

Identifying Anomalies Resulting from Price Gaps (Structural Modeling Approach)

Behrouz Jam ¹, Asgar Pakmaram ², Saeed Jabbarzadeh ^{3*}, Jamal Bahri Sales ¹

¹ Department of Accounting, Ur.c, Islamic Azad University, Urmia, Iran

² Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

^{3*}Department of Accounting, Ur.c, Islamic Azad University, Urmia, Iran (Corresponding author), Email: s.jabarzade@iau.ac.ir

ARTICLE INFO

Article history:

Received:23/09/2025

Received in revised form:01/11/2025

Accepted:16/12/2025

Available online:22/12/2025

Keywords:

Price gap
price anomalies
structural equation modeling

ABSTRACT

Objective: Identifying and analyzing anomalies arising from stock price gaps is of great importance, as these anomalies can influence price trends, trading volume, market liquidity, and investor behavior. In particular, some gaps may lead to the formation of new trends, while others may eventually be filled, causing prices to revert to previous levels. Accurate detection of these anomalies and appropriate responses to them can enhance trading decisions and reduce investment risk.

Methodology: The objective of this study is to validate and evaluate a model for identifying price gap anomalies in stocks. The data collection tool used was a structured questionnaire, and data were gathered from 88 investment experts, including experienced investors, analysts, and managers of regulatory institutions active in the capital market of the country. Participants were selected through a convenience sampling method. The data were analyzed using coding techniques and structural equation modeling (SEM) software.

Conclusion: The results from testing the proposed model indicate that the causal conditions pathway has a significant relationship through phases related to technical and fundamental constructs. This implies that both technical and fundamental factors influence the identification of stock price gaps. More specifically, one of the influential constructs is technical factors, which include imbalances in supply and demand, capital increase announcements, and high volatility.

Article Type: Research Paper

Journal of Intelligent Financial Management, 2025,
Vol. 1, No.4, pp. 155- 168



Publish by:

Tolou-e Binsh-e Ayandeh Scientific Institute

© Authors

Cite: Jam, B., Pakmaram, A., Jabbarzadeh, S., & Bahri Sales, J. (2025). Identifying Anomalies Resulting from Price Gaps (Structural Modeling Approach). *Journal of Intelligent Financial Management*, 1(4), 155-168.

[https://doi.org/ 10.25843/JIFM.2025.8563.11934](https://doi.org/10.25843/JIFM.2025.8563.11934)

شناسایی ناهنجاری های ناشی از شکاف های قیمتی (رویکرد مدل یابی ساختاری)

بهروز جم^۱، عسگر پاک مرام^۲، سعید جبارزاده کنگرلویی^{۳*}، جمال بحری ثالث^۱

۱- گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران

۲- گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران

۳ و * - گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران (نویسنده مسئول): ایمیل نویسنده مسئول: s.jabarzade@iau.ac.ir

اطلاعات مقاله

تاریخچه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۰۱

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۸/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۲۵

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۰/۰۱

کلیدواژه ها:

تخصیص بهینه دارایی

DCC-GARCH

شکاف قیمتی

ناهنجاری های قیمتی

مدل یابی ساختاری

چکیده

هدف: شناسایی و تحلیل ناهنجاری های ناشی از شکاف های قیمتی از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا این ناهنجاری ها می توانند بر روندهای قیمتی، حجم معاملات، نقدشوندگی بازار و رفتار سرمایه گذاران تأثیر بگذارند. به ویژه، برخی شکاف ها ممکن است منجر به شکل گیری روندهای جدید شوند، درحالی که برخی دیگر پس از مدتی پر شده و قیمت به سطح قبلی بازمی گردد. تشخیص صحیح این ناهنجاری ها و واکنش مناسب به آن ها می تواند منجر به بهبود تصمیمات معاملاتی و کاهش ریسک سرمایه گذاری شود.

روش شناسی: هدف این پژوهش اعتباریابی و سنجش الگوی شناسایی ناهنجاری های شکاف های قیمتی سهام می باشد. ابزار گردآوری اطلاعات پرسشنامه بوده و به این منظور جمع آوری داده ها از ۸۸ نفر از خبرگان سرمایه گذاری متشکل از سرمایه گذاران خبره، تحلیلگران و مدیران نهادهای نظارتی فعال در بازار سرمایه کشور بهره گرفته شده که با استفاده از روش نمونه گیری در دسترس انتخاب شده اند. داده های پژوهش با استفاده از روش کدگذاری و با بهره گیری از نرم افزار مدل یابی ساختاری مورد تحلیل قرار گرفت.

نتیجه گیری: نتایج حاصل از آزمون الگوی پژوهش نشان می دهد، مسیرشرایط علی از طریق فازهای مربوط به سازه های تکنیکالی و سازه های بنیادی رابطه معنی داری دارد. بدین معنی های تکنیکالی و سازه های بنیادی عوامل تأثیرگذار بر شناسایی شکاف های قیمتی سهام می باشند. به بیانی دیگر یکی از سازه های اثرگذار بر شکاف های قیمتی سهام عوامل تکنیکالی شامل به هم خوردن عرضه و تقاضا، اخبار افزایش سرمایه و نوسان شدید می باشد.

نوع مقاله: پژوهشی



© نویسندگان

استناد: جم، بهروز و پاک مرام، عسگر و جبارزاده کنگرلویی، سعید و بحری ثالث، جمال. (۱۴۰۴). شناسایی ناهنجاری های ناشی از شکاف های قیمتی (رویکرد مدل یابی ساختاری). مدیریت مالی هوشمند، ۴(۱)، ۱۵۵-۱۶۸.

نشریه مدیریت مالی هوشمند، ۱۴۰۴، دوره ۱، شماره ۴،
صفحه ۱۵۵-۱۶۸.

ناشر: موسسه علمی طلوع پیش آینده

<https://doi.org/10.25843/JIFM.2025.8563.11934>

مقدمه

در بازارهای مالی، قیمت دارایی ها به طور پیوسته تغییر می کند، اما در برخی موارد، نوسانات ناگهانی و قابل توجهی بین دو بازه زمانی متوالی رخ می دهد که به آن "شکاف قیمتی"^۱ گفته می شود. شکاف های قیمتی زمانی رخ می دهند که قیمت باز شدن یک کندل معاملاتی به طور قابل ملاحظه ای بالاتر یا پایین تر از قیمت بسته شدن کندل قبلی باشد. این پدیده می تواند ناشی از عوامل مختلفی همچون انتشار اخبار مهم اقتصادی، تغییرات در سیاست های پولی، گزارش های مالی شرکت ها، رویدادهای سیاسی و حتی تغییرات ناگهانی در احساسات سرمایه گذاران باشد.

شکاف های قیمتی در نتیجه فاکتورهای بنیادی یا تکنیکالی شکل می گیرند. توافقی که باعث شکل گیری یک شکاف قیمتی می گردد و شایعاً به وجود می آید که باعث ایجاد فاصله در نرخ^۲ می شود تا جایی که یک شکاف قابل توجه می تواند دیده شود. به طور مشابه، قیمت سهمی که توانسته است یک قله جدید در روز معاملاتی کنونی ثبت کند می تواند در روز معاملاتی بعدی بالاتر از این نقطه باز شود. بنابراین این شکاف قیمتی بیشتر حاصل فاکتورهای تکنیکالی بوده است. از لحاظ تکنیکالی و به بیان ساده محدوده ای که در آن نقطه معامله ای صورت نگیرد شکاف قیمتی ایجاد می شود. در روند صعودی به عنوان مثال باز شدن قیمت بالاتر از قیمت بالایی روز قبل شکاف یا فضای بازی ایجاد می کند که در طول روز پر نمی شود و در روند نزولی بالاترین قیمت روز، کمتر از قیمت پایانی روز قبل است و موجب ایجاد یک شکاف می شود. شکاف ها در روند صعودی نشانه استحکام روند و در روند نزولی نشانه ضعف روند می باشند. در حالت کلی سه نوع شکاف قیمتی وجود دارد که شامل شکاف شکست، شکاف فرار^۳ و شکاف خستگی می باشند. بازار سهام نقش مهم و اصلی را در تصمیم گیری های سرمایه گذاران ایفا کرده و همچنین کارایی و اثربخشی حاکمیت مشارکت محوری را نیز بهبود می بخشد (چن^۴ و همکاران، ۲۰۱۷). بسیاری از نظریه ها ادعا می کنند که سرمایه گذاری رفتاری نقش حیاتی در شکل گیری و بازارهای نوظهور به ویژه در بازارهای نوظهور ایفا می کند. روانشناسی، به عنوان بخشی از علوم اجتماعی، بر رفتار سرمایه گذاران تأثیر می گذارد و به عنوان یک مؤلفه رفتاری در رونق و رکود بازار مؤثر است (گائو و اسمیت، ۲۰۰۵؛ چی و چانگ، ۲۰۰۶). شکاف قیمتی که به عنوان نسبت قیمت افتتاحیه روز جاری به قیمت پایانی روز قبل محاسبه می شود، یکی از مهمترین معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی است. این شکاف نشان می دهد که دو طرف معامله به اطلاعات یکسان دسترسی ندارند (لی و همکاران، ۲۰۱۸). قیمت گذاری نادرست زمانی اتفاق می افتد که فروشندگان اطلاعاتی دارند که خریداران از آن بی اطلاع هستند و با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، تفاوت بین بازه قیمت افتتاحیه و بسته شدن سهام نیز افزایش می یابد. بازارسازان از این تفاوت برای جبران خطر انتخاب نادرست سوء استفاده می کنند (دوجین و همکاران، ۲۰۱۷). شفافیت اطلاعات سنگ بنای تصمیم گیری در میان فعالان بازار است و بر رفتار سرمایه گذاران تأثیر می گذارد و باعث نوسانات قیمت و حجم معاملات می شود. افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در سهام یک شرکت منجر به تفاوت بین ارزش ذاتی آن و ارزش نسبت داده شده توسط سرمایه گذاران در بازار می شود. این امر باعث می شود سرمایه گذاران انتظار نرخ بازده بالاتری را برای سهام پرنسب داشته باشند (موسا و همکاران، ۲۰۱۷). انتشار اطلاعات محرمانه و متناقض می تواند منجر به واکنش های متفاوت سرمایه گذاران و تحلیل های نادرست بازار شود. این نکات اهمیت ناهنجاری های شکاف قیمتی و تأثیر آن ها بر تصمیم های سرمایه گذاری را نشان می دهند. (مشکین^۵، ۲۰۱۵).

شکاف های قیمتی در بازارهای مالی زمانی رخ می دهند که بین دو دوره معاملاتی، اختلاف قیمتی قابل توجهی ایجاد شود که می تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند اخبار ناگهانی، تغییرات اقتصادی، انتشار گزارش های مالی، یا تصمیمات سیاست گذاری باشد. این پدیده می تواند منجر به ناهنجاری های رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاران شود، که در نهایت بر کارایی بازار، نوسانات قیمتی، و استراتژی های معاملاتی تأثیر گذار خواهد بود. با وجود اینکه شکاف های قیمتی به عنوان یکی از شاخص های مهم در تحلیل تکنیکال و رفتارشناسی بازار مورد بررسی قرار گرفته اند، اما شناسایی دقیق ناهنجاری های ناشی از این شکاف ها همچنان یک چالش مهم در حوزه مالی و اقتصاد رفتاری محسوب می شود. پیچیدگی رفتار سرمایه گذاران و واکنش های آن ها به این شکاف ها، نیازمند استفاده از مدل های پیشرفته آماری و ساختاری برای تحلیل الگوهای تصمیم گیری و تأثیرات آن بر بازار است.

شناسایی و تحلیل ناهنجاری های ناشی از شکاف های قیمتی از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا این ناهنجاری ها می توانند بر روندهای قیمتی، حجم معاملات، نقدشوندگی بازار و رفتار سرمایه گذاران تأثیر بگذارند. به ویژه، برخی شکاف ها ممکن است منجر به شکل گیری روندهای جدید شوند، درحالی که برخی دیگر پس از مدتی پر شده و قیمت به سطح قبلی بازمی گردد. تشخیص صحیح این ناهنجاری ها و واکنش مناسب به آن ها می تواند منجر به بهبود تصمیمات معاملاتی و کاهش ریسک سرمایه گذاری شود.

¹ Price Gaps

² spread

⁴ Chen

⁵ Mishkin

^۳ شکاف فرار در برخی مراجع به شکاف اندازه گیری یا تداوم نیز مشهور است.

علاوه بر این، در بازارهای مالی پیشرفته، شناسایی شکاف های قیمتی و ناهنجاری های ناشی از آن ها از طریق الگوریتم های هوش مصنوعی و مدل های پیش بینی مبتنی بر یادگیری ماشین اهمیت دوچندانی پیدا کرده است. توسعه روش های کارآمد جهت شناسایی الگوهای رفتاری مرتبط با شکاف های قیمتی می تواند به طراحی استراتژی های معاملاتی سودآور کمک کند. با این حال، چالش هایی مانند تفکیک شکاف های معتبر از نویزهای بازار، تحلیل تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شکل گیری شکاف ها و ارزیابی رفتار معامله گران در مواجهه با این پدیده همچنان به عنوان موضوعات پژوهشی مهم مطرح هستند.

با توجه به توضیحات فوق، این مطالعه به ادبیات و مبانی نظری در چندین حوزه کمک خواهد کرد. الف) در بازار سرمایه ایران و همچنین در سطح بین المللی، تحقیقات کمی در مورد ناهنجاری های شکاف قیمتی و عوامل مؤثر بر آن انجام شده است. ب) همچنین در تحقیقاتی که تاکنون در بازار سرمایه ایران در خصوص شکاف یا شکاف قیمتی انجام شده است، تنها از معیار شکاف قیمتی برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است و سایر معیارهای مربوط به شکاف قیمتی و در نهایت انتخاب اشتباه سرمایه گذار در نظر گرفته نشده است، بنابراین بررسی شناسایی ناهنجاری های شکاف قیمتی در بازار سرمایه ایران موضوع جدیدی است. ج) یکی از مهم ترین نوآوری های پژوهش حاضر، استفاده همزمان از معیارهای مربوط به زمین بازی یا شکاف قیمتی و تعیین ناهنجاری های مربوط به آن است. د) پژوهش حاضر سعی دارد به این سوال پاسخ دهد که آیا می توان مدل ارائه شده بر اساس رویکرد زمینی را برای شناسایی ناهنجاری های شکاف قیمتی در بازار سرمایه ایران تعمیم داد؟ ه) انتظار می رود نتایج این مطالعه بتواند به مدیران شرکت، تحلیلگران مالی، سرمایه گذاران و سایر ذینفعان کمک کند تا شکاف های قیمتی را بهتر درک کنند و نقش برخی از عوامل مؤثر بر شکاف قیمتی سام را در بازار سرمایه برجسته کنند. و) نتایج این مطالعه می تواند به همسویی منافع همه ذینفعان اعم از سهامداران بالفعل و بالقوه کمک کند. در نهایت این مطالعه به توسعه مبانی نظری و اهمیت شکاف قیمتی در بازار سهام کمک خواهد کرد.

بنابراین انتظار می رود نتایج این پژوهش بتواند به تحلیل گران مالی، مدیران سرمایه گذاری و سیاست گذاران کمک کند تا درک بهتری از تأثیرات این پدیده بر رفتار بازار داشته باشند و راهکارهایی برای مدیریت بهتر این نوسانات ارائه دهند و آنها را در تصمیم گیری یاری دهند. پژوهش حاضر با تشریح مبانی نظری و پیشینه تحقیق مرتبط با موضوع و همچنین تبیین روش تحقیق و فرضیه های حاصل از مسئله و مبانی نظری تحقیق و سپس تبیین نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها ادامه می یابد. و در نهایت نتیجه گیری و پیشنهادات کاربردی بیان شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بازارها بین دوره هایی که به تولید سریع منتهی می شود و دوره هایی که کمترین سود را برای سرمایه گذار به همراه ندارد، در چرخش هستند. هدف های آسان، مشارکت عمومی و تعادل بین خریداران و فروشندگان و فروشنده ها مرحله تهاجمی این سیکل را تشکیل می دهند و زبان های دوسویه، دام ها، غیرسیال بودن و نبودن خریداران و فروشندگان جزء ویژگی مرحله تدافعی محسوب می شود. مرحله تدافعی در مقایسه با مرحله تهاجمی طولانی تر است، زیرا خرید و فروش در مرحله تدافعی برای سودآوری پایدار در دوره بلندمدت اهمیت زیادی دارد. در کنار این استراتژی ها برخی ناهنجاری ها ناشی از شکاف های قیمتی پدید می آیند که منجر به تحمل سرمایه گذار با ریسک و نوسان پذیری خاص و در نهایت منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعات در بازار می گردد (آبهی انکار و همکاران^۱، ۱۹۹۷).

شکاف های قیمتی در نتیجه فاکتورهای بنیادی یا تکنیکالی شکل می گیرند. توافقی که باعث شکل گیری یک شکاف قیمتی می گردد و شایعاتی به وجود می آید که باعث ایجاد فاصله در نرخ^۲ می شود تا جایی که یک شکاف قابل توجه می تواند دیده شود. به طور مشابه، قیمت سهمی که توانسته است یک قله جدید در روز معاملاتی کنونی ثبت کند می تواند در روز معاملاتی بعدی بالاتر از این نقطه باز شود. بنابراین این شکاف قیمتی بیشتر حاصل فاکتورهای تکنیکالی بوده است. از لحاظ تکنیکالی و به بیان ساده محدوده ای که در آن نقطه معامله ای صورت نگیرد شکاف قیمتی ایجاد می شود. در روند صعودی به عنوان مثال باز شدن قیمت بالاتر از قیمت بالایی روز قبل شکاف یا فضای بازی ایجاد می کند که در طول روز پر نمی شود و در روند نزولی بالاترین قیمت روز، کمتر از قیمت پایانی روز قبل است و موجب ایجاد یک شکاف می شود. شکاف ها در روند صعودی نشانه استحکام روند و در روند نزولی نشانه ضعف روند می باشند. در حالت کلی سه نوع شکاف قیمتی وجود دارد که شامل شکاف شکست، شکاف فرار^۳ و شکاف خستگی می باشند. بازار سهام نقش مهم و اصلی را در تصمیم گیری های سرمایه گذران ایفا کرده و همچنین کارایی و اثربخشی حاکمیت مشارکت محوری را نیز بهبود می بخشد (چن^۴ و همکاران، ۲۰۱۷).

¹ Abhyankar

² spread

⁴ Chen

^۳ شکاف فرار در برخی مراجع به شکاف اندازه گیری یا تداوم نیز مشهور است.

شکاف های قیمتی یا همان شکاف ها یا به تعبیر ژاپنی ها پنجره، یکی از مهم ترین مفاهیم در تحلیل تکنیکال محسوب می شود. منظور از شکاف های قیمتی این است که در آن ناحیه قیمتی معامله ای توسط معامله گران صورت نگرفته و باعث ایجاد یک ناحیه ی توخالی در نمودارها شده که هر یک از این شکاف زون ها^۱ یا به اصطلاح محدوده ای که معامله ای در آن صورت نگرفته، می تواند معرف یک روند در آن ناحیه باشد. شکاف و شکاف قیمتی از مفاهیم پرکاربرد در بازار سرمایه می باشد و زمانی که در نمودار یک سهم در اثر افزایش سرمایه، تقسیم سود نقدی در مجمع و غیره ایجاد شود آن نمودار تمایل به پر کردن شکاف ایجاد شده دارد. شکاف یا شکاف قیمتی^۲ در بورس پدیده ای است که دلایل مختلفی دارد (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۴).

شکاف ها نشان دهنده مناطق مهمی از روند هستند که معامله گران می توانند به کمک آن بهتر نقاط ورود و خروج را مشخص کنند. شکاف ها در بیشتر اوقات در نمودارهای روزانه و ساعتی مشهودتر از نمودارهای هفتگی و ماهانه می باشند. البته در صورت ظاهر شدن در نمودارهای بلندمدت، اهمیت بیشتری خواهند داشت. یکی از مهم ترین مفاهیم در تحلیل تکنیکال، شکاف قیمتی می باشد. تریدرها برای کسب سود کافی باید اطلاعات زیادی در رابطه با شکاف قیمتی و کاربردهای آن داشته باشند.

قبل از هر چیز باید بدانیم که رفتار معاملاتی در معامله گران دنیا مشابه هم هستند، زیرا عواطف و احساسات مردم یک شکل است. اما دلایلی نیز وجود دارند که باعث می شوند تا تاثیر رفتارهای مشابه در نمودارها به یک شکل دیده نشوند. تفاوت های قوانین سازمان بورس و اوراق بهادار در ایران با سایر کشورهای دیگر باعث تفاوت در عملکرد شکاف ها می شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۸). شکاف ها به سرمایه گذاران و تریدرها کمک می کند تا بتوانند سود خوبی را در هر بازاری به دست آورند. نکته بعدی این است که توقف یک شکاف به محض پر شدن آن، بعید به نظر می رسد، به این دلیل که در این شکاف هیچ محدوده حمایتی یا مقاومتی آنی وجود ندارد (حاجیها، ۱۳۹۷).

شهزاد و همکاران^۳ (۲۰۲۲)، در مطالعه ای با عنوان تصمیمات نوآوری از طریق چرخه عمر شرکت در قیمت گذاری اشتباه سهام: شواهد جدید از بازارهای نوظهور، آنها به این موضوع می پردازند. این مقاله به طور تجربی ارزیابی می کند که چگونه مراحل مختلف چرخه عمر شرکت بر قیمت گذاری نادرست سهام تأثیر می گذارد، در حالی که شرکت ها تصمیمات نوآوری ورود و خروج را تحت محدودیت های نقدینگی دارایی، ریسک خاص و ریسک جریان نقدی اتخاذ می کنند. آنها دریافتند که شرکت ها در مراحل معرفی، رشد و کاهش در حضور نقدینگی بیشتر دارایی، بیشتر در فعالیت های نوآوری ورودی سرمایه گذاری می کنند. در مقابل، در مرحله بلوغ سرمایه گذاری کمتری انجام می شود. در مورد نوآوری خروج، مراحل معرفی و کاهش (رشد و بلوغ) رابطه منفی (مثبت) را برای نقدشوندگی دارایی بیشتر در محل نشان می دهد. همچنین شرکت ها به احتمال زیاد در فعالیت های نوآوری ورودی در طول مراحل معرفی، رشد و کاهش تحت نوسانات خاص تر و جریان نقدی سرمایه گذاری می کنند. با این حال، چنین سرمایه گذاری در مرحله بلوغ کمتر دور از انتظار است.

هر دو نوسان از پیوندهای متقابل برای نوآوری در خروج شرکت پشتیبانی می کنند. جدای از اثرات تعدیل کننده، نقدینگی دارایی های شرکت به طور مثبت بر فرصت های نوآوری خروجی در دوره های جاری و آتی تأثیر می گذارد، در حالی که نوسانات خاص و جریان نقدی به نوآوری ورودی و خروجی شرکت کمک می کند. نیکو و همکاران^۴ (۲۰۲۱) موضوع فوق را در مطالعه خود با عنوان روابط بین کاهش قیمت و ناهنجاری های قیمت سهام بر اساس تحلیل مسیر بررسی کردند. این مطالعه تاثیر قیمت گذاری نادرست بازار سهام را بر ناهنجاری قیمت سهام شرکت بر اساس نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در چین بین سال های ۲۰۰۷ و ۲۰۱۸ تجزیه و تحلیل می کند. نتایج نشان می دهد که زمانی که قیمت سهام بیش از حد ارزش گذاری شود، سرمایه گذاری نادرست شرکت بیشتر خواهد بود، به این معنی که ارزش گذاری بیش از حد توسط بازار سهام به طور معناداری با ناهنجاری قیمت سهام مرتبط است. پلاستون^۵ و همکاران (۲۰۲۰) ناهنجاری های ناشی از شکاف قیمتی در بازار سهام ایالات متحده را شناسایی کرد و به این نتیجه رسید که ناهنجاری های ایجاد شده در فضای بازی باعث عدم تقارن اطلاعات و در نهایت کاهش کارایی بازار در سطوح پایین می شود. چارلز و همکاران^۶ (۲۰۱۹) در مطالعه ای با عنوان تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس چین طی دوره ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ به این موضوع پرداخت. برای اندازه گیری قیمت گذاری نادرست، از روش تجزیه ارزش بازار به ارزش دفتری طبق رویکرد رودز-کروف و همکاران (۲۰۰۵) استفاده شد.

به منظور برآورد مدل ها و آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چند متغیره با روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته و آزمون های مربوطه استفاده شد. نتایج نشان داد که احساسات سهامداران (نهادی) به طور مستقیم بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر می گذارد. همچنین، رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری در شرکت هایی با درصد مالکیت نهادی بالاتر قوی تر است.

¹ Gap Zone

² Price-Gap

³ Shahzad

⁴ Niko

⁵ Plastun

⁶ Charlz

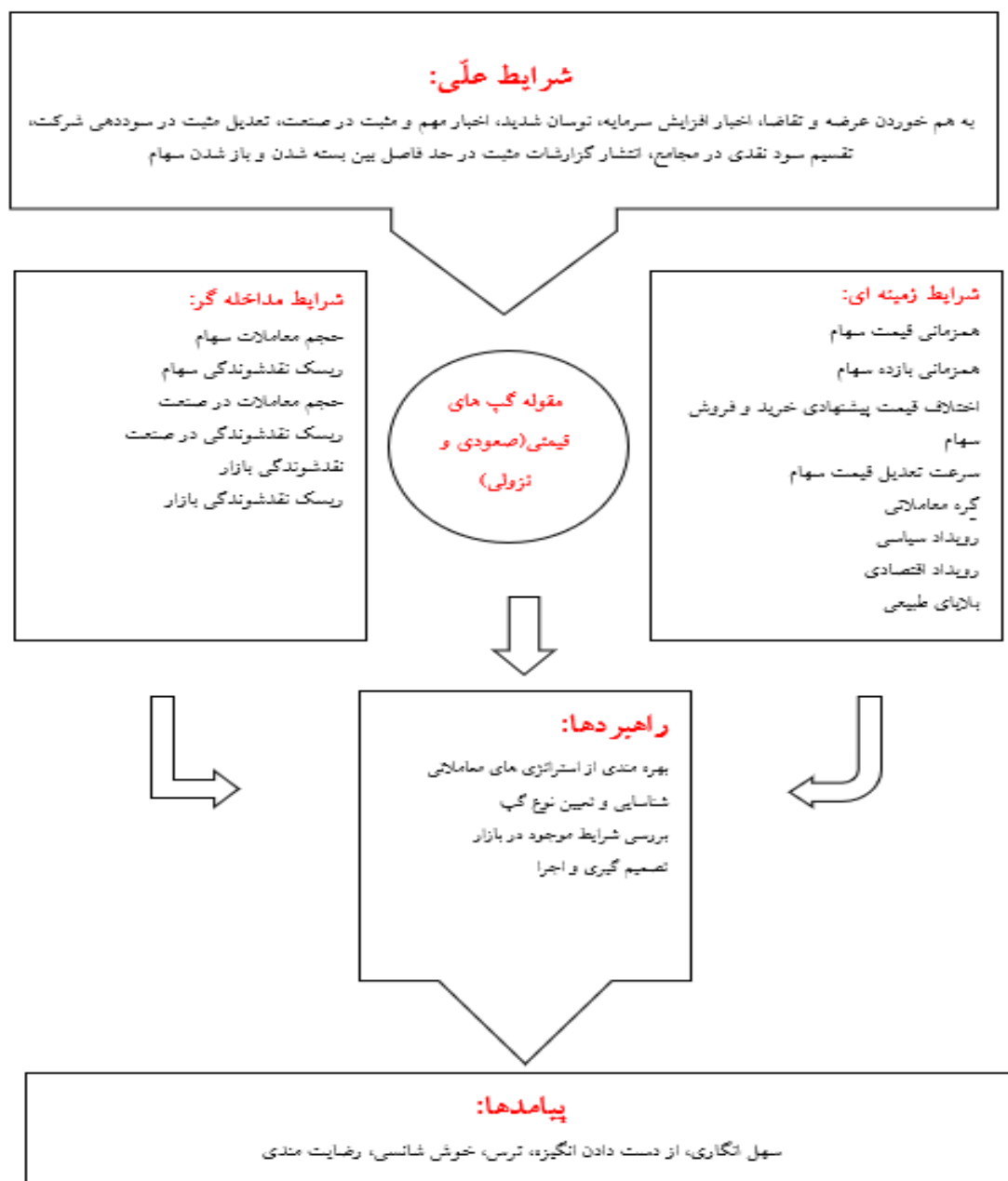
حیدری و فرزندگان (۱۴۰۰) به این نتیجه رسیدند که تأثیر رفتار گله‌ای بر نوسانات غیرسیستماتیک مازاد بازار در سطح صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران متفاوت است. به طور خاص، رفتار گله‌ای باعث کاهش نوسانات غیرسیستماتیک مشروط در چهارده صنعت علاوه بر کل بازار شد. کیامهر و همکاران (۱۳۹۹) نقش ناهنجاری‌های بازار سهام را در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای توضیح داد. بدین منظور اطلاعات ۱۵۰ شرکت از گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که در هر سه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (مدل سه عاملی فاما و فرنچ)، مدل چهار عاملی کاهارت و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۴)، ناهنجاری‌های بازار سهام بر قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تأثیر دارند و حق بیمه ریسک پرتفوی را افزایش می‌دهند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که در هر سه مدل قیمت‌گذاری، ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مبتنی بر ناهنجاری‌های بازار سهام، قدرت پیش‌بینی مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای رایج را افزایش می‌دهد.

فرضیه‌های پژوهش

- شرایط علی بر مقوله محوری (شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی) اثر دارد.
- مقوله محوری (شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی) بر راهبردها اثر دارد.
- شرایط مداخله‌گر بر راهبردهای شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی اثر دارد.
- شرایط زمینه‌ای بر راهبردهای شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی اثر دارد.
- راهبردها بر پیامدهای شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی اثر دارد.

مدل‌ها نقش مهمی در برقراری ارتباط بین نظریه و فرایند جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات دارند. آن‌ها از نشانه‌ها و علائمی تشکیل شده‌اند که ویژگی‌های پدیده‌های تجربی را از طریق مفاهیم مرتبط بازنمایی می‌کنند. مدل‌ها واقعیت را منعکس کرده و جنبه‌های خاصی از دنیای واقعی که به مسئله مورد مطالعه مربوط می‌شوند، را ادغام می‌کنند. این مدل‌ها روابط اصلی بین این جنبه‌ها را روشن کرده و امکان آزمایش تجربی نظریه را فراهم می‌کنند. پس از آزمون مدل، درک بهتری از بخش‌های مختلف دنیای واقعی حاصل می‌شود.

به طور خلاصه، مدل‌ها شامل مفاهیم، فرضیه‌ها و شاخص‌هایی هستند که فرایند انتخاب و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها را تسهیل می‌کنند (خاکی، ۱۳۹۰). با توجه به این توضیحات، فرضیه‌ها و مبانی نظری برای ردیابی و اعتبارسنجی الگوی شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف قیمتی در قالب یک مدل مفهومی تحقیق تدوین شده‌اند.



شکل ۱: الگوی مفهومی پژوهش (منبع: یافته های پژوهشگر)

روش شناسی پژوهش

هدف پژوهش حاضر پیش بینی روابط علی بین ساختارهای ناهنجاری های شکاف قیمتی است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها توصیفی-تحلیلی، از نوع کیفی بر اساس رویکرد مدل سازی ساختاری می باشد. نوع تحقیق از نظر رویکرد کیفی بود که از راهبرد پدیدارشناختی برای درک رابطه بین ساختارهای الگوی استخراج شده از رویکرد زمینه محور استفاده کرد. این روش در دهه ۱۹۷۰ در دانشگاه گوتنبرگ سوئد با هدف دستیابی به درک عمیق مفاهیم مختلف یک پدیده در بین افراد مختلف ارائه شد. پدیدارشناسی روشی است که در حیطه پارادایم تفسیری قرار دارد و مبتنی بر تجارب و ادراکات مختلف افراد از یک پدیده معین در میان گروه خاصی از مردم است. پدیدارشناسان معتقدند که اگر تجربیات یا مفاهیم مختلف افراد یک پدیده را بشمارند و آنها را در ساختاری بزرگتر به هم متصل کنند، می توانند تصویر و درک کامل تری از پدیده تجربه شده ارائه دهند. پدیدارشناسی مبتنی بر پارادایم تفسیری است. پژوهشگران تفسیری کار خود را با این فرض آغاز می کنند که دسترسی به واقعیت (واقعیت خاص یا واقعیت ساخته شده اجتماعی) تنها با سازه های اجتماعی مانند زبان، خودآگاهی و معانی مشترک امکان پذیر است. در این راهبرد، پژوهشگران سعی می کنند پدیده ها را از طریق معانی که افراد به آنها می دهند، درک کنند (دانایی فرد و کاظمی، ۱۳۸۹).

برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار آماری smart-pls استفاده شد که در شرایط حجم کم مشاهدات یا عدم توزیع نرمال ترجیح داده می‌شود (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). مدل حداقل مربعات جزئی شامل دو مجموعه معادلات ساختاری خطی است: مدل داخلی که رابطه بین متغیرهای پنهان را تعیین می‌کند و مدل خارجی که رابطه بین متغیرهای پنهان و شاخص‌های مشاهده‌شده را مشخص می‌کند. داده‌ها از طریق پرسشنامه‌های آنلاین و حضوری جمع‌آوری شده و با روش مدل‌سازی معادلات ساختاری بر اساس حداقل مربعات جزئی تحلیل شدند (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳)، حداکثر حجم نمونه ۱۰ برابر بزرگ‌ترین روابط در بخش ساختاری بود که به‌صورت آنلاین و حضوری از طریق شبکه‌های اجتماعی به منظور توزیع پرسشنامه بین کارشناسان سرمایه‌گذاری متشکل از سرمایه‌گذاران خبره، تحلیلگران نهادهای نظارتی کشور و مدیران فعال بازار سرمایه کشور جمع‌آوری شد. تعداد مراجعات منجر به توزیع ۸۸ پرسشنامه شد. در مورد کفایت حجم نمونه در روش مدل‌سازی معادلات ساختاری باید گفت که برای حصول نتایج معتبر و قابل تعمیم، با توجه به نظریه چن^۸ و همکاران (۲۰۰۳)، حجم نمونه باید ۱۰ مورد در هر پارامتر تخمین زده شود و سایر مطالعات نیز ۵ مورد در هر پارامتر را پیشنهاد کرده‌اند (هیر و همکاران، ۲۰۰۶، بنتلر و چو، ۲۰۰۶). بنابراین، با توجه به مدل ساختاری این پژوهش، مشاهدات موجود (پرسشنامه ۸۸) از نظر آماری کافی است.

یافته‌های پژوهش

برای اعتبارسنجی کیفی مدل شناسایی ناهنجاری‌های ناشی از شکاف قیمت سهام از روش دلفی استفاده شد. این مرحله به ارزیابی و اصلاح فهرست دسته‌های اصلی و فرعی اختصاص داشت و روش دلفی به‌عنوان یک روش تجربی معتبر برای دستیابی به اجماع زمانی به‌کار می‌رود که اطلاعات مورد نیاز انتزاعی (ذهنی) باشند و شرکت‌کنندگان نتوانند در یک مکان برای جلسه حضور داشته باشند. در دور اول پژوهش، فهرستی از مقوله‌ها، زیرمجموعه‌ها و مفاهیم به کارشناسان ارائه شد تا نظر دهند. در دور دوم، مجموعه عوامل جمع‌آوری‌شده به کارشناسان گروه دوم ارائه شد و زیرمجموعه‌ها و مفاهیمی که معدل بالاتری کسب کرده بودند، انتخاب شدند. در این پژوهش، ۱۹ نفر از کارشناسان و اساتید دانشگاه شرکت داشتند و پرسشنامه از طریق ایمیل برای آن‌ها ارسال شد. در دور اول، فهرستی از مولفه‌ها، شرایط علی، شرایط مداخله‌گر، شرایط پیشینه، راهبردها و پیامدهای شناسایی شکاف قیمتی به این افراد داده شد تا در قالب مقیاس لیکرت نظر دهند و پیشنهادهای خود را ارائه کنند. در این مرحله، چندین مفهوم ادغام و برخی موارد اصلاح شدند. یافته‌های مرحله دوم نشان‌دهنده اجماع کارشناسان بود. برای تعیین معنی‌داری مقوله‌های استخراج‌شده با استفاده از پرسشنامه، از آزمون دوطرفه در سطح ۰.۰۵ استفاده شد. مقادیر داده‌ها به دو گروه طبقه‌بندی شدند: پاسخ‌های بسیار اندک، کم و بدون نظر در گروه اول، و پاسخ‌های زیاد و بسیار در گروه دوم.

جدول ۱: گزاره‌های مفهومی مرتبط با مفاهیم به دست آمده از دلفی

Sig	احتمال مشاهده شده		عنوان مقوله
	>3	≤3	
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	بازار
۰/۰۰۰	۰/۹۰	۰/۱۰	راهبردها
۰/۰۰۰	۰/۹۰	۰/۱۰	رویدادهای سیستماتیک
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	سهام
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	صنعت
۰/۰۰۰	۰/۹۰	۰/۱۰	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۰۰۵	۰/۸۸	۰/۱۲	عوامل بنیادی
۰/۰۰۷	۰/۸۷	۰/۱۳	عوامل تکنیکالی
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	مثبت
۰/۰۰۰	۱	۰	مقوله محوری
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	منفی
۰/۰۳۵	۰/۸۰	۰/۲۰	همزمانی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون دوجمله‌ای در جدول ۱ نشان می‌دهد که تمامی دسته‌های اصلی در سطح ۰.۰۵۰، معنادار هستند، بنابراین این دسته‌ها به‌عنوان مولفه‌هایی برای شناسایی شکاف قیمتی در نظر گرفته شدند. برای سنجش اعتبار الگوی منتج‌شده از رویکرد زمینه‌بنیان، مدل اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در دو حالت معناداری و ضرایب استاندارد تبیین گردید. این مدل با استفاده از پرسشنامه‌ای که توسط محققان طراحی و شامل ۳۶ سوال بود، بین ۸۸ نفر از اعضای جامعه آماری به‌صورت در دسترس توزیع شد. برای تحلیل مسیرهای مطرح‌شده، از معادلات ساختاری استفاده شد. ویژگی‌های جمعیت شناختی نمونه آماری در جدول ۲ تشریح شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی جمعیت شناختی

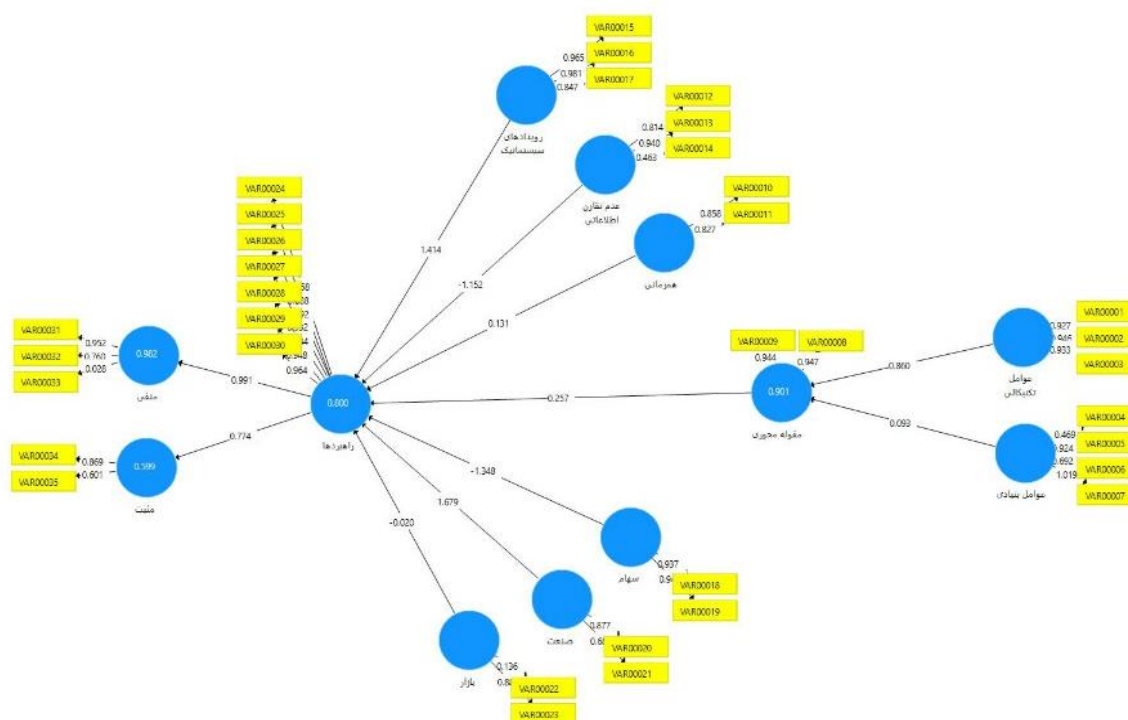
سابقه			سن			تحصیلات		جنسیت		ویژگی
۲۱ سال به بالا	۲۰-۱۱	۵-۱۰	۵۶ به بالا	۵۵-۴۶	۳۰-۴۵	دکتری	کارشناسی ارشد	زن	مرد	فروانی
۰	۲۴	۷۶	۳	۱۵	۷۲	۳۵	۶۵	۱۵	۸۵	درصد
۸۸			۸۸			۸۸		۸۸		مجموع(تعداد)

منبع: یافته‌های پژوهش

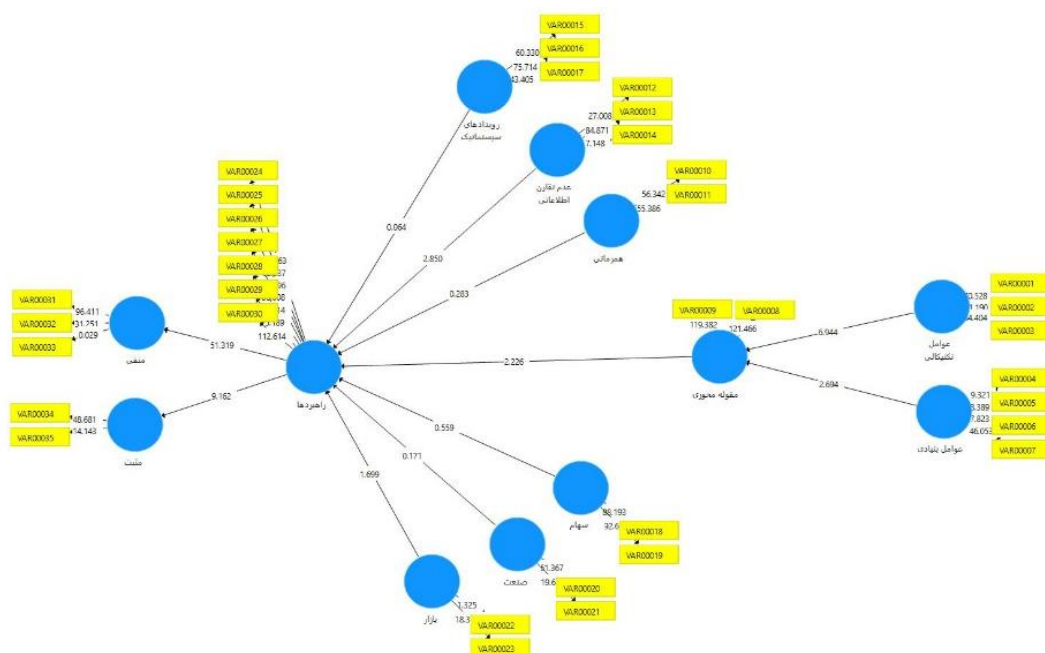
اطلاعات دموگرافیک شرکت کنندگان در تکمیل پرسشنامه ها نشان می دهد که از نظر جنسیت با ۸۵ درصد مرد و از نظر سنی اکثر پاسخگویان بین ۳۰ تا ۴۵ سال با ۷۲ درصد هستند. بیشترین درصد شرکت کنندگان با ۶۵ درصد دارای مدرک کارشناسی ارشد و ۲۵ درصد دارای مدرک دکترا هستند. این اطلاعات حاکی از آن است که جامعه مورد بررسی از سطح دانش علمی لازم برخوردار بوده است. همچنین بیشترین درصد شرکت کنندگان با ۷۶ درصد بین ۵ تا ۱۰ سال سابقه سرمایه گذاری داشته اند. علاوه بر این، این جدول نشان می دهد که شرکت کنندگان هم از نظر سن و هم از نظر تحصیلات و تجربه سرمایه گذاری، تجربه و دانش، کافی برای پاسخگویی دارند.

تحلیل برآزش معیارهای اندازه گیری

نتایج آزمون دوجمله‌ای در جدول ۱ نشان می‌دهد که تمامی دسته‌های اصلی در سطح ۰,۰۵۰ معنادار هستند، بنابراین این دسته‌ها به‌عنوان مولفه‌هایی برای شناسایی شکاف قیمتی در نظر گرفته شدند. برای سنجش اعتبار الگوی منتج‌شده از رویکرد زمینه‌بنیان، مدل اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در دو حالت معناداری و ضرایب استاندارد تبیین گردید. این مدل با استفاده از پرسشنامه‌ای که توسط محققان طراحی و شامل ۳۶ سوال بود، بین ۸۸ نفر از اعضای جامعه آماری به‌صورت در دسترس توزیع شد. برای تحلیل مسیرهای مطرح‌شده، از معادلات ساختاری استفاده شد. ویژگی‌های جمعیت شناختی نمونه آماری در جدول ۲ تشریح شده است.



شکل ۲: مدل اندازه گیری در حالت استاندارد کلی



شکل ۳: مدل اندازه گیری در حالت معنادار کلی

روایی سازه یکی از روش‌های اعتبار داخلی است که نشان می‌دهد ابزار مورد استفاده هیچ منبع خطا ندارد و نتایج به دست آمده با نظریه‌های آزمون همخوانی دارد. مطابق شکل ۴-۲، اکثر آیتم‌ها یا شاخص‌ها بالاترین بار عاملی را در سازه خود دارند و کمترین بار مقطعی را روی سایر سازه‌ها نشان می‌دهند. استراوب (۲۰۰۴) پیشنهاد می‌کند که بار عاملی هر آیتم در سازه مربوطه باید حداقل ۰٫۱ بیشتر از بار عاملی همان آیتم روی سازه‌های دیگر باشد. همچنین، تمامی سازه‌ها قابلیت اطمینان مرکب بالاتر از ۰٫۵ دارند، به این معنی که همخوانی درونی میان شاخص‌های مربوط به هر متغیر وجود دارد. اعتبار همگرا نیز نشان‌دهنده ارتباط معیارها یا شاخص‌های مختلف با یکدیگر است. اگر همبستگی بین نمرات آزمون‌هایی که یک ویژگی را اندازه‌گیری می‌کنند بالا باشد، آزمون روایی همگرا دارد. اگر مقادیر میانگین واریانس استخراج‌شده (AVE) برای همه سازه‌ها بالاتر از ۰٫۵ باشد، نشان‌دهنده این است که آیتم‌ها بیش از ۵۰ درصد از واریانس سازه‌های مربوطه را توضیح می‌دهند (فورنر و لارکر، ۱۹۸۱). بر اساس جدول ۳، مقادیر AVE برای همه سازه‌ها بالاتر از ۰٫۵ است، بنابراین آیتم‌ها بیش از ۵۰ درصد از واریانس سازه‌های مربوطه را توضیح می‌دهند و نشان‌دهنده وجود روایی همگرا در آزمون‌ها هستند.

جدول ۳: مقادیر AVE برای مولفه‌های پژوهش

Average Variance Extracted (AVE)	
۰/۵۲۴	سازهای بازار
۰/۸۸۸	راهبردها
۰/۹۱۲	رویدادهای سیستماتیک
۰/۹۴۲	سازهای سهام
۰/۷۹۷	سازهای صنعت
۰/۶۹۱	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۷۲۰	عوامل بنیادی
۰/۹۱۷	عوامل تکنیکالی
۰/۷۵۵	پیامدهای مثبت
۰/۹۷۴	مقوله محوری
۰/۵۷۵	پیامدهای منفی
۰/۸۵۵	همزمانی قیمت

پایایی شاخص با دو معیار سنجیده می‌شود: ۱. آلفای کرونباخ و ۲. پایایی ترکیبی.

آلفای کرونباخ یک معیار کلاسیک برای ارزیابی همسانی درونی مدل‌های اندازه‌گیری و پایایی آن‌هاست. همسانی درونی میزان همبستگی بین ساختار و شاخص‌های مرتبط را نشان می‌دهد. مقدار بالای واریانس بین سازه و شاخص‌های آن، در مقایسه با خطای اندازه‌گیری هر شاخص، منجر به سازگاری درونی بالا می‌شود. آلفای کرونباخ بالاتر از ۰,۷ نشان‌دهنده پایایی قابل قبول است و برخی محققان مقدار ۰,۶ را برای متغیرهایی با تعداد سوال کم، معتبر می‌دانند. از آنجایی که مقدار آلفای کرونباخ کل پرسشنامه و سایر ابعاد بیشتر از ۰,۷ است، آزمون از پایایی قابل قبولی برخوردار است.

جدول ۴: مقادیر آلفای کرونباخ برای مولفه‌های پژوهش

Cronbach's Alpha	
۰/۹۸۰	سازه‌های بازار
۰/۹۵۷	راهبردها
۰/۹۳۸	رویدادهای سیستماتیک
۰/۷۸۱	سازه‌های سهام
۰/۸۶۳	سازه‌های صنعت
۰/۹۳۰	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۹۵۵	عوامل بنیادی
۰/۷۴۹	عوامل تکنیکالی
۰/۹۴۴	پیامدهای مثبت
۰/۸۷۰	مقوله محوری
۰/۸۳۱	پیامدهای منفی
۰/۷۷۸	همزمانی قیمت

پایایی ترکیبی معیار مدرن‌تری نسبت به آلفای کرونباخ برای تعیین پایایی سازه‌ها است. این روش، به‌جای محاسبه پایایی به‌صورت مطلق، بر اساس همبستگی سازه‌ها با یکدیگر انجام می‌شود. هر دوی این معیارها برای اندازه‌گیری قابلیت اطمینان تا حد امکان استفاده می‌شوند. پایایی ترکیبی یک سازه از نسبت واریانس بین سازه و شاخص‌های آن به اضافه مقدار خطای اندازه‌گیری به دست می‌آید. اگر مقدار CR برای هر سازه بالاتر از ۰,۷ باشد، نشان‌دهنده سازگاری درونی مناسب مدل اندازه‌گیری است و مقدار کمتر از ۰,۶ نشان‌دهنده عدم پایایی است (داوری و رضاده، ۱۳۹۲). در این پژوهش، تمامی فاکتورها دارای پایایی بالای ۰,۷ هستند که نشان‌دهنده پایایی ترکیبی مناسب است.

جدول ۵: پایایی ترکیبی

Composite Reliability	
۰/۷۳۴	سازه‌های بازار
۰/۹۸۲	راهبردها
۰/۹۶۹	رویدادهای سیستماتیک
۰/۹۷۰	سازه‌های سهام
۰/۸۸۷	سازه‌های صنعت
۰/۸۶۸	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۹۱۰	عوامل بنیادی
۰/۹۷۱	عوامل تکنیکالی
۰/۸۶۰	پیامدهای مثبت
۰/۹۷۳	مقوله محوری
۰/۷۳۹	پیامدهای منفی
۰/۹۲۲	همزمانی قیمت

تحلیل برازش مدل: مسیرهای تحقیق را می‌توان در قالب مدل رگرسیونی آزمون کرد. برای بررسی برازش مدل در حداقل مربعات جزئی، از معیار کیفیت جهانی که توسط آماتو و همکاران در سال ۲۰۰۴ مطرح شد، استفاده شده است. معیار GoF شامل میانگین اشتراک هر متغیر است که کیفیت مدل بیرونی را می‌سنجد و میانگین ضرایب تعیین هر متغیر نهفته درون‌زا که کیفیت مدل داخلی را اندازه‌گیری می‌کند. برای هر متغیر درون‌زا، این معیار با توجه به متغیرهای پنهانی که آن را توضیح می‌دهند محاسبه می‌شود. سه مقدار ۰,۰۱، ۰,۲۵ و ۰,۳۶ به‌عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای شاخص خوبی برازش (GoF) معرفی شده‌اند.

جدول ۶: محاسبه برازش درونی

ضریب تعیین	مقادیر اشتراکی	
-	۰/۷۱۲	بازار
۰/۸۳۳	۰/۶۷۸	راهبردها
-	۰/۶۰۹	رویدادهای سیستماتیک
-	۰/۵۱۹	سهام
-	۰/۴۵۴	صنعت
-	۰/۵۳۰	عدم تقارن اطلاعاتی
-	۰/۶۳۹	عوامل بنیادی
-	۰/۵۹۰	عوامل تکنیکالی
۰/۴۳۹	۰/۵۷۸	مثبت
۰/۸۲۴	۰/۶۰۳	مقوله محوری
۰/۸۳۷	۰/۶۱۴	منفی
-	۰/۵۱۳	همزمانی
۰/۵۹۸	Gof	

همانطور که در جدول ۶ مشاهده می کنید، شاخص خوبی برازش (GOF) با مقدار ۰/۵۹۸ نشان دهنده برازش کلی بالاتر از میانگین برای مدل ساختاری است. این به معنای آن است که مدل داخلی قدرت کافی برای آزمون فرضیه ها را دارد و نتایج آزمون از نظر آماری کاملاً پایا هستند. ضریب تعیین R2 که نشان دهنده تأثیر متغیرهای برونزا بر روی یک متغیر درونزا است، فقط برای ساختارهای درونزا محاسبه می شود و برای ساختارهای برونزا مقدار آن صفر است. هرچه ضریب تعیین بیشتر باشد، برازش مدل بهتر است. مقادیر ۰/۳۳، ۰/۶۷ و ۰/۶۷ به عنوان معیارهای ضعیف، متوسط و قوی معرفی شده اند.

بررسی معنی داری مسیرهای مدل اندازه گیری

مسیر اول: مسیر شرایط علی با مقوله محوری

جدول ۷: بررسی مسیر اول

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
عوامل تکنیکالی	←	مقوله محوری	۰/۰۹۷	۶/۹۴۴	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
عوامل بنیادی	←	مقوله محوری	۰/۰۹۳	۲/۶۹۴	۰/۰۰۷	تأیید مسیر

همانطور که در جدول ۷ مشاهده می شود میزان تأثیرگذاری مستقیم دو متغیر عوامل تکنیکالی و عوامل بنیادی ناشی از شرایط علی بر مقوله محوری به ترتیب ۰/۰۹۷ و ۰/۰۹۳ می باشد و مقدار تی این ضریب به ترتیب برابر با ۶/۹۴۴ و ۲/۶۹۴ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می توان گفت دو مسیر پژوهش مبنی بر عوامل تکنیکالی و عوامل بنیادی عنوان شرایط علی بر مقوله محوری تأثیر دارد، تایید می شود.

مسیر دوم: مسیر مقوله محوری با راهبردها

جدول ۸: بررسی مسیر دوم

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
مقوله محوری	←	استراژی معاملاتی و برنامه راهبری	۰/۱۵۰	۲/۲۲۶	۰/۰۲۶	تأیید مسیر

همانطور که در جدول ۸-۱۷ مشاهده می شود مقدار تأثیرگذاری مستقیم مسیر ناشی از متغیر مقوله محوری بر متغیر استراژی معاملاتی و برنامه راهبری به عنوان راهبرد اصلی ۰/۱۵۰ می باشد و چون مقادیر t به دست آمده برای این پارامترها بیشتر از ۱/۹۶ محاسبه شده است، لذا فرض صفر با ۹۵ درصد اطمینان رد می شود و فرض مسیر مقوله محوری بر راهبرد ناشی از استراژی معاملاتی و برنامه راهبری تأثیر دارد، تایید می شود.

مسیر سوم: مسیر شرایط مداخله گر با راهبردها**جدول ۹: بررسی مسیر سوم**

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
سازه‌های سهام	←	راهبردها	۰/۲۱۲	۰/۵۵۹	۰/۵۷۷	رد مسیر
سازه‌های صنعت	←	راهبردها	۰/۱۰۶	۰/۱۷۱	۰/۸۶۵	رد مسیر
سازه‌های بازار	←	راهبردها	۰/۱۰۵	۱/۶۹۹	۰/۰۹۰	تأیید مسیر

همانطور که در جدول ۴-۱۸ مشاهده می‌شود مقدار تأثیرگذاری مستقیم متغیرهای ساطه‌های سهام، صنعت و بازار به عنوان شرایط مداخله گر بر راهبردهای شناسایی شکاف‌های قیمتی به ترتیب ۰/۲۱۲ و ۰/۱۰۶ و ۰/۱۰۵ می‌باشد و مقدار تی این ضریب به ترتیب برابر با ۰/۵۵۹ و ۰/۱۷۱ و ۱/۶۹۹ است که سطح معنی داری دو سازه اول کوچکتر از ۵ درصد و سطح معنی داری سازه آخر بیشتر از ۱۰ درصد است. لذا می‌توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیر شرایط مداخله گر با راهبردها تأثیر دارد، به استثنای دو سازه اول (سطح سهام و صنعت) تأیید می‌شود.

مسیر چهارم: مسیر شرایط زمینه ای بر راهبردها**جدول ۱۰: بررسی مسیر چهارم**

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
پدیده همزمانی	←	راهبردها	۰/۱۷۴	۰/۲۸۳	۰/۷۷۷	رد مسیر
عدم تقارن اطلاعاتی	←	راهبردها	۰/۱۱۰	۲/۸۵۰	۰/۰۰۵	تأیید مسیر
رویدادهای سیستماتیک	←	راهبردها	۰/۲۰۳	۰/۰۶۴	۰/۹۴۹	رد مسیر

همانطور که در جدول ۱۰ مشاهده می‌شود مقدار تأثیرگذاری مستقیم مسیرهای متغیر شرایط زمینه ای با راهبردها به استثنای میر دوم (مسیر عدم تقارن اطلاعاتی و راهبردها) معنی دار نمی‌باشد و مقدار تی این ضریب کمتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می‌توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیرهای شرایط زمینه‌ای بر راهبردها تأثیر دارد، به استثنای مسیر دوم (مسیر عدم تقارن اطلاعاتی و راهبردها) تأیید نمی‌شود.

مسیر پنجم: مسیر راهبردها با پیامدها**جدول ۱۱: بررسی مسیر پنجم**

مستقل	جهت تأثیر	وابسته	مقدار استاندارد	مقدار تی	مقدار احتمال	نتیجه
راهبردها	←	پیامدهای منفی	۰/۰۱۸	۵۱/۳۱۹	۰/۰۰۰	تأیید مسیر
راهبردها	←	پیامدهای مثبت	۰/۰۷۲	۹/۱۶۲	۰/۰۰۰	تأیید مسیر

همانطور که در جدول ۱۱ مشاهده می‌شود مقدار تأثیرگذاری مستقیم متغیر مربوط به راهبرد شامل استفاده از استراتژی‌های معاملاتی و برنامه راهبردی بر پیامدهای مثبت و منفی به ترتیب شامل ۰/۰۱۸ و ۰/۰۷۲ می‌باشد و مقدار تی این ضریب به ترتیب برابر با ۵۱/۳۱۹ و ۹/۱۶۲ است که بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است. لذا می‌توان گفت فرض پژوهش مبنی بر مسیرهای راهبردها بر پیامدها تأثیر دارد، تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و بحث

ریسک و عدم قطعیت از ابعاد مهم و بنیادی سرمایه‌گذاری هستند که تأثیر زیادی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی دارند. تحقیقات نشان داده است که میزان پذیرش ریسک در معامله‌گران می‌تواند تابعی از تأثیر ریسک در ایجاد سود و زیان باشد. معامله‌گران در شرایطی که احتمال ضرر و زیان وجود دارد، تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند، اما در شرایط احتمال کسب سود، میزان ریسک‌پذیری آن‌ها کاهش می‌یابد و به سودهای قطعی اکتفا می‌کنند. ناهنجاری‌های شکاف‌های قیمتی یکی از منابع ریسک یا عدم قطعیت در بازار سرمایه هستند که تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند. امروزه سرمایه‌گذاران عوامل مختلفی را در انتخاب سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند، اما تحقیقات محدودی در مورد روش انتخاب بین سرمایه‌گذاری‌های مختلف انجام شده است. تصمیمات سرمایه‌گذاران روزه‌روز پیچیده‌تر و پرمخاطره‌تر می‌شود و انتشار

اطلاعات محرمانه و ناهمگون واکنش‌های متفاوتی را از سوی سرمایه‌گذاران به دنبال دارد، که تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده از وضعیت فعلی بازار را ایجاد می‌کند. این موارد اهمیت ناهنجاری‌های ناشی از شکاف قیمتی و تأثیر غیرقابل انکار آن‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج تحلیل این مطالعه، آزمون سوال‌های اصلی و فرعی حاکی از حاکمی از تأیید اکثریت مسیرهاست می‌توان گفت که مسیرشرایط علی از طریق فازهای مربوط به سازه‌های تکنیکالی و سازه‌های بنیادی رابطه معنی‌داری دارد. بدین معنی‌های تکنیکالی و سازه‌های بنیادی عوامل تأثیرگذار بر شناسایی شکاف‌های قیمتی سهام می‌باشند. به بیانی دیگر یکی از سازه‌های اثرگذار بر شکاف‌های قیمتی سهام عوامل تکنیکالی شامل به هم خوردن عرضه و تقاضا، اخبار افزایش سرمایه و نوسان شدید می‌باشد. همچنین یکی از سازه‌های اثرگذار بر شناسایی شکاف‌های قیمتی سهام، عوامل بنیادی شامل اخبار مهم و مثبت در صنعت، تعدیل مثبت در سوددهی شرکت و تقسیم سود در مجمع می‌باشند که این نتیجه با یافته‌های پلاستون و همکاران (۲۰۲۰) همسو می‌باشد.

نتایج این پژوهش می‌تواند برای طیف وسیعی از ذی‌نفعان، از جمله سیاست‌گذاران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و پژوهشگران مفید باشد. با استفاده از یافته‌های این مطالعه، امکان بهبود نظارت بر بازار، کاهش نوسانات غیرمنطقی، و افزایش دقت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری فراهم خواهد شد. در نهایت، پیشنهادت ذیل با تکیه بر نتایج حاصل از مطالعه حاضر به تفکیک کلیه ذینفعان به شرح ذیل تشریح می‌شود:

الف) برای سیاست‌گذاران اقتصادی و نهادهای نظارتی:

تدوین مقررات پایدار برای مدیریت شکاف‌های قیمتی: نتایج این پژوهش می‌تواند به تنظیم مقرراتی کمک کند که از بروز نوسانات غیرمنطقی ناشی از شکاف‌های قیمتی جلوگیری کند. افزایش شفافیت بازار: نهادهای نظارتی می‌توانند از نتایج این پژوهش برای توسعه مکانیسم‌های نظارتی قوی‌تر و کاهش تأثیرات منفی ناهنجاری‌های قیمتی استفاده کنند.

ب) برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی:

بهبود استراتژی‌های معاملاتی: تحلیل‌گران بازار می‌توانند با استفاده از مدل‌یابی ساختاری، الگوهای رفتاری ناشی از شکاف‌های قیمتی را شناسایی کرده و استراتژی‌های معاملاتی هوشمندانه‌تری را اتخاذ کنند. مدیریت بهتر ریسک: سرمایه‌گذاران می‌توانند با درک دقیق‌تر از ناهنجاری‌های بازار، روش‌های پوشش ریسک را بهبود دهند و در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه‌تر عمل کنند.

ج) برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مدیران پرتفوی:

بهینه‌سازی ترکیب سبد سرمایه‌گذاری: این پژوهش می‌تواند به مدیران پرتفوی کمک کند تا استراتژی‌هایی برای به حداقل رساندن تأثیر ناهنجاری‌های ناشی از شکاف‌های قیمتی طراحی کنند. اتخاذ تصمیمات مبتنی بر داده: استفاده از مدل‌های پیشرفته برای شناسایی تأثیر شکاف‌های قیمتی می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهینه‌تر کند. همچنین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی موارد ذیل مدنظر قرار گرفته شوند:

الف) پایه‌گذاری تحقیقات آینده:

این پژوهش می‌تواند زمینه‌ساز تحقیقات بیشتری در حوزه مدل‌یابی ساختاری و تحلیل ناهنجاری‌های بازار باشد.

ب) استفاده از تکنیک‌های نوین داده کاوی:

دانشگاهیان می‌توانند از این پژوهش برای توسعه مدل‌های جدید مبتنی بر هوش مصنوعی و یادگیری ماشین جهت تحلیل شکاف‌های قیمتی استفاده کنند.

مهم‌ترین محدودیت این پژوهش، امکان قضاوت‌های شخصی محقق است که با استفاده از روش‌های مختلف آزمون مقبولیت سعی در به حداقل رساندن آن‌ها شده است. همچنین عدم انجام تحقیقات مشابه در این زمینه (شکاف قیمت) از دیگر محدودیت‌های پژوهش حاضر بود. علیرغم تلاش زیاد محقق، وی نتوانست تحقیقی را بیابد که مستقیماً به این موضوع بپردازد. از دیگر محدودیت‌های مربوط به این پژوهش می‌توان به امتناع برخی از پاسخ‌دهندگان از ارائه اطلاعات جمعیت‌شناختی و حتی سازمانی به محقق برای انجام پژوهش، عدم همکاری در جمع‌آوری اطلاعات از برخی پاسخ‌دهندگان و در نهایت کمبود زمان و امکانات پژوهشی اشاره کرد.

منابع:

- ابراهیمی. عباس لیفشگرد. پاکیزه. کامران و رئیس فر. کامیار، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر ویژگی های شخصیتی سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه گذاری با نقش میانجی سوگیریهای مکاشفه ای، سال دوازدهم، شماره ۴۲، ۱۰۷-۱۲۸.
- ابوالمعالی. خدیجه، (۱۳۹۱)، پژوهش کیفی: از نظریه تا عمل، تهران، انتشارات علم.
- دادار. ام البنین و جعفری. سیده محبوبه، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و سهام شناور آزاد بر بازدهی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته، دانش سرمایه گذاری، سال نهم، شماره ۳۴، ۳۱۷-۳۳۱.
- عاطفی فر. علیرضا و سلیمانی بشلی. علی، (۱۳۹۸)، رفتارشناسی مالی، انتشارات آیلار.
- حاجیه. زهره، جعفری. سیده محبوبه و رنجبر ناوی، (۱۳۹۷)، بررسی اثر شکاف قیمتی و گزینش نادرست به عنوان معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح نگهداشت وجه نقد، دانش سرمایه گذاری، سال ۷، شماره ۲۷.
- رحمانی. علی و حاجی مرادخانی. حدیثه، (۱۳۹۴)، قدرت بازار محصول و نقدشوندگی بازار سهام، مدیریت دارائی و تامین مالی، سال پنجم، شماره ۲، ۲۱-۳۶.
- حیدری. حمید رضا و فرزنانگان. الهام، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر رفتار گله‌ای بر نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک در صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، سال ۱۳، شماره ۲، ۵۷-۷۸.
- کیا مهر، علی، جنانی، محمد حسن، & همت فر، محمود. (۱۳۹۹). تبیین نقش ناهنجاریهای بازار سهام در قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای اقتصاد مالی. ۱۴ (۵۳)، ۱۹۳-۲۱۲.
- Abhyankar, A., Ghosh, D., Levin, E., & Limmack, R. (1997). Bid-ask spreads, trading volume and volatility: Intra-day evidence from the London stock exchange. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3), 343–362. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00108>.
- Agrawal, A., & Tandon, K. (1994). Anomalies or illusions? Evidence from stock markets in eighteen countries. *Journal of International Money and Finance*, 13(1), 83–106. [https://doi.org/10.1016/0261-5606\(94\)90026-4](https://doi.org/10.1016/0261-5606(94)90026-4).
- Akben-Selcuk E, Ayse Altiok-Yilmaz A, (2017), Determinants of Corporate Cash Holdings: Firm Level Evidence from Emerging Markets, *Global Business Strategies in Crisis*, Part of the series Contributions to Management Science pp 417-428.
- Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Arben Malaj, Fatmir Mema and Sybi Hida, Albania, *Financial Management in the Education System: Higher Education*, December 2005
- Barber, B.M. & Odean, T. (2001), Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292. Barber, B.M. & Odean, T. (2011). The Behavior of Individual Investors. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=187221>.
- Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.
- Charlz Solomon Huang Dr. , Zhi-Yuan Andy Feng Dr. Angie Abdel Zaher Dr. (2019). , Fair Value and Economic Consequences of Financial Restatements, *Finance Research Letters*.
- Chen, G., Kim, K., Nofsinger, J. & Rui, O. (2007). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representative Bias, and Experience of Emerging Market Investors, *Journal of Behavioral Decision Making*, 20, 425-451.
- Chen, Y., Eshleman, J.D., Soileau, J.S. (2017). Business strategy and auditor reporting. *Journal of Practice and Theory*, 36(2), 63-86.
- Doojin, R. Kim, H & Yang, H (2017). "Investor sentiment, trading behavior and stock Returns". *Journal of Economics Letters*. Volume 24, 2017 - Issue 12.
- Farli. A, (2017), The master swing trader toolkit, the market survival guide.
- Felix Stübben, *Europäische Energieversorgung: Status quo und Perspektiven*, Juni 2008
- Gao.A and Schmidt.F.(2005), Limit Order Trading Behavior and Individual Investor Performance. *The Journal of Behavioral Finance*, 6 (2), 71–89.
- Glaser, Barney G., & Strauss, Anselm L. (1965), *Awareness of Dying*. Id. (1967), *The Discovery of Grounded Theory: The Strategies for Qualitative Research*.
- Grant, J. L., Wolf, A., & Yu, S. (2005). Intraday price reversals in the US stock index futures market: A 15-year study. *Journal of Banking & Finance*, 29(5), 1311–1327. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.04.006>.
- Habib, A. & M.M. Hasan. (2017). Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk. *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, No. 1, Pp. 389– 405
- Heinz-Dieter Wenzel (Herausgeber), *Der Kaspische Raum: Ausgewählte Themen zu Politik und Wirtschaft*, Juli 2007
- Holger Kächelein, Drini Imami and Endrit Lami, *A new view into Political Business Cycles: Household Expenditures in Albania*, July 2008.

- Jacobsen, B., Mamun, A., and Visaltanachoti, N. (2005). Seasonal, size and value anomalies. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=784186> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.784186>.
- Kahneman, D., & Tversky A. (1992). Advances in Prospect Theory, cumulative representation of uncertainty. *Journal of risk and uncertainty*, 5, 297- 323.
- Kurt A. Hafner, Agglomeration, Migration and Tax Competition, January 2005
Felix Stübgen, Jörg Lackenbauer und Heinz-Dieter Wenzel, Eine Dekade wirtschaftlicher Transformation in den Westbalkanstaaten: Ein Überblick, November 2005.
- Li, Y., He, J., & Xiao, M (2018). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics and Finance*, 11(8), 1-14.
- Lin, M., and Sias, R., and Wei, Z. (2018). The Survival of Noise Traders: Evidence From Peer-to-Peer Lending. Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper, No.48,Pp.18-22. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3185608>.
- Lo, H . C . , Wu, R . S . , & Kweh, Q . L . (2017) . Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance . *International Review of Financial Analysis*, 52, 62-76.
- Malagon, J., Moreno, D., and R Rodríguez. (2018). Idiosyncratic Volatility, Conditional liquidity and Stock Returns, *International Review of Economics and Finance*, No. 53, Pp 118– 132.
- Mishkin. F (2015) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (11th Edition).
- Navissi, F., Sridharan, V.G., Khedmati, M., Lim, E.K.Y., Evdokimov, E. (2016). Business strategy, over-(under-) investment and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86. Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance:The moderating role of product market competition. Available at SSRN: <https://ssrn.com>.
- Niko. F, Shams. S, Tehrani.R, Seygali.M, (2021), Modeling the selection of the optimal stock portfolio based on the combined approach of clustered value at risk and Mental Accounting, DOI: 10.30699/IJF.2021.265185.1187.
- Osmat Azzam, Sotiraq Dhamo and Tonin Kola, Introducing National Health Accounts in Albania, December 2005.
- Plastun, A., Makarenko, I., Khomutenko, L., Shcherbak, S., and Tryfonova, O. (2019a). Exploring price gap anomaly in the ukrainian stock market. *Investment Management & Financial Innovations*, 16(2):150.
- Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., and Wohar, M. E. (2019b). Rise and fall of calendar anomalies over a century. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49:181–205.
- Plastun. A, Sibande. X, Gupta. R, (2020), Price gap anomaly in the US stock market: the whole story, university of Pretoria.
- Shahzad, F., Ahmad, M., Fareed, Z., & Wang, Z. (2022). “Innovation decisions through firm life cycle: A new evidence from emerging markets”. *International Review of Economics & Finance*, 78, 51-67.