

بررسی رابطه بین فشار جو روانی بازار با بازده غیرعادی سهام و بازده غیرعادی انباشته شده شرکت‌ها

فرزین رضایی^۱

زینت خاتمی*^۲

سید محمدرضا مسعودیان^۳

سهیلا کیانی^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۴/۱۹ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۴/۳۱

چکیده

از جمله عواملی که می‌تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد، فشار جو روانی مالی است که می‌تواند به عنوان یک وقفه در عملکرد طبیعی بازارهای مالی تعریف شود. مطالعات انجام شده در بررسی تأثیر فشار جو روانی بر بازده، تنها بر احتمالات شرطی و تکانه‌های بعدی تمرکز داشتند و اولین تکانه‌ها را نادیده گرفتند. از طرف دیگر، معیارهای ارائه شده تنها ریسک بازار را ارزیابی کردند و نشان ندادند که آیا ریسک می‌تواند با میانگین بازده رابطه داشته باشد یا خیر؟ بنابراین، در این پژوهش یک معیار جدید برای ارزیابی ریسک بازار استفاده می‌شود که رابطه بین ریسک و زیرمؤلفه‌های بازده را در نظر می‌گیرد. پژوهش حاضر از نوع کاربردی-همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. تعداد اولیه شرکت‌های استخراج شده از صورت‌های مالی برابر ۷۷ شرکت بود و شرکت‌هایی که مقدار اهرم مالی آنها از ۰/۹ بالاتر بود حذف شدند و جمعا ۶۱ شرکت برای برازش مدل استفاده شدند. برای بررسی روابط از مدل رگرسیونی مقطعی استفاده گردید. نتایج گویای این مطلب می‌باشد که فشار جو روانی بازار تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام و بازده غیرعادی تجمعی سهام دارد.

واژگان کلیدی

فشار جو روانی بازار، بازده غیرعادی سهام، بازده غیرعادی تجمعی سهام

۱. دانشیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین (farzin.rezaei@qiau.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد حسابداری، واحد قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین (*نویسنده مسئول)

(Zinat.kh@gmail.com)

۳. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، (Smr_Masoudian@yahoo.com)

۴. کارشناسی ارشد حسابداری، واحد قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین

۱. مقدمه

بازار سرمایه از ارکان اساسی نظام اقتصادی هر کشور به شمار می‌رود. نماد بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار و نهادهای وابسته می‌باشد که در آن، همه روزه میلیون‌ها اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد. مدیران سرمایه‌گذاری، مدیران پرتفوی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به معامله می‌پردازند، برای حفظ و افزایش ارزش سبد سرمایه‌گذاری خود، نیاز به بررسی عوامل مختلف مؤثر بر بازده پرتفوی خود، دارند. بدیهی است، هرچه سرمایه‌گذاران با ابهام کم‌تری درباره بازده سرمایه‌گذاری خودرو به رو باشند و بهتر بتوانند میزان این بازدهی را پیش‌بینی کنند، بیشتر به اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها متمایل می‌شوند. در نتیجه نیاز به ابزارهایی برای انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری و مناسب‌ترین پرتفوی وجود دارد. بازده سهام یکی از عوامل مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است. از این رو صاحب‌نظران مالی، به بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام، نوسانات آن و بازده غیرعادی سهام پرداختند. از جمله عواملی که می‌تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد، فشار جو روانی مالی است که می‌تواند به عنوان یک وقفه در عملکرد طبیعی بازارهای مالی تعریف شود. در حقیقت، تعاریف متعددی از فشار جو روانی مالی ارائه شده است که به جنبه‌های مختلفی از فشار جو روانی توجه داشتند، اما وجه مشترک همه تعاریف ارائه شده، افزایش نااطمینانی درباره ارزش بنیادی سهام است. در واقع، یکی از نشانه‌های فشار جو روانی مالی، افزایش نااطمینانی وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران درباره ارزش ذاتی دارایی‌های مالی است که ارزش ذاتی سهام همان ارزش فعلی تنزیل شده جریان‌ات نقدی آتی است. افزایش نااطمینانی درباره این ارزش‌های ذاتی نوعاً به افزایش نوسانات در قیمت‌های بازار سهام تعبیر می‌شود (هاکیو و کیتون^۱، ۲۰۰۹). نااطمینانی و فشار جو روانی بازار موجب ایجاد تغییرات غیرقابل انتظار در سیاست‌های مالی و اقتصادی می‌شود که ممکن است محیط اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد و بر تصمیم‌گیری‌ها تأثیرگذار باشد. در واقع، نااطمینانی بازار موجب افزایش ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری می‌شود (نیفر و هاموده^۲، ۲۰۱۶). مطالعات انجام شده در بررسی تأثیر فشار جو روانی بر بازده، تنها بر احتمالات شرطی و تکانه‌های بعدی تمرکز داشتند و اولین تکانه‌ها را نادیده گرفتند. از طرف دیگر، معیارهای ارائه شده تنها ریسک بازار را ارزیابی کردند و نشان ندادند که آیا ریسک می‌تواند با میانگین بازده رابطه داشته باشد یا خیر؟ بنابراین، در این پژوهش یک معیار جدید برای ارزیابی ریسک بازار استفاده می‌شود که رابطه بین ریسک و زیرمؤلفه‌های بازده را در نظر می‌گیرد. نوآوری موجود در این معیار این است که فشار جو روانی بازار را نیز در نظر می‌گیرد. بنابراین هدف پژوهش حاضر بررسی پیش‌بینی نوسانات بازار سهام با در نظر گرفتن فشار جو روانی بازار می‌باشد.

¹. Hakkio & Keeton

². Naifar & Hammoudeh

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

۱-۲. بازده غیرعادی

بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را حداکثر کند. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند، زیرا نقدترین دارائی خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آن‌ها نخواهد شد. اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطر برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. شاید این معیار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد. چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. بازده در فرآیند سرمایه‌گذاران، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود (قاسمی و نیکبخت، ۱۳۹۴).

تفاوت بین بازده مورد انتظار و بازده واقعی سهم را بازده غیر عادی می‌گویند که این بازدهی می‌تواند مثبت یا منفی باشد. چنانچه پیداست، بازدهی سهم همیشه مثبت نیست و بسته به میزان تغییرات قیمتی در دوره نگهداری و میزان پرداخت سود نقدی در پایان دوره مالی ممکن است مثبت، صفر و یا حتی منفی باشد (دارابی، ۱۳۹۵).

در عمل برای سنجش بازده غیر عادی روش‌های زیر متداول است:

۱. بازده میانگین تعدیل شده: این کمیت با کسر میانگین بازده سهم $\bar{J}$ در طول دوره برآورد از بازده واقعی سهم مذکور در دوره رویداد به دست می‌آید. در این روش ریسک سهم یا بازده پرتفوی بازار در دوره رویداد کنترل نمی‌شود.
۲. بازده تعدیل شده بازار: بازده غیرعادی با کسر بازده بازار از بازده سهم $\bar{J}$ در دوره رویداد به دست می‌آید. در این روش ریسک سهم معادل ریسک پرتفوی بازار در نظر گرفته می‌شود.
۳. خطای پیش‌بینی الگوی بازار: بازده غیرعادی در این روش از تفاضل بازده واقعی سهم $\bar{J}$ در دوره رویداد با بازده پیش‌بینی شده (بر اساس الگوی بازار) به دست می‌آید (قائم و همکاران، ۱۳۹۰).

یکی از عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی است. اگر مجموعه اطلاعاتی پیش از ارائه به عموم در اختیار فرد خاصی قرار گیرد او خواهد توانست به وسیله آن اطلاعات به بازده غیرعادی دست یابد که این امر تاکیدی بر ارزش اطلاعات است. اغلب پژوهشگران معتقدند در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورت نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به یک موضوع واحد سبب گردد و بدین ترتیب بازدهی اضافی را برای افرادی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند فراهم می‌آورد. بر این اساس افرادی می‌توانند بازدهی اضافی پایدار بدست آورند که به طور مداوم اطلاعات محرمانه را در اختیار داشته باشند و یا توانایی خاصی برای کسب بازده غیرعادی پایدار بر مبنای اطلاعات عمومی نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران داشته باشند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۷). از جمله افرادی که به چنین اطلاعاتی دسترسی دارند می‌توان به مدیران و افراد درون‌سازمانی اشاره نمود. براساس تئوری

نمایندگی بر گرفته شده از تئوری بازی‌ها، مدیران به عنوان نمایندگان سرمایه‌گذاران ممکن است به گونه ای عمل نمایند و یا تصمیماتی اتخاذ نمایند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. تضاد منافع میان مدیران و سرمایه‌گذاران موجب شده است که مدیران از برتری اطلاعاتی خود برای انتقال ثروت از سرمایه‌گذاران به سمت خودشان استفاده نمایند (واتر، ۲۰۰۲). افزایش قیمت بازار سهام، منافع مدیر را افزایش می‌دهد و مدیران می‌توانند اطلاعات را به گونه‌ای افشاء نمایند که قیمت سهام را افزایش دهند. بدین ترتیب و با توجه به تئوری نمایندگی به نظر می‌رسد وجود ساز و کار کنترلی و یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع لازم باشد. وضع محدودیت قانونی جهت عدم افشاء اطلاعات محرمانه، عدم اجازه معامله و سرمایه‌گذاری برای افراد دارای اطلاعات محرمانه و همچنین افزایش کیفیت اطلاعات عمومی تهیه شده در صورت های مالی از سازوکارهایی است که ضمن کاهش بازدهی غیر عادی، از سرمایه‌گذاران برون سازمانی در مقابل مسئله نمایندگی محافظت می‌نماید. در چنین شرایطی تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری با هدف حمایت از حقوق ذینفعان بر ارائه اطلاعات مفید به سرمایه‌گذاران تاکید می‌نمایند و از محافظه‌کاری به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با نامتقارن بودن اطلاعات استفاده می‌نمایند. حسابداری محافظه‌کارانه بهترین خلاصه ممکن از اطلاعات قطعی به غیر از قیمت سهام در رابطه با عملکرد جاری برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد و همچنین باعث افشاء آن دسته از اطلاعاتی می‌گردد که مدیران نسبت به انتشار آنها بی‌میل هستند. محافظه‌کاری از طریق محدود نمودن مدیریت سود و بهبود سطح افشاء اطلاعات می‌تواند منجر به بهبود محیط‌های اطلاعاتی گردد و با شناسایی سریع اخبار اقتصادی بد نسبت به اخبار اقتصادی خوب منجر به افزایش سطح کیفیت افشاء اطلاعات حسابداری، تغییر رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه و یا بی‌اطلاع و کاهش عدم اطمینان راجع به ارزش شرکت می‌شود و این مهم به نوبه خود عدم تقارن اطلاعاتی و مساله گزینش نادرست را کاهش، کارایی بازار را افزایش، ارزش بازار سهام را به ارزش ذاتی سهام نزدیک‌تر و بازدهی غیر عادی در بازار را کاهش خواهد داد. بنابراین می‌توان استدلال نمود که محافظه‌کاری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند نرخ بازده غیر عادی را کاهش دهد و زمینه حرکت بازار به سمت بازار کارا را فراهم آورد (لافوند و واتر، ۲۰۰۸).

۲-۲. مالی رفتاری

علوم رفتاری از جمله دانش‌های کاربردی است که در قالب رشته تخصصی بنام روانشناسی به حوزه علم ورود پیدا کرده است. زیر بنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که مستلزم درک و شناخت آن در چارچوبی علمی تحت عنوان روانشناسی مورد پژوهش و بررسی قرار گرفته است. بررسی تاریخی دانش روانشناسی این واقعیت را آشکار نموده است که در تعامل با سایر علوم، ضمن پاسخ کاربردی به مسائل فرا روی انسان، موجب ارتقاء دانش روان‌شناسی از یک طرف و زمینه تعامل با سایر علوم انسانی را نیز از طرف دیگر فراهم نموده است (دارابی و همکاران، ۱۳۹۴).

پارادایم مالی سنتی، که اساس بسیاری از مطالعات است، به دنبال درک بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی است که در آن اعضا «منطقی» هستند. منطقی بودن به معنای دو چیز است. اول، زمانی که آنها اطلاعات جدیدی دریافت می‌کنند، اعضا باورهای خود را به درستی به شیوه‌ای که توسط قانون بیز بیان شده است به روز می‌کنند. دوم اینکه، اعضا با توجه به باورشان، به گونه‌ای تصمیم‌گیری می‌کنند که از لحاظ قانونی قابل قبول هستند. که این دیدگاه با مفاهیم سودجویی

مورد انتظار^۱ (SEU) سازگار است. این چارچوب سنتی بسیار ساده و رضایت بخش است، اگر پیش بینی‌های آن در داده‌ها تایید شود. متأسفانه، پس از سال‌ها تلاش، روشن شده است که حقایق اساسی در مورد بازار سهام کل، روابط مقطعی متوسط بازده در طی دوران و رفتار تجارت فردی در این چارچوب به راحتی قابل درک نیست. «مالی رفتاری» یک رویکرد جدید به بازارهای مالی است که در پاسخ به مشکلات موجود در پارادایم سنتی شکل گرفته است. به طور کلی، این تئوری استدلال می‌کند که برخی از پدیده‌های مالی را می‌توان با استفاده از مدل‌هایی که در آنها برخی از عوامل کاملاً منطقی نیستند، تشریح کرد و به درک بهتری از آنها رسید. به طور خاص، این تئوری تحلیل می‌کند که زمانی که تعدادی از اصول منطقی بودن نقض می‌شوند، چه اتفاقی می‌افتد. در برخی از مدل‌های مالی رفتاری، فرض می‌شود که اعضا نمی‌توانند به طور دقیق باورهای خود را بروز کنند، در برخی دیگر از مدل‌ها، اعضا مطابق قانون بیز اعتقاداتشان را بروز می‌کنند ولی نمی‌توانند تصمیماتی مطابق با قانون اتخاذ کنند. در برخی دیگر از مدل‌ها کل شرایط مطرح شده در تئوری (SEU) نادیده گرفته می‌شوند (باربریز و تالر^۲، ۲۰۰۳).

در بیان دیگر، مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است. علاوه بر آن مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدودکننده پارادایم سنتی - بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالی رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آریتراز است که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آریتراز استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌ها است. دوم روان شناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و هم چنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند، بررسی می‌شود (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳). یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی، قابل پیش‌بینی و بدون اریب، همان گونه که توسط مدل‌های رایج نشان داده شده‌اند، رفتار نمی‌کنند. بر اساس نظریه‌های روان‌شناسی، انسان‌ها تمایل به نگهداری حوادث خاصی در ذهن خود به صورت تصورات دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود حوادث بر رفتار افراد دارند (گرینبلات و هان^۳، ۲۰۰۵).

۲-۳. بررسی تأثیر فشار روانی بازار بر بازده غیرعادی سهام

افراد در شرایط عدم اطمینان، قضاوت‌های تورش‌داری دارند، زیرا محدودیت زمان و منابع شناختی موجب شکل‌گیری غیر مستدلانی مانند سوگیری نماگری خواهد شد. سوگیری نماگری، تمایل برای یافتن شباهت‌ها در میان دیدگاه‌های افرادی است که شباهت آنها تنها سطحی است و تصور می‌شود که این نمونه، نماینده کل جامعه محسوب می‌شود (صالحی، ۱۳۹۰). چان و همکاران (۲۰۰۳) به بررسی تأثیر سوگیری نماگری با توجه به روند متغیرهای بنیادی حسابداری شرکت‌ها در بازده آتی سهام پرداختند. آن‌ها معتقدند که سوگیری نماگری هسته اصلی تمامی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران است. زیرا سرمایه‌گذاران بر مبنای سوگیری نماگری هر پدیده جدید را در طبقه‌بندی‌های ذهنی قبلی قرار می‌دهند. محوریت سوگیری نماگری در تئوری‌های مالی بر مبنای سایر سوگیری‌ها قابل توصیف است. به عنوان مثال در «اثر هاله‌ای» سرمایه‌گذاران با مشاهده برخی ویژگی‌های مطلوب شرکت، در

1. Subjective Expected Utility

2. Barberis & Thaler

3. Grinblatt & Han

مورد سایر ویژگی‌ها، انتظارات سوگیرانه‌ای اتخاذ می‌نمایند. در «اثر خوشه‌ای» نیز سرمایه‌گذاران با مشاهده توالی در مجموعه از بازده‌های تصادفی، آن را روند دائمی شرکت تلقی می‌نمایند. متغیرهای بنیادی مورد بررسی آنها، نرخ رشد فروش، نرخ رشد سود عملیاتی و نرخ رشد سود خالص بوده است. نتایج حاصل از تحقیق بیانگر این است که متغیرهای بنیادی حسابداری، در ایجاد طبقه‌بندی ذهنی سرمایه‌گذاران و کسب بازدهی غیرعادی مثبت صرفاً در افق میان‌مدت معنادار است. اما آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران از روند عملکرد گذشته شرکت‌ها برای تصمیمات خود در افق‌های بلندمدت استفاده نمی‌کنند. بازدهی غیرعادی در افق‌های بلندمدت از نظر آماری و اقتصادی معنادار نبوده است. اگرچه آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران به روند یک ساله حسابداری شرکت‌ها واکنش کمتر از اندازه نشان می‌دهند. همچنین به این نتیجه رسیدند که ثبات یا الگوی عملکرد شرکت بر انتظارات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار نیست. از طرف دیگر، برخی شواهد نشان می‌دهد که خرید و فروش بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی بر اساس پرتفوی بازار نمی‌باشد. این سرمایه‌گذاران معمولاً تنوع‌سازی در سرمایه‌گذاری خود انجام نمی‌دهند و فقط یک سهم یا تعداد محدودی سهم نگهداری می‌نمایند (چان و همکاران، ۲۰۰۳).

بلک^۱ (۱۹۷۶) معتقد است این گونه سرمایه‌گذاران که به اطلاعات دورن‌سازمانی نیز دسترسی ندارند بر اساس شایعه عمل می‌کنند. کیل^۲ (۱۹۸۵)، بلک (۱۹۸۶) این سرمایه‌گذاران را سرمایه‌گذار شایعه‌پذیر یا شایعه‌پسند (اختلال‌گر) نامید. 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 عنوان ریسک غیربنیادی می‌شوند. این معامله‌گران اختلال‌گر حداقل، به سه دلیل می‌توانند ریسک غیربنیادی را ایجاد نموده و تأثیر افزایشی بر روش نوسانات بازده سهام داشته باشد.

۱. درک نادرست از بازده آتی: اگر معامله‌گر شایعه‌پذیر یا اختلال‌گر در مورد بازده یک سهم بدبین باشد، در نتیجه قیمت آن را کاهش خواهد داد. حال، اگر آربیتراژیست اقدام به خرید این سهام بنماید و معامله‌گر شایعه‌پذیر باز هم بدبینانه‌تر شود و قیمت را مجدداً کاهش دهد، در این حالت، اگر آربیتراژیست اقدام به خرید این سهام بنماید و معامله‌گر شایعه‌پذیر باز هم بدبینانه‌تر شود و قیمت را مجدداً کاهش دهد، در این حالت، اگر آربیتراژیست نیاز به نقدشدن سهام و قبل از برگشت قیمت داشته باشد، ضرر خواهد کرد. برعکس اگر آربیتراژیست اقدام به خرید این سهام بنماید و معامله‌گر شایعه‌پذیر و معتقد به افزایش قیمت بازار روبرو باشد مجدداً با شرایطی روبرو شده و متضرر می‌شود. این حالت برای آربیتراژیست درخواست بازده بیشتر بخاطر ریسک غیربنیادی ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاران حقیقی شایعه‌پذیر را ایجاد خواهد نمود (دی‌لانگ^۳ و همکاران، ۱۹۹۰).

۲. تمایل احساساتی و گروهی سرمایه‌گذاران انفرادی: دو دیدگاه در مورد حرکت همزمان بازده سهام وجود دارد. براساس دیدگاه متداول، قیمت جاری سهام، نشان‌دهنده ارزش فعلی جریان‌ات وجوه نقد آتی می‌باشد، بنابراین، همبستگی بین بازده دو سهام ناشی از همبستگی تغییر در ارزش بنیادی آن دو می‌باشد. در این حالت، اقدامات آربیتراژیست‌ها از شوک یا تغییر جهت تمایل سرمایه‌گذار به سمت گروهی ازدارایی و تغییر ارزش غیربنیادی آن‌ها جلوگیری می‌نماید. بنابراین، علاوه بر تغییر در عوامل بنیادی، همبستگی در معاملات سرمایه‌گذاران شایعه‌پذیر نیز تغییر قیمت سهام را افزایش داده و اقدام آربیتراژیست‌ها نمی‌تواند تأثیر شوک تقاضا از طرف سرمایه‌گذاران اختلال‌گر را

¹. Belk

². Kill

³. Delang

حذف نماید بنابراین، این تمایل گروهی سرمایه‌گذاران حقیقی آن‌ها ریسک سهم را تغییر می‌دهد (کومار^۱ و همکاران، ۲۰۰۶).

۳. نیاز به پوشش ریسک یا توازن مجدد پرتفوی: اگر یک سرمایه‌گذار مثلاً مدیر صندوق سرمایه‌گذاری بخواهد پرتفوی ساخته شده (بتای مشخص)، به عنوان نمونه، پرتفوی مشتمل بر سهام با وزن ۵۰٪، بدون تغییر بماند. بنابراین، نیاز به توازن مجدد در پرتفوی خواهد داشت. به این معنی که اگر سهام، عملکرد خوبی داشته باشد و نسبت آن به ۷۰٪ رسیده باشد، جهت برگشت به نسبت قبلی (۵۰٪) باید بخشی از آن را بفروشد و تبدیل به اوراق مشارکت نماید. این فرد یا مدیر پوشش دادن ریسک نقد نشدن سهام خود ناشی از اخلال یا همان شوک تقاضای خرید یا فروش ناگهانی از طرف سرمایه‌گذاران شایعه‌پذیر در زمان معامله را نیز در نظر می‌گیرد، به عبارت دیگر، این اخلال بر ریسک پرتفوی و به دنبال آن بر ریسک سهام تأثیرگذار خواهد بود.

در حقیقت، افزایش و کاهش در نوسانات بازده سهام می‌تواند مربوط به سهام‌هایی باشد که توسط سرمایه‌گذاران حقیقی یا همان شایعه‌پذیرها نگهداری می‌شوند که این امر، نشان‌دهنده یک ارتباط مثبت بین نوسانات سهام و معاملات این دسته از سرمایه‌گذاران خواهد بود (براندت^۲ و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین، انتظار می‌رود با نزدیک شدن به زمان معامله توسط این اشخاص حقیقی، شاهد نوسانات در ریسک سهام و با دور شدن آن زمان شاهد کم شدن ریسک سهام بود (خانی و همکاران، ۱۳۹۳).

۱-۲. پیشینه پژوهش

برگر و پوکتانتونگ^۳ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «شکندگی، فشار جو روانی و بازده بازار» یک مدل ارزیابی ریسک جدید مرتبط با بازده سهام شرطی منفی ارائه کردند. معیار ریسک ارائه شده توسط آنها شکندگی و فشار جو روانی بازار را در نظر گرفتند. شکندگی با استفاده از شاخص شکندگی که توسط برگر و پوکتانتونگ (۲۰۱۲) ارائه شده و فشار جو روانی بازار بر مبنای شاخص‌های اقتصادی ارزیابی شد. نتایج به دست آمده دلالت بر این داشتند که فشار جو روانی بازار و شکندگی می‌تواند محتوای اطلاعاتی معیار ریسک را بهبود بخشد.

هانگ و وو (۲۰۱۵)^۴ در پژوهشی با عنوان «نقش وقفه‌های بازده و ویژگی‌های بنیادی شرکت‌ها در نوسانات قیمت سهام ایالات متحده آمریکا» به ارائه مستندات جدیدی مبنی بر اینکه وقفه‌های بازده و ویژگی‌های بنیادی شرکت‌ها به طور همزمان می‌توانند در پیش‌بینی نوسانات قیمت سهام بکار روند، پرداختند. آنها با استفاده از مدل رگرسیون کمترین مربعات و مدل فضای مکانی و انتخاب شرکت‌های فعال در بورس ایالات متحده به تلفیق دو روش بنیادی و تکنیکال برای پیش‌بینی بازده سهام پرداختند. نتایج به دست آمده از پژوهش گویای اهمیت فاکتورهای بنیادی در پیش‌بینی بازده سهام بودند. علاوه بر این نااطمینانی موجود در بازار می‌تواند بر دقت پیش‌بینی بازده سهام توسط فاکتورهای بنیادی تأثیرگذار باشد.

گیراردین و جویکس^۵ (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «اصول کلان به عنوان منبعی از نوسانات سهام در چین: روش گارچ» بیان داشتند که به دلیل روشن ساختن حجم و اصول اقتصادی در نوسانات قیمت بازار سهام چن، با استفاده از مدل انگل

۱. Comar

۲. Brandt

۳. Berger & Pukthuanthong

۴. Jeong-Hyun Lee

۵. Girardin & Joyeux

و همکاران (۲۰۰۹) و انگل و رانگل (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر شاخص‌های بنیادی کلان اقتصادی بر نوسانات بازار سهام پرداختند. نتایج به دست آمده از پژوهش آنها نشان‌دهنده نقش اساسی فاکتورهای اقتصادی و نوسانات پیشین بازار سهام بر نوسانات آتی بازار سهام بودند.

کورادی و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان «تعیین‌کننده‌های کلان اقتصادی نوسانات بازار سهام و حق ریسک نوسانات» یک مدل آریتراز را برای مطالعه ویژگی‌های دوره‌ای نوسانات سهام و حق ریسکی که بازار برای تحمل ریسک نوسانات بدان نیاز دارد، توسعه دادند. آنها به این مهم اشاره کردند که سطح نوسانات بازار نمی‌تواند توسط فاکتورهای چرخه کسب و کار توضیح داده شود. در عوض آن با حضور برخی از فاکتورهای پنهان در ارتباط است. مدل آنها پیش‌بینی کرد که چنین فاکتورهای غیر قابل مشاهده‌ای نمی‌توانند تجربیات بالا و پایین نوسانات سهام را طی زمان نوسان به نوسان نشان دهند.

حسینی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «تحلیل بنیادی سهام با استفاده از تحلیل پوششی دو مرحله‌ای» با استفاده از مرکزکارای واقعی به تحلیل بنیادی سهام پرداختند. روش تحقیق مورد استفاده توصیفی-تحلیلی و جامعه آماری تمام شرکت‌های بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ بود. آنها با استفاده از تحلیل خوشه‌ای شرکت‌های همگون را انتخاب و تعداد نهایی شرکت‌های مورد بررسی ۱۹۸ مورد بودند. آنها از روش تحلیل پوششی داده‌ها و در دوگام با رویکرد عملکرد مدیریتی و ارزشگذاری و در مجموع با استفاده از ۹ شاخص به بررسی کارایی شرکت‌ها پرداختند و بر اساس آن تحلیل بنیادی صورت دادند. بررسی شرکت‌های کارا در دو گام و طی سه سال نشان دادند که شرکت‌هایی که ارقام بسیار بالایی در کارایی به خود اختصاص داده‌اند دوام زیادی در تکرار کارایی خود در سال و گام بعدی نداشته‌اند. در گام اول و رویکرد عملکرد مدیریتی، شرکت‌های سیمان قائن، تاید واتر خاورمیانه بهترین خروجی را داشته‌اند، در گام دوم و رویکرد ارزشگذاری، سیمان تهران، پتروشیمی شازند و توسعه صنایع بهشهر بهترین عملکرد را با دوبار کارایی کامل داشته‌اند. در مجموع دو گام، روند سیمان قائن نشان می‌دهد که این شرکت در آینده بسیار مناسب خواهد بود.

نظیفی نایینی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «مدلسازی و پیش‌بینی نوسانات بازار سهام با استفاده از مدل انتقالی گارچ مارکف» قدرت برازش و پیش‌بینی مجموعه‌ای از مدل‌های گارچ مارکف را با استفاده از داده‌های بازار بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۰، مقایسه کردند. آنها از مدل انتقالی گارچ مارکف برای پیش‌بینی نوسانات در بازار بورس اوراق بهادار تهران در افق‌های پیش‌بینی کوتاه‌مدت شامل یک روزه و پنج روزه و در دوره بلندمدت شامل ده روزه و ۲۲ روزه استفاده کردند. نتایج نشان دادند که برای پیش‌بینی نوسانات بازار سهام ایران، عملکرد مدل‌های گارچ مارکف با توزیع خطای t و درجه آزادی متغیر بین دو رژیم، بسیار بهتر از مدل‌های گارچ معمولی است.

عارفی و دادرس (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از استراتژی تحلیل بنیادی» به بررسی اهمیت متغیرهای اساسی صورت‌های مالی در پیش‌بینی بازده سهام به وسیله استراتژی تحلیل بنیادی پرداختند. آنها بازده علامت بنیادی بر اساس توانایشان در پیش‌بینی بازده شامل موجودی کالا، حساب‌های دریافتی، سرمایه‌گذاری‌ها، حاشیه سود ناخالص، بازده دارایی‌ها، تغییرات بازده دارایی‌ها، جریان وجوه نقد، اقلام تعهدی، تغییرات اهرم مالی، تغییرات نقدینگی و تغییرات گردش دارایی‌ها در محاسبه نمره بنیادی شرکت‌ها منظور کردند و

شرکت‌ها با توجه به نمره بنیادی به دو پرتفوی با نمره بالا و پایین تقسیم شدند و بازده آنها از ابتدای ماه پنجم سال بعد تا ۱۵ ماه بعد از آن محاسبه شده است. جامعه آماری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۹ هستند. نتایج آزمون همبستگی اسپیرمن نشان داد نمره بنیادی رابطه مثبت و معناداری در سطح یک درصد با بازده سهام دارد. متغیرهای موجودی کالا و تغییرات گردش دارایی‌ها رابطه مثبت معنادار و سرمایه-گذاری‌ها دارای رابطه منفی معنادار در سطح یک درصد با بازده بودند.

پورزمانی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «مقایسه استراتژی‌های خرید و فروش سهام در سرمایه‌گذاری بلندمدت به روش‌های فیلتر، خرید و نگهداری و میانگین متحرک بازار» به مقایسه سه روش فیلتر، خرید و نگهداری و میانگین متحرک بازار برای پیش‌بینی قیمت در بازار سهام برای دوره بلند مدت از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد بازده سهام محاسبه شده به روش فیلتر در دوره بلندمدت بیشتر از روش‌های خرید و نگهداری و میانگین متحرک بازار و بازده روش خرید و نگهداری بیشتر از روش میانگین متحرک است.

۲-۲. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شدند؛
فرضیه اول: رابطه بین فشار جو روانی بازار و بازده غیرعادی سهام مثبت و معنادار است.
فرضیه دوم: رابطه بین فشار جو روانی بازار و بازده غیرعادی تجمعی سهام مثبت و معنادار است.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است که به توصیف وابستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های تولیدی فعال در بورس و فرابورس تهران (بجز بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند بوده و نماد معاملاتی آنها توقف بیش از شش ماه نداشته باشند، طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ جمع‌آوری شدند. در نهایت با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیدند.

۳-۱. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر وابسته

۱. بازده غیرعادی سهام (AR): بازده غیر عادی سهام به صورت رابطه زیر بدست می‌آید (دارابی، ۱۳۹۴).

رابطه (۱)

$$AR_i = r_i - E(r_i)$$

r_i : نرخ بازده واقعی سهام از طریق رابطه زیر می‌باشد:

رابطه (۲)

$$r_i = \frac{P_{i,1} - P_{i,0} + \text{div}_{i,0}}{P_{i,0}}$$

P : قیمت سهام در ابتدای دوره و انتهای دوره.

Div : سود تقسیمی دوره.

$E(r)$: نرخ بازده مورد انتظار سهام: نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای به صورت زیر محاسبه می شود:

رابطه (۳)

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f)$$

r_m : بازده پرتفولیوی بازار

r_f : بازده بدون ریسک

β_i : ریسک سیستماتیک شرکت.

۲. بازده غیرعادی تجمعی (CAR): بازده غیرعادی انباشته برابر است با بازده های غیرعادی ماهانه ای که در طول سال جمع می شوند. و برابر است با (دارایی، ۱۳۹۴):

رابطه (۴)

$$CAR_{q-s} = \sum_{T=q}^s AR_T$$

متغیر مستقل

فشار جو روانی بازار (σ_m): فشار جو روانی بازار به صورت رابطه (۵) به دست می آید.

رابطه (۵)

$$\Delta\sigma_m = \sigma_{m,t} - \sigma_{m,t-1}$$

σ_m : برای هر سال، مقدار انحراف استاندارد بازده بازار سهام در هریک از دوره ۱۲ ماهه هر سال محاسبه می شود.

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت i در پایان سال مالی t .

اهرم مالی (Lev): نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت i در پایان سال مالی t .

بازده دارایی (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی های شرکت i در پایان سال مالی t .

۲-۳. الگوی فرضیه های پژوهش

الگوی فرضیه اول

رابطه (۶)

$$AR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta\sigma_{m,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

الگوی فرضیه دوم

رابطه (۷)

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta\sigma_{m,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

۴. یافته‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی^۱ و استنباطی^۲ استفاده خواهد شد. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر مقادیر متغیرهای پژوهش در مورد بانک‌های نمونه محاسبه می‌شود. در آمار استنباطی از همبستگی و وابستگی بین متغیرها، آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانایی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. همچنین از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم‌یافته که شامل آزمون‌های معتبری نظیر تی‌استیودنت و F فیشر جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون و آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون است استفاده می‌گردد. به علاوه برای توصیف تغییرات متغیرهای پژوهش نسبت به یکدیگر از ضریب تعیین و برای بررسی خودهمبستگی داده‌ها از آزمون دورین-واتسون استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار Eviews بهره گرفته شد.

۴-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل در جدول شماره (۲) آمار توصیفی داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

تعداد کل مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف استاندارد	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	
۵۹۴	۲/۳۸۰	-۰/۶۴۶	۰/۰۱۵	۰/۰۱۹	۰/۰۷۰	۰/۰۵۵	۰/۰۵۱	نوسان بازده بازار
۵۹۴	۳/۱۵۶	۰/۴۷۸	۱/۴۰۷	۲۴/۳۲	۳۱/۸۲	۲۷/۲۹	۲۷/۴۳	اندازه شرکت
۵۹۴	۲/۳۴۲	-۰/۴۰۶	۰/۱۷۰	۰/۰۹۰	۰/۸۵۱	۰/۵۶۹	۰/۵۴۹	اهرم مالی
۵۹۴	۴/۲۹۸	۰/۸۹۲	۰/۱۳۵	-۰/۲۹۳	۰/۶۲۷	۰/۱۱۴	۰/۱۴۷	بازده کل دارایی
۵۹۴	۲/۵۷۴	-۰/۴۸۶	۰/۰۱۸	-۰/۰۳۱	۰/۰۳۲	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	فشار جو روانی بازار
۵۹۴	۱/۸۴۹	۰/۱۱۹	۰/۳۴۸	-۰/۲۴۲	۰/۸۲۹	۰/۲۸۸	۰/۲۵۳	بازده پیش بینی شده
۵۹۴	۴/۹۳۰	۰/۸۴۵	۰/۴۶۸	-۱/۳۴۷	۲/۴۳۴	۰/۰۲۱	۰/۰۶۵	بازده غیرعادی سهام
۵۹۴	۵/۲۴۶	۱/۰۸۳	۰/۴۷۲	-۱/۴۱۱	۲/۱۴۴	-۰/۱۴۹	-۰/۰۵۸	بازده غیرعادی تجمعی سهام
۵۹۴	۴/۵۶۰	۱/۰۴۸	۰/۵۶۴	-۱/۱۴۷	۲/۸۲۷	۰/۲۰۰	۰/۳۱۹	بازده سهام

در پژوهش حاضر، متغیر مستقل فشار جو روانی بازار است که به منظور محاسبه آن از اختلاف انحراف استاندارد بازده بازار در دوره ۱۲ ماهه استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که مقدار این شاخص بین -۰/۰۳۱ و ۰/۰۳۲ تغییر می‌کند و عدد کوچکی است که نشان‌دهنده کم بودن نوسانات در دوره تحت بررسی دارد. متغیرهای وابسته در پژوهش حاضر برابر بازده غیرعادی سهام و بازده غیرعادی تجمعی سهام هستند. به منظور سنجش بازده غیرعادی سهام سالانه برای هر شرکت از اختلاف بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار استفاده شد. بازده مورد انتظار سالانه از برازش مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای بر روی بازده سالانه سهام محاسبه گردید. همچنین برای محاسبه بازده غیرعادی تجمعی، بازده

^۱ Descriptive statistics

^۲ Inferential statistics

غیرعادی ماهانه محاسبه شد و مقدار مجموع آن برای ۱۲ ماه به عنوان بازده غیرعادی تجمعی در نظر گرفته می‌شود. مقادیر آماره‌های توصیفی این متغیرها دلالت بر کم بودن بازده غیرعادی و بازده غیرعادی تجمعی در نمونه مورد بررسی دارد.

تعداد اولیه شرکت‌های استخراج شده از صورت‌های مالی برابر ۷۷ شرکت بود. برای محاسبه اهرم مالی از نسبت بدهی کل به دارایی کل استفاده شد و شرکت‌هایی که مقدار اهرم مالی آنها از $0/9$ بالاتر بودند حذف شدند و جمعا ۶۱ شرکت برای برازش مدل استفاده شدند. مقدار متوسط اهرم مالی برابر $0/54$ است که دلالت بر این دارد که به طور متوسط 54% دارایی شرکت‌های مورد بررسی از استقراض بدست آمده است. برای محاسبه بازده کل دارایی از نسبت سود خالص به کل دارایی استفاده شد. نتایج بدست آمده گویای این مطلب هستند که مقدار کمینه بازده کل دارایی منفی است و این امر بدین معنی است که برخی از شرکت‌های مورد بررسی سود منفی داشته اند و زیانده بوده‌اند. برای سنجش اندازه شرکت، از آنجایی که مقدار دارایی برحسب میلیون ریال است، مقدار دارایی در 1000000 ضرب و سپس از آن لگاریتم طبیعی ($\ln$) گرفته شد. آمار توصیفی این متغیر دلالت بر این دارد که دارایی شرکت‌های مورد بررسی تقریباً در یک سطح قرار دارد و همگن است.

۲-۴. نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج فرضیه اول در جدول شماره (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه اول

متغیرهای پژوهش	ضریب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
فشار جو روانی بازار	۰/۶۷۹	۰/۱۰۸	۶/۲۸۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۱۶	۰/۰۱۴	۱/۱۴۶	۰/۲۵۲
بازده کل دارایی	۰/۰۲۷	۰/۰۱۸	۱/۵۲۴	۰/۱۲۸
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۷۶	۰/۹۳۹
ضریب ثابت	-۰/۰۱۳	۰/۰۳۸	-۰/۳۴۷	۰/۷۲۸
ضریب تعیین	۰/۳۷۶	آماره فیشر		۱۰/۹۲۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۹	معناداری		۰/۰۰۰
آماره دوربین-واتسون		۲/۳۲۶		

خودهمبستگی: برای بررسی خود همبستگی در متغیرهای مدل از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود، در صورتی که میزان این آماره در فاصله $1/5$ تا $2/5$ قرار بگیرد فرض وجود خود همبستگی بین جملات باقیمانده رد می‌شود. با توجه به نتیجه جدول فوق میزان این آماره در فاصله مجاز قرار دارد و بنابراین در جملات باقی‌مانده این الگوی رگرسیونی

خودهمبستگی وجود ندارد و عدم وجود خودهمبستگی بین خطاها، به عنوان یکی از فرض‌های اساسی رگرسیون در خصوص مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود.

آماره F فیشر: برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده می‌شود. فرض صفر این آزمون عدم وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته را نشان می‌دهد. نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۵ درصد) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۵ درصد است، به عبارت دیگر به طور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگو از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

ضریب تعیین (R^2): میزان ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود. ضریب تعیین تقریباً برابر ۳۷ درصد است بدین معنا که، متغیر مستقل ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد.

آزمون t : نتایج حاصل از برازش مدل اول به مشاهدات نشان‌دهنده این مطلب است که در بررسی اثر فشار جو روانی بازار بر بازده غیرعادی سهام، مقدار ضریب رگرسیونی مثبت، مقدار آماره t از ۱/۹۶ بالاتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش فشار جو روانی بازار منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام می‌شود.

در بررسی اثر اهرم مالی بر بازده غیرعادی سهام، مقدار آماره t از ۱/۹۶ کمتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش اهرم مالی منجر به تغییر بازده غیرعادی سهام نمی‌شود. در بررسی اثر بازده کل دارایی بر بازده غیرعادی سهام، مقدار آماره t از ۱/۹۶ کمتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش سودآوری بر بازده غیرعادی سهام تأثیر ندارد. در بررسی اثر اندازه شرکت بر بازده غیرعادی سهام، مقدار آماره t از ۱/۹۶ کمتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش سطح دارایی شرکت بر بازده غیرعادی سهام تأثیر ندارد.

۳-۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج فرضیه دوم در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه دوم

متغیرهای پژوهش	ضریب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
فشار جو روانی بازار	۰/۵۴۴	۰/۱۱۱	۴/۸۸۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۱۹	۰/۰۱۴	۱/۳۳۲	۰/۱۸۳
بازده کل دارایی	۰/۰۲۷	۰/۰۱۸	۱/۴۲۸	۰/۱۵۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۱۷۳	۰/۸۶۲
ضریب ثابت	-۰/۰۳۰	۰/۰۴۰	-۰/۷۶۶	۰/۴۴۳
ضریب تعیین	۰/۳۴۹	آماره فیشر		۶/۸۷۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰۲/۳۴۲	معناداری		۰/۰۰۰
آماره دوربین-واتسون		۲/۴۴۴		

با توجه به جدول شماره (۳) در جملات باقی‌مانده این الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد و عدم وجود خودهمبستگی بین خطاها، به عنوان یکی از فرض‌های اساسی رگرسیون در خصوص مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود. همچنین رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و الگو از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

میزان ضریب تعیین تقریباً برابر ۳۴ درصد است بدین معنا که، متغیر مستقل ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. نتایج حاصل از برازش مدل دوم به مشاهدات نشان‌دهنده این مطلب است که در بررسی اثر فشار جو روانی بازار بر بازده غیرعادی سهام، مقدار ضریب رگرسیونی مثبت، مقدار آماره t از ۱/۹۶ بالاتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش فشار جو روانی بازار منجر به افزایش بازده غیرعادی تجمعی سهام می‌شود. در بررسی اثر اهرم مالی بر بازده غیرعادی تجمعی سهام، مقدار آماره t از ۱/۹۶ کمتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش اهرم مالی منجر به تغییر بازده غیرعادی تجمعی سهام نمی‌شود.

در بررسی اثر بازده کل دارایی بر بازده غیرعادی سهام، مقدار آماره t از ۱/۹۶ کمتر و مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ بیشتر است و این امر دلالت بر این دارد که افزایش سودآوری بر بازده غیرعادی تجمعی سهام تأثیر ندارد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج فرضیه اول دلالت بر این دارد که مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر و مقدار ضریب رگرسیونی مثبت است و این امر نشان می‌دهد که افزایش فشار جو روانی بازار موجب افزایش بازده غیرعادی سهام می‌شود. لذا فرضیه در نظر گرفته شده پذیرفته می‌شود. همچنین نتایج فرضیه دوم نشان داد که مقدار معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر و مقدار ضریب رگرسیونی مثبت است و این امر نشان می‌دهد که افزایش فشار جو روانی بازار موجب افزایش بازده غیرعادی تجمعی سهام می‌شود. لذا فرضیه در نظر گرفته شده پذیرفته می‌شود. نتایج فرضیه‌های پژوهش با نتایج برگر و پوکتانتونگ (۲۰۱۶) همسو می‌باشند. بنابراین نتایج پژوهش نشان دادند که با افزایش فشار جو روانی بازار، بازده غیرعادی سهام و بازده غیرعادی تجمعی سهام افزایش می‌یابد. بنابراین در راستای کاهش فشار جو روانی بازار پیشنهاد می‌شود:

۱. در مواردی که بازار سهام تلاطم زیادی دارد، قیمت عرضه سهام محدود شود.
 ۲. شرکتها به بررسی نوسانات بازده سهام خود بپردازند و در موارد نیاز اقدام به توقف نماد معاملاتی خود کنند.
 ۳. محققین و ناظران از شاخص انحراف استاندارد بازده بازار برای سنجش فشار جو روانی بازار استفاده کنند.
- همچنین به محققین آتی پیشنهاد می‌شود:
۱. برای پیش‌بینی بازده غیرعادی سهام از مدل‌های قیمت‌گذاری پیشرفته مانند ECAPM و ICAPM استفاده نمایند.
 ۲. برای سنجش فشار جو روانی بازار از شاخص‌های دیگر مانند چولگی بهره گرفته شود.
 ۳. با استفاده از مدل سری زمانی به شناسایی دوره‌هایی بپردازند که فشار روانی بازار زیاد خواهد بود تا بتوانند اقداماتی را در راستای کاهش فشارها ارائه کنند.

۶. منابع و مآخذ

۱. پور زمانی، زهرا، حیدر پور، فرزانه و محمدی، محمدرضا. (۱۳۹۰). مقایسه استراتژی‌های خرید و فروش سهام در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به روش‌های فیلتر، خرید و نگهداری و میانگین متحرک بازار، *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۷، ۲۲۸-۲۱۵.
۲. حسینی، عاطفه، ایوبی مهریزی، منیژه، حلوایی، جواد، شاه‌طهماسبی، اسماعیل و وران، رامین. (۱۳۹۴). تحلیل بنیادی سهام با استفاده از تحلیل پوششی دو مرحله‌ای. *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، دوره ۶، شماره ۲۲، ۱۰۸-۹۵.
۳. خانی، عبدالله و قجاوند، زیبا. (۱۳۹۱). عدم تقارن اطلاعاتی و ارتباط آن با هزینه سرمایه سهام عادی در بازار رقابتی، *حسابداری و مدیریت مالی*، شماره ۹، ۱۶۶-۱۵۳.
۴. دارابی، رویا (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و بازده غیرعادی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، *راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۴، شماره ۱، شماره پیاپی ۱۲، ۱۰۲-۷۷.
۵. عارفی، اصغر و دادرس، عباس. (۱۳۹۰). پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از استراتژی تحلیل بنیادی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۸، شماره ۶۵، ۹۸-۷۹.
۶. نظیمی نایینی، مینو، فتاحی، شهرام و صمدی، سعید. (۱۳۹۱). مدل‌سازی و پیش‌بینی نوسانات بازار سهام با استفاده از مدل انتقالی گارچ مارکف، *تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، دوره ۳، شماره ۹، ۱۴۱-۱۱۷.

7. Kumar. A. & Graham, J. R. (2006), "Do Dividend Clienteles Exist"?, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 3, June.
8. Berger, D., & Pukthuanthong, K. (2016). Fragility, stress, and market returns. *Journal of Banking & Finance*, 62, 152-163.
9. De Long, J. B., Shleifer, A. , L. H., Summes, L. H. and Waldmann, R. J., (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political economy* , 98, 703- 738.
10. Girardin, E., Joyeux, R. (2013). Macro fundamentals as a source of stock market volatility in China: a GARCH-MIDAS approach. *Econ. Model*, 34, 59-68
11. Hakkio, C. S., & Keeton, W. R. (2009). Financial stress: what is it, how can it be measured, and why does it matter?. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 94(2), 5.
12. Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Do global financial distress and uncertainties impact GCC and global sukuk return dynamics?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 57-69.

The study of the Relationship between the Market space market pressure and the abnormal stock returns and the extraordinary returns of companies have accumulated

Farzin Rezaei¹

Zinat Khatami*²

Seyed Mohammadreza Masoudian³

Soheila Kiani⁴

Date of Receipt: 2019/07/10 Date of Issue: 2019/07/22

Abstract

One of the factors that can affect stock returns is the financial stress that can be defined as a lag in the normal performance of financial markets. Studies in the study of the effect of the pressure of the psychological pressure on the efficiency focused only on conditional probabilities and subsequent impulses and ignored the first impulses. On the other hand, the metrics presented merely assessed the market risk and did not indicate whether the risk could have a relationship with the average returns. Therefore, in this research, a new criterion for assessing market risk is used which takes into account the relationship between risk and the sub-components of returns. The present study is a applied-correlation type. The statistical population of the research is the companies accepted in the Tehran Stock Exchange between 1385 and 1394. The initial number of companies extracted from financial statements was 77 companies, and companies with a financial leverage of more than 0.9 were eliminated, and a total of 61 companies were used to fit the model. A cross-sectional regression model was used to investigate relationships. The results indicate that the market pressures have a positive and significant effect on the unusual stock returns and the unusual stock returns.

Keyword

Stress of the market's mental atmosphere, unusual stock returns, unusual cumulative stock returns

¹. Associate Prof., Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad university, Qazvin, Iran (farzin.rezaei@qiau.ac.ir)

¹. MSc Accounting., Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad university, Qazvin, Iran (*Corresponding Author: Zinat.kg@gmail.com)

¹. Ph.D. Student of Accounting. Faculty of Humanities, Islamic Azad university, Firozkoh, Iran (Smr_masoudian@yahoo.com)

¹. MSc Accounting., Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad university, Qazvin, Iran