

بسمه تعالی



دانشگاه شهید حران اهواز

دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی

گروه مدیریت

پایان نامه برای اخذ درجه کارشناسی ارشد

موضوع:

بررسی ارتباط رشد پایدار و نمایندگی معیارهای عملکرد مالی شرکت‌ها با

قیمت و بازده سهام

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر حسنعلی سینایی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر بهمن حاجی پور

محقق:

محمد علی صدقی رودسری

پاییز ۱۳۸۸

تقدیر و تشکر

اینک که به لطف الهی پژوهش حاضر پس از چندین ماه تلاش بی وقفه به اتمام رسیده است، بر خود لازم می دانم از استاد ارجمندم جناب آقای دکتر سینایی که با کمال بردباری، اینجانب را در انجام کلیه مراحل این پژوهش راهنمایی نمودند، تشکر و قدردانی نمایم.

همچنین از استاد مشاور محترم جناب آقای دکتر بهمن حاجی پور که در همه مراحل لطف و محبت خویش را مبذول داشتند، سپاسگزاری می کنم.

از آقایان دکتر دستگیر و عبدالحسین نیسی که از هیچ کوششی برای کمک به اینجانب دریغ نکردند نهایت قدردانی را دارم.

همچنین از دوستان همکاران عزیزم و کلیه عزیزانی که ما را در انجام این کار یاری کردند، تشکر می کنم.

تقدیم بہ

ہمسرم

کہ مہربانیش

آرامش بخش لحظہ لحظہ ہای زندگی من است

و

پدر و مادرم عزیزم

کہ ہمیشہ یاور من بوده و

محببتان را از من دریغ نکردند

عنوان	صفحه
فصل اول: کلیات تحقیق	
۱-۱ مقدمه.....	۲
۲-۱ بیان مسئله.....	۳
۳-۱ ضرورت و اولویت تحقیق.....	۴
۴-۱ اهداف تحقیق.....	۵
۵-۱ چارچوب نظری تحقیق و پیشینه تحقیق.....	۶
۱-۵-۱ جنبه های متفاوت تحقیق با مطالعات قبلی.....	۱۱
۶-۱ فرضیه های تحقیق.....	۱۳
۱-۶-۱ فرضیات مرحله اول.....	۱۳
۲-۶-۱ فرضیات مرحله دوم.....	۱۳
۳-۶-۱ فرضیات حرکت آنی بازده.....	۱۴
۷-۱ قلمرو تحقیق.....	۱۵
۱-۷-۱ قلمرو زمانی.....	۱۵
۲-۷-۱ قلمرو مکانی.....	۱۵
۸-۱ تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای تحقیق.....	۱۵

فصل دوم: ادبیات موضوع

۱-۲ مقدمه.....	۱۹
۲-۲ تعاریف متغیرهای تحقیق.....	۲۰
۱-۲-۲ معیارهای عملکرد شرکت.....	۲۰
۲-۲-۲ نسبت ارزش دفتری به بازار.....	۲۱
۳-۲-۲ بتا.....	۲۲
۳-۲ نظریه های مالی.....	۲۴
۱-۳-۲ نظریه پرتفوی.....	۲۵

عنوان	صفحه
۲-۳-۲ مدل تک شاخص.....	۲۶
۲-۳-۲ مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای.....	۲۷
۲-۴ نظری های مبتنی بر روانشناسی سرمایه گذار(مالی-رفتاری).....	۲۹
۲-۴-۱ تحقیق باربریس و دیگران (۱۹۹۸).....	۳۰
۲-۴-۲ تحقیق دانیل و دیگران (۱۹۹۸).....	۳۱
۲-۴-۳ تحقیق هانگ و استین(۱۹۹۹).....	۳۲
۲-۴-۴ جمع بندی و طبقه بندی تحقیقات مبتنی بر روانشناسی.....	۳۳
۲-۵ فرض منطقی بودن سرمایه گذار.....	۳۵
۲-۵-۱ واکنش بیش از اندازه به رشد عملکرد شرکت در گذشته.....	۳۶
۲-۵-۲ واکنش بیش از اندازه به پایداری عملکرد شرکت در گذشته.....	۴۴
۲-۵-۳ ارتباط بین اثرات حرکت آنی قیمت و بازگشت قیمت در بلندمدت.....	۴۹
۲-۶ پیشینه تحقیق.....	۵۵
۲-۶-۱ واکنش کمتر از اندازه سرمایه گذار به عملکرد مالی شرکت در گذشته.....	۵۶
۲-۶-۲ واکنش بیش از اندازه سرمایه گذار به عملکرد مالی شرکت در گذشته.....	۵۹
۲-۶-۳ شواهد مخالف واکنش بیش از اندازه سرمایه گذار به عملکرد مالی شرکت در گذشته.....	۶۷

فصل سوم: روش تحقیق

۳-۱ مقدمه.....	۷۳
۳-۲ طرح تحقیق.....	۷۳
۳-۳ نوع تحقیق.....	۷۴
۳-۴ فرضیه های تحقیق.....	۷۵
۳-۴-۱ فرضیات مرحله اول.....	۷۵
۳-۴-۲ فرضیات مرحله دوم.....	۷۵
۳-۴-۳ فرضیات حرکت آنی بازده.....	۷۶
۳-۵ قلمرو تحقیق.....	۷۷
۳-۵-۱ قلمرو مکانی.....	۷۷
۳-۵-۲ قلمرو زمانی.....	۷۷
۳-۶ جامعه آماری و نمونه آماری تحقیق.....	۷۸

عنوان	صفحه
۱-۶-۳ جامعه آماری	۷۸
۲-۶-۳ نمونه آماری تحقیق و روش نمونه گیری	۷۸
۷-۳ ابزار جمع آوری داده های مورد نیاز	۷۹
۱-۷-۳ روایی ابزار گرد آوری داده ها	۷۹
۸-۳ ابزار اندازه گیری و محاسبه متغیر ها	۸۰
۹-۳ مدل ها و متغیر های تحقیق	۸۰
۱-۹-۳ مدل تحقیق	۸۰
۲-۹-۳ متغیر های وابسته	۸۱
۱-۲-۹-۳ بازده سهام	۸۱
۱-۱-۲-۹-۳ محدودیت در محاسبه بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران	۸۳
۳-۹-۳ متغیر های مستقل	۸۵
۱-۳-۹-۳ فروش	۸۶
۲-۳-۹-۳ سود	۸۶
۳-۳-۹-۳ جریان نقدی	۸۸
۴-۳-۹-۳ بازده سهام	۹۱
۵-۳-۹-۳ نسبت ارزش دفتری به بازار	۹۲
۶-۳-۹-۳ بتا	۹۲
۱۰-۳ روش آماری تجزی تحلیل داده ها	۹۳

فصل چهار: تجزیه و تحلیل داده

۱-۴ مقدمه	۹۵
۲-۴ آمار توصیفی	۹۶
۱-۲-۴ آمار توصیفی پرتفوی های رشد بر حسب هر یک از متغیر ها	۹۷
۱-۱-۲-۴ آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد فروش	۹۷
۲-۱-۲-۴ آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد سود	۹۸
۳-۱-۲-۴ آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد جریان نقدی	۹۸
۴-۱-۲-۴ آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد بازده	۹۹
۲-۲-۴ همبستگی کل متغیر های تحقیق	۹۹
۳-۴ آمار استنباطی	۱۰۰

صفحه	عنوان
۱۰۰	۱-۳-۴-آزمون فرضیات.....
۱۰۴	۱-۱-۳-۴-فرضیات مرحله اول.....
۱۰۷	۲-۱-۳-۴-فرضیات مرحله دوم.....
۱۱۲	۳-۱-۳-۴-فرضیات حرکت آنی بازار.....

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۱۱۷	۱-۵-بحث و نتیجه گیری.....
۱۲۰	۲-۵-پیشنهادات تحقیق.....
۱۲۱	۳-۵-محدودیت های تحقیق.....

منابع و مأخذ

۱۲۲	منابع فارسی.....
۱۲۳	منابع لاتین.....
۱۲۹	چکیده لاتین.....

فهرست اشکال و نگاره ها

عنوان	صفحه
شکل ۱-۲: رابطه ریسک و بازده نشاندهنده بتا.....	۲۳
نگاره ۱-۴: لیست شرکت های مورد بررسی.....	۹۶
نگاره ۲-۴: آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد فروش.....	۹۷
نگاره ۳-۴: آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد سود.....	۹۸
نگاره ۴-۴: آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد جریان نقدی.....	۹۸
نگاره ۵-۴: آمار توصیفی پرتفوی ها بر حسب رشد بازده.....	۹۹
نگاره ۶-۴: همبستگی کل متغیر های تحقیق.....	۹۹
نگاره ۷-۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر فروش.....	۱۰۴
نگاره ۸-۴: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر فروش.....	۱۰۴
نگاره ۹-۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر سود.....	۱۰۴
نگاره ۱۰-۴: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر سود.....	۱۰۵
نگاره ۱۱-۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر جریان نقدی.....	۱۰۵
نگاره ۱۲-۴: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر جریان نقدی.....	۱۰۵
نگاره ۱۳-۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر بازده.....	۱۰۶
نگاره ۱۶-۴: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر بازده.....	۱۰۶
نگاره ۱۷-۴: خلاصه خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر های عملکرد تحقیق.....	۱۰۶
جدول ۱-۴: گروه بندی نمونه آماری بر اساس متغیر های کنترل.....	۱۰۸
نگاره ۱۸-۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر فروش با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۰۹
نگاره ۱۹-۴: خروجی آزمون T استیودنت از spss بر حسب متغیر فروش با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۰۹

عنوان	صفحه
نگاره ۴-۲۰: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر سود با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۰
نگاره ۴-۲۱: خروجی آزمون T استیودنت از spss بر حسب متغیر سود با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۰
نگاره ۴-۲۲: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر جریان نقدی با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۰
نگاره ۴-۲۳: خروجی آزمون T استیودنت از spss بر حسب متغیر جریان نقدی با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۰
نگاره ۴-۲۴: آمار توصیفی بازده قبل و بعد از تشکیل پرتفوی بر حسب متغیر بازده با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۱
نگاره ۴-۲۵: خروجی آزمون T استیودنت از spss بر حسب متغیر بازده با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۱
نگاره ۴-۲۶: خلاصه خروجی خروجی آزمون T استیودنت از spss بر حسب متغیر های عملکرد تحقیق با کنترل نسبت (B/M) و بتای شرکت.....	۱۱۱
نگاره ۴-۲۷: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر فروش برای حرکت آنی بازده.....	۱۱۳
نگاره ۴-۲۸: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر سود برای حرکت آنی بازده.....	۱۱۳
نگاره ۴-۲۹: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر جریان نقدی برای حرکت آنی بازده.....	۱۱۳
نگاره ۴-۳۰: خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر بازده برای حرکت آنی بازده.....	۱۱۳
نگاره ۴-۳۱: خلاصه خروجی خروجی آزمون T استیودنت از SPSS بر حسب متغیر های عملکرد تحقیق برای حرکت آنی بازده.....	۱۱۴

فصل اول:

کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

طبق نظریه بازار کارای سرمایه، قیمت سهام منعکس کننده اطلاعات تاریخی و اطلاعات منتشر شده موجود و نشان دهنده ی ارزش ذاتی سهام است و بازده سهام را نمی توان با استفاده از اطلاعات موجود پیش بینی کرد (فاما، ۱۹۹۱). بنابراین اگر حتی شرکت کننده ای اشتباهی کند، اشتباهش مستقل از افراد دیگر است و این اشتباه ها در تعادل بازار حذف می شود (فاما، ۱۹۶۵). لی^۱ (۲۰۰۱) بیان نمود کارایی بازار یک جریان متحرک است نه یک مقصدگایی. و مکانیسم قیمت بازار فرآیندی پیوسته است که قیمت از طریق تعامل بین معامله گران تقریباً منطقی و آربیتراژگران کاملاً مطلع، به ارزش ذاتی سهام نزدیک می شود. او دریافت که برابر پنداشتن قیمت بازار و ارزش ذاتی، فرضی اشتباه و خامی است زیرا در آن صورت مکانیسم تعیین قیمت اشتباه بیان می شود. در این تحقیق ویژگی های بازار سرمایه را که اثر مهمی بر آینده می گذارد عبارتند از: (۱) تصمیم مدار، (۲) ماهیت میان رشته ای، (۳) تمرکز روی آینده.

تحقیق تصمیم مدار روی رفتار تصمیم گیرندگان متمرکز می شود. چطور سرمایه گذاران تصمیمات شان را اتخاذ می کنند؟ چه عواملی روی این تصمیمات موثر است؟ چطور آنها اطلاعات منحصر به فرد را به کار می برند؟ در بازار سرمایه، اطلاعات حسابداری نقش تعیین کننده ای بر چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاران می گذارند. ادبیات تصمیم گیری به علت محدودیت های زمانی، ظرفیت فرآیند اطلاعات و دیگر محدودیت های منابع شناختی متنوع است (هریشفر، ۲۰۰۱، مولانیتان و تالر، ۲۰۰۰، تورسکی و کانمن، ۱۹۷۴^۲). به دلیل محدودیت های

¹ Lee

² Hirshleifer [2001], Mullainathan and Thaler [2000], Teversky and Kahneman [1974].

شناختی، افراد مسائل را براساس چارچوب ذهنی خودشان طبقه بندی نموده و براساس اولویت هایشان تصمیم گیری می نمایند (تورسکی و کانمن، ۱۹۷۴).

تحقیق میان رشته ای خروجی های حسابداری را تنها فاکتور موثر بر تصمیمات اقتصادی نمی دانند. برای داشتن اثر بادوام و قابل توجه در محیط کسب و کار امروز، تحقیقات حسابداری مبتنی بر بازار سرمایه باید ماهیت میان رشته ای داشته باشد (لی، ۲۰۰۱). ضمناً توجه در آینده بر مباحث مالی رفتاری متمرکز خواهد بود (تالر، ۱۹۹۹).

لی در سال ۲۰۰۱ بیان نمود رفتار سرمایه گذاران باید نظامند باشد و نقش تحقیقات حسابداری را برای درک عوامل موثر بر احساسات سرمایه گذاران و اثرش روی مکانیسم قیمت بازار مطرح نمود.

دیدگاه تمرکز بر آینده، بیشتر به تخصیص منابع سرمایه در اقتصاد از طریق افزایش درک تصمیمات اقتصادی و عوامل موثر بر آنها توجه می کند. معمولاً تحقیقات بازار سرمایه بر ماهیت تاریخی توجه می کند. این تحقیق بر درک بازار و تاثیرش روی مکانیسم قیمت بازار می پردازد و کمک شایانی به تحقیقات حسابداری می کند.

۱-۲- بیان مسأله

در بازار کارای سرمایه جریان ورود اطلاعات با حجم بسیار زیاد جریان داشته و سرمایه گذاران به طور منطقی به اطلاعات واکنش نشان می دهند و واکنش منطقی سرمایه گذاران موجب تعدیل قیمت اوراق بهادار برای رسیدن به ارزش ذاتی می شود (فاما، ۱۹۹۸). به دلیل وجود شرایط رقابتی، دست اندرکاران بازار نمی توانند به اتکای اطلاعات گذشته و یا مهارت شخصی خود،

بازده بیشتر از بازده بازار کسب کنند. از طرفی چون اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می شود، پیش بینی روند قیمت بازار-حتی در آینده نزدیک- امکانپذیر نیست (فاما، ۱۹۹۸).

واکنش بیش از اندازه به اطلاعات در بازارهای بورس کم تر توسعه یافته و نوظهور اوراق بهادار مسئله و موضوع مورد بررسی است. از آن جایی که ویژگی های این بازارها تا حد زیادی متفاوت از بازارهای بورس توسعه یافته است، انتظار می رود موضوع واکنش بیش از اندازه در این بازارها شایع تر باشد. معاملات اندک، ضریب نقد شوندگی پایین اوراق بهادار، اطلاعات ناکافی و غیر قابل اتکاء، سرمایه گذاران خام و بی اطلاع، تحلیل گران و معامله گران غیر مطلع و غیرحرفه ای و فقدان منابع اطلاعاتی جهت تحلیل کامل اطلاعات، از ویژگی های این گونه بازارها است. از طرفی ممکن است سرمایه گذاران در بازارهای نوظهور و کم تر توسعه یافته اعتقاد بیشتری به پیش بینی های خود داشته باشند. از آن جایی که بورس اوراق بهادار تهران جزء بازارهای نوظهور محسوب می شود و از کارایی لازم برخوردار نیست، ممکن است عکس العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد یا کمتر از حد مورد انتظار باشد. بعضی از اوقات ممکن است بازار واکنش کم تری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد.

در این تحقیق، واکنش افراطی سرمایه گذاران به اطلاعاتی در مورد عملکرد شرکت و وقایعی که موجب چنین واکنش افراطی می شود، مورد بررسی قرار می گیرد. و همچنین ارتباط حرکت آنی بازار و بازگشت قیمت در بلند مدت و عوامل موثر بر انتظارات تعصبی سرمایه گذاران درباره ی جنبه های آتی شرکت بحث می شود.

۱-۳- ضرورت و اولویت تحقیق

عدم تعدیل مناسب قیمت نسبت به اطلاعات موجب می گردد، قیمت به درستی تعیین نشود و این مسئله در بلند مدت ضرر و زیان سرمایه گذاران را موجب می شود، در نتیجه در چنین بازاری اطمینان کافی وجود نخواهد داشت. زیرا سرمایه گذار اطمینان ندارد؛ قیمتی را که برای یک ورقه بهادار دریافت یا پرداخت می کند عادلانه باشد. در چنین شرایطی معمولاً برخی از سرمایه گذاران به بهای متضرر شدن برخی دیگر منتفع می شوند. واکنش سرمایه گذاران مسئله کلیدی در ایجاد بازده است، هرچه میزان این واکنش افراطی تر باشد، میزان بازده غیر عادی بیشتر است. این واکنش افراطی سرمایه گذاران موجب می شود نوسان قیمت سهام بیشتر شود، ثبات نسبی قیمت از بین برود و امنیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار کاهش یابد و در مواردی موجب خروج سرمایه گذاران از بازار گردد. اگر به ریسک که در نتیجه تغییرات بازده حاصل می شود توجه نماییم، موضوع از اهمیت بیشتری برخوردار می گردد. در چنین شرایطی تخصیص بهینه که از کارکرد های مهم بازار سرمایه است، تضعیف می گردد و رکود اقتصادی کشور را به دنبال خواهد داشت و به همین خاطر حوادثی نظیر وضعیت جاری شاخص بورس تهران و نوسانات قیمت ها و شاخص را در سال های گذشته شاهد بوده اید.

۱-۴- اهداف تحقیق

۱- بررسی ارتباط رشد معیار های مالی شرکت با توجه به انتظارات سرمایه گذاران، با بازده آنی و بازده بلند مدت سهام.

۲- بررسی ارتباط دوره های اندازه گیری معیار های عملکرد مالی با توجه به انتظارات سرمایه گذاران، با بازده آنی و بازده بلند مدت سهام.

۳- بررسی واکنش بیش اندازه سرمایه گذاران نسبت به معیار های عملکرد مالی.

۱-۵- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

ادبیات مالی در دو دهه گذشته عملکرد مالی را با متغیر هایی همچون فروش، سود، گردش وجوه و بازده های سهام می سنجد. مخصوصا تحقیقات دو واقعه ویژه را بیان می کند:

۱) حرکت آنی بازار (واکنش کمتر از حد): حرکت آنی بازار به عنوان همبستگی خودکار بازده های سهام در دوره سه تا دوازده ماهه تعریف می شود. فرضیات واکنش کمتر از حد استدلال می کند سرمایه گذاران نسبت به علائم جدید قیمت بازار واکنش یکسانی نشان نمی دهند و در نتیجه بازده سهام در کوتاه مدت افزایش یا کاهش می یابد (جگادش و تیتمن^۱، ۱۹۹۳).

۲) بازگشت قیمت در بلند مدت (واکنش بیش از اندازه): بازگشت قیمت در بلند مدت به عنوان بازگشت قیمت در دوره های بلند مدت سه تا پنج سال تعریف می شود. فرضیات واکنش بیش از اندازه بیان می کند سرمایه گذاران به عملکرد مالی، واکنش بیش از اندازه نشان می دهند و قیمت سهام شرکت هایی که عملکرد بالایی دارند، به طور استثنایی افزایش می یابد و بازده این شرکت ها در بلند مدت کاهش می یابد (دی بونت و تالر^۲، ۱۹۸۷، لاکونیشوک و شیفر و ویشنی^۳، ۱۹۹۴ و لاپورتا^۱ و دیگران، ۱۹۹۷).

¹ Jegadeesh and Titman

² DeBondt and Thaler

³ Lakonishok & Shleifer, and Vishny

اخیراً تئوری های مختلفی مبتنی بر روانشناسی برای توضیح اثرات حرکات آنی بازار و بازگشت قیمت در بلند مدت برای توضیح رفتار سرمایه گذاران به وجود آمده است (باربریس و شیفر و ویشنی^۲، ۱۹۹۸، دانیل و هریشفر و سابراه مانیام^۳، ۱۹۹۸، هانگ و استین^۴، ۱۹۹۹). این نظریه پردازان روانشناسی، رفتار سرمایه گذاران و مدل های اقتصادی را برای ایجاد یک چارچوب جایگزین که با واکنش بیش از اندازه و کمتر از اندازه مطابق باشد، ترکیب می کنند. لی در سال ۲۰۰۱ بیان نمود تئوری های نوین مدل های رفتاری منطقی تر هستند زیرا آنها هم احساسات سرمایه گذار و اصول اقتصادی را با هم در نظر می گیرد.

هر یک از مدل ها، تفسرهای متفاوتی را درباره یافته های تجربی حرکت آنی بازار و بازگشت قیمت بیان می کنند. عموماً این تفاسیر به دو گروه تقسیم می شوند. باربریس و دیگران در سال ۱۹۹۸ و هانگ و استین در سال ۱۹۹۹ این دو پدیده را مستقل و مجزا می دانند. آنها حرکت آنی بازار را به عنوان واکنش کمتر از اندازه و بازگشت بازده در بلند مدت را به عنوان پاسخگویی به واکنش بیش از اندازه تعریف نموده اند. برای نشان دادن حرکت آنی بازار و بازگشت بازده در مدل هانگ و استین اثر انتشار اطلاعات بر روی سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفت و در مدل باربریس، تعصبات سیستماتیک سرمایه گذاران در پیش بینی سود آتی از طریق الگوهای تغییرات سود مورد مطالعه قرار گرفت. از سوی دیگر دانیل و دیگران در سال ۱۹۹۸ اثرات حرکت

¹ La Porta

² Barberis & Shleifer & Vishny

³ Daniel & Hirshleifer and Subrahmanyam

⁴ Hong and Stein

آنی بازار و بازگشت قیمت را دو پدیده یکپارچه در چرخه واکنش بیش از اندازه بازار توصیف نموده اند که سرانجام موجب سودآوری آنی و بازگشت بازده در بلند مدت می شود. تحقیقات قبلی رفتار کمتر و بیشتر از اندازه بازار را دو پدیده مستقل و متفاوت بررسی می کند، در حالیکه این تحقیق یافته هایی، از یکپارچگی دو پدیده بدست آورده است. لی و سومیناتان^۱ در سال ۲۰۰۰ و جگادش و تیتمن در سال ۲۰۰۱ حرکت آنی بازار را در دوره ۱۲ ماهه بررسی نمودند. برای مثال لی و سومیناتان تعامل بین حجم مبادلات و بازده سهام گذشته و اثرش را روی سودآوری استراتژی آنی بررسی کردند. آنها بیان نمودند؛ سود آنی گزارش شده جگادش و تیتمن بوسیله بازگشت بازده در بلندمدت تعدیل می شود. این یافته به خاطر رد فرضیه رایج حرکت آنی قیمت (واکنش کمتر از اندازه بازار) مورد توجه قرار گرفته است. با توجه به شواهد موجود بهتر است حداقل قسمتی از سود آنی به عنوان واکنش بیش از اندازه توصیف شود. از سوی دیگر گرین بات و ماسکوویتز^۲ در سال ۲۰۰۴ ارتباط حرکت آنی بازار و بازگشت قیمت در بلند مدت را مطرح نمودند. که تاثیر متغیرهای بسیاری را بر این رابطه مورد مطالعه قرار دادند. آیا واکنش بیش از اندازه و کمتر از اندازه به طور مستقل (اعتقاد عمومی) استنتاج می شوند یا هر دو محصول واکنش افراطی هستند؟ شواهد ثبت شده در ادبیات مالی، تعصبات سیستماتیک در مورد بخشی از شرکت کنندگان بازار را مطرح می کند که بدون تحمل ریسک زیادی سودهای معاملاتی فراوانی را بدست می آورند. نظریه ای که رفتار قیمت ها و بازده ها را بر طبق معیارهای عملکرد گذشته پیش بینی می کند با نظریه بازار کارا مطابق نیست. فاما در سال ۱۹۹۸ براساس شواهد تجربی واکنش بیش از اندازه و کمتر از حد را تصادفی خواند که بوسیله تئوری بازار کارا

¹ Swaminathan

² Grinblatt and Moskowitz

قابل پیش بینی است. او ادعا نمود هنگامی اثرات اندازه شرکت و ارزش دفتری به بازار را حساب کنیم براساس نظریه بازار کارا در بلند مدت بازده سهام پیش بینی شده به سمت صفر میل می کند. فاما و فرنچ^۱ در سال ۱۹۹۶، یافته های دی بونت و تالر در سال ۱۹۸۵ و لاکونیشوک و همکاران در سال ۱۹۹۴ را با مدل های چند عاملی توصیف نمودند. مطالعات تجربی بیان می کند بازده پرتفلیو براساس معیار های قیمت ذاتی را می توان به فاکتور های ریسک یا قیمتگذاری اشتباه بازار که تعبیرات متفاوتی را پس از کنترل ریسک بالقوه پیشنهاد می کنند، نسبت داد (علی و دیگران^۲، ۲۰۰۳، لاپورتا، لاکونیشوک و شیفر و ویشنی، ۱۹۹۷). این مطالعات برای یافتن بازده های آتی روی اعلان عایدات آتی متمرکز می شوند. این شواهد با قیمتگذاری اشتباه بازار که متعاقبا خودش را با اطلاعات عایدات اصلاح می کند، سازگار است.

مطالعات تجربی در ادبیات مالی و حسابداری به بررسی ارتباط بین معیار های عملکرد و بازده سهام می پردازد. لاکونیشوک و لاپورتا برای اندازه گیری عملکرد متغیر های رشد بلند مدت فروش، سود و گردش وجوه را بررسی نمودند. دی بونت و تالر علاوه بر این فاکتورها، بازده سهام را نیز مورد بررسی قرار داد.

کینز نخستین فردی بود که در سال ۱۹۳۶ از طریق بررسی نوسان های روزانه سود سرمایه گذاری ها، واکنش بیش از حد سرمایه گذاران را در بازارهای سهام مشاهده کرد. سپس موضوع واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران، توسط دی بونت و تالر در سال ۱۹۸۵ در بورس اوراق بهادار نیویورک، مورد بررسی قرار گرفت. و نتایج کار آن ها در یکی از پرنفوذترین و بحث برانگیزترین مقالات درباره واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران منتشر شد. آن ها به عنوان

¹ Fama and French

² Ali, Hwang, and Trombley

طراحان «فرضیه واکنش بیش از اندازه» معرفی شده و مطرح کردند که اگر قیمت سهام به طور سیستماتیک از حد خارج شود؛ برگشت آن فقط با استفاده از داده های مربوط به بازده سهام در گذشته (و بدون استفاده از داده های حسابداری مثل سود) باید قابل پیشگویی باشد. طبق شواهد به دست آمده توسط این دو محقق، فرضیه واکنش بیش از اندازه تایید شد.

معصومه نادری در سال ۱۳۸۵ در تحقیق خود بیان نمود گاهی اوقات رفتار سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات جدید عقلایی نمی باشد نتیجه تحقیق حاکی از این است که سرمایه گذاران در کوتاه مدت نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق واکنش بیش از حد یا کمتر از حدی نداشتند و واکنش آنها به اطلاعات با تاخیر همراه بوده است. این تحقیق بیشتر بر جنبه رفتاری واکنش سرمایه گذاران شامل: نگرش، ادراک، درک ریسک، اعتماد بیش از حد، زیان گریزی، اثر هاله ای، توهم در مورد صحت و سقم پدیده ها، نقش احساسات و غیره توجه نموده است.

نیکبخت و مرادی در سال ۱۳۸۴ در تحقیق خود دریافتند که میانگین بازده غیرعادی (مازاد) انباشته پرتفوی برنده در دوره آزمون کم تر از میانگین بازده غیر عادی انباشته در دوره تشکیل پرتفوی بوده است. هم چنین میانگین بازده غیرعادی (مازاد) انباشته پرتفوی بازنده در دوره آزمون بیشتر از میانگین بازده غیر عادی انباشته در دوره تشکیل پرتفوی بوده است. آنها سپس بیان کردند سرمایه گذاران سهامی را که در گذشته زیانده بوده است خریداری کنند و سهامی را که در گذشته سود آور بوده است بفروشند، خواهند توانست سود بیشتری نسبت به کل بازار کسب کنند. براساس نتایج این تحقیق می توان با به کارگیری راهبرد سرمایه گذاری (معاملاتی) معکوس، بازده اوراق بهادار را افزایش داد.

۱-۵-۱- جنبه های متفاوت تحقیق با مطالعات قبلی

۱- این تحقیق همچون مطالعه چان^۱ و همکارانش در سال ۲۰۰۴، اثر رشد یا پایداری رشد معیار های مالی را بر انتظارات سرمایه گذارن بررسی می کند. دوره زمانی مطالعه چان سه سال بود در حالی که این تحقیق از دوره بلند مدت تری (۵ سال) برای ارتباط بین الگو های رشد معیار های مالی و بازده سهام استفاده کرده است. لی و سومییناتان در سال ۲۰۰۰ استدلال نمود که استفاده از دوره های کمتر از پنج سال برای ثبت پویایی حرکت آنی قیمت و بازگشت قیمت در بلند مدت ناموفق بوده است.

۲- لاکونیشوک و لاپورتا نشان دادند ارزش معیار های ارزیابی بوسیله قیمت سهام در حال کاهش است به عنوان مثال نرخ سود به قیمت و نقدینگی به قیمت قدرت پیش بینی بازده سهام را دارد ولی تعیین اینکه آیا افزایش این نرخ های مالی به علت معیار های مالی (سود و گردش وجوه و...) در صودت کسر یا قیمت بازار در مخرج است، مشکل می باشد. این تحقیق این آشفتگی را رفع نموده و روی اثر نهایی رشد معیار های اساسی بر بازده سهام تمرکز می کند.

۳- لاکونیشوک و لاپورتا برای اندازه گیری گردش نقدینگی، سود ها را به استهلاک اضافه نمودند. دسای و راجگوپال و ونکاتاجالام^۲ در سال ۲۰۰۴، استهلاک را فقط یک ذخیره حسابداری که روی جریان وجوه موثر است، در نظر گرفتند ولی در این تحقیق برای محاسبه جریان وجوه از از روش سود قبل از موارد غیر مترقبه به اضافه هزینه استهلاک دارایی مشهود استفاده شده است.

¹ Chan

² Desai, Rajgopal and Venkatachalam