از روش اثرات ثابت طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره- t	سطح معنی‌داری
α_0	۸۱/۴	۷۴/۱	۷۶/۲	۰/۱۰
CSV	۹۱/۰-	۴۲/۰	۱۶/۲-	۰/۳۰
CSV*CO	۴۸/۰	۰۹/۰	۵۳/۵	۰۰/۰
Sizeit-۱	۲۳/۰-	۱۲/۰	۹۵/۱-	۰۵/۰
Risk it-۱	۶۲/۱	۲۱/۰	۸/۷	۰۰/۰
BM	۱۱/۰	۱۲/۰	۸۹۸/۰	۳۷/۰
Ret	۱۷/۰-	۰۲/۰	۱۴/۸-	۰۰/۰
ضریب تعیین	۴۹۰۷۴۳/۰	آماره F-		۶۳/۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۳۵۵۷۳۱/۰	سطح معنی‌داری		۰۰/۰
دوربین واتسون	۳۵۲۴۳۱/۲			

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای ارزش سهام‌داران کنترلی، تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی، ریسک شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و بازده سهام بر اثرات قیمتی سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۳۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. مقدار دوربین واتسون ۲/۳۵ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد. بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب برآورد شده توسط نرم‌افزار برای متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام برابر (۰/۹۱-) و تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام برابر (۰/۴۸) می‌باشد که نشان

می‌دهد قدر مطلق ضریب متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام بیشتر از قدر مطلق ضریب متغیر تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سرمایه‌گذاران در ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام می‌باشد؛ یعنی رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیر گذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

نتیجه‌گیری

در نهایت باتوجه به نتایج فرضیه اول پژوهش، می‌توان ادعا کرد که مؤلفه‌های تنوع سهام‌داران مشتمل بر میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار؛ میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر؛ میزان مالکیت سهام‌داران نهادی؛ میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تعادل سفارشات تأثیر معنی‌دار دارد و باتوجه به ضرایب معنی‌دار متغیرهای تنوع سهام‌داران در تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات؛ می‌توان گفت رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیر گذاری تنوع سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند. این نتایج در راستای پژوهش‌های سیکون (۲۰۰۳)؛ دهاویی (۲۰۱۵) و هافمان و پوست (۲۰۱۵) می‌باشد، هانگ و لین (۲۰۱۹) نیز در پژوهش خود نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) دارای سطح پایین‌تری از معاملات تهاجمی، نسبت به سهام‌داران حقیقی هستند، علاوه بر این، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تصمیمات هوشمندانه‌ای برای سفارش‌های خرید به کار می‌برند و زیان‌های خود را از طریق فروش سفارشات کاهش می‌دهند که با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا می‌باشد. البته این نکته نیز گفتنی است که مقایسه نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در مکان‌ها و زمان‌های مختلف، از سوی افراد مختلف، هرچند ممکن است از جنبه علمی چندان مناسب به نظر نرسد؛ اما از جنبه بیان سیر تکامل تدریجی پژوهش‌های انجام‌گرفته در حیطه موضوعی خاص، این موضوع حائز اهمیت است. نتایج فرضیه دوم پژوهش، می‌توان ادعا کرد که مؤلفه‌های تنوع سهام‌داران مشتمل بر میزان مالکیت بزرگترین سهام‌دار؛ میزان مالکیت ۵ سهام‌دار بزرگتر؛ میزان مالکیت سهام‌داران نهادی؛ میزان مالکیت سهام‌داران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره

بر اثرات قیمتی سهام تأثیر معنی‌دار دارد و باتوجه‌به ضرایب معنی‌دار متغیرهای تنوع سهام‌داران در تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام؛ می‌توان گفت رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری تنوع سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند. این نتایج در راستای نتایج پژوهش‌های هافمانن و همکاران (۲۰۱۵)، هاوی و خاریف (۲۰۱۴) و ایرن (۲۰۱۴) می‌باشد؛ رفیعی عراقی (۱۳۹۷) نیز به بررسی تأثیر نوع سرمایه‌گذاری و رفتارهای معاملاتی بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت؛ نتایج نشان داد که نوع سرمایه‌گذاری براساس مؤلفه‌های شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روان‌شناختی، لگاریتم حجم معاملات و میزان گردش مالی تعدیل‌شده بر بازده سهام، تأثیر دارد. نتایج فرضیه سوم پژوهش، می‌توان ادعا کرد ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات تأثیر معنی‌دار دارد و باتوجه‌به ضرایب معنی‌دار متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی در تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات؛ می‌توان گفت رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات را تعدیل می‌کند. کیم و همکاران (۲۰۱۸) نیز به بررسی تأثیر انواع سهام‌داران بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که سطح بالای معاملات سهام‌داران داخلی و انفرادی، درجه عدم تقارن اطلاعاتی را در کوتاه‌مدت افزایش می‌دهد، درحالی‌که سهام‌داران خارجی، میزان عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند. در ایران نیز رجیبیان (۱۳۹۶) به بررسی بررسی رابطه بین تعصبات احساسی سرمایه‌گذار و واکنش نامتقارن به حجم معاملات پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که تعصبات احساسی سرمایه‌گذار مشتمل بر خوش‌بینی، بدبینی، احساسات مثبت و احساسات منفی سرمایه‌گذار موجب واکنش نامتقارن به حجم معاملات می‌شود که در راستای نتایج پژوهش حاضر می‌باشد. نتایج فرضیه چهارم پژوهش، می‌توان ادعا کرد که ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام تأثیر معنی‌دار دارد و باتوجه‌به ضرایب معنی‌دار متغیر ارزش سهام‌داران کنترلی در تعامل رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بر اثرات قیمتی سهام؛ می‌توان گفت رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران؛ میزان تأثیرگذاری ارزش سهام‌داران کنترلی بر اثرات قیمتی سهام را تعدیل می‌کند.

در این راستا کومار و لی^۱ (۲۰۰۶) نیز نشان دادند که عدم تعادل جریان سفارش (فعالیت خرید نسبت به فعالیت فروش) یک سنجش مفید از احساسات است، این ارتباط وجود دارد؛ زیرا یک حالت خوش‌بینانه فعالیت خرید بیشتر و فروش کمتر را تشویق می‌کند، در حالی که احساس بدبینانه‌ای فروش بیشتر و خرید کمتری را تشویق می‌کند. فانساتان و همکاران^۲ (۲۰۱۲) نیز در پژوهشی ضمن شناسایی رفتار معاملاتی چهار گروه از سرمایه‌گذاران در بورس تایلند، عملکرد معاملاتی گروه‌های مذکور را بررسی کردند. آنها دریافتند اگرچه سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) در بازار تایوان از نظر زمان‌بندی معاملاتی عملکرد مطلوبی دارند، در انتخاب سهام بسیار ضعیف عمل می‌کنند. دهاوی و باچا (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود نشان دادند که واکنش بلندمدت نقدینگی بازار نامتقارن نسبت به تمایلات سرمایه‌گذار وجود دارد. در کوتاه‌مدت، نقدینگی بازار سهام به سرعت و به صورت نامتقارن نسبت به تغییرات در اعتماد به نفس کاذب واکنش نشان می‌دهد. در حالی که خوش‌بینی و بدبینی تأثیر کوتاه‌مدتی بر حجم معاملات دارند که در راستای نتایج پژوهش حاضر می‌باشد.

پیشنادهای کاربردی

نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول؛ یک راهبرد کلیدی برای سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تحلیلگران بازار سرمایه و... در مورد نقش تنوع سهام‌داران در ارزیابی عوامل معاملاتی و اثر آن بر عدم تعادل سفارشات فراهم می‌کند.

با توجه به فرضیه دوم؛ پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران با دقت بیشتری نسبت به تغییرهای مشخصه‌های سرمایه‌گذاران واکنش نشان داده و از تحلیل‌گران مالی در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کمک بگیرند. به سازمان‌های تدوین‌کننده مقررات و استانداردهای افشای اطلاعات پیشنهاد می‌شود که با تدوین استانداردهای مکمل جهت ارائه اطلاعات بیشتر در رابطه با تنوع سهام‌داران، شامل اطلاعاتی در زمینه درصد سهام در دست سهام‌داران نهادی، تمرکز مالکیت

1. Kumar and Lee

2. Phansatan et al

و...، زمینه تحلیل بهتر سرمایه‌گذاران در رابطه با پیش‌بینی اثرات قیمتی سهام را فراهم آورند. باتوجه به فرضیه سوم؛ به استفاده‌کنندگان اطلاعات از جمله مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود که در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها به ارزش سهام‌داران کنترلی نیز توجه کرده و صرفاً از مدل‌های سنتی ارزش‌گذاری استفاده نکنند و به تعبیری از مؤلفه‌های رفتاری و نقش آنها در ارزش‌گذاری سهام غافل نشوند. به علاوه باتوجه به نتایج این پژوهش که بیانگر اهمیت رفتار مبتنی بر اعتماد سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات است. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در زمان اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و قیمت‌گذاری سهام، شاخص اعتماد سهام‌داران را نیز در نظر بگیرند و هنگام تشکیل پرتفوی سهام، مؤلفه‌های مذکور را مدنظر قرار دهند. باتوجه به فرضیه چهارم؛ پیشنهاد می‌شود قبل از اینکه سرمایه‌گذار اقدام به خرید سهام بنماید، راهنمای کاملی توسط سازمان بورس اوراق بهادار و یا کارگزاران بورس به آنها ارائه شود یا تمهیداتی در نظر گرفته شود تا افراد خبره و کارشناس (تحلیل‌گران مالی) بتوانند در بورس تهران به‌طور فعال نقش راهنمایی و ارشاد سرمایه‌گذاران مبتدی در ارتباط با اثرات قیمتی سهام را برعهده گیرند و از طریق کتاب‌های درسی، رسانه‌های گروهی و... آموزش‌های وسیعی درمورد اثرات قیمتی سهام به سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص داده شود تا آنان با آشنایی کافی در زمینه‌های گفته‌شده، به سرمایه‌گذاری اقدام کنند.

محدودیت‌های تحقیق

۱. باتوجه به اینکه داده‌های مربوط به نمونه موردبررسی در این پژوهش از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران بدون توجه به صنعت در فاصله سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ انجام شده است، برای تعمیم نتایج این پژوهش به دوره‌های زمانی و صنایع دیگر و نیز به شرکت‌های غیربورسی باید با احتیاط عمل کرد.

۲. درباره این تحقیق عوامل دیگری از جمله عوامل کلان اقتصادی، سیاسی و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی وجود دارد که از دسترس محقق خارج بوده است، این عوامل می‌توانند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشند؛ لکن اثر این عوامل در این تحقیق در نظر گرفته نشده

است.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. بررسی مقایسه‌ای تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام در صنایع متفاوت (سرمایه‌بر و غیرسرمایه‌بر)؛
۲. بررسی تأثیر سطح پیچیدگی سهام‌داران بر عدم تعادل سفارشات و اثرات قیمتی سهام؛
۳. بررسی تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر نوع بازاری که شرکت در آن فعالیت می‌کند (بازار اول یا دوم)؛
۴. تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛
۵. تأثیر تنوع سهام‌داران و ارزش سهام‌داران کنترلی بر حجم معاملات غیرعادی.

منابع

- اسماعیلی کیا، غریبه؛ نجف‌نیا، سمیه و اوشنی، محمد (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی و تقلب مالی با تمرکز بر ارزیابی شناختی از تجویزهای تئوری نمایندگی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶ (۲): ۱۶۹ - ۱۹۲.
- اقبال‌نیا، محمد؛ پویان‌فر، احمد و مالکی، ملیحه (۱۳۹۴)، مدل‌سازی هم‌حرکتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد خوشه‌بندی سه‌مرحله‌ای، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۵ (۱۱): ۱۳۳ - ۱۵۸.
- رجیبیان، عاطفه (۱۳۹۶)، *بررسی رابطه بین تعصبات احساسی سرمایه‌گذار و واکنش نامتقارن به حجم معاملات*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اراک.
- رفیعی عراقی، کیمیا (۱۳۹۷)، *تأثیر نوع سرمایه‌گذاری و رفتار معاملاتی بر بازده سهام*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد نراق.
- زاغ‌کوب، آراین (۱۳۹۸)، *بررسی رابطه بین ارزش سهام‌داران کنترلی، ارزش شرکت در بلندمدت و عملکرد کوتاه‌مدت شرکت*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد ملارد.
- شریفی، سعید (۱۳۹۸)، *بررسی تأثیر ناهمگونی سرمایه‌گذاران بر گردش حساب‌های معاملاتی و رقابت نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد خمین.
- نصیری، علی (۱۳۹۵)، *بررسی تأثیر طیف رقابتی بازار بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و جریان وجه نقد آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اراک.
- Bouteska, A., & Regaieg, B. (2018). Investor characteristics and the effect of disposition bias on the Tunisian stock market. *Borsa Istanbul Review*, 18(4), 282-299.
- Bhaumik, S., Karanasos, M., & Kartsaklas, A. (2016). The informative role of trading volume in an expanding spot and futures market. *Journal of Multinational Financial Management*, 35, 24-40.
- Chung, C. Y., & Liu, C. (2017). Institutional investors and opportunistic seasoned equity offerings in the Korean stock market. *Applied Economics*, 49(5), 446-455.
- Dhaoui, A., & Bacha, S. (2017). Investor emotional biases and trading volume's asymmetric response: A non-linear ARDL approach tested in S&P500 stock market. *Cogent economics & finance*, 5(1), 1274225.

- Hung, P. H., & Lien, D. (2019). Trading aggressiveness, order execution quality, and stock price movements: Evidence from the Taiwan stock exchange. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 60, 231-251.
- Ekaputra, I. A., (2014). impact of foreign and domestic order imbalances on return and volatility-volume relation, *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 10(1).
- Kim, T., & Ha, A. (2010, August). Investor sentiment and market anomalies. In 23rd Australasian Finance and Banking Conference.
- Kim, D., Chung, C. Y., Kim, K. S., & Sul, H. K. (2019). Daily stock trading by investor type and information asymmetry: evidence from the Korean market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(1), 13-28.
- Liang, W. L. (2016). Sensitivity to investor sentiment and stock performance of open market share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 71, 75-94.
- Shi, W., Connelly, B. L., & Hoskisson, R. E. (2017). External corporate governance and financial fraud: Cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. *Strategic Management Journal*, 38(6), 1268-1286.