



مقاله پژوهشی

اثر معاملات اشخاص حقیقی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران^۱

محمد مهدی بحر العلوم^۲، مسلم پیمانی فروشانی^۳، محمد مهدی رضایوسی^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۷/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۱۷

چکیده

بازارهای مالی از عوامل متعددی تاثیر می‌پذیرند که یکی از آن‌ها سرمایه‌گذاران هستند. باتوجه به روند اخیر ورود و اثرگذاری سرمایه‌گذاران حقیقی بر بازار سرمایه، پرداختن به آثار ناشی از رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی در ابعاد مختلف از جمله حجم معاملات، بیش از پیش اهمیت یافته است. در این راستا، در پژوهش حاضر به بررسی اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در بازه زمانی سال ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ پرداخته می‌شود. لذا با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای و آزمون علیت گرنجر مشخص شد که معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت اثر مثبت و معنی‌داری دارند. نتیجه دیگر حاکی از آن است که اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت در شرکت‌های خوب (بازده دارایی‌های بالاتر از میانه) نسبت به شرکت‌های بد قوی‌تر است؛ بدین معنی که معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق بهبود محتوای اطلاعاتی قیمت، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذار حقیقی، ارزش شرکت، شکاف قیمت، حجم معاملات.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G14

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2022.35363.2518

۲. استادیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

E-mail: m.bahrololoum@atu.ac.ir

۳. استادیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

E-mail: m.peymani@atu.ac.ir

۴. کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

E-mail: m.rezavaisi@atu.ac.ir

مقدمه

بازارهای مالی از پارامترهای کلان اقتصادی و بسیاری از متغیرهای دیگر تأثیر می‌پذیرد، از طرفی متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازار سرمایه و ناشناخته بودن آن موجب عدم اطمینان در زمینه سرمایه‌گذاری می‌شود (نبی‌خانی، ۱۳۹۲). با افزایش حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی دغدغه پرداختن به معاملات و رفتارهای سرمایه‌گذاران حقیقی و همچنین اثرات معاملات این نوع سرمایه‌گذاران بیشتر از گذشته به کانون توجه پژوهشگران تبدیل شده است. عمده پژوهش‌هایی که تاکنون انجام گرفته است، نقش سرمایه‌گذاران حقیقی را از بعد رفتاری بررسی نموده‌اند. برخی از پژوهشگران طی مطالعاتی ثابت کرده‌اند که سرمایه‌گذاران حقیقی همیشه در بازارهای مالی عقلایی معامله نمی‌کنند. در مقایسه با سایر گروه‌های سرمایه‌گذاری، کمبود اطلاعاتی و یا تعصبات رفتاری در ایجاد تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری‌هایشان وجود دارد (دارابی، ۱۳۹۴). اما در طرف مقابل، مطالعاتی به عقلانیت جمعی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار و به آگاهی‌بخشی (محتوای اطلاعاتی) معاملات افراد حقیقی اشاره می‌کند که در ادامه به بررسی آن پرداخته می‌شود.

اگر محتوای اطلاعاتی قیمت‌ها بالاتر باشد، منابع شرکت ممکن است به طور کارآتری جمع‌آوری شده و شرکت را به سوی ارزش بیشتر سوق دهد. در مباحث مالی-رفتاری یکی از سئوالات مورد علاقه محققین، چگونگی بیان رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و تأثیر رفتار آن‌ها بر ریسک و بازده سهام می‌باشد (کارنیل^۱ و همکاران، ۲۰۰۸). در ایران با توجه به رشد روز افزون سهم سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه، تاکنون پژوهشی در این رابطه صورت نگرفته است (خانی و همکاران، ۲۰۱۲).

مسئله مورد بررسی پژوهش حاضر، نقش سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران و پاسخ به این سؤال است که این‌گونه سرمایه‌گذاران برای بازار اخلاص‌گر بوده و با معاملات خود نهایتاً ارزش شرکت‌های موجود در بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهند و یا اینکه با معاملات خود محتوای اطلاعاتی سهام را بالا برده و باعث افزایش نقدشوندگی می‌شوند که در نهایت، بازده مورد انتظار سهام‌داران را پایین آورده و ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهند.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

کومار^۲ و لی^۳ (۲۰۰۶) طی پژوهشی ثابت کردند که سرمایه‌گذاران حقیقی برخلاف سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی)، به علت عدم دسترسی مستقیم به اطلاعات، اغلب به عنوان معامله‌گران شایعه‌پذیر (شایعه‌پسند) یا اخلاص‌گر شناخته می‌شوند و به صورت غیرمنطقی و براساس شایعات در بازار معامله می‌کنند.

1. Carnil
2. Kumar
3. Lee

بلک^۱ (۱۹۸۶)، لوین و همکاران^۲ (۲۰۰۱) معتقدند سرمایه‌گذاران حقیقی به صورت گروهی، از یک قاعده سرانگشتی با روندها با امواجی از احساسات پیروی می‌کنند. برخی از محققین نیز معتقدند این افراد، جهت سرمایه‌گذاری و خرید و فروش اوراق، به جای بکارگیری پرتفوی بازار، از پی‌جویی و پژوهش‌های شخصی خود، استفاده می‌نمایند (دلانگ^۳ و همکاران، ۱۹۹۰). تهرانی و همکاران (۱۳۸۴) در پژوهش خود و با ابزار پرسشنامه به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران حقیقی در ایران نیز به شدت تحت تأثیر شایعات و اخبار تأیید نشده و همچنین، جو بازار قرار دارند.

بلک (۱۹۸۶) معتقد است سرمایه‌گذاران حقیقی بواسطه اینکه به اطلاعات درون‌سازمانی دسترسی ندارند، براساس شایعه عمل می‌کنند. به طور کلی، معاملاتی که با تغییرات بنیادی، همبستگی نداشته باشد را معاملات اختلال‌زا می‌گویند. این معاملات موجب انحراف قیمت دارایی از ارزش‌های بنیادی، تحت سوگیری‌های اتکاء و تعدیل، ابهام‌گریزی، شکل‌دهی و اثر وضعی تحت تأثیر موقعیت‌هایی که سرمایه‌گذاران هستند، قرار می‌گیرند. سایر سوگیری‌های شناختی، تحت تأثیر رفتار شخصی افراد بروز می‌کنند. در سوگیری‌های اعتماد بیش از حد، توهم کنترل، ابهام‌گریزی، حسابداری ذهنی، تأییدگرایی و رویدادهای اخیر، سرمایه‌گذاران در پرتفوی خود تنوع بخشی لازم را ایجاد نکرده‌اند. در نتیجه، متحمل ریسک بالا شده و بازدهی پائینی کسب خواهند نمود. نتیجه این سوگیری، اعتماد بیش از حد در سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند. سوگیری‌های عاطفی یا احساسی ریشه در ترجیحات فردی داشته و نتیجه آن ترس سرمایه‌گذاران در فروش اوراق بهادار است (بابا جانی و همکاران، ۱۳۹۶). بنابراین رفتارهای افراد از اصول عقلانیت محض تبعیت نمی‌کند و در اغلب موارد، بر مبنای میانبرهای ابتکاری یا شهودی است که موجب ارایه تئوری چشم‌انداز توسط کانمن^۴ و تورسکی^۵ (۱۹۷۶) گردید.

کنیل^۶ و همکاران (۲۰۱۲) طی پژوهشی بیان داشتند انجام معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی، به واسطه داشتن اطلاعات ارزشمند خصوصی سهام، منجر به آگاهی بخشی (اطلاع‌رسانی) قیمت سهام خواهد شد. ونگ^۷ و ژنگ^۸ (۲۰۱۵) طی پژوهشی نشان دادند محتوای اطلاعاتی قیمت بالاتر ممکن است شرکت را قادر سازد که منابع را به طور کارآتر جمع‌آوری کند، تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر و طراحی کارآتر در قرارداد جبرانی مدیریتی داشته باشد (کارایی تخصیصی). همچنین، در پژوهشی دیگر به این نتیجه رسیدند معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد. نقدشوندگی بالاتر باعث کاهش بازده مورد انتظار می‌شود و به تبع، موجب ارزشمندی قیمت جاری سهام خواهد شد. همه نتایج مذکور در نهایت شرکت را به سمت ارزش بیشتر سوق می‌دهند.

1. Black
2. Levin et al
3. Delang
4. Kanman
5. Torsky
6. Kenil
7. Wang
8. Zhang

افزون بر این، افزایش محتوای اطلاعاتی قیمت به واسطه معاملات اشخاص حقیقی می‌بایست عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش، نقدشوندگی سهام را افزایش و شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش را کاهش دهد. به علاوه، با افزایش نرخ گردش سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش و بازده سهام افزایش می‌یابد (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۲).

وَنگ در سال ۲۰۱۵ به بررسی اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت در بورس نیویورک پرداختند و نتیجه آن اثر مثبت و معنی‌دار معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق بهبود محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بر ارزش شرکت بود.

دا و همکاران^۱ (۲۰۱۱) پژوهشی در خصوص تولید اطلاعات بیشتر در بازارهای مالی در مورد شرکت‌های خوب (با بازده دارایی‌های بالاتر از میانه) نسبت به شرکت‌های بد (با بازده دارایی‌های پایین‌تر از میانه) ارائه داده است که بدین ترتیب، احتمال بیشتری دارد که سرمایه‌گذاران حقیقی اطلاعات خصوصی در مورد شرکت‌های خوب را داشته باشند، لذا به واسطه اینکه معاملات را با استفاده از این اطلاعات انجام می‌دهند، معاملات آنها اثری قوی‌تر بر ارزش شرکت‌های خوب خواهد داشت.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی:

شرکت‌هایی که سهام آن‌ها بیشتر توسط سرمایه‌گذاران حقیقی معامله می‌شوند، ارزش بیشتری دارد.

فرضیه فرعی:

اثر مستقیم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت در شرکت‌های خوب نسبت به شرکت‌های بد، قوی‌تر است.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه، از نوع کاربردی است. جامعه آماری پژوهش حاضر، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۸ می‌باشد. در این پژوهش، برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک جهت نیل به یک نمونه همگن استفاده می‌شود. بدین منظور کلیه شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر می‌باشند، به عنوان نمونه انتخاب شده و مابقی حذف می‌گردند.

۱. سهام آنها در تابلوی اصلی و فرعی مورد معامله قرار گرفته باشد.
۲. طی سال‌های مورد بررسی در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده‌اند، به طوری که از لحاظ حجم معاملات طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ نماد معاملاتی آن‌ها به مدت طولانی متوقف (۲ ماه) نشده است.
۳. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، لیزینگ، بیمه‌ها و مؤسسات مالی نباشد.

۴. داده‌های آنها از لحاظ حجم معاملات حقیقی و نهادی و قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش موجود باشد.

۵. در طول دوره پژوهش، تغییر دوره مالی نداشته باشند. دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.

متغیرهای مورد استفاده در پژوهش عبارتند از:

- ارزش دفتری به ارزش بازار ($MB_{i,t}$)
- لگاریتم طبیعی نسبت حجم کل معاملات به سهام در دست سهامداران در یک دوره مالی ($TO_{i,t}$)
- نسبت شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش به نقطه متوسط قیمت پیشنهادی خرید و فروش ($SP_{i,t}$)
- بازده سهام ($R_{i,t}$)
- نسبت سود خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$)
- نسبت مخارج سرمایه‌ای به ارزش دفتری دارایی‌ها ($CAPEX_{i,t}$)
- لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها ($TA_{i,t}$)
- نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری دارایی‌ها ($Lev_{i,t}$)
- انحراف معیار باقیمانده فاما-فرنج ۳ عاملی ($IV_{i,t}$)
- کسری از سهام نگهداری شده توسط موسسات در گزارشات پایان دوره مالی قبل ($IO_{i,t}$)
- نرخ رشد سود هر سهم ($EPS_{i,t}$)
- سود تقسیمی ($Div_{i,t}$)
- متغیر مجازی ($FB_{i,t}$) برای شرکت‌های بورسی، ۱ و برای شرکت‌های فرابورسی، ۰
- نسبت حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به کل حجم معاملات در یک دوره مالی ($IndV_{i,t}$)
- لگاریتم طبیعی نسبت حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به سهام در دست سهامداران در یک دوره مالی ($IndT_{i,t}$)

داده‌ها و اطلاعات مربوط به این پژوهش به دو دسته تقسیم می‌گردند؛ دسته اول، اطلاعات مربوط به ادبیات موضوعی و پژوهش‌های انجام شده در این حوزه و دسته دوم، اطلاعات مربوط آزمون فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش. برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش نیز، از روش مطالعات کتابخانه‌ای بهره برده شده است. به علاوه، اطلاعات مربوط به آزمون فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش از طریق بانک اطلاعاتی در دسترس مدیریت فناوری اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار و کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده است. این پژوهش، به دنبال یافتن تأثیر متغیر معامله سرمایه‌گذاران حقیقی و متغیر ارزش شرکت است. بنابراین، از روش رگرسیونی حداقل مربعات دو مرحله‌ای^۱ استفاده می‌شود. به منظور آزمون فرضیات مدل

1. Two-stage least squares

به کمک آمار استنباطی (رگرسیون) و همچنین، برای آزمون‌های تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی پژوهش از نرم‌افزار ایویوز^۱ استفاده خواهد شد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

همانطور که در جدول ۱ مشخص شده اطلاعات توصیفی در خصوص متغیرهای پژوهش از حیث معیارهای مرکزی و پراکندگی، محاسبه گردیده است.

جدول ۱: آمار توصیفی

میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	
۴/۵۷	۲/۳۲	۸/۹۳	۰/۲۷	۳/۷۷	۱/۲۴	۱/۲۹	MB
۲/۶۹	۲/۷۲	۸/۱۶	-۰/۸۶	۱/۳۰	۰/۳۱	۰/۷۸	TO
-۰/۰۳	۰/۰۴	۱/۵۰	-۲/۰۸	۰/۳۴	-۰/۴۹	۰/۱۷	BAS
۵۶/۸۴	۱۷/۱۳	۸۵/۹۴	-۶۵/۸۰	۳/۵۱	۱/۹۷	۱/۱۵	R
۱/۱۸	-۰/۰۹	۰/۹۶	-۱/۲۴	۲/۵۲	۱/۸۸	۱/۵۷	ROA
۳۸۲۶۲۲	۳۴۳۳۴	۱۸۴۷۴۹۱	-۵۹۵۹۵۳۳	۱/۰۶	۰/۴۰	۱/۷۱	CAPEX
۶/۱۴	۶/۰۷	۸/۲۸	۴/۵۵	۰/۷۲	۰/۴۸	۰/۴۸	TA
-۰/۵۹	۰/۶۰	۱/۰۲	۰/۰۱	۰/۱۹	-۰/۴۳	۰/۶۹	LEV
-۰/۱۵	۰/۱۳	۰/۸۹	۰	۰/۰۹	۱/۲۵	۱/۵۰	IV
-۰/۸۴	۰/۸۷	۰/۹۹	۰/۵۳	۰/۱۰	-۰/۷۸	۱/۰۹	IO
-۰/۵۵	-۰/۱۰	۲۶۸/۴۲	-۲۶۹/۸۵	۳/۴۲	۰/۱۸	۱/۰۶	EPS
۰/۹۷	۱	۱	۰	۰/۱۴	-۱/۸۴	۰/۸۳	DIV
۰/۰۹	۰	۱	۰	۰/۲۸	۰/۸۳	۱/۰۶	FB

منبع: یافته‌های پژوهش

قبل از مدل‌سازی پژوهش، برای جلوگیری از برآورد رگرسیون‌های کاذب، مانایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور از آزمون ایم، شین و پسران^۲ استفاده شده است. با استفاده از آزمون‌های صورت گرفته، این موضوع که آیا سری‌های زمانی مورد استفاده فرآیندی مانا (با مرتبه انباشتگی صفر) و یا واگرا (با مرتبه انباشتگی غیر صفر) دارند، بررسی شده است. برای این منظور آزمون ریشه واحد بر روی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته و نتایج آن در جدول ۲ منعکس شده است. آزمون ریشه واحد در حالت وجود عرض از مبدا و روند انجام شده است. نتایج نشان‌دهنده این است که تمامی متغیرهای پژوهش به دلیل این‌که دارای مقدار سطح خطای کمتر از ۰.۰۵ است، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را رد کرده و این متغیرها در سطح مانا هستند.

1. EViews

2. IPS

جدول ۲: آزمون‌های ریشه واحد ایم، شین و پسران

متغیر	آماره آزمون	سطح معنی داری
MB	-۳۶/۸۴	۰/۰۰
TO	-۲۷/۸۶	۰/۰۰
SP	۰/۷۲	۰,۰۰۳
R	-۱۵/۸۳	۰/۰۰
ROA	-۱۴۲/۶۵	۰/۰۰
CAPEX	-۷/۷۴	۰/۰۰
Lev	-۲۰/۰۶	۰/۰۰
IV	-۲۲/۱۶	۰/۰۰
IO	-۱/۴۲	۰,۰۲۳
EPS	-۱۹/۴۲	۰/۰۰
IndV	-۱۹/۹۲	۰/۰۰
IndT	-۱۰/۳۸	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با استفاده از آزمون هم‌انباشتگی صحت وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای پژوهش بررسی شده و نتایج آن در جدول ۳ نمایش داده شده است.

جدول ۳: نتایج آزمون هم‌انباشتگی پانلی

آماره‌ها	با روند زمانی	بدون روند زمانی
آماره-۷ پانلی	۰/۸۵	۱/۰۰
آماره-ρ پانلی	۰/۰۰	۰/۰۱
آماره-PP پانلی	۰/۰۰	۰/۰۰
آماره-ADF پانلی	۰/۰۲	۰/۰۲
آماره ρ گروهی	۰/۸۵	۰/۹۸
آماره PP گروهی	۰/۰۰	۰/۰۰
آماره ADF گروهی	۰/۰۰	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۳ مشخص است، اکثر مقادیر سطح خطای گزارش شده برای آماره‌های پدرونی برای دو حالت مورد نظر، کمتر از ۵ درصد یا ۰/۰۵ هستند و فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود رابطه بلندمدت و هم‌انباشتگی بین متغیرها رد می‌شود. بنابراین، می‌توان بیان کرد که رابطه بلندمدت بین متغیرهای ذکر شده وجود دارد. به منظور بررسی رابطه بین معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و ارزش شرکت‌ها ابتدا ساده‌ترین حالت در نظر گرفته می‌شود. در حالتی که عرض از مبدأها و ضرایب بین مقاطع و دوره‌ها یکسان باشد و منتهی جملات خطا در طول دوره‌ها و بین خطاها متفاوت باشند، لذا ساده‌ترین رهیافت این است که با روش حداقل مربعات معمولی^۱ قابل تخمین است. نکته مهم و شاید مهم‌ترین نقطه ضعف این مدل این است که ثابت در نظر گرفتن ضرایب محدودیت بالایی است و ممکن است به خطای تصریح مدل منجر شود، یعنی نتوان اثر واقعی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را تخمین زد لذا این پژوهش به دنبال آن است که طبیعت مقاطع را نیز دخالت دهد. اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، از روش داده‌های پانلی استفاده شده است. نتایج برآورد در جدول شماره ۷ نمایش داده شده است.

به منظور آزمون فرضیه اول برای "ارزش شرکت" سنجه‌ای به نام ارزش بازار به ارزش دفتری سهام در نظر گرفته شده است و "معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی" با ۳ سنجه؛ لگاریتم طبیعی نسبت حجم معاملات سرمایه‌گذار حقیقی، لگاریتم طبیعی حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و لگاریتم گردش کل معاملات اندازه‌گیری شده است. ضمن اینکه متغیرهای مربوط به بازار و شرکت از قبیل: شکاف قیمتی، بازده سهام، بازده دارایی‌ها، مخارج سرمایه‌ای، بدهی بلندمدت، نوسانات ویژه، مالکیت نهادی، مجازی سود تقسیمی، رشد سود هر سهم به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده‌اند. ابتدا اثرات معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت (متغیر ارزش شرکت) بررسی شده است. بدین ترتیب که در مدل ۱، رگرسیون ارزش شرکت تنها بر روی متغیرهای کنترل بدون در نظر گرفتن معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی انجام شده است و متغیرهای کنترل متغیرهای مستقلی در نظر گرفته شده‌اند که بر متغیر وابسته ارزش شرکت تأثیر گذار خواهند بود.

جدول ۴: آزمون اف-لیمر

مدل رگرسیونی	آماره اف-لیمر	احتمال آماره	نتیجه
مدل ۱	۲/۶۶	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۲	۲/۶۵	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۳	۲/۶۹	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۴	۲/۶۴	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۵	۲/۸۰	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۶	۲/۷۲	۰/۰۰	پانل دیتا
مدل ۷	۲/۷۲	۰/۰۰	پانل دیتا

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۵: آزمون هاسمن

مدل رگرسیونی	آماره هاسمن	احتمال آماره	نتیجه
مدل ۱	۲۴۰/۴۴	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۲	۲۴۲/۸۷	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۳	۲۴۶/۶۵	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۴	۲۴۲/۰۹	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۵	۲۵۵/۲۰	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۶	۲۴۸/۷۰	۰/۰۰	اثرات ثابت
مدل ۷	۲۴۸/۷۰	۰/۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۶: آزمون ناهمسانی واریانس

مدل رگرسیونی	آماره بروش‌یاگان	احتمال آماره	نتیجه
مدل ۱	۰/۹۴	۰/۵۰	همسانی واریانس
مدل ۲	۱/۲۳	۰/۲۵	همسانی واریانس
مدل ۳	۱/۲۵	۰/۲۳	همسانی واریانس
مدل ۴	۱/۱۶	۰/۳۰	همسانی واریانس
مدل ۵	۱/۲۷	۰/۲۱	همسانی واریانس
مدل ۶	۱/۱۶	۰/۲۹	همسانی واریانس
مدل ۷	۱/۲۱	۰/۲۶	همسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۷: آزمون فرضیه اصلی

متغیر	مدل ۱		مدل ۲		مدل ۳		ت	احتمال
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t		
TO	۲۹/۰۴	۰/۹۳	۲۰/۶۳	۰/۴۲	-۲۱۳/۱۷	-۱/۸۵	-۱/۰۶	۰/۰۶
BAS	-۴۸/۳۳	-۰/۸۷	-۶۲/۷۵	-۰/۶۶	-۵۹/۶۱	-۱/۰۸	-۱/۲۷	۰/۲۷
R	۰/۰۸	۰/۵۲	۰/۰۸	۱/۱۳	۰/۰۷	۰/۴۲	۰/۶۶	۰/۶۶
ROA	۱۹/۶۶	۹/۷۶	۱۹/۵۹	۰/۵۰	۱۹/۵۳	۹/۷۴	۰/۰۰	۰/۰۰
CAPEX	-۰/۰۰	-۹/۰۵	-۰/۰۰	۹/۷۵	-۰/۰۰	-۹/۱۵	۰/۰۰	۰/۰۰
TA	-۲۲۳/۱۴	-۵/۰۴	-۲۲۲/۷۷	-۹/۱۴	-۲۲۴/۳۸	-۵/۰۹	۰/۰۰	۰/۰۰
LEV	۴۵۰/۰۳	۲/۹۰	۴۴۶/۸۳	-۵/۰۴	۴۴۸/۵۴	۲/۹۰	۰/۰۰	۰/۰۰
IV	-۰/۷۴	-۰/۰۰	۲۳/۷۸	۲/۸۸	۷/۰۴	۰/۰۳	۰/۹۷	۰/۹۷
IO	۳۴۴/۷۷	۱/۷۳	۳۰۲/۰۲	۰/۱۰	۲۹۶/۹۶	۱/۴۹	۰/۱۳	۰/۱۳
EPS	۰/۳۹	۰/۳۹	۰/۳۴	۱/۵۱	۰/۳۴	۰/۳۴	۰/۷۳	۰/۷۳
DIV	۲۱/۳۰	۰/۱۳	۱۷/۷۵	۰/۳۴	۲۱/۸۱	۰/۱۴	۰/۸۸	۰/۸۸
FB	-۲۴/۹۰	-۰/۳۲	-۲۴/۸۹	۱/۹۰	۱۸۰/۱۷	۰/۱۸	۰/۰۵	۰/۰۵
INDV			۲۳۳/۳۹	۰/۱۱				
INDT					۲۳۷/۱۸	۲/۱۹	۰/۰۳	۰/۰۳
C	۷۹۴/۲۹	۰/۰۳	۶۸۵/۶۹	-۰/۳۲	۹۴۳/۳۰	۲/۳۴	۰/۰۱	۰/۰۱
R ²	۰/۵۶		۰/۵۶		۰/۵۷			
DW	۱/۶۹		۱/۷۲		۱/۷۲			
F	۴/۵۴	۰/۰۰	۴/۵۶	۰/۰۰	۴/۴۳	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

براساس نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که ضریب متغیرهای بازده دارایی‌ها، اهرم، مجموع دارایی‌ها، مخارج سرمایه‌ای و گردش معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار بوده است. بنابراین، تنها تأثیر این سه متغیر کنترلی بر ارزش شرکت معنی‌دار است. در ادامه، در مدل ۲ متغیر حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به عنوان سنج معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و متغیر مستقل در مدل وارد شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، در مدل برآورد شده ضریب نسبت حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به کل حجم معاملات در یک دوره مالی در سطح خطای ۵ درصد مثبت و معنی‌دار بوده است و این متغیر تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت‌ها داشته است.

در مدل ۳، متغیر گردش معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به عنوان سنج معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و متغیر مستقل در مدل وارد شده است و مشاهده می‌شود ضریب نسبت حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی به سهام در دست سهام‌داران در یک دوره مالی، در سطح خطای ۵ درصد مثبت و معنی‌دار بوده است و این متغیر تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت‌ها داشته است.

همچنین، در کلیه برآوردها ضریب آماره ضریب تعیین بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی بیش از ۵۶ درصدی مدل بوده است و آماره F بیانگر معنی‌داری کل رگرسیون برآورد شده است و نیز، نتایج بیانگر این است که شرط رتبه ۳-ای و درجه ۳-ای در مدل برآورد شده به روش حداقل کردن مربعات دومرحله‌ای برقرار است. همچنین، با توجه به نتیجه آماره دوربین - واتسون که بین $1/5$ و $2/5$ می‌باشد، در مدل برآورد شده بیانگر عدم وجود خودهمبستگی شدید در مدل است.

بنابراین، شرکتهایی که سهام آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران حقیقی معامله می‌شوند، ارزش بالاتری دارند لذا فرضیه اصلی پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد.

در راستای بررسی فرضیه فرعی و جهت تقسیم‌بندی شرکت‌های خوب و بد، از دو معیار کیوتوبین و بازده دارایی‌ها استفاده می‌شود. شرکتهایی که از نظر معیار کیوتوبین یا بازده دارایی‌ها بالاتر از میانه قرار داشته باشند شرکت‌های خوب و شرکت‌های پایین‌تر از میانه شرکت‌های بد تعریف می‌گردد. در مدل ۴ با استفاده از متغیر حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و سنج کیوتوبین به عنوان معیار شرکت‌های خوب یا بد و در مدل ۵ با استفاده از متغیر گردش معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و معیار کیوتوبین به عنوان معیار شرکت‌های خوب یا بد تخمین انجام می‌گیرد. به همین ترتیب، در مدل ۶ با استفاده از متغیر حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و بازده دارایی‌ها به عنوان معیار شرکت‌های خوب یا بد، و در مدل ۷ با استفاده از متغیر گردش معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و بازده دارایی‌ها به عنوان معیار شرکت‌های خوب یا بد تخمین صورت می‌گیرد.

جدول ۸: آزمون فرضیه فرعی

نام متغیر	مدل ۴			مدل ۵			مدل ۶			مدل ۷		
	ضریب	آماره t	سطح احتمال	ضریب	آماره t	سطح احتمال	ضریب	آماره t	سطح احتمال	ضریب	آماره t	سطح احتمال
TO	۰/۲۸	۱/۰۷	۰/۲۸	۰/۲۶	۰/۵۱	۰/۵۱	۰/۲۶	۰/۵۱	۰/۵۱	۰/۲۶	۰/۵۱	۰/۵۱
BAS	۰/۲۲	۰/۹۹	۰/۲۲	۰/۲۶	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۲۶	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۲۶	۰/۱۲	۰/۱۲
R	۰/۱۸	۱/۳۳	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸	۰/۱۸
ROA	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
CAPEX	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
TA	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
LEV	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
IV	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
IO	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
EPS	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
DIV	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
FB	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
INDV	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
GF*INDV	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
INDT	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
GF*INDT	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
C	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
R ²	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
DW	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
F	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به ضریب بدست آمده معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در تخمین مدل ۴ در سطح معنی‌داری ۵ درصد و مقایسه آن با مدل ۱، می‌توان نتیجه گرفت که اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در شرکت‌های خوب قوی‌تر است. به همین ترتیب، ضریب بدست آمده معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در مدل ۵، در سطح معنی‌داری ۵ درصدی و مقایسه این ضریب با مدل ۱ می‌توان نتیجه گرفت که اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در شرکت‌های خوب قوی‌تر است. در مدل ۶ و ۷ نیز، با در نظر گرفتن ضریب برآورد شده حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی و گردش معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در سطح معنی‌داری ۵ درصد و مقایسه این ضریب با مدل ۱ می‌توان نتیجه گرفت که اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی در شرکت‌های خوب قوی‌تر است.

همچنین، با توجه به اینکه آماره دوربین-واتسون در مدل برازش شده بین ۵/۱ و ۵/۲ می‌باشد، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی شدید در مدل است. همچنین، ضریب آماره ضریب تعیین بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی ۵۷ درصدی مدل بوده است و آماره F بیانگر معنی‌داری کل رگرسیون برآورد شده است. به علاوه، نتایج بیانگر این است که شرط رتبه‌ای و درجه‌ای در مدل برآورد شده به روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای برقرار است. از طرف دیگر، با توجه به اینکه آماره دوربین-واتسون در مدل برازش شده بین ۵/۱

و ۵/۲ می‌باشد، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی شدید در مدل است. بنابراین، نتایج نشان می‌دهد که فرضیه فرعی طراحی شده مورد تأیید قرار گرفته است. فرض بر این است که معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق بهبود محتوای اطلاعاتی قیمت سهام ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، اما اگر سرمایه‌گذاران حقیقی معامله سهام شرکت‌های با عملکرد مطلوب را انتخاب کنند، علیت معکوس می‌تواند وجود داشته باشد. لذا در این بخش، آزمون علیت گرنجر جهت جلوگیری از مواجهه با علیت معکوس انجام می‌شود. با توجه به نتیجه بدست آمده، همچنان که در جدول ۹ مشاهده می‌شود، در سطح خطای ۵ درصدی، فرضیه علیت معکوس مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

جدول ۹: آزمون علیت گرنجر

آماره	احتمال آماره	نتیجه
۳/۳۱	۰	فرض علیت معکوس رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی، شرکت‌هایی که سهام آن‌ها بیشتر توسط سرمایه‌گذاران حقیقی معامله می‌شوند، ارزش بالاتری دارند و فرضیه اصلی پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد و این یافته با پژوهش ونگ همخوانی دارد. ونگ در سال ۲۰۱۵ به بررسی اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت در بورس نیویورک پرداختند که نتیجه آن اثر مثبت و معنی‌دار معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت بود.

فرضیه فرعی پژوهش عبارت بود از اینکه "اثر مستقیم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت در شرکت‌های خوب نسبت به شرکت‌های بد، قوی‌تر است". نتایج حاصل از تخمین مدل‌های ۴ الی ۷ و مقایسه این نتایج با مدل ۱، این فرضیه را تأیید می‌کند. به این ترتیب اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت‌های خوب، قوی‌تر از شرکت‌های بد است. این یافته با مطالعات دا (۲۰۱۱) همخوانی دارد. اگرچه در مطالعات صورت گرفته در ادبیات پژوهش شواهدی دال بر اختلال گر بودن سرمایه‌گذاران حقیقی و بی‌اطلاع بودن آن‌ها مطرح شد و نیز وجود برخی سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذارهای حقیقی (برای مثال کوما و لی (۲۰۰۶) سرمایه‌گذاران حقیقی را به دید معامله‌گران اختلال‌گر بی‌اطلاع می‌شناسند)، اما نتایج پژوهش بیان می‌کند که حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی اثر مستقیم و معنی‌داری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران دارد. به این ترتیب که سرمایه‌گذاران حقیقی دارای اطلاعات هستند و به منظور انجام معاملات خود از اطلاعات استفاده می‌کنند (دا و همکاران (۲۰۱۱). ادبیات قوی وجود دارد که به عقلانیت جمعی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار و به آگاهی‌بخشی (محتوای اطلاعاتی) معاملات افراد حقیقی اشاره می‌کند. همچنین، رول و همکاران در ۲۰۰۹ یافتند که

معاملات اختیار، ارزش شرکت را توسط اثر مثبت محتوای اطلاعاتی قیمت، بهبود می بخشد و این امر با نتایج پژوهش صورت گرفته همخوانی دارد.

همچنین، در این پژوهش مشخص شد اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ارزش شرکت‌های خوب قوی‌تر از شرکت‌های بد است. بنابراین، معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق بهبود محتوای اطلاعاتی قیمت سهام، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. این یافته با پژوهش دا و همکاران که در سال ۲۰۱۱ به بررسی تولید اطلاعات بیشتر در بازارهای مالی در مورد شرکت‌های خوب نسبت به شرکت‌های بد پرداختند، و همچنین، یافته‌ها با پژوهش رول و همکاران همخوانی دارد. رول و همکاران در ۲۰۰۹ یافتند که معاملات اختیار، ارزش شرکت را توسط اثر مثبت محتوای اطلاعاتی قیمت، بهبود می‌بخشد. بنابراین، افزایش محتوای اطلاعاتی قیمت به واسطه معاملات اشخاص حقیقی تقارن اطلاعاتی را کاهش داده، نقدشوندگی سهام را افزایش داده و شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش را کاهش می‌دهد. نقدشوندگی بالاتر باعث کاهش بازده مورد انتظار، افزایش قیمت جاری سهام و در نتیجه، ارزش شرکت بالاتر می‌شود. این یافته با پژوهش بلکت (۱۹۸۶) که معتقد است سرمایه‌گذاران حقیقی که به اطلاعات درون سازمانی نیز دسترسی ندارند، براساس شایعه عمل می‌کنند، همخوانی ندارد.

پیشنهادهای کاربردی

همان‌طور که اشاره شد، در صورت آگاهی شرکت‌ها از این موضوع که سرمایه‌گذاران حقیقی با داشتن اطلاعات خصوصی از این شرکت‌ها به معاملات پرداخته و منجر به بهبود ارزش شرکت‌ها می‌شوند، شرکت‌ها در انتشار اطلاعات بیشتر با سایر شرکت‌ها به رقابت می‌پردازند و این امر می‌تواند منجر به افزایش کارایی اطلاعاتی بازار سهام گردد. بنابراین، سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌بایست در تدوین مقررات در خصوص معامله‌گران حقیقی به دنبال رفع موانع و تسهیل حضور پررنگ‌تر سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه باشند.

به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه توصیه می‌شود حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی را به عنوان عاملی مهم در ارزیابی‌های سرمایه‌گذاری‌های خود قرار دهند.

همچنین، شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه می‌توانند سهام شناور آزاد خود را افزایش دهند تا سرمایه‌گذاران حقیقی بتوانند حجم بیشتری از سهام این شرکت‌ها را معامله کرده و در نتیجه، ارزش این شرکت‌ها بدین طریق بهبود یابد.

به علاوه تحلیل‌گران جهت تحلیل بنیادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌توانند حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی را به عنوان متغیری مؤثر در تحلیل‌ها، در کنار سایر متغیرها در نظر بگیرند. از یک طرف، این اطلاعات می‌تواند به عنوان اطلاعات بنیادی مانند؛ اطلاعات سود یا فروش و... دوره جاری در دسترس همگان قرار بگیرد. از طرف دیگر، از آنها برای مقایسه آن‌ها با دوره‌های گذشته استفاده کرد و تغییرات مهم در ارزش شرکت‌ها را با استفاده از این متغیر بررسی نمود.

پژوهشگران می‌توانند اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر ریسک شرکت‌ها را بررسی کنند و اثر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی بر قیمت سهام را بسنجند.

در نهایت، رابطه معاملات سرمایه گذاران حقیقی با ارزش شرکت و یا رابطه معاملات سرمایه گذاران حقیقی با شکاف قیمتی نیز موضوعاتی هستند که در تحقیقات آتی می توانند بررسی شوند.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده سازی مقاله مشارکت داشته اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی رایت رعایت شده است.

- Babajani Mohammadi, Saeedeh, Mortazavi, Saeed, Makharti, Yaqoub and Tehrani, Reza. (2016). «Identifying the main biases of investors in the Iranian capital market using the meta-analysis method». *Iranian Management Sciences Quarterly*, 12, 45, spring 2016, 81. (In Persian)
- Baker, M., Stein, J., Wurgler, J., 2003. «When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms». *Q. J. Econ.* 118, 969–1006.
- Chen, Q., Goldstein, I., Jiang, W., 2007. «Price informativeness and investment sensitivity to stock price». *Rev. Finance. Stud.* 20, 619–650.
- Darabi, Roya, Chenari Buket, Hassan and Wali Khani, Mohammad Jaafar. (2014). «Dimensions and approaches of behavioral finance theories». *Accounting and auditing studies*. 5, 17, 1, 93. (In Persian)
- DeLong, B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Thaler, R. J., 1990. «Noise trader risk in financial market». *Journal of Political Economy*, 90, 703-738.
- Dow, J., Goldstein, I., Gumpel, A., 2011. *Incentives for information production in markets where prices affect real investment*. Working paper, London Business School.
- Ebrahimi Kardler, Ali. (2006). «Corporate management system and the role of institutional shareholders». *Quarterly journal of accounting scholars*, 8, 3, 25. (In Persian)
- Fallah Shams, Mirfaiz and Ali Mohammadi, Maitham. (2014). «Investigation of the effect of transactions of natural and legal persons in creating a price bubble in companies admitted to the Tehran Stock Exchange». *Investing Knowledge Research Quarterly*. 13, 1, 151. (In Persian)
- Fang, V., Noe, T., Tice, S., 2009. «Stock market liquidity and firm value». *Finance». Econ.* 94, 150–169.
- Foucault, T., Gehrig, T., 2008. «Stock price informativeness, cross-listings, and investment decisions». *J. Finance. Economic.* 88, 146–168.
- Han, B., Kumar, A., 2013. «Speculative retail trading and asset prices». *J. Finance. Quant». Anal.* 48, 377–404.
- Jalili, Saber, Badavar Nahandi, Younes and Karimi, Behrouz. (2012). «Examination of the relationship between information asymmetry, transactions and liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange». *Accounting and auditing studies*, 8, 4, 131. (In Persian)
- Jamal Livani, Hamid, Ghorbani, Ali Asghar and Rezaei Peitenoi, Yaser. (2013). "The relationship between corporate governance mechanisms and the liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange". Published in the first national accounting and auditing conference in 2013. (In Persian)
- Jones, Charles (1999). *Investment management*. Reza Tehrani and Asgar Nourbakhsh (2012). Tehran, Negah Danesh Publications. (In Persian)
- Kaniel, R., Liu, S., Saar, G., Titman, S., 2012. «Individual investor trading and return patterns around earnings announcements». *J. Finance.* 6, 7639–7680 <https://www.investorwords.com>
- Kumar, A., Lee, C., 2006. «Retail investor sentiment and return movements». *J. Finance.* 61, 2451–2486.

Lee, C., Radhakrishna, B., 2000. «Inferring investor behavior: evidence from TORQ data». *J. Finance. Market.* 3, 83–111.

Mohammad Alizadeh, Saeed. (2011). «Investigating the dynamic relationship between real and legal investors' transactions and stock returns in Tehran Stock Exchange». *Master's thesis, Tehran University of Tehran, Faculty of Management and Accounting.* (In Persian)

Nabizadeh, Ahmed and Islami Bidgoli, Gholamreza. (2009). «Investigating the effect of the weekend and comparing the behavior of real and institutional investors in the Tehran Stock Exchange». *Journal of Financial Research*, 8, 11, 28. (In Persian)

Namazi, Mohammad, Haidarpour, Farzaneh and Mohammadi, Kazem. (2008). «Investigation of the effect of the composition of shareholders (natural and legal persons) of companies on the volume of exchanges and liquidity of their shares». *Journal of financial accounting and auditing.* 1, 3, 1. (in persian)

Ng, L., Wu, F., 2010. «Peer effects in the trading decisions of individual investors». *Finance. Management.* 39, 807–831.

Odean, T., 1998. «Are investors reluctant to realize their losses?» *J. Finance.* 53, 1775–1798.

Rai, Reza and Pouyanfar, Ahmed. (2007). *Advanced investment management.* Tehran. Samit Publications. (In Persian)

Rasouli, Reza and Zainab, Agriculture. (2014). «Analysis of behavioral factors affecting the performance of real investors in Tehran Stock Exchange». *National Conference of New Achievements in Accounting and Management in 2014.* (In Persian)

Tehrani, Reza and Khoshnoud, Mehdi. (2014). «Identification and ranking of influential groups on the decision to buy and sell shares of individual investors in Tehran Stock Exchange». *Management culture magazine*, 3, 3, 203. (In Persian)

Wang, Q., Zhang, J., 2015. «Does Individual Investor Trading Impact Firm Valuation?». *Journal of Corporate Finance.* 46, 120-135.

Wang, Q., Zhang, J., 2015. «Individual investor trading and stock liquidity». *Journal of Corporate Finance.* 35, 120-135.

COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.