



## بررسی تاثیر بازده غیر عادی سهام، نوسان غیر سیستماتیک و انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام با تاکید بر رفتار احساسی سرمایه گذاران

مهدی مرآن جوری<sup>۱</sup>، علی اکبر درویشی<sup>۲</sup>، امیر علی ابراهیمی<sup>۳</sup>

۱-استادیار گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران (نویسنده مسئول مقاله)

۲-دانشجوی دکتری حسابداری

۳-دانشجوی دکتری

### چکیده

مقاله حاضر به بررسی موضوع تاثیر بازده غیر عادی سهام، نوسان غیر سیستماتیک و انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام با تاکید بر رفتار احساسی سرمایه گذاران در شرکتهای منتخب بورسی پرداخته است. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و نمونه آماری تحقیق برابر با ۱۰۶ شرکت در طول دوره زمانی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ می باشد. روش مورد استفاده برای تخمین مدل الگوی خودرگرسیون برداری با وقفه های توزیعی گسترده در داده های ترکیبی (PMG) می باشد که اثرات کوتاه مدت و بلند مدت متغیرهای مدل را بر روی نوسانات بازده سهام در شرکتهای منتخب نشان می دهد. در این مقاله برای بازده غیر عادی سهام از شاخصهای مربوط به این متغیر استفاده شده است و برای رفتار احساسی سرمایه گذاران از شاخص احساس بازار سرمایه استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل که بازده سهام بعنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است، نشان می دهد که ضرایب متغیرها در بلند مدت معنا دار بوده، علائم آنها مورد انتظار و مطابق با مبانی تئوریک موضوع می باشد. روابط برآوردی، بیانگر تاثیر گذاری مثبت متغیرهای؛ حداکثر بازده، مومنتوم، وقفه بازده ماهیانه سهام، انتظارات سرمایه گذاران و رفتار احساسی بر بازده سهام و تاثیر گذاری منفی حداقل بازده، ریسک سیستماتیک و انحراف استاندارد باقیمانده بر بازده سهام شرکتهای منتخب می باشد. با توجه به فرضیات پژوهش که تاثیر معنادار بازده غیر عادی، انتظار سرمایه گذاران، نوسان غیر سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکتهای منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود می توان بیان داشت فرضیه های پژوهش همگی در بلندمدت در بازه اطمینان ۹۵ درصد تایید شدند.

### واژگان کلیدی:

بازده غیر عادی سهام - نوسان غیر سیستماتیک - انتظار سرمایه گذاران - بازده سهام - رفتار احساسی سرمایه گذاران

طبقه بندی JEL: C33, C36, D31, F43



### مقدمه:

بازارهای مالی جریان انتقال وجوه را از اشخاص حقیقی و حقوقی به شرکتها، دولتها و سایر اشخاص تسهیل می نمایند. نهادهای مالی نقش مهمی را در بازارهای مالی به عهده دارند. این نهادها به عنوان واسطه های مالی مسیر جریان وجوه را تعیین می کنند. در بازارهای مالی زمانی وجوه انتقال می یابند که یک طرف معامله، داراییهای مالی را خریداری می کند. بازارهای مالی جریان انتقال وجوه را تسهیل می کنند و بدین ترتیب امکان سرمایه گذاری خانواده ها، بنگاه های تجاری و نهادهای دولتی را فراهم می سازند. بنگاه های اقتصادی در طول دوره عمر عملیاتی خود دچار فراز و نشیب هایی می گردند و همواره برخی از آنها به دلیل عملکرد قوی خود به عنوان واحدهای موفق و برخی نیز به علت عملکرد ضعیفشان به عنوان واحدهای ناموفق شناخته می شوند. شرکت هایی که به علت استمرار در ضعف عملکردی خود دچار وخامت مالی می شوند، مطمئناً به هر طریق ممکن سعی می کنند که از این وضعیت خارج شده، اوضاع مالی خود را سامان دهند و در صورت عدم توفیق در این امر، ورشکستگی عاقبتی است که در انتظار آنان می باشد (ماتسوموتو، 2019).

مهم ترین معیار برای ارزیابی عملکرد یک شرکت بازار سهام و عبارتی بازدهی سهام آن شرکت می باشد، اطلاعات مالی مندرج در صورت های مالی بر میزان قیمت سهام و تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. با استفاده از اطلاعاتی که با افشای صورت های مالی توسط حسابرسی به دست می آید؛ میزان بازده سهام، برگشت سرمایه مشخص می شود. سرمایه گذاران با تجزیه و تحلیل این اطلاعات، سرمایه گذاری در سهام شرکتی را انتخاب می کنند که ریسک و نوسانات کمتری داشته باشد. بر اساس مطالعات صورت گرفته، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش نوسانات بازار سهام به نوبه خود منجر به کاهش هزینه سرمایه، کاهش ریسک اطلاعاتی، کاهش نوسانات آتی در بازار سهام، افزایش توان پیش بینی جریان های نقدی، بهبود ارزش یابی شرکت و همچنین افزایش نقد شوندگی و بازدهی حقوق صاحبان سهام می شود. (سلیمی، 1398)

وقتی ارزیابی سرمایه گذاران، قیمت سهام را کمتر از قیمت جاری بازار نشان می دهد، آنها اقدام به فروش می کنند. سرمایه گذاران بر این عقیده اند که ارزیابی شرکت باید عملکرد آتی آنرا منعکس کند. با این حال آنها همیشه در مورد نحوه برآورد عملکرد آتی شرکت به نتیجه یکسانی نمی رسند و مدل های ارزیابی متفاوتی را استفاده می کنند. تفاوت در ارزیابی سرمایه گذاران موجب می شود که برخی سرمایه گذاران اعتقاد داشته باشند که سهامی ارزان قیمت گذاری شده است. در حالی که عده ای دیگر معتقدند گران قیمت گذاری شده است. این تفاوت دیدگاه ها، به تداوم معاملات بازار کمک می کند. این بدان معنی است که در یک زمان مشخص برای نوعی سهام، خریداران و فروشندگان کافی وجود دارد. وقتی سرمایه گذاران ارزشیابی خود از یک سهم را تغییر می دهند، منحنی تقاضا یا عرضه سهام برای فروش جابجا می شود و قیمت تعادلی تغییر می کند. وقتی سرمایه گذاران انتظار خود از عملکرد یک شرکت را بالا می برند، ارزیابی



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia



خود را بالا برده اند. اگر همه سرمایه گذاران درباره انتظار عملکرد مطلوب شرکت نظر یکسانی داشته باشند، سفارش خرید بیشتری برای سهم وجود خواهد داشت. تقاضای سهام از عرضه آن بیشتر شده و قیمت بازار افزایش می یابد و برعکس اگر سرمایه گذاران بر کاهش عملکرد آتی شرکت اجماع نظر داشته باشند، سفارش فروش بیشتر می شود و قیمت بازار کاهش می یابد که انتظار سرمایه گذاران از بازده غیرعادی در نهایت بر نوسانات آتی بازار سهام اثر گذار خواهد بود. (حساس یگانه، ۱۳۹۶)

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه گذاری، نوع تصمیم گیری سرمایه گذاران و عوامل موثر بر تصمیم گیری آنها بسیار حائز اهمیت است. تئوریهای و نظریه های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده اند. رویکرد اول، رویکرد نئو کلاسیک در علوم مالی می باشد. فرض اساسی تئوریهای و نظریه های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه گذاران در بازار است. این رویکرد با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نظریه بازارهای کارا در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای میان مدت و نظریه قیمت گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکتها و نابسامانیها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوریهای مربوط به بازار کارا قابل توجه نبود. همچنین متوجه شدند که افراد در بازار سرمایه بصورت عقلانی رفتار نمی کنند و بسیاری از عوامل روان شناختی و رفتاری هستند که در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران، ارزش بازار و پیش بینی سود، ریسک و بازده غیرعادی نقش ایفا می کنند. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی گردید. نظریه ها و تئوری های مالی طبق رویکرد مالی رفتاری به این نکته پرداخته اند که تصمیمات سرمایه گذاران تنها تحت تاثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند، بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر بسزایی در رفتار و تصمیمات آنها دارند و برخی از این عوامل تورش های رفتاری و خطاهای ادراکی هستند (عبده تبریزی، ۱۳۹۷).

مشکلی که امروزه بیشتر سرمایه گذاران با آن روبرو می شوند، وابستگی بیش از حد به آمار و ارقام بازده و سودهای غیرعادی حسابداری جهت اخذ تصمیم در خصوص فرایندهای سرمایه گذاری می باشد (ینگ می و همکاران، ۲۰۱۸)<sup>۱</sup>. نقدینگی بازار سهام، کاهش نوسانات آتی در بازار سهام و انتخاب ساختار سرمایه توسط افراد ضروری می باشد، زیرا کارایی سرمایه گذاری و بهبود شرایط اقتصادی و پویایی قیمت سهام زمانی محقق می شود که تولیدکنندگان، سرمایه گذاران و مشارکت کنندگان از قیمتها در بازار آگاه شوند و عبارتی اطلاعات موجود در بازار تداعی کننده قیمتها باشند (البنان،

<sup>۱</sup> . Tan Yeng May et al, 2018



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia



۲۰۱۷). وجود اطلاعات، سرمایه گذاری افراد را برای تصمیم گیری بهتر افزایش می دهد. ولی عدم شفافیت و نوسانات آتی در بازار سهام منجر به افزایش زیان و هزینه های معاملاتی، کاهش نقدینگی، کاهش بازده سهام، ضعیف شدن سیستم های بازاری و کاهش سود معاملات می شود. وجود چنین معاملاتی شفافیت بازار را مختل کرده و امنیت سرمایه گذاران را متزلزل می کند (ماتولسی و چاو، ۲۰۰۷).<sup>۳</sup>

### ادبیات موضوع:

#### رفتار احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام

روش های اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران را می توان به سه دسته تقسیم کرد: اولین گروه از شاخص های اندازه گیری مبتنی بر روش های پیمایشی بوده و به طور مستقیم احساسات سرمایه گذاران بازار را اندازه گیری می کند. از این گروه می توان به شاخص احساسات مصرف کنندگان میشیگان (MCSI) اشاره کرد. در نقطه مقابل روش های مستقیم، روش های غیرمستقیم قرار دارد که برای اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران از داده های مالی بهره می گیرند. از این گروه نیز می توان به شاخص عدم تعادل در خرید و فروش شاخص اطمینان بارن و شاخص احساسات سرمایه گذاران بازار سرمایه (EMSI) اشاره کرد. دسته سوم از روش های اندازه گیری مربوط به روش های ترکیبی می باشد که معروف ترین آن شاخص ترکیبی ارائه شده توسط بیکر و ورگلر می باشد. اصولاً هدف از روش های ارزیابی سهام، شناخت و تحصیل سهام پر بازده است و هدف قریب به یقین هر سرمایه گذار از سرمایه گذاری به طور ساده کسب بیشترین سود یا بازده ممکن از آن سرمایه گذاری می باشد. به طور کلی، بازده در فرایند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده در حقیقت منفعت خالص حاصل از سرمایه گذاری است. بازده نسبت کل عایدی (ضرر) حاصل از سرمایه گذاری در دوره معین به مقدار سرمایه گذاری است که برای کسب این عایدی در اول دوره مصرف گردیده است. مفهوم بازده دارایی اهمیت بسیار است زیرا سرعتی را اندازه می گیرد که طی آن ثروت سرمایه گذار افزایش می یابد (یا اگر زیانی متوجه اوست، ثروت وی کاهش می یابد). منظور از بازده کل مجموعه مزایای است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است.

(۱) افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت).

(۲) سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می گردد.

<sup>۲</sup> . Mona A. ElBannan, 2017

<sup>۳</sup> .Matolcsy and Chow



۳) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است.

۴) مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.

### بازده غیرعادی بر بازده سهام

با نگرشی بر ساختار اقتصاد کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می‌توان دریافت که یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر اقتصاد بازارهای سرمایه هستند. بدون تردید شرایط این بازارها به شدت از سایر بخش‌ها تأثیر می‌پذیرند و می‌توانند بر بخش‌های دیگر اقتصاد تأثیر گذار باشند. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی بورس اوراق بهادار است که یک بازار متشکل رسمی خرید و فروش سهام شرکت‌ها تحت ضوابط و قوانین خاص است. بورس اوراق بهادار از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تأمین پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و از سویی دیگر مرجعی رسمی و مطمئنی برای سرمایه‌گذاران دارندگان پس‌اندازهای راکد است. از آنجایی که اولین و مهمترین عامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار شاخص قیمت سهام در ابتدا و انتهای دوره است، از این رو آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام و بازده مورد انتظار با اهمیت است. به طور طبیعی عوامل زیادی در شکل‌گیری اطلاعات و دیدگاه‌های طرفین بازار و نهایتاً قیمت و بازده سهام شرکت‌ها مؤثر هستند، بخشی از این عوامل داخلی و بخشی نیز ناشی از وضعیت متغیرها در خارج از محدوده اقتصاد داخلی است. به طور کلی می‌توان گفت شرایط حاکم در بازار سهام به شرایط فعلی اقتصاد و اطلاعات در مورد چشم‌انداز آینده که بنگاه‌ها با آن مواجه هستند بستگی دارد و این در صورتی است که پیش‌بینی‌ها با استفاده از سایر اطلاعات قابلیت بهبود داشته باشد می‌توان از این اطلاعات استفاده نمود و بعنوان فرکانس اطلاعاتی در خرید و فروش سهام و بازدهی آن استفاده کرد. یکی از عوامل تأثیرگذار بر شاخص بازده مورد انتظار شرکت‌ها، قیمت نفت و نوسانات نفتی و ارزی است که بعبارتی به نوسانات بازار سهام منجر شده و این عامل نیز بر بازده مورد انتظار و بازده آتی سهام اثر می‌گذارد (ناصری، ۱۳۹۳). نفت و فرآورده‌های آن به عنوان مهمترین منبع انرژی در فرآیندهای تولیدی در جهان مورد استفاده قرار می‌گیرد، از این رو نوسان‌ها در قیمت نفت می‌تواند بر هزینه تولید و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر گذار باشد. نفت برای برخی کشورهای صادرکننده آن مهمترین منبع درآمدی محسوب می‌شود و قیمت نفت و نوسان‌های آن از این کانال نیز می‌تواند بر بخش حقیقی و همچنین بازار سرمایه اثر بگذارد. در حالت کلی، در امور اقتصادی استفاده کنندگان همواره برای تصمیم‌گیری و انجام تحلیل‌های خود به اطلاعات دقیق و قابل اتکایی نیازمندند و فقدان اطلاعات مناسب و مربوط، می‌تواند موجب اخلال در تصمیم‌گیری آنان می‌شود. ارقام و گزارشهای مالی، بخش مهمی از داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز این فرایند محسوب می‌شوند. در نتیجهی تحقیقات تجربی متعددی، این تصور که سود مهمترین منبع اطلاعاتی تلقی شده، اثبات شده است که تصمیم‌گیرندگان، به سود بیشتر از هر معیار دیگری اتکا می‌کنند



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

(اسماعیلی، 1396). ولی باید به این نکته توجه شود که سود به عنوان مهمترین منبع اطلاعاتی، امکان دارد منعکس کننده عملکرد واقعی شرکتها و مدیریت آنان نباشد، زیرا به دلیل قابلیت انعطاف ذاتی استانداردهای حسابداری، تفسیر و به کارگیری روشهای حسابداری در بسیاری از موارد تابع قضاوت و اعمال نظر مدیران می شود، به همین دلیل، علاوه بر کمیت سود، باید به کیفیت آن نیز توجه داشت. بنگاههای اقتصادی در طول دوره عمر عملیاتی خود دچار فراز و نشیبهایی می گردند و همواره برخی از آنها به دلیل عملکرد قوی خود به عنوان واحدهای موفق و برخی نیز به علت عملکرد ضعیفشان به عنوان واحدهای ناموفق شناخته می شوند. شرکتهایی که به علت استمرار در ضعف عملکردی خود دچار وخامت مالی می شوند، مطمئناً به هر طریق ممکن سعی می کنند که از این وضعیت خارج شده، اوضاع مالی خود را سامان دهند و در صورت عدم توفیق در این امر، ورشکستگی عاقبتی است که در انتظار آنان می باشد (ماتسوموتو<sup>4</sup>، ۲۰۱۵). به منظور ایجاد امنیت در بازار برای جذب سرمایه های بیشتر لازم است. عوامل کلان موثر بر سرمایه گذاری اعم از اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، فرهنگی و تکنولوژیکی مورد بررسی قرار گرفته و با ترسیم دقیق خطرها و بازده های احتمال، تصمیم گیری مناسب توسط سرمایه گذاران صورت گیرد. از جمله این عوامل، می توان به عوامل داخلی و خارجی، سیاست های اقتصادی دولت و نااطمینانی های مربوط به آن اشاره نمود. عوامل داخلی و خارجی متفاوتی همانند ضعف مدیریت، بالا رفتن قیمت مواد اولیه و هزینه ها مخصوصاً هزینه ثابت، نوسانات اقتصادی، انواع سیاست های پولی و مالی که دولت برای بهبود اوضاع اقتصادی اجرا می کند و نااطمینانی هایی که در این سیاست ها وجود دارد و بسیاری فاکتورهای دیگر بازار بورس را تهدید می کنند و باعث نوسانات یکباره قیمت سهام می شوند. بنابراین نحوه عملکرد بازار بورس و نحوه تعامل آن با اینگونه عوامل برای سیاستگذاران اقتصادی و سرمایه گذاران اهمیت فراوانی دارد. یکی از عواملی که به شدت می تواند بازده سهامها را دستخوش تغییر نماید و بر سیاست سود تقسیمی شرکتها تاثیر بگذارد سیاست های مالی و پولی است که دولتها برای کنترل نقدینگی به کار می گیرند (افخمی، ۱۳۹۳).

### مطالعات خارجی:

**درک<sup>۵</sup> (2020)** به ارائه کاربردهای مختلف نظریه ارزش حدی و به طور خاص در محاسبه ارزش در معرض خطر پرداخت و روش جدیدی برای محاسبه ارزش در معرض خطر کل بازار معرفی نمود. او نشان داد فرم عمومی توزیع برآوردی بازدهی های حدی با بسیاری از فرآیندهای تصادفی که از آن ها به طور متداول به عنوان مدل بازدهی استفاده می شود (نظیر توزیع نرمال، ترکی چند توزیع نرمال، توزیع تی استیودنت، خانواده توزیع های پارتین، فرآیندهای ARCH) همخوانی دارد. وی نشان داد روش مقدار حدی سه مزیت نسبت به روش های کلاسیک دارد. نخست، روش

<sup>4</sup> mutsomoto

<sup>5</sup> Derak



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

ارزش حدی، یک روش پارامتریک است لذا محاسبه ارزش در معرض خطر خارج نمونه برای مقادیر بالای احتمال امکان پذیر است. در حالی که با روش شبیه سازی تاریخی به دلیل کمبود مشاهدات امکان تعیین ارزش در معرض خطر برای احتمال های بالا وجود ندارد. دوم، از آنجا که روش ارزش حدی مدل خاصی برای بازدهی فرض نمی کند و اجازه می دهد داده ها توزیع دنباله را تعیین کند، ریسک مدل به میزان قابل توجهی کاهش می یابد. در حالی که به عنوان مثال در توزیع نرمال، دنباله های توزیع هرگز به خوبی مدل نمی شود. سوم، با توجه به آنکه روش ارزش حدی بر رخدادهای کمیاب تمرکز می کند، ریسک این وقایع در نظر گرفته می شود در حالی که در توزیع های شرطی که بازدهی تابع فرآیندهایی مانند GARCH یا EWMA است، شوک های شدید و پیش بینی نشده در نظر گرفته نمی شود.

**مرام<sup>6</sup> (2019)** اثر غیرخطی احساسات سرمایه گذاران بر بازده ماهانه سهام در بازار سهام چین را مورد بررسی قرار دادند. یافته های آنها نشان می دهد که تأثیر احساسات سرمایه گذاران از یک ماه تا ۲۴ ماه معنادار است. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر احساسات برای سهام با بازده بالا در کوتاه مدت مثبت، در حالی که برای سهام با بازده پایین در بلندمدت به صورت منفی است. این اثر معکوس وجود یک رفتار افراطی قوی در بازار بورس چین را تأیید می کند. آنها همچنین دریافتند که سرمایه گذاران چینی دارای تعصب شناختی و تمایل به حدس و گمان قابل توجهی هستند.

**براد<sup>7</sup> (2019)** ارتباط بین احساسات سرمایه گذاران و بازده سهام را در بورس اوراق بهادار سوئیس (BSE) برای یک دوره زمانی ده ساله از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که احساسات فرد سرمایه گذار بر قیمت سهام تأثیر گذار است. آنها همچنین دریافتند که تأثیر احساسات فرد سرمایه گذار به سرعت توسط نیروی آربیتراژ حذف خواهند شد.

**بارون<sup>8</sup> (۲۰۱۸)** تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر بازده سهام در کشور مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که احساسات سرمایه گذاران بر بازده تأثیر مثبت و معناداری دارد. دیگر یافته های آنان نشان داد که متغیرهای کلان اقتصادی مثل تورم و تولید ناخالص داخلی تأثیر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و بازده دارند. تأثیر تورم بر این رابطه منفی و تأثیر تولید ناخالص داخلی مثبت به دست آمد؛ اما تأثیر هزینه های دولت بر رابطه بین احساسات سرمایه گذاران با بازده معنی دار نشد.

**کینا<sup>9</sup> (۲۰۱۷)** ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه گذار و بازده های ۳ ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی در بازار بورس کانادا پیدا کردند. آنها همچنین نتیجه گرفتند که گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مداوم بیشتری

<sup>6</sup> Maram

<sup>7</sup> Berad

<sup>8</sup> Barun

<sup>9</sup> Kina



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

در منحرف کردن از ارزش‌های بنیادی و ایجاد مانع بر سر راه استفاده از فرصت توسط آریترایگران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می‌کند.

### مطالعات داخلی:

**نیکدل (۱۳۹۸)**، در پژوهشی به مدلسازی نوسانات بخش‌های مختلف بازار سهام ایران با استفاده از مدل گارچ چند متغیره پرداخته است. در این پژوهش از یک مدل گارچ چند متغیره برای برآورد همزمان میانگین و واریانس شرطی بازده‌های روزانه بخش‌های مختلف بازار سهام ایران از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است. نتایج بیانگر انتقال معنادار شوک‌ها و نوسانات در میان بخش‌های مختلف است.

**بیانی (1398)** به بررسی تأثیر تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و متغیرهای تکنیک بنیادی بر بازده سهام در قلمرو زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ پرداخته است. از بین متغیرهای مورد مطالعه در تحقیق، سه متغیر تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران (قابل سنجش با شاخص آرمز)، نرخ بازده دارایی‌ها و درصد تغییرات دارایی جاری به بدهی جاری با بازده سهام رابطه وجود دارد. بر اساس انتظار، رابطه هر سه متغیر یاد شده (متغیر آرمز، نرخ بازده دارایی‌ها و درصد تغییرات دارایی جاری به بدهی جاری) با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، موافق با رابطه مستند شده در ادبیات مالی است.

**مرادی (1398)** به بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی پرداخته است. آن‌ها عوامل رفتاری دوری از تأسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده‌وار و محافظه‌کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی و در نهایت بررسی مقایسه‌ای این عوامل را بررسی نمودند. به این منظور تعداد ۳۸۵ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه به‌طور تصادفی انتخاب و داده‌های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع‌آوری نمودند. نتایج حاصل نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل بیش اطمینانی روی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد و رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری شامل سود و زیان نسبی، اثر تمایلی، محافظه‌کاری، رفتار توده‌وار، شهود نمایندگی اثر مالکیت، اجتناب از شکست می‌باشد.

**بهروز لاری سمنانی (۱۳۹۷)** در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران است که از این میان، ۳۸۶ نمونه انتخاب شد. برای جمع‌آوری داده‌های لازم در زمینه حالت‌های روحی و ریسک، به ترتیب از پرسشنامه استاندارد پاناس و پرسشنامه ریسک‌پذیری و برای آزمودن فرضیه‌های پژوهش از روش الگوسازی معادلات ساختاری با





رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج نشان داد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چهار حالت روحی عاطفه مثبت زیاد، عاطفه مثبت کم، عاطفه منفی زیاد و عاطفه منفی کم است؛ به گونه‌ای که با عاطفه مثبت زیاد و عاطفه منفی کم، رابطه مستقیم و با عاطفه مثبت کم و عاطفه منفی زیاد، رابطه عکس دارد. همچنین عاطفه مثبت زیاد، بیشترین و عاطفه مثبت کم، کمترین تأثیر را در میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار دارد.

**شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۷)** در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره هفت‌ساله ۱۳۸۸-۱۳۹۴، پرداختند. داده‌های پژوهش از نوع تابلویی و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. شواهد و نتایج تجربی پژوهش نشان داد که متغیرهای رفتاری مورد بررسی در پژوهش، تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند. به این صورت که با افزایش میزان اطمینان بیش از حد مدیران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و همچنین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام کاهش می‌یابد.

**زارعی و دارابی (۱۳۹۷)** در مطالعه‌ای به بررسی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افزایش اختیاری در بازار سرمایه ایران پرداختند. این پژوهش از نوع علی، پس رویدادی و کاربردی است. نتایج آزمون فرضیه‌ها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افزایش اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افزایش اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افزایش اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکت‌ها و افزایش اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

### جامعه آماری:

جامعه آماری مقاله حاضر عبارتست از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران شرایط انتخابی حجم جامعه آماری تحقیق عبارت‌اند از:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال باشد.
۲. به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت‌های یادشده نباشد.
۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
۴. سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره تحقیق در بورس معامله شده باشد و قیمت پایان دوره در دسترس باشد.



۵. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

جدول ۱ غربالگری نمونه (روش حذف سیستماتیک)

تعداد	شرح
۴۳۷	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۸
(۹۴)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۸-۹۰ در بورس فعال نبوده‌اند
(۱۰۸)	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۵۷)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۳۵)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد
(۳۷)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق دارای وقفه معاملاتی بیش از سه ماه بوده‌اند
-	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۱۰۶	تعداد شرکت‌های نهایی

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۰۶ شرکت به‌عنوان جامعه آماری نهایی شده باقیمانده است.

### فرضیه‌های پژوهش:

بازده غیر عادی بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد.  
انتظار سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد.

نوسان غیر سیستماتیک بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد.

رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد.



## برآورد مدل:

الگوی رگرسیونی تحقیق به شکل زیر معرفی می گردد:

$$R_{it} = \beta_0 + \gamma_0 MAX_{i,t} + \gamma_1 MIN_{i,t} + \gamma_2 IVOL_{i,t} + \gamma_3 BETA_{i,t} + \gamma_4 MOM_{i,t} + \gamma_5 REV_{i,t} + \gamma_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 VIX_{i,t} + \beta_8 SENT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

✓ R: بازدهی سهام بشکل زیر محاسبه می شود:

بازده ماهانه سهام که به شکل جمع بازده روزانه شرکت  $t$  در ماه  $t$  محاسبه می شود.

**بازده غیرعادی:** اصطلاح بازده غیرعادی برای شرح بازدهی دور از انتظار بدست آمده از یک اوراق بهادار یا سبد دارایی (portfolio) در یک بازه زمانی مشخص است. بازده های غیرعادی برای تشخیص «سودآوری متناسب با ریسک» یک اوراق بهادار یا سبد دارایی در مقایسه با کلیت بازار یا شاخص های کلیدی اهمیت زیادی دارد. بازده غیرعادی می تواند به تشخیص مهارت مدیر سبد دارایی بر پایه ریسک تنظیم شده کمک کند و این یافته بدست آید که آیا سرمایه گذاران براساس ریسکی که انجام داده اند به اندازه کافی سود کرده اند یا نه. برای مثال انتظار می رفت سود سالیانه یک صندوق سرمایه گذاری مشترک ۱۰ درصد باشد ولی این صندوق سود سالیانه ۳۰ درصدی کسب می کند. در این شرایط گفته می شود این صندوق بازده غیرعادی ۲۰ درصدی مثبت کسب کرده است.

برای بازده غیرعادی از حداکثر و حداقل بازده سهام استفاده می شود:

✓ MAX: حداکثر بازده روزانه در ماه قبل،

✓ MIN: حداقل بازده روزانه در ماه قبل،

✓ MOM: مومنتوم، (از حاصل جمع بازده سهام منهای بازده بازار طی ماه های  $X_t$  تا  $X_{t+1}$ )، (ناظمی و زارع؛ ۱۳۹۵)

✓ BETA: ریسک سیستماتیک شرکت،

✓ REV: وقفه بازده ماهیانه سهام، (بازده ماهیانه سهام در ماه  $t$  منهای بازده ماهیانه سهام در ماه  $t-1$ )

✓ Size: اندازه شرکت: میانگین ارزش بازاری روزانه سهام در ماه گذشته

✓ IVOL: انحراف استاندارد باقیمانده از رگرسیون ماهانه (نوسان غیر سیستماتیک) است.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه بالا، R بازده سهام شرکت،  $R_f$  بازده دارایی های بدون ریسک،  $\beta$  ریسک سیستماتیک شرکت و  $R_m$  بازده بازار در

t سال



# 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

✓ **VIX**: انتظارات سرمایه گذاران؛ یک متغیر ساختگی که یک را به عنوان ماه های با انتظارات بالا برای سود و صفر را به عنوان ماه های با انتظارات کم برای سودآوری توسط سرمایه گذاران در نظر می گیرد. ماههایی که شاخص بازده بازار سهام بالاتر از حد متوسط نمونه است را به عنوان دوره احساس بالا و در غیر اینصورت ماه های کم تحرک تعریف می کند.

✓ **SENT**: رفتار احساسی سرمایه گذاران

از شاخص احساس بازار سرمایه برای اندازه گیری آن طبق رابطه زیر استفاده می شود:

$$SENT_{it} = \frac{\sum (R_{IT} - \bar{R}_r)(R_{IV} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{IT} - \bar{R}_r)^2 (R_{IV} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}}$$

$R_{IT}$ : رتبه بازده سالیانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\bar{R}_r$ : میانگین رتبه بازده سالیانه سهام شرکت های نمونه

$R_{IV}$ : رتبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام از میانگین

انحراف معیار بازده سهام سال قبل استفاده می شود.

$\bar{R}_v$ : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های نمونه است.

تخمین مدل با استفاده از روش پانل پویا PMG و در دو حالت کوتاه مدت و بلند مدت و الگوی تصحیح خطای برداری صورت پذیرفته است.

در ابتدا برای تخمین مدل می بایست از وجود پایایی در متغیرهای الگوی رگرسیونی اطمینان حاصل گردد که برای این منظور از آزمون ریشه واحد استفاده شده است. بر اساس آزمون ریشه واحد لوین و همکاران چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از سطح خطای مورد نظر (در تحقیق حاضر ۰/۰۵) باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش در طی دوره پژوهش پایا هستند.

جدول ۲ نتایج آزمون پایایی

<u>variable</u>	<u>method</u>	<u>Statistic</u>	<u>probability</u>	<u>situation</u>
<b>BETA</b>	Levin, Lin & Chu t	-6.63	0.0000	I(0)
<b>IVOIL</b>	Levin, Lin & Chu t	-34.80	0.0000	I(0)
<b>MAX</b>	Levin, Lin & Chu t	-28.10	0.0000	I(0)
<b>MIN</b>	Levin, Lin & Chu t	-38.64	0.0000	I(0)

<b>MOM</b>	Levin, Lin & Chu t	-82.78	0.0000	I(0)
<b>REV</b>	Levin, Lin & Chu t	-29.50	0.0000	I(0)
<b>SIZE</b>	Levin, Lin & Chu t	-7.76	0.0000	I(0)
<b>R</b>	Levin, Lin & Chu t	-31.75	0.0000	I(0)
<b>Sent</b>	Levin, Lin & Chu t	-8.69	0.0000	I(0)
<b>vix</b>	Levin, Lin & Chu t	-11.26	0.0000	I(0)

منبع: محاسبات محققین

فرض صفر در آزمون لوین و لین بر عدم مانایی متغیرهای مورد بررسی استوار است و فرض را میتوان چنین نوشت:

$H_0$ : متغیر مورد بررسی نامانا میباشد.

$H_1$ : متغیر مورد بررسی مانا میباشد.

همان طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، متغیرهای مستقل احتمال محاسبتیشان کمتر از ۰/۰۵ است و نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا می‌باشند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

### آزمون همگرایی:

اغلب تئوری‌های اقتصادی رابطه بلند مدت بین متغیرها را به شکل سطح (LEVEL FORM) بیان میکند. برای اطمینان از وجود یک رابطه بلند مدت میان متغیرهای موجود در مدل لازم است که آن متغیرهای ایستا بوده و در غیر این صورت (ناایستا بودن) از درجه انباشتگی یکسانی برخوردار باشند. بدین ترتیب برای پی بردن به وجود یک رابطه بلند مدت میان متغیرها باید ایستایی و یا هم انباشتگی آنها را با استفاده از آزمونهای مختلف بررسی نماییم. براین اساس اگر تشخیص دهیم باقیمانده‌های حاصل از رگرسیونهای برآورده شده به صورت  $I(0)$  یا ساکن باشند میتوانیم از وجود یک رابطه بلند مدت میان متغیرها اطمینان حاصل نماییم. در مقاله حاضر برای اطمینان از وجود رابطه تعادلی بلند مدت از آزمون هم انباشتگی پانل کائو استفاده شده است.

جدول ۳ نتایج آزمون هم انباشتگی پانل

<b>KAO TEST</b>		
	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob</b>
ADF	۲.۸۲۰۰۳۰	۰.۰۰۲۴

منبع: محاسبات محققین



همانطور که در جدول ۳ نشان داده شده است با انجام آزمون هم انباشتگی پانلی بین متغیرهای تخمین زده شده وجود رابطه بین متغیرها در رگرسیون برآورد شده تأیید می شود.

در آزمون هم انباشتگی فرضیه های آزمون به صورت زیر تعریف می شود:

H: عدم هم انباشتگی

H<sub>1</sub>: تأیید هم انباشتگی میان متغیرها

با توجه به پایین بودن سطح معنی داری از ۰.۰۵، فرض صفر مبنی بر نبودن رابطه هم انباشتگی میان متغیرها قابل رد است و متغیرها در بلندمدت هم انباشته بوده و رابطه بلند مدت بین آنها وجود دارد.

### تخمین مدل و تفسیر نتایج:

در مقاله حاضر از روش ARDL پانل با برآوردگر PMG استفاده می شود. در مدل ARDL پانل با برآوردگر PMG اثر متغیرهایی که طی زمان یا مقاطع ثابت هستند، از مدل حذف می شود. همچنین در این مدل نتایج تخمین مدل در کوتاه مدت و بلند مدت برآورد می شود و تاثیر متغیرهای مستقل تحقیق بر بازده سهام در شرکتهای منتخب بورسی مورد بررسی قرار می گیرد.

جدول شماره ۴ نتایج حاصل از تخمین الگو به روش ARDL پانل برای مدل شرکت‌های بورسی  
(بازده سهام بعنوان متغیر وابسته)

متغیرها	Selected Model: ARDL (1, 1, 1, 1, 1, 1, 1, 1, 1)			
	Model selection method: Schwarz criterion (SIC)			
	تخمین بلند مدت			
	.Coef	.Std. Err	t	P> z
	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
حداکثر بازده روزانه	0.296397	0.057027	5.197462	0.0000
حداقل بازده روزانه	-0.288218	0.067715	-4.256314	0.0000
نوسان غیر سیستماتیک	-0.030600	0.012623	-2.424098	0.0170
ریسک سیستماتیک شرکت	-1.000920	0.111421	-8.983261	0.0000
مومنتوم	0.074591	0.020219	3.689112	0.0004
وقفه بازده ماهیانه سهام	0.020114	0.008419	2.389177	0.0199
اندازه شرکت	0.119981	0.012670	9.469729	0.0000
انتظارات سرمایه گذاران	۰.۲۶۳۶۵۴	۰.۱۰۲۵۱۵	۲.۵۷۱۸۵۷	۰.۰۱۲۰
رفتار احساسی سرمایه گذاران	۰.۶۵۹۸۱۵	۰.۱۵۳۱۵۶	۴.۳۰۸۱۲۳	۰.۰۰۰۰
متغیرها	تخمین کوتاه مدت			
ECM	-0.876164	0.164159	-5.337272	0.0000
تفاضل حداکثر بازده روزانه	0.626251	0.290660	2.154613	0.0358
تفاضل حداقل بازده روزانه	-0.937974	0.298806	-3.139146	0.0038
تفاضل نوسان غیر سیستماتیک	-0.468461	0.187058	-2.504492	0.0127
تفاضل ریسک سیستماتیک شرکت	-0.993068	0.263067	-3.775476	0.0001
تفاضل مومنتوم	0.800989	0.216176	3.705376	0.0003
تفاضل وقفه بازده ماهیانه سهام	0.629792	0.267872	2.351112	0.0201
تفاضل اندازه شرکت	0.918275	0.276032	3.326704	0.0011
تفاضل انتظارات سرمایه گذاران	۰.۶۵۳۳۱۲	۰.۱۶۶۱۵۲	۳.۹۳۲۰۱۹	۰.۰۲۰۰

تفاضل رفتار احساسی سرمایه گذاران	۰.۲۵۸۶۹۲	۰.۱۰۵۲۶۱	۲.۴۵۷۶۸۱	۰.۰۱۳۶
----------------------------------	----------	----------	----------	--------

منبع: محاسبات محققین

برای بررسی معنی دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل از آماره  $t$  استفاده شده است. فرضیه صفر در آزمون  $t$  به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

که بوسیله آماره زیر صحت آن مورد بررسی قرار می گیرد:

$$T = \frac{\hat{\beta}_1 - \beta_1}{SE(\hat{\beta}_1)} \sim t_{\frac{\alpha}{2}, N-k}$$

برای تصمیم گیری در مورد پذیرش یا رد فرضیه صفر، آماره  $t$  به دست آمده با  $t$  جدول که با درجه آزادی  $N-K$  در سطح اطمینان ۹۵٪ محاسبه شده مقایسه می شود، چنانچه قدرمطلق  $T$  محاسبه شده از  $t$  جدول بزرگتر باشد ( $|T| > t_{\frac{\alpha}{2}, N-k}$ )، مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرار گرفته و فرض صفر ( $H_0$ ) رد می شود. در این حالت با ضریب اطمینان ۹۵٪ ضریب مورد نظر ( $\beta_1$ ) معنی دار خواهد بود که دلالت بر وجود ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل پانل ARDL که بازده سهام بعنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است، نشان می دهد که ضرایب متغیرها در بلند مدت معنا دار بوده، علائم آنها مورد انتظار و مطابق با مبانی تئوریک موضوع می باشد. روابط برآوردی، بیانگر تأثیر گذاری مثبت متغیرهای؛ حداکثر بازده، مومنتوم، وقفه بازده ماهیانه سهام، انتظارات سرمایه گذاران و رفتار احساسی بر بازده سهام و تأثیر گذاری منفی حداقل بازده، ریسک سیستماتیک و انحراف استاندارد باقیمانده بر بازده سهام شرکتهای منتخب می باشد.

همچنین بر اساس نتایج حاصل از الگوی تصحیح خطا (ECM) که در جدول (۴) نشان داده شده است، متغیرهای مستقل الگو بر بازده سهام در کوتاه مدت معنادار می باشند، آنچه در الگوی تصحیح خطا بیش از همه حائز اهمیت است ضریب جمله تصحیح خطا ( $ECM_{t-1}$ ) است و در شرکتهای منتخب این ضریب برابر  $-۰.۸۷۶۱۶۴$  می باشد، که سرعت تعدیل فرآیند عدم تعادل است. همانطور که ملاحظه می شود، این ضریب معنادار و دارای علامت منفی است. بدین معنی که اگر از یک دوره به دوره بعدی حرکت کنیم، ۸۷ درصد از انحراف تابع بازده سهام از مسیر بلند مدت خود توسط متغیرهای الگو در یک دوره تصحیح می شود. بنابراین، حرکت به سمت تعادل با سرعت نسبتاً بالایی برای شرکتهای منتخب صورت می گیرد.





## آزمون فرضیه های پژوهش:

فرضیه اول مبنی بر بازده غیر عادی بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد که به صورت زیر بازنویسی می شود:

$H_0$ : بازده غیر عادی بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار ندارد

$H_1$ : بازده غیر عادی بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد

مطابق با احتمال محاسباتی برای متغیر بازده غیر عادی که شامل حداقل و حداکثر بازده روزانه می باشد برابر  $0.0000$  و  $0.0000$  می باشد و این احتمال کمتر از  $0.05$  می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه بازده غیر عادی بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر معنادار می باشد و این نشان می دهد فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

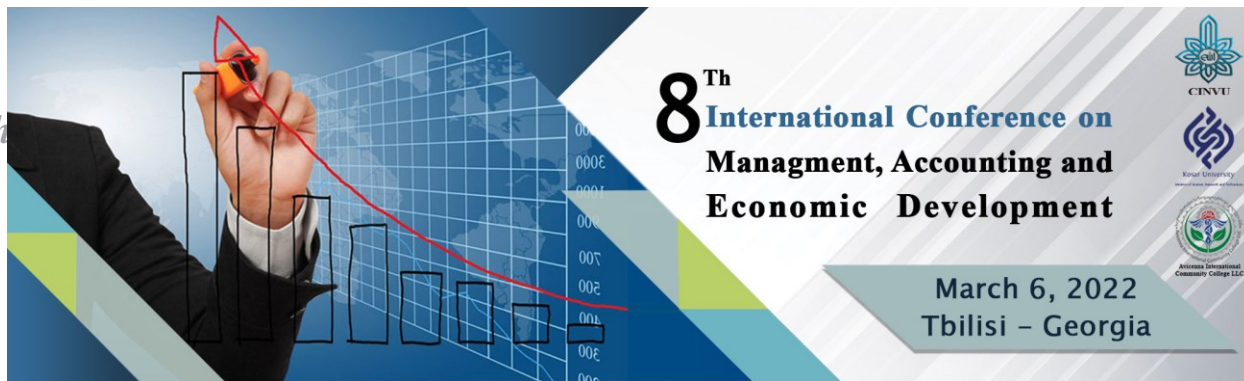
فرضیه دوم مبنی بر انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد که به صورت زیر بازنویسی می شود:

$H_0$ : انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار ندارد

$H_1$ : انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر  $0.0120$  می باشد و این احتمال کمتر از  $0.05$  می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه انتظار سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر معنادار می باشد و این نشان می دهد فرضیه دوم تحقیق تایید می شود.

فرضیه سوم مبنی بر نوسان غیر سیستماتیک بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد که به صورت زیر بازنویسی می شود:



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

H0 : نوسان غیر سیستماتیک بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر : معنادار ندارد

H1 : نوسان غیر سیستماتیک بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر : معنادار دارد

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰.۰۱۷۰ می باشد و این احتمال کمتر از ۰.۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه نوسان غیر سیستماتیک بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر معنادار می باشد و این نشان می دهد فرضیه سوم تحقیق تایید می شود.

فرضیه چهارم مبنی بر رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد که به صورت زیر بازنویسی می شود :

H0 : رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران : تاثیر معنادار ندارد

H1 : رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران : تاثیر معنادار دارد

مطابق با احتمال محاسباتی برای این متغیر که برابر ۰.۰۰۰۰ می باشد و این احتمال کمتر از ۰.۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت فرضیه صفر رد شده و در نتیجه رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نوسانات بازده سهام در شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر معنادار می باشد و این نشان می دهد فرضیه چهارم تحقیق تایید می شود.

### نتیجه گیری:

اهمیت بررسی بازده سهام در این است که هدف سرمایه گذاران در انجام سرمایه گذاری، کسب سود است. به منظور تحقق بخشیدن به این امر، سرمایه گذاران در دارایی‌هایی که دارای بازدهی بالا و ریسک نسبتاً پایینی باشند، سرمایه گذاری می کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش آن دارایی بیشتر و ثروت آن افزایش می یابد. از این رو سهام داران و سرمایه گذاران نیازمند شناسایی متغیرهای عمده‌ای هستند که بازده سهام را تبیین نماید. آگاهی از متغیرها و دستیابی به مدل مناسب می تواند منجر به بهبود تصمیمات سرمایه گذاری آنان گردد. بنابراین می



## 8<sup>th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

توان بیان داشت شناخت عوامل موثر بر بازده سهام نقش مهمی در پیش بینی بازده آتی دارد. که در این مقاله به بررسی اثر گذاری بازده غیرعادی و شاخصهای مربوط به آن و رفتار احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام پرداخته شد. بسیاری از سرمایه گذاران و تصمیم گیران مالی با توجه به شرایط موجود بازار ریسک گریز بوده و در انتخاب سرمایه گذاری به پارامترهای بسیاری توجه می کنند که ریسک و ارزش افزوده در ارزیابی بنگاه از جمله مهم ترین عوامل است و اطلاعات مناسب را جهت تصمیم گیری سرمایه گذاران ارائه می دهد. از سوی دیگر، سرمایه گذاران بالفعل که با تصمیمات خود ریسک را متحمل می شوند در جهت افزایش کارایی خود باید در شرکت های مختلف سرمایه گذاری کنند. بنابراین از طریق تنوع بخشیدن به پرتفوی خود، ریسک خود را کاهش می دهند. اما بخشی از ریسک حتی با تنوع بخشیدن به پرتفوی قابل کنترل نیست. این نوع ریسک در اثر عواملی مانند شاخص های کلان اقتصادی به وجود می آید که بازده کل بازار را تحت تأثیر قرار می دهد. ریسک سیستماتیک به آن بخش از نوسان های بازده دارایی اطلاق می شود که ناشی از تأثیر همزمان عوامل مختلف در قیمت بازار اوراق بهادار است. اما از طرفی فقط ریسک تنها عامل در این موضوع نیست. یکی دیگر از مواردی که زمینه ساز ریسک در بازار سرمایه می گردد رفتارهای احساسی سرمایه گذاران می باشد که منجر به ایجاد بازده غیر عادی در سهام شرکتها شده و زمینه ساز تغییر در بازده سهام شرکتها را بوجود می آورد.

امروزه با گسترش مکانیزم های داد و ستد در بازار اوراق بهادار، اطلاعات نقش مهمی در تصمیم گیری های اقتصادی ایفا می کند و بدون شک، کیفیت تصمیمات به صحت، دقت و بهنگام بودن اطلاعاتی بستگی دارد که از سوی ناشران اوراق بهادار و واسطه گران فعال در این بازار منتشر می گردد. مشارکت کنندگان در بازارهای سرمایه، اطلاعاتی که از سوی ناشران اوراق بهادار منتشر می گردد را مبنای تصمیم گیری خود قرار می دهند؛ با این حال و با تأکید بر نظریه انتخاب عقلانی همواره این احتمال وجود دارد که منتشر کنندگان اطلاعات که شناخت بیشتری از وضعیت مالی شرکت دارند، بتوانند اطلاعات را به صورت جانبدارانه در اختیار افراد برون سازمانی قرار دهند و با کسب بازده بیشتر نسبت به سایر گروه های ذینفع، منافع شخصی خود را حداکثر نمایند. با ایجاد سازو کارهای کنترلی مناسب در زمینه نحوه انتشار اطلاعات از جمله صورتهای مالی تهیه شده بر اساس استانداردهای حسابداری که به عنوان یکی از مهمترین حلقه های ارتباطی بین افراد برون سازمانی و درون سازمانی به شمار می آید می توان میزان عدم تقارن اطلاعاتی را می توان کاهش داد و به موازات آن موجبات افزایش کارایی بازار و کاهش هزینه های معاملاتی را فراهم نمود. طبق تئوری بازار کارا؛ در بازار کارا در شکل قوی، قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعات مربوط و موجود در بازار اعم از اطلاعات محرمانه می باشد که به طور رایگان و بدون محدودیت در دسترس همه سرمایه گذاران در بازار سرمایه قرار می گیرد. در صورت وجود چنین اطلاعاتی افرادی که به این اطلاعات دسترسی دارند می توانند از آن در جهت پیش بینی قیمت سهام



## 8<sup>Th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

March 6, 2022  
Tbilisi - Georgia

استفاده نمایند و بدین ترتیب هیچگونه بازده غیر عادی بدست نخواهد آمد. بنابراین می توان اینگونه استدلال نمود که در صورت کاهش بازدهی غیر عادی، می توان بازار سرمایه را به سمت مدل بازا کارا سوق داد و از مزایای چنین مدلی بهره مند شد. از این رو کاهش در بازده غیر عادی صرفاً از طریق شناسایی عوامل موثر بر آن امکان پذیر می باشد. یکی از مهمترین عوامل موثر بر بازده غیرعادی را میتوان رفتارهای حساسی سرمایه گذاران و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی دانست. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از دسترسی به اطلاعات محرمانه و درون سازمانی است و در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورت نامتقارن بین افراد توزیع شود، می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به یک موضوع واحد سبب گردد. اگر مجموعه اطلاعاتی پیش از ارائه به عموم در اختیار فرد خاصی قرار گیرد او خواهد توانست به وسیله آن اطلاعات بازده غیر عادی دست یابد که این امر تأکیدی بر ارزش اطلاعات است. و بدین ترتیب بازده اضافی برای افرادی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند را فراهم می آورد. بدین ترتیب که هنگام وجود اطلاعات محرمانه بد، عرضه سهام زیاد و قیمت پیشنهادی فروش کاهش می یابد و هنگام اطلاعات محرمانه خوب تقاضا خرید زیاد و قیمت پیشنهادی خرید افزایش می یابد و چنانچه اطلاعات محرمانه وجود نداشته باشد آثار اطلاعات عمومی در قیمت سهام منعکس و در نتیجه خرید و فروش غیر عادی صورت نمی گیرد. براین اساس افرادی می توانند بازده اضافی پایدار بدست آورند که به طور مداوم اطلاعات محرمانه را در اختیار داشته باشند و یا توانایی خاصی برای کسب بازده غیر عادی پایدار بر مبنای اطلاعات عمومی نسبت به دیگر سرمایه گذاران داشته باشند.

در نهایت می توان اظهار داشت نتایج حاصله از این تحقیق برای سیاستگذاران بورسی می تواند این مطلب را بازگو کند که رفتار توده وار افراد در بورس تعیین کننده می باشد و این موضوع باید به صورت موشکافانه مورد بررسی قرار گیرد تا هم منجر به رشدهای حباب وار در بورس نشده و هم از طرف دیگر منجر به سقوط بازار سرمایه پس از هر گونه اخبار منفی شود. می توان بیان داشت ذات بازار سرمایه نشأت گرفته از اخبار بد و خوب و اتفاقات منطقه ای می باشد اما اگر نوسان در این بازار زیاد باشد منجر به عدم اطمینان سرمایه گذاران به این بازار مالی شده و در نتیجه میزان سرمایه گذاری در این بازار کاهش یابد.



## پیشنهادات

- به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه میشود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی و حسابداری تاثیرگذار بر نوسانات بازده دارایی به ویژگی های رفتاری سرمایه گذاران نیز توجه شود.
- پیشنهاد می شود به سیاستگذاران کلان اقتصادی به گرایش های احساسی سرمایه گذاران، به عنوان یک عامل مهم تغییر در بازده سهام و پویایی بازار توجه بیشتری کرده و برای ورود افراد به بازار سرمایه پیش شرط های علمی قرار داده تا منجر به تلاطم در این بازار نشوند.
- به سرمایه گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه پیشنهاد می شود که با توجه به عملکرد بهتر مدل های مبتنی بر تئوری مقدار حدی نسبت به مدل های مبتنی بر توزیع نرمال در بورس اوراق بهادار تهران، از این مدل برای تخمین مقدار حدی به لحاظ اینکه تئوری ارزش حدی ابزار توانمندی برای محاسبه ریسک نامطلوب می باشد، استفاده شود.
- بورس اوراق بهادار میتواند با ارائه بسته های حمایتی به مانند بیمه مانع آسیب شرکتهای و صاحبان سرمایه از نوسانات گردند. بانک مرکزی میتواند با کمک بورس اوراق بهادار تهران شرکتهای آسیب پذیر از نوسانات را در بورس شناسایی و با اعطای ارز دولتی و یارانه های مانع اخلال در صنایع مختلف فعال در بورس اوراق بهادار کشور گردد.
- کارشناسان بورس اوراق بهادار می توانند صنایع را به تفکیک اثرپذیری از نوسانات رتبه بندی و برای آگاهی صاحبان سرمایه و سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار در گزارشات ماهانه و سالانه ارائه دهند.
- با توجه به نتیجه حاصل رابطه منفی و معنی داری بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بازار سهام به سرمایه گذاران و تحلیلگران پیشنهاد می شود در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی های مالی و اوراق بهادار توجه ویژه داشته باشند؛ زیرا در نظر گرفتن این عوامل مهم به انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با ریسک و بیشترین بازده منجر می شود، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم گیری و نتایج حاصل را نیز دوچندان می کند.



## منابع:

- ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید و صفری، علی. (۱۳۸۶)، «نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار (مطالعه‌ی موردی: بورس اوراق بهادار اصفهان)»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره‌ی ۴۸، ص ۲۲-۳.
- آذر، عادل؛ رستمی، محمدرضا و محمد صفری. (۱۳۹۲). تحلیل مقایسه‌ی عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی؛ مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸. دو فصلنامه اندیشه مدیریت راهبردی، سال هفتم، شماره اول، صص ۱۸۵-۱۵۷.
- اسکینی، سبحان؛ تاجمیریاحی، حامد؛ ایمنی فر، محمد (۱۳۹۲). «آزمون فراواکنشی و راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس با استفاده از بازده دوره نگهداری. اندیشه مدیریت راهبردی»، سال هفتم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۲، شماره پیاپی ۱۳، صص ۲۲۹-۲۴۵.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ نبوی چاشمی، سید علی؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود و ایکانی، صدیقه. (۱۳۸۸)، «بررسی سودآوری استراتژی سرمایه‌گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه‌ی مطالعات کمی در مدیریت، شماره‌ی ۱.
- پورزمانی، زهرا؛ بشیری، علی (۱۳۹۲). «آزمون مدل کارهات برای پیش‌بینی بازده مورد انتظار به تفکیک سهام رشدی و ارزشی». مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره شانزدهم.
- تقی پوریان گیلانی، یوسف؛ سیدمحمدرضا رئیس‌زاده و محبوبه زره‌داریان. (۱۳۹۴). اثر آگاهی سرمایه‌گذار و نگرش به ریسک درک شده بر رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی دست‌آوردهای نوین پژوهشی مدیریت حسابداری اقتصاد، تهران، موسسه آموزش عالی نیکان.
- تهرانی، رضا؛ انصاری، کامبیز؛ محمدی سالاری، اسماعیل (۱۳۹۲). «بررسی اثر شفافیت سود بر ریسک نقدشوندگی». پژوهش‌های نوین در حسابداری، سال اول، شماره ۲، زمستان ۱۳۹۲، صص ۴۸-۳۸.
- تقفی، وحید (۱۳۹۷) «تاثیر متغیرهای تکنیک بنیادی سهام بر بازده آن در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- جعفرزاده، زهرا؛ زنجیردار، مجید؛ کریمی تبریزی، مهدی (۱۳۹۳). «بررسی امکان به کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس جهت سرمایه‌گذاری کوتاه مدت». نشریه‌ی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۷، شماره ۲۳، صص ۱ تا ۱۱.
- حبیبی ثمر، جواد؛ تهرانی، رضا؛ انصاری، کامبیز (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار با بازده سهام رشدی و ارزشی با رویکرد مدل AHP در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶-۱۳۹۰». مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره بیست و سوم.



حیدرپور، فرزانه؛ تاروی وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱۳-۱.

حیدری خمیران، میرمجید (۱۳۹۳)، «تأثیر ریسک سیستماتیک بر بازده سهام شرکت‌های دارویی و شیمیایی با استفاده از تحلیل موجک در بورس اوراق بهادار تهران (با توجه به نوسان پذیری بازده)»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب.

دموری، داریوش؛ عبده تبریزی، حسین (۱۳۸۲). «شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصل نامه تحقیقات مالی، شماره ۱۵، صص ۲۰ تا ۳۵.

سعدی، آراین و قلی پور، فتانه (۱۳۹۷) «بررسی اثرات شخصیت سرمایه گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه گذاری آن در بورس اوراق بهادار»، تحقیقات مالی، شماره ۲۹

سعیدی، علی (۱۳۹۵) «تبیین عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران»، رساله دکترا، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.

عطری، حسن و معصومه جمشیدی. (۱۳۹۳). بررسی میزان اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار قم و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

فلاح شمس لیاستانی، میرفیض و راضیه رضانی. (۱۳۹۵). بررسی نوسانات غیرمتعارف بر بروز رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

یوسفی، راحله و ابوالفضل شهرآبادی. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار. فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، پیش شماره دوم، صص ۶۴-۵۷.

Acharya, V. & Pedersen, L. (2005). "Asset pricing with liquidity risk. Journal of Financial Economics", 77, pp. 375-410.

Acharya, Viral V. and Pedersen, Lasse Heje. (2003). Asset Pricing with Liquidity Risk. First Version: July 10, 2000 Current Version: July 17, 2003. Department of Finance Working Paper Series, FIN-03-044

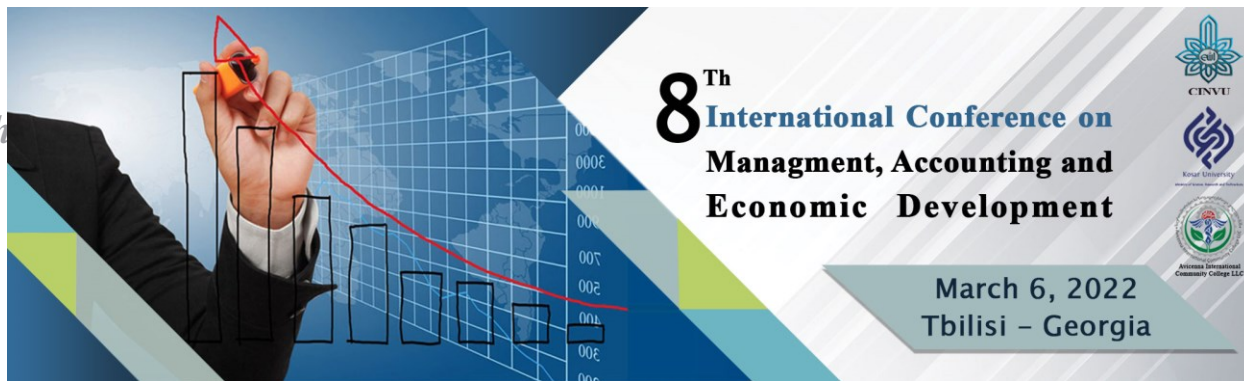
Ali, Norli, Nassir, Annuar Md, Hassan, Taufiq and Abidin, Sazali zainal. (2009). "does bursa malaysia overreaction?", journal of finance and economics, No.34/2009, pp.175-193.

Alwathainani, Abdulaziz m. (2006). "Do investors overreact patterns of past financial performance measures?", working Paper, virginia commonwealth University.

Amihud, Y., (2002), "Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects", Journal of Financial Markets 5, pp. 31-56.

Artmann, S., Finter, P., & Kempf, A. (2012). Determinants of Expected Stock

Atri, H., Jamshidi, M. (2015). Investigating the Importance of Factors Affecting the Behavior of Common Stock Investors in Qom Stock Exchange, And Comparing It With the Behavior of Common



Stock Investors In Tehran Stock Exchange, MSc. Islamic Azad University, Central Tehran Branch. (In Persian)

Baker M, Wurgler J (2006) Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *J. Finance*, 61: 1645–1680.

Baker, M. Stein, J. (2003), "Market liquidity as a sentiment indicator", *Journal of Financial Markets* 7 (3).

Bali, T. G, K. O Demirtas, M. Levy (2008). "Nonlinear Mean Reversion in Stock Prices", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32: 767-782.

Ball R, Kothari SP, Robin A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *J. Accounting Econom*, 29: 151.

Baltagi, Badi H. (2005) "Econometric Analysis of Panel Data" John Wiley & Sons Ltd

Bartholdy, J., & Pear. P., (2005). Estimation of expected CAPM vs. Fama and French. *International Review of Financial Analysis*, 14. 407-427

Bekaert, G., C. R. Harvey and C. Lundblad (2007). "Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets". *Review of Financial Studies*, 20, pp.1783\_1831

Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In Search of Distress Risk. *The Journal of Finance*, 63(6), pp. 2899-2939.

Carol A. Marquardt and Christine I. wide man. (2004). the effect of earning management on the value relevance of accounting information. *journal of business finance and accounting*, 31 (3) & (4): 297- 332.

Chan W, S. Kothari (2004). "Testing Behavioral Finance Theory Using Trends and Sequences in Financial Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38: 3-50.

Chan, H., Faff, R. (2003), An investigation into the role of liquidity in asset pricing: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 11, pp.555–572.

Chen, J.(2005), "Pervasive liquidity risk and asset pricing", Job Market Paper.

Chordia, T., Subrahmanyam, A. & Anshuman, V. Ravi, (2001), "trading activity and expected stock returns", *Journal of Financial Economics*, pp. 32 -59.

Copeland, T.W.(2005). Addison Wesley,. *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th ed.

Damodaran, A., (2005), *Marketability and value: measuring the illiquidity discount*, Stern School of Business..

Fallahshams, M., Ramezani, R. (2017). Investigating Unconventional Fluctuations on Massive Behavior In Tehran Stock Exchange, MSc. Islamic Azad University, Central Tehran Branch. (In Persian)

Fama, E.F and K.R French, (2003), "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence". <http://www.ssrn.com>.

Fama, E. and K. French (2013), "Fama and French Three-Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Business and Economics Research Journal* Volume 4, Number 2 2013, pp. 11-22.

Fama, Eugene F; French, Kenneth R. (2006), "Profitability, investment and average returns", *Journal of Financial Economics* 82, 491–518.

Farbod, D. (2011) "M-estimators as GMM for Stable Laws Discretizations" *Statistical Research and Training Center*, pp. 85–96

*Finance & Accounting*, 39(5–6), pp. 758-784

Firth, M., Wong, K. P., & Wong, S. M. L. (2015). Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices. *Management Science*, 61 (7), 1630-1647.

Foster, Kevin R and Kharazi, Ali.(2007). "Contrarian and Momentum Return on Iran's Tehran Stock Exchange", *Journal of International Financial Markets, Institutions & money*, Vol. 17, pp.1-150.





- George L. YE, (2002) "The Impact of Liquidity Risk on the Prices of Swaps with Default Risk", The Journal of Risk Finance, Vol. 3 Iss: 3, pp.6 - 13
- Gordon, E. A. and Henry, E. (2005). Related Party Transactions and Earnings Management. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=612234&rec=1&srcabs=993532&alg=1&pos=1](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612234&rec=1&srcabs=993532&alg=1&pos=1).
- Greenwood R, Nagel S. (2009). Inexperienced investors and bubbles. *J. Financial Economic*, 93: 239–258.
- Heidarpoor, F. , Tariverdi, Y. , and Mehrabi, M. (2014). The Impact of Investor Sentiment on The Stock Returns. *Quarterly Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)* , 6 (1) , 1-13.
- Hsiu J. F. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market. *ProQuest Database*, 16 (3) , 6- 22.
- Hutton AP, Marcus AJ, Tehranian H. (2009). Opaque financial reports, r2, and crash risk. *J. Financial Econo*, 94: 67–86.
- Khaleghi Moghaddam, H. , Khalegh, A. (2010). Corporate Transparency in Iran and Its Influential Factors. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 6 (21) , 31-60.



## Investigating the effect of abnormal stock returns, unsystematic fluctuations and investors' expectations on stock returns fluctuations with emphasis on investors' emotional behavior

### Abstract:

The issue of behavioral finance is one of the new topics raised by some financial thinkers over the past two decades. Examining the behavior and decision-making of investors in financial markets is one of the most important questions for researchers in this field. It is believed that the net profit and loss effect of a decision is used in the overall assessment of its desirability. The theory of expected utility has prevailed for decades as a dominant norm and a descriptive decision model in conditions of uncertainty in the financial literature. But with some serious questions, it began to decline. There has been much debate that this theory cannot adequately describe individual choices. According to vision theory, investors consider different values for profit and loss and also understand investment decisions based on profit. Have been adopt. Therefore, if a person has two equal options, one in terms of profit probability and the other in terms of probability of loss, he will choose the first option. Because losses have more emotional effects than profits. In the investment process, stock returns are considered as a reward for investors and will affect investors' decisions. Risk is also an integral part of stock returns. The present article examines the effect of abnormal stock returns, unsystematic fluctuations and investors' expectations on stock returns fluctuations with emphasis on the emotional behavior of investors in selected listed companies in the period ۱۳۹۰ to ۱۳۹۸ using the dynamic panel model (PMG). In this article, indicators related to this variable have been used for abnormal stock returns and capital market sentiment index has been used for investors' emotional behavior. The results of model estimation, in which stock returns are considered as dependent variables, show that the coefficients of variables are significant in the long run, their symptoms are expected and in accordance with the theoretical foundations of the subject. Estimated relationships indicate a positive effect of variables; Maximum returns, momentum, interruption of monthly stock returns, investors' expectations and emotional behavior on stock returns and the negative impact of minimum returns are systematic risk on the stock returns of selected companies.

**Keywords:** Abnormal stock returns - Unsystematic fluctuations - Investor expectations - Stock returns - Emotional behavior of investors