



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۷۱۱ تا ۷۲۶

بررسی اثر فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران

مجتبی سگری

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یاسوج، دانشگاه آزاد اسلامی، یاسوج، ایران
Parsa.sangari@gmail.com

محمدعلی آقایی

(نویسنده مسئول)، دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران
aghaeim@modares.ac.ir

فریبرز عوض زاده فتح

استادیار، گروه حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران
favazzadeh2010@gmail.com

علی پیرزاد

استادیار، گروه مدیریت، واحد یاسوج، دانشگاه آزاد اسلامی، یاسوج، ایران
Alipirzad65@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۱۶

چکیده

هدف از پژوهش حاضر بررسی اثر فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران می‌باشد. پژوهش حاضر توصیفی پس رویدادی و از لحاظ هدف کاربردی بوده است. جامعه آماری مورد نظر کلیه شرکت‌های فعال و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده و نمونه آماری بر اساس روش حذف سیستماتیک ۱۸۲ شرکت انتخاب شده است. به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مالی مورد نیاز، از داده‌های اولیه و ثانویه همچون گزارش‌های ارائه شده از صورت‌های مالی و اظهارات مالی حسابرسی شده از شرکت‌های بورس برای یک دوره ۱۰ ساله استفاده شده و به وسیله نرم‌افزار Eviews9 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. به منظور تحلیل استنباطی متغیرها و تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها از آزمون‌های مختلف آماری شامل آزمون F لیمر و هاسمن، آزمون رگرسیون و پنل دیتا استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد، بین فروواکنش و فراواکنش با صرف ریسک بازار سرمایه ایران ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی دیگر قیمت‌گذاری نادرست، از انحراف روانشناختی سرمایه‌گذار، مثل درک نادرست سرمایه-گذار از سود شرکت به فرو واکنش یا فرا واکنش در قیمت‌های سهام منجر می‌شود.

واژه‌های کلیدی: فروواکنش، فراواکنش، صرف ریسک، بازار سرمایه.

۱- مقدمه

بازار سرمایه یکی از ارکان اصلی و تاثیر گذار در رشد و توسعه اقتصادی اکثر کشورها محسوب می‌گردد. کشورهایی که بازار سرمایه کارایی داشته باشند می‌توانند اقتصادی پویا و قابل اطمینان داشته باشند. به همین دلیل توسعه بازار سرمایه دغدغه بسیاری از کشورها در حوزه اقتصاد می‌باشد زیرا سرمایه‌گذاران همواره در تلاش هستند که مخاطرات سرمایه‌گذاری خود را کاهش و بازده سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. در همین راستا محققان در تلاش هستند که تغییرات بازده سهام و عوامل موثر بر آن را توضیح دهند. این تلاش‌ها ضمن آنکه به پیدایش فرضیه‌ی بازار کارا منجر شد، به ظهور مدل‌هایی برای پیش‌بینی بازده سهام نیز کمک شایانی کرد. در این فضا مدل‌های متعددی از جمله مدل سه عاملی فاما و همکاران^۱ (۱۹۹۳) پدیدار گردید. در طول چند دهه اخیر، مطالعاتی درباره‌ی وجود رویدادی غیرعادی در بازارهای سرمایه انجام شده است. این رویداد به این صورت است که سهام شرکت‌های با ریسک ورشکستگی زیاد، بتای بازار بالا و در نتیجه بازده محقق شده کمتری دارند. این مسأله دقیقاً برخلاف نتایج الگوی سنتی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای است، زیرا بر اساس الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای انتظار می‌رود هرگونه افزایش در سطح ریسک سیستماتیک سهام که به افزایش بتای بازار منجر می‌شود، به افزایش بازده محقق شده منجر شود در غیر این صورت می‌توان وقوع فرصت‌های آربیتراژ را انتظار داشت. امروزه عوامل روانشناختی سرمایه‌گذاران با سویه شناختی می‌توانند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کنند (کیم و ها،^۲ ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشم‌گیر است. بنابراین، تغییرات قیمت سهام نه تنها بر ارزش ذاتی (ارزش مبتنی بر اطلاعات حسابداری) بلکه بر رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی می‌باشد که می‌تواند از طریق رفتار احساسی سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری شود. بی‌قاعدگی‌های تغییر قیمت سهام معمولاً با استفاده از آزمون‌های تجربی انجام شده بر روی مدل‌های قیمت، تشخیص داده می‌شوند (زارعی و همکاران، ۱۳۹۷). با توجه به دیدگاه‌های ریسک و رفتاری، تفاوت در دیدگاه‌ها براساس علل اثر ارزش دفتری به ارزش بازار (فراواکنش) و اثر شتا (فروواکنش) است. دیدگاه رفتاری باور دارد که قیمت‌گذاری نادرست، از انحراف روانشناختی سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود، مثلاً درک نادرست سرمایه‌گذار از سود شرکت که به فروواکنش یا فراواکنش در قیمت‌های سهام منجر می‌شود. لی و یو^۳ (۲۰۱۲) براساس تکیه و اعتماد به اطلاعات تاریخی و توجه محدود، ثابت کردند که ۵۲ هفته قیمت‌های بالای سهام نماینده فروواکنش سرمایه‌گذاران به رویدادهای جدید است. نزدیک شدن قیمت سهام به قیمت‌های بالای تاریخی را می‌توان به عنوان نماینده فراواکنش سرمایه‌گذار به رویدادهای جدید دانست. فاما و فرنچ (۱۹۹۳) باور دارند که جدا از عوامل موثر بازار بر بازده مازاد پرتفوی دارایی، عامل ریسک نیز از نظر SMB (صرف اندازه) و HML (صرف ارزش)، قابل توضیح است و ثابت می‌کند که ماهیت

¹ Fama et al² Kim and Ha³ Li and Yu

عوامل موثر مختلف است. فاما و فرنچ (۱۹۹۶) ناهنجاری شتاب بازده مدل سه عاملی را ثابت کردند. اما متاسفانه این مدل نمی‌تواند به صورت کامل وجود شتاب بازده کوتاه مدت را توضیح دهد و در عین حال، در مورد تلقی عوامل اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان عامل ریسک نیز شک و شبه فراوانی ایجاد می‌کند. از آنجا که اکثر سرمایه گذاران ریسک‌گریز هستند. تنها زمانی حاضر به سرمایه گذاری در اوراق بهادار می‌باشند که بتوانند متناسب با ریسک تحمل شده بازدهی بهینه‌ای کسب کنند. همچنین با توجه به رشد و توسعه بازارها و ابزارهای مالی، پیچیدگی بازارهای مالی و تخصصی شدن مقوله سرمایه گذاری، سرمایه گذاران و شاغلان بازارهای مالی نیازمند ابزارها، روش‌ها و مدل‌هایی هستند که در انتخاب بهترین سرمایه گذاری و مناسب‌ترین پرتفوی به آن‌ها یاری دهد. از این رو نظریه‌ها، مدل‌ها و روش‌های گوناگونی برای قیمت گذاری دارایی‌های مالی و محاسبه پیش‌بینی نرخ بازدهی سهام، مطرح شده و هر روز در حال توسعه و تغییر می‌باشد. از طرفی اثر هر یک از ناهنجاری‌های سودآوری، درماندگی مالی، بخت‌آزمایی و ریسک غیرسیستماتیک بر بازده سهام در بازارهای مالی به تنهایی بررسی شده‌اند، که پژوهش‌های مثل تهرانی و ویسی (۱۴۰۱) که به مقوله مدیریت ریسک، فشار و محدودیت‌های مالی پرداخته و یا پژوهش جعفری و عربصالحی (۱۴۰۰) تأثیر ناهنجاری‌های بازار و فرصت‌های رشد بر بازده سهام در آن بررسی شده است. اما تاکنون پژوهشی که به بررسی اثر فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار پردازد انجام نشده است و از این‌جمله مطالعاتی در این زمینه وجود دارد. لذا لازم و ضروری است تا به چنین پژوهشی پرداخته شده تا این شکاف برطرف گردد. ساختار این مقاله در ادامه به این شکل می‌باشد: در بخش دوم به مبانی نظری و پیشینه تحقیق پرداخته می‌شود و سپس روش پژوهش، جامعه آماری، فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های آماری در بخش سوم ارائه می‌گردد. یافته‌های پژوهش در فصل چهارم و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری در فصل پنجم مورد بحث قرار می‌گیرد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- فراواکنش و فروواکنش

اطلاعات، یکی از ابزارهای مهم در تصمیم‌گیری‌ها و معیار اصلی در ارزیابی کارایی بازار می‌باشد. کیفیت اطلاعاتی که در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران موثر بوده و موجب ایجاد واکنش و تغییرات قیمت سهام گردد. طبق فرضیه واکنش بیش از حد (فراواکنش) سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار غیرمنتظره و اخبار خوب یا بد منتشره واکنش بیش از حد نشان می‌دهند و همین امر باعث می‌شود تا قیمت‌ها بالاتر یا پایین‌تر از ارزش ذاتی خود ارزش گذاری شوند. با انتشار اخبار خوب قیمت سهام افزایش یافته و با انتشار اخبار بد قیمت سهام کاهش می‌یابد که نیاز به اصلاحات قیمت را به دنبال خواهد داشت و با گذشت زمان و با تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران بازار به سطح تعادل خود بازمی‌گردد (چن و زیانگ، ۲۰۰۶).

¹ Chen and Jiang

فروواکنش یعنی سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و وقایع، واکنشی کمتر از تاثیر میزان واقعی آن اخبار یا وقایع نشان می‌دهند و تمام تاثیر آن را در قیمت اوراق بهادار لحاظ نمی‌کنند (لیو و ما، ۲۰۱۲). مطابق نظریه چشم انداز که یکی از نظریه‌های مهم مطرح شده در حوزه مالی رفتاری می‌باشد بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران قیمت‌های مرجع را مبنای تصمیم‌گیری قرار می‌دهند و بجای مطلوبیت به ارزش توجه می‌کند. در واقع سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری نسبت به زیان در مقایسه با سود دارند و در منطقه سود ریسک‌گریز و در منطقه زیان ریسک‌پذیر هستند. اگر همزمان با انتشار خبر خوب یا بد، قیمت سهام نزدیک یا دور از قیمت مرجع باشد. سرمایه‌گذاران نسبت به انتشار اخبار فروواکنش داشته و تمام تاثیر را در قیمت سهام لحاظ نمی‌کنند و پس از تاثیر خبر بر عملکرد شرکت، واکنش خود را اصلاح می‌کنند (جورج و هاوانک، ۲۰۰۴). جدا از توضیحات ارائه شده برای فراواکنش و فروواکنش، سود سهام نقدی نیز میزان فراواکنش و فروواکنش را توضیح می‌دهد که در تعیین بازده مورد انتظار پرتفوی دارایی نقش مهمی دارد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند باعث توسعه و غنای مبانی نظری پژوهش گردد و سرمایه‌گذاران را در تشکیل پرتفوی بهینه و اتخاذ تصمیمات مناسب و همچنین سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان قوانین و مقررات را در تدوین قوانین مناسب و اثربخش در راستای افزایش کارایی بازار یاری کند. در ادامه به مطالعه شواهد و تحقیقات صورت گرفته در بازارهای داخل و خارج از کشور در زمینه موضوع تحقیق پرداخته می‌شود.

۲-۲- پیشینه پژوهش

در پژوهش سابقین آرتمن و همکاران^۱ (۲۰۱۰) که از تحقیقات در زمینه مدل کرهاتر بوده دو هدف را دنبال می‌شود. ابتدا مجموعه‌ای جدیدی از داده‌های موجود در بازار سهام که در دسترس اغلب محققان قرار داشت را فراهم نموده و آن‌ها را بر طبق بتای بازار، اندازه بازار، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و شتاب مرتب کرد. دوم اینکه، این داده‌ها را برای اجرای آزمون‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در بازار سرمایه آلمان بکار گرفت. این آزمون تحقیقات پیشین را درباره تأثیر قوی عامل شتاب در بازار سرمایه آلمان تأیید می‌کند. اما شواهدی را در مورد عامل ارزش دفتری به ارزش بازار و عامل اندازه ارائه نمی‌کند. همچنین مدل چهار عاملی کرهاتر بهترین مدل در بین مدل‌های بکار گرفته شده بود.

مینگ لای^۲ (۲۰۱۰) در تحقیقی عملکرد 822 صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را برای مدل تک عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، سه عاملی فاما و فرنچ و چهار عاملی کرهاتر آزمایش کرد. نتایج نشان داد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که بازدهی عالی دارند ریسک سیستماتیک پایینی دارند. در بین نتایج به دست آمده، مدل کرهاتر نسبتاً مدل بهتری در بین این سه مدل است. نتایج بیشتر نشان داد که نگهداری سهام با گذشته آن‌ها بستگی دارد به شکلی که سرمایه‌گذاران در پی خرید سهامی هستند که برنده بوده است و در پی فروش سهامی

¹ Liu and Ma

² George and Hwang

³ Sabine Artmann and al

⁴ Ming Lai

هستند که در گذشته بازنده بوده اند. پنمن و رجیانی (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «بازده های مربوط به سود ارزش دفتری، حسابداری رشد و ریسک» بیان کردند که حسابداری مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی، شناسایی درآمد را تا زمانی که عدم اطمینان از بین برود به تعویق می اندازد. این رویه هم بر سود و هم بر ارزش سهام تأثیر می گذارد و رشد مورد انتظاری در سود ایجاد می کند که با ریسک همراه است. آن ها نشان دادند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نشان دهنده ی ریسکی است که در زمان خرید سهام، برای رشد در سود آتی تحمل می شود. همچنین بازده های حاصل از سهامی که با توجه به نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری آن خریداری شده است، متناسب با ریسک موجود تعدیل شده و مبتنی بر فرض قیمت گذاری عقلایی است.

فاما و فرنچ (۲۰۱۵) در تحقیقی تحت عنوان تشریح ناهنجاری ها با یک مدل پنج عاملی، اثر افزودن دو عامل سودآوری و سرمایه گذاری را به مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) بررسی می کنند. نتایج این تحقیق حاکی از ارتباط مثبت بین بازده با سودآوری و سرمایه گذاری است که این ارتباط بازده مربوط به باز خرید سهامی است که دارای نوسانات بازده و بتای کمی است که توسط شرکت های سودآوری که به صورت محافظه کارانه سرمایه گذاری می کند منتشر شده است و از طرف دیگر ارتباط منفی بازده با سودآوری و سرمایه گذاری ناشی از انتشار سهامی است که دارای بتای بزرگ و بازده نوسان پذیر است که توسط شرکت های غیر سودآور که به صورت تهاجمی سرمایه گذاری می کنند بوده است.

باحقیقت و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیل گر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق اطلاعات مربوط به ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج این مدل نشان می دهد رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۴۴۶ می باشد. به این معنی است که متغیرهای مستقل مدل تحقیق می تواند ۴۴/۶ درصد واریانس های متغیر وابسته قیمت سهام را توضیح دهد.

بابالویان و مظفری (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «مقایسه قدرت پیش بینی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ با مدل های چهار عاملی کرهاوت و q-عاملی HXZ در تبیین بازده سهام» به این نتیجه رسیدند که از بین عامل های بتا، اندازه، ارزش، تمایل به عملکرد گذشته (مومنتوم)، سودآوری و سرمایه گذاری، عامل های مومنتوم و سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده سهام تأثیر نمی گذارد. صالحی و صالحی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «مقایسه توان توضیح دهندگی مدل های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام ارزشی و رشدی» براساس نمونه ای مشتمل بر ۲۳۸ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که مدل پنج عاملی فاما و فرنچ دارای قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به مدل سه عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام شرکت های رشدی و ارزشی می باشد. همچنین نتایج حاکی از آن است که این تأثیر در شرکت های رشدی نسبت به شرکت های ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران قوی تر است. حساس یگانه و باری (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری های اقلام تعهدی» براساس نمونه ای متشکل از ۱۱۳ شرکت پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه رسیدند که پراکندگی بازده، پراکندگی نسبی بازده، منجر به صرف ریسک مثبت و معناداری در سطح سهام و پرتفوی اقلام تعهدی می‌شود و میان پراکندگی نسبی بازده بر صرف ریسک، در شرکت‌های با اقلام تعهدی کم و شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا تفاوت معناداری وجود دارد. (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴) «در پژوهشی با عنوان ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران» به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. وی با استفاده از قیمت و شاخص‌های هفتگی در طی ۶ سال که شامل دو دوره (سه سال دوره تشکیل سبد سرمایه‌گذاری و سه سال دوره آزمون آن است). در نهایت، نتایج تحقیق آنها واکنش بیش از حد را در بلندمدت در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می‌کند. نتایج این تحقیق در بورس تهران حاکی از آن است که هرکدام از این رویکردها در یک دوره زمانی مشخصی سودمند می‌باشند؛ به طوری که برای یک افق زمانی یک ماهه، سه ماهه و شش ماهه استراتژی مومنتوم می‌تواند خالص بازدهی اضافی باشد و برای افق‌های زمانی طولانی‌تر از استراتژی معکوس سودمندتر است.

مهرانی و نونهال نهر (۱۳۸۷) با نمونه‌ای آماری متشکل از پنج صنعت عمده و اصلی بورس اوراق بهادار تهران به بررسی امکان به کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق، ضمن تأیید وجود فراواکنشی در بورس اوراق بهادار تهران، به کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس را برای دوره‌های زمانی ۴ ساله و ۶ ساله، بسیار سودمند ارزیابی کرد. دانیل و تیتمن^۱ (۱۹۹۷) معتقدند که بازده سهام باید توسط ویژگی‌های آن سهام تعیین شود. نسبت‌های بالای ارزش دفتری به ارزش بازار از ویژگی‌های مشابه سهام‌ها ایجاد می‌شود، که اولویت سرمایه‌گذار است و نه نتیجه ریسک. اما، توضیح فروواکنش و فراواکنش از دیدگاه ریسک - بازده به اندازه کافی برای آنهایی که دیدگاه‌های مختلفی را در این مسئله اتخاذ می‌کنند، متقاعدکننده نیست. دانیل، هرشلیفر و سوبرامانیان^۲ (۱۹۹۸) باور دارند که اطلاعاتی که به صورت عمومی افشاء می‌شوند، باعث فراواکنش اطلاعات خصوصی می‌شوند. فراواکنش پیوسته به شتاب قیمت منجر می‌گردد در نتیجه قیمت به مینای خود بازمی‌گردد. حرکت معکوس قیمت نتیجه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذار و انحراف خود اسنادی است. باربریس، شلیفر و ویشنی^۳ (۱۹۹۸) اما باور دارند که پردازش اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران بسیار آهسته است. که باعث فروواکنش کوتاه مدت می‌شود. آنها باور دارند که تاریخ خودش را تکرار می‌کند و به فراواکنش متعاقب منجر می‌شود و در بلندمدت قیمت سهام برای تصحیح خود معکوس می‌شود. لاکونیشاک، شلیفر و ویشنی^۴ (۱۹۹۴) باور دارند که صرف ارزش نتیجه‌گیری اشتباه بازار است. این مسئله از فراواکنش غیرمنطقی سرمایه‌گذاران به اطلاعات سود شرکت ناشی می‌شود که در مقابل به نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار منجر می‌گردد. این امر به دست کم گرفتن قیمت سهام و در مقابل دست بالا گرفتن قیمت سهام با نسبت پایین ارزش دفتری به ارزش بازار منجر می‌شود. وقتی که بازارها مجدد منطقی شوند، قیمت سهام به پایه

¹ Daniel and Titman

² Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam

³ Barberis Shleifer and Vishny

⁴ Lakonishok, Shleifer and Vishny

بازمی‌گردد، و باعث می‌شود نسبت‌های بالای ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده میانگین بالاتری را نشان دهند و این برای نسبت‌های پایین ارزش دفتری به ارزش بازار در جهت معکوس است در نتیجه صرف ارزش متعاقب شکل می‌گیرد. علی‌رغم عقاید متفاوت در مورد فرضیه مکتب فکری منطقی، و فرضیه قیمت اشتباه مکتب رفتاری، هر دو در واقع برای بحث این موضوع از دستورالعمل مشابهی استفاده می‌کنند و بر اهمیت سود شرکت صحنه می‌گذارند. جدا از توصیف علت صرف ارزش، تاثیر مهم دیگر فرضیه قیمت اشتباه، مشخص کردن اثر سود شرکت بر رفتار سرمایه‌گذار است و به این نکته اشاره دارد که پدیده فراواکنش دلیل تخمین اشتباه عوامل ریسک است. همزمان، باربریس، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۸) نیز پدیده فراواکنش را با دیدگاه رفتار سرمایه‌گذار کامل کردند. آنها با باور به اینکه سود شرکت نوعی سیر تصادفی است، ذهنیت انتظار سرمایه‌گذار را از طریق تغییر پیوسته علائم توضیح دادند و پدیده فراواکنش و فروواکنش را بیشتر بررسی کردند. زمانی که تغییر سود شرکت با همان نشانه ادامه پیدا می‌کند، باعث می‌شود سرمایه‌گذار باور کند که سود شرکت متعاقباً بیشتر یا کمتر می‌شود و در نتیجه قضاوت جریان به صورت نادرست انجام می‌گیرد و فراواکنش به قیمت‌های سهام رخ می‌دهد. سود با تغییر متضاد نشانه باعث می‌شود سرمایه‌گذار باور کند که بازگشت (معکوس شدن) سود، ماهیت کوتاه‌مدت دارد در نتیجه فروواکنش رخ می‌دهد. از این رو، هنگام توضیح نظریه مالی از دیدگاه رفتاری، سود شرکت همچنان نقش مهمی بازی می‌کند و آن را باید بیشتر بررسی کرد. فرضیه درماندگی نسبی از توضیح صرف ارزش از دیدگاه بازار منطقی حاصل شده است. اما، تاثیر مهم‌تر این فرضیه در مبنای صرف اندازه است. این نظریه معتقد است که دشواری عملیاتی با توجه به اندازه شرکت تفاوت دارد.

۳- فرضیه پژوهش

فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران تأثیر دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

با توجه به اینکه هدف از پژوهش حاضر بررسی اثر فرو واکنش و فرا واکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران می‌باشد انتظار می‌رود نتایج این پژوهش برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه در ارزیابی عملکرد پرتفوی سهام و تعیین نرخ بازده مورد انتظار آنها سودمند باشد. لذا پژوهش حاضر توصیفی پس‌رویدادی و از لحاظ هدف کاربردی است.

۴-۱- جامعه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه در این تحقیق تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ را تشکیل می‌دهند. با تعدیل جامعه مذکور با اعمال محدودیت‌های زیر ۱۸۲ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق مشخص گردید.

- ۱) تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۰ باشد و تا پایان سال ۱۳۹۹ نیز در فهرست بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- ۲) در دوره مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- ۳) داده‌های مورد نظر این پژوهش برای آنها در دسترس باشد.
- ۴) به منظور تشابه نوع اقلام و طبقه‌بندی آنها در صورت‌های مالی، شرکت‌های انتخاب شده تولیدی باشند و جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ) نباشند، زیرا ساختار سرمایه‌ای این گونه شرکت‌ها متفاوت است و ممکن است قابل تعمیم به سایر مؤسسه‌ها نباشد.
- ۵) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ۶) شرکت مورد نظر وقفه معاملاتی (بیشتر از ۶ ماه) نداشته باشد.

۲-۴- روش‌های گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش از نوع تحقیق میدانی می‌باشد. اطلاعات مربوط به تئوری و ادبیات پژوهش و مبانی نظری از منابع کتابخانه‌ای، پایگاه‌های علمی، مقالات خارجی و داخلی جمع‌آوری شد. داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش نیز به صورت میدانی، از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و سایر گزارشات مالی آنها و همچنین، نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج می‌شود. داده‌های تحقیق برای دوره ۱۰ ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹) از منابع ذکر شده گردآوری شد. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز با کمک پنل دیتا و رگرسیون و نرم افزار Eviews9 انجام شده است.

۵- مدل آماری پژوهش و متغیرها

مدل آماری این تحقیق بصورت رابطه زیر تعریف می‌گردد:

$$RMF_{it} = c + \beta_1 X52_{it} + \beta_2 XmaX_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

۵-۱- فروواکنش

لی و یو (۲۰۱۲) با تکیه بر اطلاعات تاریخی، دو متغیر را به عنوان نماینده فروواکنش و فراواکنش سرمایه‌گذاران مشخص کردند. آنها از تقرب شاخص صنعتی دو جونز قیمت بالای سهام در ۵۲ هفته را به عنوان نماینده فروواکنش استفاده کردند که رابطه آن به شرح زیر می‌باشد:

رابطه (۱)

$$X_{52,t} = \frac{p_t}{p_{52,t}}$$

۲-۵- فرا واکنش

فرواکنش سرمایه‌گذار را نیز با شاخص صنعتی دو جونز نشان دادند که به نرخ بالای تاریخی نزدیک می‌شود و رابطه آن به شکل زیر است:

رابطه (۲)

$$X_{max,t} = \frac{p_t}{p_{max,t}}$$

اولین متغیر (رابطه ۱) با بازده آینده سهام روابط مثبتی دارد در حالی که دومین متغیر (رابطه ۲) با بازده سهام آینده روابط منفی دارد. لی و یو (۲۰۱۲) ثابت کردند که قابلیت توضیحی این دو متغیر جایگزین به اثرات متغیرهای اقتصاد کلان حساس نیست. این روش به صورت شهودی تری می‌تواند میزان تغییرات در فروواکنش‌ها و فراواکنش‌های سرمایه‌گذار را مقایسه کند. لی و یو (۲۰۱۲) از داده‌های سهام تبادل شده در بازار ایالات متحده استفاده کردند تا رگرسیون همپوشان ماهانه را انجام دهند. یانگ، لی و هسو (۲۰۱۶) از این روش استفاده ثابت کردند که این مدل را می‌توان برای بازار سهام اتخاذ کرد. این مطالعه از شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران برای جایگزین شاخص صنعتی دو جونز استفاده می‌کند. ۵ متغیر توضیحی در مدل، بازده واقعی شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران استقراری شده توسط $R_{pass,t}$ را یکپارچه می‌کنند که از نرخ بدون ریسک برای نشان دادن بازده مازاد گذشته مشتق می‌شود (از جمله ۱، ۳، ۶ و ۱۲ ماه). از این امر، نرخ بدون ریسک از نرخ سپرده ثابت یک ساله اوراق خزانه دولتی مشتق می‌شود. $X_{52,t}$ نشان دهنده میزانی است که شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران به نرخ بالای ۵۲ هفته خود نزدیک می‌شود که نماینده فروواکنش سرمایه‌گذار است. $X_{max,t}$ نشان دهنده میزانی است که شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران به نرخ بالای تاریخی در ۵۲ هفته نزدیک می‌شود که نماینده فروواکنش سرمایه‌گذار است. D_t متغیر ساختگی است که مقدار ۱ را می‌گیرد و نشان می‌دهد شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران به نرخ بالای تاریخی خود می‌رسد و در غیراینصورت صفر است. I_t متغیر ساختگی دیگری است که نشان دهنده رسیدن شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران به نرخ بالای جدید است یعنی فروواکنش سرمایه‌گذار، I_t مقدار ۱ را می‌گیرد زمانی که نرخ بالای ۵۲ هفته شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران مساوی مقدار بالای تاریخی باشد و در غیراینصورت صفر است. رگرسیون برای ارزیابی فروواکنش و فراواکنش به صورت زیر است:

رابطه (۳)

$$R_{future,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{pass,t} + \beta_2 X_{52,t} + \beta_3 X_{max,t} + \beta_4 D_t + \beta_5 I_t + \varepsilon_t$$

براساس قانون تجارت ایران، نشست عمومی سالانه سهامداران باید در طی ۴ ماه از پایان سال مالی برگزار شود و گزارش‌های مالی باید در طی این مجمع ارائه شوند. از این رو، بیشتر گزارش‌های مالی قبل از انتهای تیرماه هر سال منتشر می‌شوند. بر همین اساس، از مطالعه فاما و فرنچ (۱۹۹۳) پیروی می‌کنیم که از تغییر سالانه در روش وزن در اولین روز تراکنش ژوئن هر سال استفاده می‌کند، گروه‌بندی را براساس اندازه شرکت و نسبت BM ماه قبلی انجام می‌دهد و صرف اندازه (SMB) و صرف ارزش (HML) را تعریف می‌کند. در بازار، سهام‌های کوچک

زیادی هستند که با سهام‌های بزرگ تفاوت فاحشی دارند. ارزش بازار ۲۰ شرکت برتر حدود ۵۰٪ کل بازار سهام است. با توجه به این مشکل بنیادین، روش ارزش - وزن نمی‌تواند اثرات سهام‌های کوچک را مشخص کند. به منظور اجتناب از انحراف در نتایج، این مطالعه برای محاسبات وزن، از روش وزن مساوی استفاده می‌کند.

۳-۵- صرف ریسک بازار سرمایه

صرف ریسک بازار عبارت است از تفاضل میانگین نرخ بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک. $(RMF = Rm - Rf)$ نشان دهنده صرف ریسک بازار است که Rm نرخ بازده بازار و Rf نرخ بدون ریسک هستند که از نرخ سپرده ثابت یکساله اوراق خزانه دولتی مشتق شده‌اند. $RPF = Rp - Rf$ نشان دهنده بازده غیرعادی پرتفوی دارایی است که از آن Rp بازده موزون شش گروه مرکب SL ، SM ، SH ، BL و BH است. عرض (آلفای ینسن) نشان دهنده معیار بازده غیرعادی است اگر آلفا معنی دار باشد و صفر نباشد، نشان می‌دهد که پرتفوی دارایی حاوی بازده غیرعادی است که توسط مدل سه عاملی قابل توضیح نیست. محاسبه بازده غیرعادی انباشته برای دوره دارایی ۱، ۳، ۶ و ۱۲ ماه از روش دی بونت و تالر (۱۹۸۵) مشتق می‌شود. با توجه به توصیف بالا، مدل سه عاملی به شکل زیر است:

رابطه (۴)

$$RPF_t = \alpha + \beta_1 RMF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_t$$

پس از رجوع به دستورالعمل‌های ترکیب شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران، روش گروه‌بندی دیگری را تدوین می‌کنیم که با آن شاخص موزون قیمت سهام گروه به شکل زیر می‌شود:

رابطه (۵)

$$INDEX = \sum_{t=1}^n \frac{P_t Q_t}{BV} \times 100$$

INDEX از مجموع ارزش بازار سهام شرکت $PtQt$ تقسیم بر ارزش مبنا (BV) ضرب در ۱۰۰ حاصل می‌شود. ارزش مبنا عبارت است از مجموع ارزش سهام در اولین روز تراکنش دوره نمونه، ارزش مبنا در اولین روز تراکنش فروردین هر سال تنظیم می‌شود و نشان دهنده ارزش جدیدی است. این تطبیق با ضرب ارزش مبنا قدیمی در نسبت بین ارزش کل بازار قدیمی و جدید سهام انجام می‌شود.

۴-۵- متغیرهای کنترلی

ROA: معرف سودآوری که متغیر کنترلی است و برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها.
 SIZE: معرف اندازه شرکت که متغیر کنترلی است و برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.
 MB: معرف رشد و برابر است با نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
 LOSS: معرف زیان که متغیر کنترلی است و برابر است با یک متغیر ساختگی به این صورت که اگر سود سال جاری شرکت منفی باشد (گزارش زیان) ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.

LEV: معرف اهرم مالی که متغیر کنترلی است و برابر است با نسبت مجموع کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.
TANG: معرف قابلیت شهود دارایی‌ها و برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها.

۶- یافته‌ها پژوهش

۶-۱- آزمون مدل

برای آزمون فرضیه تحقیق از آزمون‌های زیر استفاده شده است که نتایج آن در جداول زیر ارائه گردیده است.

جدول ۱- نتیجه آزمون‌های تشخیصی مدل

نوع آزمون	آماره	احتمال خطای آماره	نتیجه آزمون
آزمون چاو	۶.۵۸۱۷۴۷	۰.۰۰۰۰	رگرسیون ترکیبی مناسب است.
آزمون هاسمن	۶۹.۵۳۰۰۹۸	۰.۰۰۰۰	رگرسیون با اثرات ثابت مناسب است.

نتیجه آزمون‌های تشخیصی حاکی از این است که رگرسیون با اثرات ثابت مناسب است؛ لذا مدل با این روش برآورد گردید که نتایج آن در جدول (۲) گزارش شده است.

جدول ۲- برآورد مدل آماری

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح احتمال خطای آماره	ضریب عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰.۶۵۹۰۴۱	۰.۰۹۶۷۹۷	۶.۸۰۸۵۰۷	۰.۰۰۰۰	---
فروواکنش	۰.۰۲۳۴۹۳	۰.۰۱۱۵۹۶	۲.۰۲۵۹۹۹	۰.۰۴۳۲	۱.۰۹۲
فراواکنش	۰.۰۳۵۲۲۱	۰.۰۱۸۷۷۰	۱.۸۷۶۴۷۵	۰.۰۴۱۱	۲.۵۷۶
سودآوری	۰.۰۵۳۵۰۱	۰.۰۰۶۸۰۹	۷.۸۵۶۸۴۸	۰.۰۰۰۰	۱.۱۴۲
اندازه شرکت	-۰.۰۰۵۹۶۸	۰.۰۰۵۴۱۸	-۱.۱۰۱۵۵۷	۰.۲۷۱۱	۱.۰۲۹
رشد	۰.۰۰۲۷۳۸	۰.۰۰۷۱۸۹	۰.۳۸۰۷۸۷	۰.۷۰۳۵	۱.۴۴۸
اهرم مالی	۰.۰۰۲۸۸۷	۰.۰۰۳۵۵۷	۰.۸۱۱۵۹۵	۰.۴۱۷۴	۱.۹۱۱
دارایی مشهود	-۰.۰۰۵۱۵۵	۰.۰۰۱۳۵۴	-۳.۸۰۵۶۳۶	۰.۰۰۰۲	۱.۲۹۴
آماره F	۳۶.۱۲۵	احتمال خطای آماره F			۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۷۲۱	ضریب تعیین تعدیل شده			۰.۶۸۹
خطای استاندارد رگرسیون	۰.۰۵۷	مقدار دوربین-واتسن			۲.۲۷۸

روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)

ضریب تعیین به دست آمده در این تخمین نشان می‌دهد که قدرت توضیحی مدل برابر با ۷۲.۱ درصد است، به این معنا که ۷۲.۱٪ از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده در اینجا نشان می‌دهد که از متغیرهای مستقل مناسبی برای برازش متغیر وابسته استفاده شده است؛ زیرا این ضریب در اینجا برابر با ۶۸.۹ درصد است که به ضریب تعیین نزدیک است. خطای معیار تخمین یا خطای استاندارد رگرسیون در این معادله برآورد شده برابر با ۰.۰۵۹ است، که می‌توان نتیجه گرفت خطای معادله برآورد شده پایین بوده است و خط رگرسیون به مشاهدات واقعی نزدیک بوده است. آماره F و سطح احتمال خطای آن که کوچک‌تر از ۰.۰۵ است، نشان‌دهنده معنی‌داری کل مدل می‌باشد؛ یعنی مدل اجرا شده مناسب است و فرضیه H_0 مبنی بر صفر بودن تمام ضرایب رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار است. همچنین به منظور بررسی خودهمبستگی سریالی بین پسماندها از آماره دوربین-واتسن استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین-واتسن بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد، به این معنا است که خودهمبستگی سریالی بین پسماندها وجود ندارد و این فرض برقرار است. در تخمین اولیه معادله مشاهده شد که آماره دوربین-واتسن بسیار پایین است که به معنای وجود همبستگی سریالی بین پسماندهای این معادله برآورد شده بود. در چنین مواقعی که یکی از فروض کلاسیک نقض می‌شود، باید با استفاده از راهکارهای مرسوم، به رفع آن اقدام کرد. یکی از راهکارهای مرسوم در زمینه رفع همبستگی سریالی بین پسماندها اضافه کردن وقفه متغیر وابسته به معادله رگرسیونی به عنوان متغیر مستقل است که همان‌طور که در جدول نتایج تخمین مشاهده شد، از این روش برای رفع همبستگی سریالی استفاده شد که بعد از آن آماره دوربین-واتسن به مقدار قابل قبول (۲.۲۷) رسید. عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل نیز با استفاده از ضریب عامل تورم واریانس بررسی شده است، اگر مقدار ضریب عامل تورم واریانس کوچک‌تر از ۵ باشد، به معنای عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل است و می‌توان نسبت به عدم ایجاد رگرسیون کاذب اطمینان حاصل کرد. نتایج نشان داد که این ضریب برای همه متغیرها کوچک‌تر از ۵ است. همچنین با توجه به اینکه در مدل برآوردی یک عرض از مبدأ قرار دارد، فرض صفر بودن میانگین پسماندها نیز برقرار است. بعلاوه، زمانی که سایر فروض کلاسیک برقرار باشند و حجم نمونه آماری نیز بیشتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع پسماندها به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت حتی اگر پسماندها دارای توزیع نرمال نباشند، کارا هستند. در نهایت با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS)، مشکل احتمالی ناهمسانی واریانس رفع شده است. با توجه به این مباحث و بررسی‌ها می‌توان نسبت به اعتبار یافته‌های تحقیق اطمینان حاصل کرد و با اطمینان به تفسیر یافته‌ها پرداخت. نتیجه برآورد مدل آماری نشان می‌دهد که ضریب فروواکنش و فروواکنش به لحاظ آماری معنادار است، زیرا سطح احتمال خطای آماره کوچک‌تر از ۵٪ است که به معنای تایید فرضیه تحقیق مبنی بر رابطه فروواکنش و فروواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران است. همچنین ضریب مذکور (۰.۰۲۳۴۹۳) و (۰.۰۳۵۲۲۱) به صورت مثبت است که نشان می‌دهد فروواکنش و فروواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران تأثیر مثبت دارد.

۷- بحث و نتیجه گیری

همانطور که بیان شد این پژوهش به دنبال تبیین فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران بوده است، بدین منظور و جهت بررسی سؤال پژوهش یک فرضیه و یک مدل به شرح ذیل تبیین شده است:

$$RMF_{it} = c + \beta_1 X52_{it} + \beta_2 Xmax_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران تأثیر دارد. نتایج جدول ۲ برآورد مدل آماری دوم پژوهش حاکی از آن است که ضریب فروواکنش و فراواکنش به لحاظ آماری معنادار است، زیرا سطح احتمال خطای آماره کوچک‌تر از ۵٪ است که به معنای تایید فرضیه تحقیق مبنی بر رابطه فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران است. همچنین ضریب مذکور (۰.۰۲۳) و (۰.۰۳۵) به صورت مثبت است که نشان می‌دهد فروواکنش و فراواکنش بر صرف ریسک بازار سرمایه ایران رابطه مثبت دارد (تأیید فرضیه). نتایج این پژوهش با نتایج پژوهشگرانی همچون یانگ و همکاران (۲۰۱۷) همراستا می‌باشد ایشان در پژوهش خود به بررسی بحران مالی فروواکنش و فراواکنش بر ریسک پرداخته است و به ارتباط معنادار در این زمینه دست یافته است. همانطور که نتایج نشان داد ارتباط مستقیم و مثبتی بین فروواکنش و فراواکنش با صرف ریسک بازار وجود دارد مقدار فروواکنش که نشان دهنده میزانی است که شاخص موزون بورس اوراق بهادار تهران به نرخ بالای ۵۲ هفته نزدیک می‌شود و نماینده فراواکنش سرمایه‌گذار است و فراواکنش سرمایه‌گذار را نیز با شاخص صنعتی دو جونز نشان دادند که به نرخ بالای تاریخی نزدیک می‌شود. از این رو، مشخص می‌شود صرف ریسک نتیجه قیمت‌گذاری اشتباه بازار است. این مسئله از فراواکنش غیرمنطقی سرمایه‌گذاران به اطلاعات سود شرکت ناشی می‌شود که در مقابل به نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار منجر می‌گردد. این امر به دست کم گرفتن قیمت سهام و در مقابل دست بالا گرفتن قیمت سهام با نسبت پایین ارزش دفتری به ارزش بازار منجر می‌شود. وقتی که بازارها مجدد منطقی شوند، قیمت سهام به پایه بازمی‌گردد، و باعث می‌شود نسبت‌های بالای ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده میانگین بالاتری را نشان دهند و این برای نسبت‌های پایین ارزش دفتری به ارزش بازار در جهت معکوس است در نتیجه صرف ارزش متعاقب شکل می‌گیرد.

با توجه به اینکه ترکیب سرمایه‌گذاران بین کشورهای مختلف فرق دارد و ممکن است تحت تأثیر عوامل درونی مانند شخصیت، اولویت، احساس و غیره و همچنین عوامل بیرونی مانند محیط اجتماعی، عملکرد اقتصادی، خط-مشی دولت و غیره باشد. از این رو، به محققان آینده توصیه می‌کنیم برای ارزیابی نتایج مطرح شده در این مطالعه، از داده‌های کشورهای مختلف استفاده کنند. مدارک بین‌المللی، نتایج این پژوهش را کامل‌تر خواهند کرد و به عینی شدن آنها کمک می‌کنند. این پژوهش محدود به شرکت‌های بورسی بوده است لذا در تعمیم نتایج به سایر ارگان‌ها بایستی جوانب احتیاط را رعایت نمود.

فهرست منابع

- * بابالویان، مظفر؛ مظفری، مهرداد، (۱۳۹۵)، مقایسه قدرت توضیحی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ با مدل های چهار عاملی کرهاوت و q-عاملی HXZ در تبیین بازده سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۳۰، ۱۷-۳۲.
- * تهرانی، رضا؛ ویسی، حسین، (۱۴۰۱)، مدیریت ریسک، فشار و محدودیت های مالی، عملکرد مالی، دهمین کنفرانس بین المللی مدیریت، تجارت جهانی، اقتصاد، دارایی و علوم اجتماعی، ۱-۱۱.
- * جعفری، علیرضا؛ عربصالحی مهدی و صمدی سعید، (۱۴۰۰)، تحلیل تأثیر ناهنجاری های بازار و فرصت های رشد بر بازده سهام، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۹ (۱)، ۹۲-۶۳.
- * حساس یگانه، یحیی؛ باری، سمانه، (۱۳۹۶)، نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری های اقلام تعهدی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش تحلیل اوراق بهادار، ۱۰ (۳۳)، ۴۹-۳۳.
- * صالحی، اله کرم؛ صالحی، برزو، (۱۳۹۵)، مقایسه توان توضیحی مدل های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در بازده سهام ارزشی و رشدی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۱۹، ۱۲۹-۱۴۳.
- * مهرانی، ساسان؛ نونهال نهر، علی اکبر، (۱۳۸۷)، بررسی امکان بکارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال، سیزدهم، شماره ۵۰، صص - ۴۶.
- نیکبخت، محمدرضا؛ مرادی، مهدی، (۱۳۸۴)، بررسی واکنش بیش از حد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۰)، ۱۲۲-۹۷.
- Barberis, N; Shleifer, A & Vishny, R, (1998), A model of investor Sentiment Journal of financial economics, 49(3), 307-343.
 - Chen, Q; Jiang, W, (2006), Analysts weighting of private and public information, Review of Financial Studies, Vol. 19, No.1, Pp. 319- 355.
 - Daniel, K; S. Titman, (1997), Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns, Journal of Finance, 52(1), p. 1-33.
 - Daniel, K; D Hirshleifer and A Subrahmanyam, (1998), Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, Journal of Finance, 53(6), 1839-1885.
 - Fama, E. F. ; K. R. French (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, vol. 33(1), p. 3-56.
 - Fama, E. F. ; K. R. French, (1996), Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, *Journal of Finance*, vol. 51(1), p. 55-84.
 - Fama, E. F. ; French, K. R. (2015), A Five-factor Asset Pricing Model, *Journal of Financial Economics*, vol. 116(1), p. 1-22
 - George, T; Hwang, C, Y, (2004), The 52-week high and momentum investing Journal of Finance, 59(5), 2145-2176.
 - Kim, T; Ha, A, (2010), Investor Sentiment and Market Anomalies, (August 23, 2010), 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, N pages: 24 , 12 Nov 2010.
 - Lakonishok, J, Shleifer, A, Vishny, R. W, (1994), Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, Journal of Finance, 49. pp. 1541- 1578.

- Liu, M, Liu, Q, ; Ma, T, (2011), The 52-week high momentum strategy in international stock arkets, Journal of International Money and Finance, 30, 180-204.
- Li, J; J, Yu (2012), Investor Attention, Psychological Anchors, Stock Return Predictability, Journal of Financial Economics, 104(2), 401-914.
- Ming-Ming Lai., (2010), Siok-Hwa Lau Evaluating mutual fund performance in an emerging Asian economy:The Malaysian experience.Journal of Asian Economics 21,378-390.
- Sabine Artmann, P.F, A, Kempf, Stefan Koch, Erik Theissen(2010) The Cross-Section of German Stock Returns:New Data and New Evidence.

Investigating the effect of underreaction and overreaction on Iran's capital market risk

Mojtaba Sangari

Ph.D Student of Accounting , Department of Accounting , Yasuj Branch , Islamic Azad University , Yasuj , iran.
Email:Parsa.sangari@gmail.com

Mohammad Ali Aghaei

Associate Professor , Department of Accounting , Tarbiat Modares University , Tehran , Iran. (corresponding author)
Email:Aghaeim@modares.ac.ir

Fariborz Avazzadeh Fath

Assistant Professor, Department of Accounting , Gachsaran branch , Islamic Azad University , Gachsaran , Iran.
Email:Favazzadeh2010@gmail.com

Ali Pirzad

Assistant Professor , Department of Management , Yasuj branch , Islamic Azad University , Yasuj , iran.
Email:Alipirzad65@yahoo.com

Abstract

The purpose of the current research is to examine the effect of underreaction and overreaction on the risk distribution of the Iranian capital market. The current research is a post-event descriptive and applied type in terms of purpose. The target statistical population is all active and accepted companies in Tehran Stock Exchange, whose shares were traded in Tehran Stock Exchange from 2010 to 2019, and the statistical sample was selected based on the method of systematic elimination of 182 companies. In order to collect the required data and financial information, primary and secondary data such as reports of financial statements and audited financial statements of stock companies for a period of 10 years have been used and analyzed by Eviews9 software. For the inferential analysis of the variables, various statistical tests were used, including the Limer and Hausman F test, regression test, and panel data. The results of the research showed that there is a positive and significant relationship between underreaction and overreaction with Iran's capital market risk. In other words, incorrect pricing leads to underreaction or overreaction in stock prices from the psychological deviation of the investor, such as the investor's misunderstanding of the company's profit.

Key words: underreaction, overreaction, risk premium, capital market