

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار

تأثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای نظریه‌های سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت

نگارنده: ناصر مستجاب الدعوه

استاد راهنما

دکتر عبدالمجید عبدالباقي

استاد مشاور

دکتر محمد میرباقری جم

بهمن ۱۳۹۹

شماره: ۶۹۴-۹۹-۱۴
۹۹، ۱۴، ۱۳

باسمه تعالی



مدیریت تحصیلات تکمیلی

فرم شماره (۳) صورتجلسه نهایی دفاع از پایان نامه دوره کارشناسی ارشد

با نام و یاد خداوند متعال، ارزیابی جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد حاتم / آقای مستجاب الدعوه کهنه فوجان ناصر با شماره دانشجویی ۹۷۱۵۱۹۴ رشته مدیریت کسب و کار - عملیات و زنجیره تامین تحت عنوان تاثیر معاملات مفتحه بازاله بر نوسانات قیمت سهام که در تاریخ ۲۶/۱۱/۱۳۹۹ با حضور هیأت محترم داوران در دانشگاه صنعتی شاهرود برگزار گردید به شرح ذیل اعلام می گردد:

قبول (با درجه: <u>۵</u>) ☐ مردود ☐			
نوع تحقیق: ☐ نظری ☐ عملی			
عضو هیأت داوران	نام و نام خانوادگی	مرتبه علمی	امضاء
۱- استاذ اهتمای اول	دکتر عبدالباقی عطاآبادی	استاد	
۲- استاذ اهتمای دوم	عبدالمجید		
۳- استاذ مشاور	دکتر میرباقری جم محمد	استاد	
۴- نماینده تحصیلات تکمیلی	دکتر محمد فتاحی	استاد	
۵- استاذ ممتحن اول	دکتر محسن لطفی		
۶- استاذ ممتحن دوم	دکتر محمد علی مولایی	استاد	

نام و نام خانوادگی رئیس دانشکده:

تاریخ و امضاء و مهر دانشکده:

توجه: در صورتی که کسی مردود شود حداکثر یکبار دیگر (در مدت مجاز تحصیل) می تواند از پایان نامه خود دفاع نماید (دفاع مجدد نباید زودتر از ۴ ماه برگزار شود).

تقدیم اثر

این پایان نامه را ضمن تشکر و سپاس بیکران و در کمال افتخار و امتنان تقدیم می نمایم به محضر ارزشمند پدر و مادر عزیزم به خاطر همه ی تلاش های محبت آمیزشان و همچنین استادان فرزانه و فرهیخته ای که در راه کسب علم و معرفت مرا یاری نمودند. از پروردگار مهربان تقاضا دارم به همه ما توفیق خدمتی سرشار از شور و نشاط و همراه و همسو با علم و دانش و پژوهش جهت رشد و شکوفایی ایران سربلند عنایت فرماید.

تشکر و قدردانی

از استاد فاضل و اندیشمند جناب آقای دکتر عبدالمجید عبدالباقی به عنوان استاد راهنما که همواره اینجانب را مورد لطف و محبت خود قرار داده، کمال تشکر را دارم. همچنین از جناب آقای دکتر محمد میرباقری جم که با راهنمایی‌هایشان به این جانب در اتمام این پایان‌نامه یاری رساندند، سپاسگزارم.

تعمدنامه

اینجانب ناصر مستجاب الدعوه دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت کسب و کار دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود نویسنده پایان نامه تاثیر معاملات سفته بازانه بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای نظریه های سفته بازی عقلایی و نگهداشت تحت راهنمایی دکتر عبدالمجید عبدالباقی متعهد می شوم.

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است .
- در استفاده از نتایج پژوهش های محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است .
- مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است .
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « **Shahrood University of Technology** » به چاپ خواهد رسید .
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت می گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است .
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری ، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است .

تاریخ

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج ، کتاب ، برنامه های رایانه ای ، نرم افزار ها و تجهیزات ساخته شده است) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد . این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود . استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامه بدون ذکر مرجع مجاز نمی باشد.

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر معاملات سفته بازانه بر نوسانات قیمتی سهام بر مبنای دو نظریه سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری این پژوهش شامل ۹۸ شرکت منتخب طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ است. به منظور طبقه‌بندی و پردازش و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای Excel و EViews استفاده شده است. متغیر-های این پژوهش نوسانات قیمتی سهام، درصد معاملات روزانه و درصد معاملات حاشیه‌ای و متغیر-های کنترل نیز شامل اندازه شرکت، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقیقی و قیمت پایانی است. به منظور بررسی و آزمون فرضیه تحقیق از آزمون‌های رگرسیون لجستیک، رگرسیون چندکی استفاده شده است. نتایج بدست آمده بر مبنای دو روش نشان می‌دهد که در همه‌ی آزمون‌ها دو متغیر سفته-بازی عقلایی و نگهداشت بر نوسانات قیمتی سهام تاثیر مثبت دارند که البته تاثیر سفته‌بازی عقلایی از سفته‌بازی نگهداشت بیشتر است. همچنین نتایج به دست آمده نشان داد که سفته‌بازی احتمال افزایش نوسانات قیمتی در سهام را افزایش می‌یابد. متغیرهای کنترل نیز اثرات متفاوتی بر نوسانات قیمتی سهام دارند. به طوری که متغیر اندازه شرکت و تغییر مالکیت حقیقی در آزمون رگرسیون لجستیک دارای اثر منفی بر نوسانات است اما در آزمون رگرسیون چندکی دارای اثر مثبت است. متغیر قیمت پایانی نیز در آزمون رگرسیون لجستیک دارای تاثیر مثبت است اما در رگرسیون چندکی دارای اثر منفی بر نوسانات قیمتی سهام است.

کلمات کلیدی: نوسانات قیمت سهام، سفته‌بازی، سفته‌بازی عقلایی، سفته‌بازی نگهداشت

فهرست مطالب

فصل ۱: کلیات پژوهش

۱

۱-۱ تعریف مساله ۳

۱-۲ ضرورت و اهمیت پژوهش ۴

۱-۳ نوآوری پژوهش ۴

۱-۴ اهداف و فرضیات پژوهش ۵

۱-۴-۱ اهداف تحقیق ۵

۱-۴-۲ اهداف فرعی ۵

۱-۴-۳ فرضیه اصلی ۵

۱-۴-۴ فرضیه‌های فرعی ۵

۱-۵ روش تحقیق ۵

۱-۶ قلمرو تحقیق ۵

۱-۷ جامعه آماری و نمونه تحقیق ۶

۱-۸ تعریف واژه‌ها و اصطلاحات ۶

۱-۹ جمع بندی و خلاصه فصل ۷

فصل ۲: مبانی نظری و ادبیات تحقیق

۹

۲-۱ مبانی نظری ۱۱

۲-۱-۱ سرمایه‌گذاری و اهمیت آن ۱۱

۲-۱-۲ بازده ۱۲

۱۳.....	۲-۱-۳ ریسک
۱۷.....	۲-۱-۴ ساختار سرمایه
۱۸.....	۲-۱-۵ نوسان قیمت سهام
۱۹.....	۲-۱-۶ سفته بازی
۲۳.....	۲-۲ پیشینه تحقیق
۲۳.....	۲-۲-۱ مطالعات داخلی
۲۴.....	۲-۲-۲ مطالعات خارجی
۲۶.....	۲-۳ جمع بندی

فصل ۳: روش شناسی پژوهش

۲۷.....	
۲۹.....	۳-۱ روش پژوهش
۲۹.....	۳-۲ قلمرو پژوهش
۲۹.....	۳-۲-۱ قلمرو موضوعی
۲۹.....	۳-۲-۲ قلمرو زمانی
۳۰.....	۳-۲-۳ قلمرو مکانی
۳۰.....	۳-۳ روش گردآوری اطلاعات
۳۰.....	۳-۴ جامعه و نمونه آماری
۳۱.....	۳-۵ متغیرهای تحقیق
۳۱.....	۳-۵-۱ متغیر وابسته
۳۱.....	۳-۵-۲ متغیر مستقل
۳۲.....	۳-۵-۳ متغیرهای کنترل

۳-۶ مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها..... ۳۳

۳-۷ روش‌های آماری مورد استفاده برا آزمون فرضیه‌ها..... ۳۴

۳-۷-۱ آمار توصیفی..... ۳۴

۳-۷-۲ همبستگی..... ۳۴

۳-۷-۳ آزمون مقایسه میانگین‌ها..... ۳۵

۳-۷-۴ آزمون رگرسیون لجستیک..... ۳۵

۳-۷-۵ رگرسیون چندکی..... ۳۶

۳-۸ خلاصه فصل..... ۳۶

فصل ۴: تجزیه و تحلیل داده‌ها ۳۷

۴-۱ آمار توصیفی..... ۳۹

۴-۲ آزمون مقایسه میانگین درصد معامله روزانه..... ۴۱

۴-۳ آمار توصیفی درصد معامله روزانه..... ۴۳

۴-۴ آزمون مقایسه میانگین معاملات حاشیه‌ای..... ۴۴

۴-۵ آمار توصیفی معاملات حاشیه‌ای..... ۴۵

۴-۶ آزمون مقایسه میانگین نوسانات..... ۴۷

۴-۷ آمار توصیفی نوسانات..... ۴۸

۴-۸ تحلیل همبستگی متغیرهای پژوهش..... ۴۹

۴-۹ آزمون فرضیه‌ها بر مبنای رگرسیون لجستیک..... ۵۳

۴-۱۰ آزمون رگرسیون چندکی..... ۵۵

۴-۱۱ خلاصه فصل..... ۶۷

فصل ۵ نتیجه گیری و پیشنهادات

۶۹

۵-۱ مروری بر موضوع پژوهش ۷۱

۵-۲ تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول ۷۱

۵-۳ تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم ۷۲

۵-۴ پیشنهادات پژوهش ۷۲

۵-۵ محدودیت های پژوهش ۷۳

۷۴

مراجع

فهرست جداول

جدول ۴-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش	۳۹
جدول ۴-۲. آزمون مقایسه میانگین DAYTRD	۴۲
جدول ۴-۳. آمار توصیفی DAYTRD	۴۳
جدول ۴-۴. آزمون مقایسه میانگین MRGBUY	۴۵
جدول ۴-۵. آمار توصیفی MRGBUY	۴۵
جدول ۴-۶. آزمون مقایسه میانگین SIGMA	۴۷
جدول ۴-۷. آمار توصیفی SIGMA	۴۸
جدول ۴-۸. همبستگی پیرسون و اسپیرمن	۵۲
جدول ۴-۹. درصد موفقیت مدل انتخابی بر مبنای رگرسیون لجستیک	۵۳
جدول ۴-۱۰. رگرسیون لجستیک نوسانات قیمتی سهام	۵۳
جدول ۴-۱۱. رگرسیون لجستیک بر حسب سطوح مختلف اطمینان نوسانات قیمتی سهام	۵۴
جدول ۴-۱۲. آزمون چندگی نوسانات قیمتی سهام	۵۵
جدول ۴-۱۳. برآورد ضرایب چندکهای مختلف متغیر وابسته	۵۶

فهرست اشکال

شکل ۴-۱. متغیر c	۵۷
شکل ۴-۲. درصد معاملات روزانه	۶۴
شکل ۴-۳. تغییر مالکیت حقوقی	۶۴
شکل ۴-۴. تغییر مالکیت حقیقی	۶۵
شکل ۴-۵. قیمت پایانی	۶۵
شکل ۴-۶. درصد معاملات حاشیه‌ای	۶۶
شکل ۴-۷. اندازه شرکت	۶۶

فصل ۱: کلیات پژوهش

فصل اول

کلیات پژوهش

مقدمه

تحولات اقتصادی افت و خیزهای فراوانی دارد، به طوری که اقتصاد گاهی اوقات به اوج و زمانی به نقطه نزول خود می رسد ، اهمیت روز افزون بازار دارایی های مالی در یک کشور، بررسی مداوم این بازار را ضروری می سازد، یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار است. دلالت و معامله گران غالباً به عنوان اصلی ترین عامل عدم ثبات در بازارهای سهام شناخته می شوند. بنابراین می توان با تحلیل رفتار معاملات افراد، معاملات سفته بازانه را مورد بررسی قرار داد. نقش سفته بازان، جذب ریسک مازاد و ایجاد نقدینگی در بازار با خرید یا فروش است. سفته بازی موفق مستلزم جمع آوری میزان مناسبی از جبران خسارت مالی در عوض ایجاد نقدینگی فوری و به عهده گرفتن ریسک اضافی است، به طوری که در طول زمان، زیان های گریزناپذیر با سودهایی بزرگتر جبران گردد. چیزی که سرمایه گذاری را از سفته بازی و سفته بازی را، از سفته بازی مفرط، متمایز می کند. برخی معتقدند که سفته بازی صرفاً نوع ریسک دارتر سرمایه گذاری است. معمولاً سفته بازی را در برابر سرمایه گذاری قرار می دهند، گاهی اوقات، سرمایه گذار و سفته باز را از نظر افق زمانی تصمیم گیری، با یکدیگر مقایسه می کنند و گاهی اوقات، سرمایه گذار و سفته باز را از نظر میزان ریسکی که معاملات خود می پذیرند، مقایسه می کنند. برخی سفته بازی را کسب سود از طریق تلاش برای پیش بینی نوسان قیمت تعریف می کنند و تاکید می کنند که وجود سفته بازی در حد معقول، برای فعالیت هر بازار ضروری است. اما شکل افراطی آن می تواند به مکانیزم های بازار آسیب بزند. اما شکل متعادل سفته بازی به تعدیل عرضه و تقاضا و تامین نقدینگی کمک کرده و شکل نامطلوب آن، به ایجاد نارضایتی در معامله کنندگان و سرمایه گذاران و همچنین ایجاد حباب در قیمت ها و نوسانات شدید قیمت ها منجر می شود. در فصل حاضر پس بیان مسئله و ضرورت انجام پژوهش، اهداف و فرضیه های تحقیق مطرح

گردیده است و در انتها به شرح روش و قلمرو و تعریف واژه‌های به کار برده شده در پژوهش پرداخته شده است.

۱-۱ تعریف مساله

هدف اصلی این تحقیق بررسی چگونگی تأثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات قیمت سهام است که ظاهراً با توجه به اینکه هیچ اجماع نظری در این مورد حاصل نشده است، به یک سؤال تجربی تبدیل شده است. معاملات حاشیه‌ای شاخص مناسبی برای شناسایی معاملات سفته‌بازانه است به طوری که فرضیه‌های مختلفی در رابطه با چگونگی هدایت معاملات سفته‌بازی در بازار ارائه شده است. این تحقیق تلاش می‌کند تا معاملات سفته‌بازانه را به اشکال مختلف تجزیه و تحلیل کند تا تأثیر آن‌ها بر نوسانات قیمتی سهام را تعیین نماید. معاملات حاشیه‌ای ممکن است برای مدتی طولانی یا یک موقعیت کوتاه اعمال شوند. تمرکز این تحقیق بر روی تأثیر خرید حاشیه‌ای است. علاوه بر این، خرید حاشیه‌ای ممکن است در عرض یک روز اجرا شود و پایان یابد و یا در یک روز اجرا شود و در یک روز معاملاتی دیگر در طول یک سال پایان یابد. بر اساس استدلال فریدمن (۱۹۵۳) نوع دیگری از سفته‌بازی وجود دارد که سفته‌بازی عقلایی نامیده می‌شود، سفته‌بازان عقلانی یک دارایی را با قیمت پایین‌تر خریداری کرده و دارایی را با قیمت بالاتری به فروش می‌رسانند تا سود خود را به دست آورند. بنابراین معاملات سفته‌بازانه با حرکت دادن قیمت به سمت شرایط بنیادی، بازار را تا زمانی که انحرافی رخ بدهد، تثبیت می‌کنند. مطابق با این دیدگاه، سفته‌بازان عقلایی سهام کم ارزش را خریداری کرده و نوسان بازده‌های غیر منتظره را کاهش می‌دهند. در مقابل دیدگاه فریدمن، هارت و کرپس (۱۹۸۶) معتقد بودند که سفته‌بازان ممکن است از فروش دارایی‌ها در قیمت‌های پایین‌تر در بازار نزولی در هنگام مواجهه با فشار نگهداشت باز هم پول از دست بدهند. به ویژه، هنگامی که قیمت بازار افت می‌کند و سطح نگهداشت بالا است، سفته‌بازان دارایی خود را با فروش سهام به قیمت پایین کاهش می‌دهند، که بعد منجر به کاهش بیشتر قیمت دارایی و بی‌ثبات کردن بازار خواهد شد. بر این اساس معاملات سفته‌بازانه به صورت معاملات روزانه ممکن است به دلیل اثر نگهداشت، نوسانات قیمتی سهام را افزایش دهد. برای مشاهده اثر دقیق معاملات سفته‌بازانه، سایر عوامل مؤثر بر نوسانات بازده سهام باید در نظر گرفته شوند. در ابتدا به خوبی مستند شده است که بین حجم معاملات و نوسانات بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد. زمانی که شدت اطلاعات افزایش یابد، حجم مبادلات بزرگ‌تر اتفاق می‌افتد. با این حال، باید توجه داشت که مشاهده ارتباط مثبت بین حجم معاملات و نوسانات بازده ممکن است به معنای هیچ رابطه علی نباشد، بلکه ممکن است پاسخی متداول به جریان اطلاعات باشد. بامبر، بارون و استبر (۱۹۹۹) اظهار داشتند که تفسیرهای متفاوت از اعلام سود باعث افزایش حجم معاملات و در واقع شواهدی از افزایش حجم معاملات پیرامون تاریخ اعلام سود می‌شود. کارپف (۱۹۸۷) این موضوع را مطرح کرد که اختلاف عقیده سفته‌بازان بر سرصدا نوسانات را بیشتر می‌کند با فرض اینکه حجم معاملات ناشی از اختلاف نظر باعث بی‌ثباتی بیشتر قیمت می‌شود.

در این مطالعه بر اساس متدولوژی هسین و همکاران (۲۰۰۳) نوسانات قیمت سهام بر اساس حداکثر و حداقل قیمت و قیمت بسته شدن روزانه محاسبه و سپس بر مبنای حجم معاملات روزانه و حجم معاملات حاشیه ای به بررسی تاثیر گروههای مختلف سفته بازی در قالب نظریه های سفته بازی عقلایی^۱ و نگهداشت^۲ بر نوسانات قیمت سهام شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ پرداخته خواهد شد. همچنین رفتار نوسانات قیمت پرتفویهای سهام با سطوح مختلف سفته بازی پس از کنترل عامل اندازه، مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۲-۱ اهمیت پژوهش

بازار سرمایه در بسیاری از کشورهای توسعه یافته و همچنین در حال توسعه، نقش نیروی محرکه اقتصادی را بر عهده دارد و در سایر کشورهای نیز نمیتوان قابلیت ایجاد ارزش افزوده آن را نادیده گرفت. چنین بازار وسیعی نسبت به رفتار بازیگران آن بسیار حساس می باشد، به طوری که هرگونه اختلال، عدم کارایی، عدم کنترل به موقع و عدم وجود ابزار نظارتی و سیاستی در این بازار، آن را به همراه کلیه بازیگرانش به ویژه بازیگران خرد، به سمت بحران سوق می دهد. وجود حباب ها در بازار سهام حکایت از آن دارد که افزایش قیمت های سهام در بازار فاقد توجیه اقتصادی بوده و موقتی می باشد. بنابراین در یک زمانی در آینده سقوط نموده و افت شدید در بازار سهام پدید خواهد آمد. همچنین ریزش آن ها موجب فرار موج سرمایه گذاران ریسک گریز و کم تجربه می شود و این امر بازار سرمایه را از هدف خود که همانا تخصیص منابع به سمت محلی با بازده بیشتر است، منحرف می سازد.

از این رو با توجه به اهمیت موضوع، این پژوهش در پی آن است تا با بررسی رفتار سفته بازان به تاثیر آن ها بر نوسانات قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران بپردازد.

۳-۱ نوآوری پژوهش

در تحقیقات پیشین در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً به بررسی اثر سفته بازی و وجود حباب قیمتی در بورس و صنایع مختلف پرداخته شده است. از آنجایی که تفکیک بندی سفته بازان از منظر دو فرضیه ی عقلایی و نگهداشت در ایران کار نشده است لذا هدف این تحقیق بررسی این مسئله است.

¹ Rational speculation

² Inventory speculation

۱-۴ اهداف و فرضیات پژوهش

۱-۴-۱ اهداف تحقیق

هدف اصلی در این مطالعه بررسی چگونگی تأثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات بازده سهام در بورس اوراق بهادار ایران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ است.

۱-۴-۲ اهداف فرعی

هدف ۱. بررسی چگونگی تأثیر سفته‌بازان عقلایی و سفته‌بازان نگهداشت بر نوسانات قیمت سهام است.

۱-۴-۳ فرضیه اصلی

معاملات سفته‌بازی در چارچوب نظریه سفته‌بازی عقلایی و نظریه نگهداشت دارای تأثیر بر نوسانات سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۱-۴-۴ فرضیه های فرعی

سفته‌بازان عقلایی بر نوسانات بازده سهام تأثیر مثبت دارند.

سفته‌بازان نگهداشت بر نوسانات بازده سهام تأثیر مثبت دارند.

۱-۵ روش تحقیق

هدف این پژوهش توصیف کردن پدیده‌ها است که جز پژوهش‌های توصیفی علی به شمار می‌رود و با توجه به اینکه با اطلاعات واقعی و تاریخی صورت می‌گیرد و داده‌های حاصل از اجرای تحقیق به صورت عدد و رقم جمع‌آوری می‌شود، از نظر زمان وقوع پس رویدادی است. از نوع تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای است زیرا علاوه بر اینکه اطلاعات جمع‌آوری شده به صورت توصیفی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد، با یکدیگر نیز مقایسه می‌شوند.

۱-۶ قلمرو تحقیق

قلمرو مکانی : شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

قلمرو زمانی : ۱۳۹۲ – ۱۳۹۷

۷-۱ جامعه آماری و نمونه تحقیق

کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ - ۱۳۹۷

۸-۱ تعریف واژه ها و اصطلاحات

ارزش بنیادی (ذاتی): ارزش ذاتی، ارزش درک شده یا محاسبه شده یک دارایی، یک سرمایه گذاری یا یک شرکت است. این اصطلاح در تحلیل بنیادی برای برآورد ارزش یک شرکت و جریان نقدی آن استفاده می کند (ثقفی، ۱۳۹۰).

قیمت واقعی (قیمت بازار): قیمت بازار قیمت فعلی است که در آن یک دارایی یا خدمات قابل خریداری یا فروش است.

سفته بازی: در دنیای امور مالی، سفته بازی یا معاملات سفته بازانه به عمل انجام معامله مالی اشاره دارد که خطر قابل توجهی برای از دست دادن ارزش را دارد اما انتظار یک سود قابل توجه یا ارزش اصلی دیگر را نیز در خود جای داده است (هسین و همکاران، ۲۰۰۳).

سفته بازی عقلایی: سفته بازان عقلایی با خرید سهام در قیمت پایین و فروش آن در قیمت بالاتر سود کسب می کنند. بنابراین معاملات سفته بازانه با سوق دادن قیمت بازار به سمت ارزش بنیادی سهام، زمانی که انحرافی در قیمت ایجاد شود بازار را تثبیت می کنند (هسین و همکاران، ۲۰۰۳).

سفته بازی نگهداشت: هنگامی که معامله گری دارایی را از فروشنده ای بخرد و سپس آن را به خریداری بفروشد، در این مواقع اصطلاحاً گفته می شود که معامله گر انبار (نگهداشت) دارد. بر این اساس، هنگامی که قیمت بازار کاهش می یابد و سطح دارایی سفته بازان زیاد است، سفته بازان با فروش سهام خود در قیمت های پایین، موجودی خود را کاهش می دهند، که در نتیجه منجر به کاهش بیشتر قیمت و بی ثباتی بازار می شود (هسین و همکاران، ۲۰۰۳).

نوسانات قیمت سهام: به کاهش یا افزایش قیمت سهام شرکت ها بر مبنای رویکردهای بازار سرمایه نوسانات قیمت سهام اطلاق می شود (بنت و همکاران، ۲۰۰۳).

بازده : کلیه مزایایی که در پایان دوره به یک دارایی (سهام) تعلق می گیرد و مجموع این مزایا عبارتند از افزایش قیمت سهام نسبت به ابتدای دوره ، سود نقدی ، سهام جایزه و حق تقدم و ..

۹-۱ جمع بندی و خلاصه فصل

در این پژوهش به بررسی پیشینه تجربه تاثیر سفته بازی بر نوسانات قیمتی سهام بر مبنای دو نظریه عقلایی و نگهداشت پرداخته شده است، بنابراین در فصل اول پس از بیان مسئله و ضرورت انجام آن، اهداف و فرضیه های پژوهش مطرح شده است. در فصل دوم ادبیات مورد استفاده در پژوهش و مطالعات قبلی مطرح گردیده است. در فصل روش شناسی پژوهش، نحوه محاسبه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل و روش های تجزیه و تحلیل داده ها و مراحل انجام آن، مطرح شده است. در فصل چهارم به فرضیات پژوهش پاسخ داده شده است و در نهایت در فصل پنجم، به ارائه و تفسیر نتایج به دست آمده و محدودیت های پژوهش و ارائه پیشنهادات و توصیه برای پژوهش های آتی پرداخته شده است.

فصل ۲: مبانی نظری و ادبیات تحقیق

فصل دوم

مبانی نظری و ادبیات تحقیق

مقدمه

سفته‌بازان به همراه معامله‌گران، سهام‌بازان و سرمایه‌گذاران چهار عنصر اصلی بازارهای اقتصادی را ایفا می‌کنند که در بازارها، خصوصاً در سهام، اوراق قرضه و قرارداد آتی وارد می‌شوند. در بازارهای مالی، سفته-بازی یا معاملات سفته‌بازانه به معاملاتی گفته می‌شود که در آن اوراق مالی یا هر نوع دارایی دیگر، با ریسک بسیار بالا خرید و فروش می‌شوند به طوری که در آن فرد با پذیرش خطر از دست دادن بخش زیادی از اصل سرمایه انتظار کسب سودی قابل توجه داشته باشد و به طور غیر طبیعی نوسانات را افزایش می‌دهند.

در سال‌های اخیر سفته‌بازی منشا اصلی سودهای قابل توجه در بازارهای مالی و اختلاف نظرهای مختلف در این باره بوده است. این اختلافات سبب ایجاد نگرانی‌هایی در بازار شده است به طوری که برخی معتقدند وجود سفته‌بازی در بازار سبب به وجود آمدن معامله‌گران اختلال‌زا، حباب‌های قیمتی و ایجاد رفتار توده‌وار در بازار میشود و باعث می‌شود که قیمت‌ها را از ارزش ذاتی خود دور و بازار بی‌ثبات شود. به طور کلی سفته‌بازی زمانی سودآور است که در قیمت پایین خریداری شود و در قیمت‌های بالاتر به فروش برسد به طوری که سفته‌بازان غیرعقلایی و معامله‌گران اختلال‌زا با اطلاعات بی ربط و ناقص توان فعالیت نداشته باشند.

در فصل حاضر ابتدا توضیح مختصری در مورد سرمایه‌گذاری و اهمیت آن در بازارهای مالی، مفاهیم ریسک و بازده و سپس به مفاهیم مربوط به سفته بازی و انواع آن پرداخته می‌شود و نهایت پیشینه‌های داخلی و خارجی به طور مختصر بیان می‌شوند.

۲-۱ مبانی نظری

۲-۱-۱ سرمایه گذاری و اهمیت آن

امروزه پول برای زندگی همه افراد بسیار ضروری است و نقشی حیاتی را در زندگی افراد و ایجاد ثروت در آینده ایفا می کند به طوری که ممکن است صرفاً کسب درآمد نیاز افراد را برطرف نکند و یا رو به پس انداز کردن پول برای استفاده در آینده بیاورند. از این رو نیاز است تا افراد بر روی پول و درآمد خود ریسک کرده و شروع به سرمایه گذاری کنند.

سرمایه گذاری عبارت است از درگیر کردن پول و یا سایر منابع خود به امید اینکه در آینده منافعی کسب کنید طوری که عواید حاصل از آن زمان و ریسک سرمایه گذاری را جبران نماید. هنگامی که شخصی دارایی را به عنوان سرمایه گذاری خریداری می کند، هدف این نیست که دارایی مورد نظر را مصرف کند بلکه هدف از آن ایجاد ثروت در آینده می باشد. (بادی، کین، مارکوس، ۲۰۱۰)

ماهیت سرمایه گذاری افزایش ارزش دارایی است اما همواره ممکن است ریسک هایی را متحمل شود. یک سرمایه گذاری ممکن است هیچ گونه درآمدی نداشته باشد یا در طول زمان ارزش خود را از دست بدهد.

۲-۱-۱-۱ سرمایه گذاری واقعی (دارایی های واقعی)

دارایی های واقعی دارایی های فیزیکی هستند که به دلیل ماهیت و ویژگی های آن ها دارای ارزش ذاتی هستند. این نوع دارایی ها، دارایی های ثابت و قابل مشاهده و یا جایگزین کالاهای مستهلک شده می باشند. ثروت مادی یک جامعه را نهایتاً ظرفیت تولیدی اقتصادی آن جامعه که تابعی از دارایی های واقعی اقتصاد هستند تعیین می کنند. دارایی های واقعی شامل فلزات گرانبها، کالاهای مستغلات، زمین، تجهیزات و منابع طبیعی است. این نوع دارایی ها ثبات بیشتری نسبت به دارایی های مالی دارند و متغیرهایی نظیر تورم، تغییر در ارزش ارز و سایر عوامل اقتصاد کلان تاثیر کمتری بر دارایی های واقعی دارند. (تقوی زاده یزدی، ۱۳۹۰)

۲-۱-۱-۲ سرمایه گذاری مالی (دارایی های مالی)

سرمایه گذاری مالی، دارایی است که به امید اینکه ارزش آن بیشتر شود در آن پول قرار داده می شود. این نوع دارایی مستقیماً در ظرفیت تولیدی اقتصاد مشارکت نمی کند بلکه این دارایی ها ابزاری در اقتصادهای توسعه یافته هستند که افراد با استفاده از این ابزارها، ادعاهایی بر روی دارایی های واقعی ایجاد می کنند. در این مدل سرمایه گذاری می توان در درآمد ایجاد شده در دارایی های واقعی یا درآمد حاصل از مالکیت آن سهام شد. به طور مثال اگر نشود یک کارخانه تولید اتومبیل شخصی (دارایی واقعی) داشت می توان سهام کارخانه های تولید اتومبیل سازی (دارایی مالی) را خریداری کرده و در درآمد حاصل از آن سهام شد. (بادی، کین، مارکوس، ۲۰۱۰)

۲-۱-۲ بازده

در بازارهای مالی و در فرایند سرمایه گذاری، از بازده به عنوان نیروی محرکی استفاده می شود که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاری قلمداد می شود (احمدی، ۱۳۹۳). پولی که در یک دوره زمانی مشخص در اثر سرمایه گذاری بدست می آید یا از دست می رود، بازده نام دارد. درآمد جاری شرکت که شامل سود سالیانه و یا افزایش دارایی (سود) یا کاهش دارایی (ضرر) بیانگر بازده سرمایه گذاری است که آن را با درصد نشان می دهند. به بیان دیگر نرخ بازده نشان دهنده کل درآمد سالیانه است و سود یا ضرر نسبت به مبلغ اولیه سرمایه گذاری سنجیده می شود (لشکری، ۱۳۹۵). یعنی درآمد یا سود خالص، تنها معیار اندازه گیری سودآوری است و اگر شرکت ها سودآوری کافی نداشته باشند، قادر به جذب سرمایه مورد نیاز جهت انجام انواع پروژه ها از طریق سهام داران یا اعتبار دهندگان نخواهند بود زیرا سهام داران و اعتبار دهندگان علاقه زیادی به ارزیابی سودآوری جاری و آتی یک شرکت دارند. اصلی ترین دلیل برای بقا و دوام یک شرکت در بلند مدت، توانایی آن شرکت بجهت ایجاد بازده مناسب برای سهام دارانش است. (البرزی، ۱۳۹۶)

۲-۱-۲-۱ بازده مورد انتظار و بازده غیرمنتظره

هر سرمایه گذاری که در بازارهای مالی سرمایه گذاری می کند انتظار دارد تا بازده ای را که قبل از سرمایه گذاری تخمین زده است را بدست آورد که به این بازده، بازده مورد انتظار می گویند و همواره با عدم اطمینان همراه است زیرا ممکن است این بازده برآورد شود و یا برآورد نشود. یکی از فاکتورهای کلیدی در فرایند ارزش گذاری سهام نرخ بازده مورد انتظار می باشد که با ریسک رابطه ی مستقیم دارد به این معنی که هر چقدر مقدار ریسک بالاتر باشد نرخ بازده مورد انتظار نیز بالاتر می رود. لذا هر شرکتی جهت تعیین بازده مورد انتظار خود، مستلزم محاسبه درصد بازدهی است که ریسک پذیرفته شده ی شرکت را جبران نماید (البرزی، ۱۳۹۶). بازده هر سهمی که در یک بازار مالی خرید و فروش می شود شامل دو بخش است.

بخش اول، بخشی است که سرمایه گذاران آن را پیش بینی می کنند و انتظار آن را دارند که به آن بازده عادی یا بازده مورد انتظار می گویند. تخمین زدن این بازده به اطلاعاتی که سهام داران از سهم دارند بستگی دارد و مبنای آن ادراک فعلی فعالان بازار درباره عوامل مهمی است که طی سال آینده بر سهم تاثیر خواهند داشت. به طور کلی، برای بدست آوردن بازده مورد انتظار به دارایی مالی یا هر نوع دارایی دیگر باید بازده های محتمل را در احتمال وقوع آن ها ضرب کرده و سپس آن ها را باهم جمع نمود.

دومین بخش بازده یک سهم، بخشی است که ناشی از اطلاعات غیر منتظره ای است طی سال منتشر می شود. این بخش دارای ریسک و بخش نامعلوم است. از جمله منابع احتمالی این اطلاعات می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- اخبار در مورد تحقیقات شرکت
- اعداد و ارقامی که در مورد تولید ناخالص داخلی منتشر می شود

- ورشکستی قریب الوقوع یکی از رقبای عمده ی شرکت
 - اخباری که حاکی از فروش بیشتر از مقدار مورد انتظار است.
 - کاهش ناگهانی و غیر منتظره نرخ بهره
- به طور کلی می توان نوشت که: (بادی ، کین ، مارکوس ، ۲۰۱۰)

بازده غیر منتظره + بازده مورد انتظار = مجموع بازده

۲-۱-۲-۲ بازده بدون ریسک

بازده بدون ریسک، بازدهی است که توسط نهاد ناشر تضمین شده و ریسک صفر دارد. به بیانی دولت، شهرداری و شرکت های مختلف برای تامین بخشی از منابع مالی مورد نیاز خود جهت احداث طرح هایی مانند بزرگراه، سدها و ... اوراق مشارکت منتشر می کنند. با توجه به این که این اوراق بدون ریسک هستند، افرادی که تمایل به سرمایه گذاری وجود نقد خود در بازارهای مطمئن دارند، می توانند با خرید این اوراق از سود تضمین شده و بدون ریسک آن بهره مند شوند.

۲-۱-۲-۳ صرف ریسک

به اختلاف بین بازده مورد انتظار و بازده بدون ریسک، به طوری که سرمایه گذار را برای تحصیل دارایی ریسکی به جای دارایی بدون ریسک تشویق کند، صرف ریسک گفته می شود. (نویدپور ، ۱۳۹۶). به بیانی دیگر، هنگامی که در بازارهای مالی، شخصی سرمایه گذاری ای انجام می دهد بازده بیشتری را بر اساس ریسک متحمل شده طلب می نماید. این بازده مورد تقاضا صرف ریسک می باشد. (وزیری ، ۱۳۹۶)

۲-۱-۳ ریسک

ریسک در بین عموم مترادف با خطر آمده است. اگرچه نمی توان این مطلب را فاقد وجهت لازم دانست اما می توان تعریفی جامع و کاربردی تر از آن نیز ارائه داد و گفت که ریسک عبارت است از:

« انحراف در پیشامدهایی که می توانند در طول یک دوره مشخص و در یک موقعیت معین اتفاق بیافتد »

البته لازم به ذکر است که ریسک هر شرکت از دو بخش عمده تشکیل یافته است. آن بخش از ریسک که ناشی از اتفاقات درونی و عملیاتی یک شرکت می باشد و بخش دیگر که متاثر از عوامل خارج از شرکت بوده که بر روند بازدهی شرکت تاثیر می گذارد. (شهیدی ، ۱۳۹۸)

ریسک را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم کرد:

۱-۳-۲ ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک

بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای (CAPM)، کل ریسک سرمایه‌گذاری شامل دو قسمت می‌شود. ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک. بخش پیش‌بینی نشده‌ی بازده، یعنی بخش ناشی از اخبار مترقبه، ریسک واقعی هر نوع سرمایه‌گذاری است. مهم‌تر اینکه، اگر همواره آنچه را که انتظار داریم، به دست آوریم، سرمایه‌گذاری کاملاً قابل پیش‌بینی و بنابراین بدون ریسک خواهد بود. به عبارت دیگر، ریسک یک دارایی از اخبار غیر مترقبه - اتفاقات پیش‌بینی نشده - ناشی می‌شود. اولین نوع اخبار غیر منتظره‌ای که سهام تعداد زیادی از شرکتها را تحت تاثیر قرار میدهد، ریسک سیستماتیک نامیده می‌شود. ریسک سیستماتیک آن است که کمابیش بر سهام تعداد زیادی از شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد. از آنجا که ریسک‌های سیستماتیک بر کل بازار اثر دارند، گاهی ریسک بازار هم نامیده می‌شود. ماهیت سرمایه‌گذاری نه تنها مدیریت بازده است بلکه مدیریت ریسک را هم شامل می‌شود. در واقع بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی بسیاری از پول و زمان خود را صرف تهیه استراتژی‌های ریسک متناسب با فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تامین مالی خود می‌کنند. ریسک سیستماتیک یک عامل حیاتی در بازار بورس اوراق بهادار است و از آن به طور گسترده برای کمی‌سازی حساسیت سهام نسبت به بازار و پیش‌بینی بازده سهام استفاده می‌شود. از جمله عوامل ریسک سیستماتیک می‌توان به تغییرات در محیط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی اشاره کرد که هر یک به نحوی در بازده اوراق بهادار تاثیر دارند. همچنین شرایط اقتصادی نظیر رکود و تورم که بر شرایط عمومی بازار موثر است، تغییرات نرخ بهره، تراز بازرگانی، تراز پرداخت‌ها و سیاست‌های پولی و مالی از مهم‌ترین عوامل ایجاد کننده این نوع ریسک می‌باشند (لشکری، ۱۳۹۵) (راس، و سترفیلد، جردن، ۲۰۰۳) (گوئن و همکاران، ۲۰۱۷).

بر خلاف ریسک سیستماتیک که نمی‌تواند با تنوع‌بخشی کاهش یا حذف شود، نوع دیگری از ریسک وجود دارد که ریسک غیرسیستماتیک نامیده می‌شود. ریسک غیر سیستماتیک، یک سهم خاص یا سهم گروه کوچکی از شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. از آنجا که این نوع ریسک منحصر به یک شرکت خاص هستند، گاهی ریسک‌های خاص یا منحصر به فرد نامیده می‌شوند. در زمینه سبد سرمایه‌گذاری، ریسک غیرسیستماتیک می‌تواند از طریق متنوع‌سازی کاهش یابد. یعنی از راه افزایش تعداد سهام می‌توان آن بخش از ریسک مجموعه سهام را کاهش داد. از جمله عوامل تاثیر گذار که باعث به وجود آمدن ریسک غیرسیستماتیک می‌شود می‌توان به اقدامات رقیبان، کالاها یا خدمات تولیدی شرکت یا صنعت، نوع مدیریت و ساختار هزینه‌های شرکت اشاره نمود. (دمیروگلو و جامز، ۲۰۱۱) (راس، و سترفیلد، جردن، ۲۰۰۳).

ریسک بهره، ریسک تورم و ریسک بازار از انواع ریسک‌های سیستماتیک و ریسک تجاری و ریسک مالی جز ریسک‌های غیرسیستماتیک به حساب می‌آیند.

ریسک بهره

شرط ایجاد ریسک بهره این است که نرخ بهره در طول زمان نوسان داشته باشد یعنی اگر نرخ بهره در طول زمان ثابت باشد این ریسک مطرح نمی شود و هرگونه انتشار اوراق بهادار جدید با نرخ بهره بالاتر جذابیت اوراق بهادار قبلی را از بین می برد (کاشانی پور و راسخی، ۱۳۸۹). به بیان ساده تر، با افزایش نرخ بهره بازار، احتمال کاهش قیمت اوراق بهادار افزایش می یابد (بنی مصطفی عرب، ۱۳۹۵). همچنین می توان گفت که، ریسک نرخ بهره، ریسکی است که سرمایه گذار به هنگام خرید اوراق قرضه با قبول بهره ثابت آن را می پذیرد. قیمت چنین اوراق قرضه ای در صورت افزایش نرخ بهره در بازار کاهش می یابد و دارنده آن در صورت فروش اوراق قرضه خود قبل از سررسید متحمل زیان میشود. قیمت اوراق بهادار رابطه معکوسی با نرخ بهره دارد، به عبارت دیگر با افزایش نرخ بهره، قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق بهادار افزایش می یابد. تأثیر ریسک نرخ نوسان نرخ بهره بر روی اوراق قرضه خیلی بیشتر از سهام عادی است و بیشتر مورد توجه دارندگان اوراق قرضه است. با تغییر نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه در جهت معکوس تغییر میکند (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۹۴).

ریسک تورم

ریسک قدرت خرید یا کاهش قدرت خرید وجوه سرمایه گذاری شده می باشد که تمامیه اوراق بهادار را تحت تاثیر خود قرار می دهد و با ریسک نرخ بهره مرتبط است زیرا قرض دهندگان جهت جبران ضرر ناشی از قدرت خرید سعی می کنند نرخ بهره را افزایش دهند به همین دلیل نرخ بهره معمولاً در اثر افزایش تورم افزایش می یابد. (بنی مصطفی عرب، ۱۳۹۵). به عبارت دیگر، ریسک تورم به عدم اطمینان نسبت به سطح نرخ تورم در سالهای آینده اطلاق میگردد. سرمایه گذاران قبل از اقدام به سرمایه گذاری نرخ تورم در آینده را پیشبینی می کنند و آن را به نرخ بازده مورد توقع خود اضافه میکنند، در نتیجه در موقع ارزیابی عایدات آتی سرمایه گذاری آن را با یک نرخ تنزیل به ارزش فعلی سرمایه گذاری تبدیل می کنند افزایش در نرخ تنزیل باعث کاهش ارزش فعلی میگردد. اگر نرخ تورم واقعی بیشتر از نرخ تورم مورد انتظار باشد، نرخ بازده واقعی که سرمایه گذاران به دست می آورند از نرخ بازده مورد انتظار آنها کمتر خواهد بود. ریسک تورم به قابل تغییر بودن یک سرمایه گذاری اشاره دارد. اقتصاددانان نرخ تورم را از طریق شاخص قیمت محاسبه میکنند و شاخص قیمت کالای مصرفی بهترین وسیله برای تعیین نرخ تورم است. وقتی میخواهیم نرخ بازده مورد توقع را محاسبه کنیم، باید تاثیر تورم را نیز در آن به حساب آورد در این صورت تاثیر نرخ تورم بر بازده مورد انتظار یک دارایی سرمایه ای، مانند تغییر نرخ بهره خواهد بود (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۹۴).

ریسک بازار

این امکان وجود دارد که با افزایش درآمد یک شرکت نسبت به دوره قبل قیمت آن سهم کاهش و یا در یک زمان کوتاه با وجود درآمد ثابت نوسان داشته باشد. این پدیده عوامل مختلفی دارد ولی اغلب به علت

نگرش سرمایه گذاران نسبت به کل اوراق یا قسمتی از آن ها است. تغییرپذیری در بازده اوراق بهادار که از انتظارات سرمایه گذاران ناشی می شود، ریسک بازار نامیده می شود که این ریسک از عکس العمل های گوناگون سرمایه گذاران به حوادث قابل رویت و غیر قابل رویت ناشی می شود. اگر سرمایه گذاران این انتظار را داشته باشند که وضعیت یک صنعت بهبود پیدا می کند این انتظار و احساس بر حسب بالا رفتن قیمت سهام شرکت های موجود در آن صنعت می باشد.

ریسک بازار می تواند از راه های مختلف بر موسسات مالی اثر گذاشته و آن ها را تهدید کند. ریسک بازار می تواند ناشی از تغییرات اقلام خارج از ترازنامه باشد، همچنین این تاثیرات ممکن است سبد های سهام، اسناد مبادله شده و اوراق بهادار را تحت تاثیر خود قرار داده منجر به تطابق سپرده ها و وام ها شود. بنابراین به طور کلی ریسک بازار از نوسان (معکوس) در فاکتورهایی چون نرخ ارز، نرخ بهره و قیمت سهام است. (صادقی محمدی، ۱۳۹۶)

ریسک تجاری

ریسک تجاری عبارت است از هرگونه مواجهه شرکت با عواملی که ممکن است سود شرکت را کاهش دهند و از ترکیب دارایی، تصمیمات عملیاتی شرکت، عدم توانایی در رقابت با سایر شرکت ها، کاهش نرخ رشد و سوددهی در بازه های مختلف زمانی ناشی می شود. این نوع ریسک در شرکت های مختلف متفاوت است و تاثیرپذیر از ماهیت صنعتی هستند که در آن فعالیت دارند اما با مدیریت صحیح می توان این ریسک را کنترل کرد. ریسک تجاری یا میزان نوسان پذیری در عایدات شرکت بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر دارد به طوری که اگر ریسک تجاری شرکتی بالا باشد شرکت توانایی خود برای استفاده از اهرم مالی و وام را از دست می دهد. برعکس آن نیز صادق است اگر شرکتی ریسک تجاری خود را کاهش دهد، شرکت ها و موسسات مختلف بیشتر مایلند تا بدهی و وام در اختیار آن ها بگذارند. از جمله معیارهای سنجش ریسک تجاری می توان به نوسان های درآمد، اهرم عملیاتی و نسبت سود تقسیمی اشاره کرد. (همت فر، ثقفی، ۱۳۹۶) (میرزایی، ختائی، قنبری، ۱۳۹۲)

ریسک مالی

علاوه بر ریسک تجاری که بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر دارد، ریسک مالی نیز به تصمیماتی که در مورد ساختار سرمایه گرفته می شود مربوط می شود. به گونه ای که اگر شرکتی برای ایجاد تامین مالی مورد نیاز خود از بدهی استفاده کند، این بدهی موجب ایجاد تعهدات مالی شده و ایجاد این تعهدات باعث ایجاد ریسک مالی در شرکت ها می شود. این تامین مالی، عدم اطمینان جریان نقدی درآمد را برای سهامداران عادی نسبت به زمانی که بدهی وجود ندارد، افزایش می دهد و اگر سود عملیاتی کسب شده برای جبران هزینه های ثابت سرمایه ای ناشی از اعتبارات کافی نباشد، سرمایه گذاری سهامداران عادی از بین می رود.

از جمله مهم‌ترین معیارهای سنجش ریسک مالی می‌توان به اهرم مالی، نسبت دارایی‌های غیرجاری به دارایی‌های جاری، نسبت دارایی‌های مالی به دارایی‌های فیزیکی و حجم دارایی‌های مالی اشاره کرد که البته مهم‌ترین آن‌ها اهرم مالی می‌باشد. (بحرینی، ۱۳۹۶)

۴-۱-۲ ساختار سرمایه

یکی از مهم‌ترین دلایل موثر در انتخاب نوع سرمایه‌گذاری بین سرمایه‌گذاران، توجه آن‌ها به ریسک و بازده هر دارایی می‌باشد. از آنجایی که پیش‌بینی دقیق بازده سرمایه‌گذاری ممکن نیست، همواره سرمایه‌گذار مجبور به تحمل ریسک می‌باشد. یکی از عواملی که ریسک و بازده هر دارایی را تحت تاثیر قرار می‌دهد، ساختار سرمایه است که به میزان استفاده هر شرکت از بدهی و حقوق صاحبان سهام آن شرکت برای تامین مالی می‌باشد، اطلاق می‌شود. ایجاد توازن بین بدهی و ساختار سرمایه سبب ایجاد ساختار سرمایه بهینه و موجب افزایش ارزش شرکت و بازده سهامداران می‌شود. به عنوان مثال اگر شرکتی ناچار به استفاده بیش از حد از بدهی شود، ریسک مالی آن افزایش می‌یابد و تقاضا برای خرید سهام آن شرکت کاهش یافته و کاهش قیمت و بازده را به دنبال دارد. (دیدار، بیگی، ۱۳۹۶)

۴-۱-۴-۱ اهرم مالی

یکی از مهم‌ترین موضوعات بحث برانگیز در حوزه مالی شرکتی، بحث تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها می‌باشد. همانطور که پیش از این در بحث ساختار سرمایه بیان شد، ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌باشد. مدیران شرکت‌ها همواره به دنبال این هستند که با ارائه نظرات مختلف به گونه‌ای ساختار سرمایه را پی‌ریزی کنند که کمترین هزینه را برای شرکت داشته باشد و بتوانند ارزش شرکت را بالا ببرند. یکی از مهم‌ترین مفاهیم در بحث مدیریت ساختار سرمایه، اهرم مالی می‌باشد به گونه‌ای که درجه‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتبار تا حدود زیادی به اهرم مالی آن‌ها بستگی دارد. اهرم مالی عبارت است از استفاده از بدهی برای افزایش نرخ بازده بالقوه سرمایه‌گذاری. به عبارت دیگر استفاده از منابع مالی با هزینه ثابت مانند بدهی و سهام ممتاز در مقابل سهام عادی. تصمیمات در مورد اهرم مالی و ساختار سرمایه بهینه بر روی موارد مختلفی از جمله هزینه سرمایه، تصمیمات استراتژیک و ثروت سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. (ساعتی، ۱۳۹۶) (رضایی، ۱۳۹۱)

۴-۱-۴-۲ اهرم عملیاتی

یکی از مهم‌ترین معیارهای سنجش ریسک تجاری، اهرم عملیاتی می‌باشد. این اهرم می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد زیرا می‌تواند بر سودآوری و ارزش شرکت تاثیرگذار باشد. این اهرم معیاری است که نشان می‌دهد هر شرکت برای انجام پروژه‌های خود چه ترکیبی از هزینه‌های ثابت و هزینه‌های متغیر استفاده کرده است. به عبارت دیگر اهرم عملیاتی درصد تغییر هزینه‌های ثابت عملیاتی به

سود عملیاتی را نشان می‌دهد. بنابراین تغییرات در سطح فروش یک شرکت، سود قبل از بهره و مالیات را تغییر داده و موجب تغییر در درجه اهرم عملیاتی می‌شود. به همین علت مدیران شرکت‌ها باید پیش‌بینی دقیقی نسبت به سطح فروش شرکت داشته باشند زیرا عدم پیش‌بینی دقیق مقدار فروش و تقاضا مورد انتظار سبب تغییر در اهرم عملیاتی شرکت شده و تغییر در اهرم عملیاتی، باعث ایجاد ریسک تجاری در شرکت می‌شود. (دارابی، سعیدی، ۱۳۸۸)

۵-۱-۲ نوسان قیمت سهام

نوسانات قیمت، یک معیار آماری از پراکندگی بازده برای یک سهم یا شاخص است. در بیشتر موارد، هرچه مقدار نوسانات بیشتر باشد، ریسک نیز بیشتر است. به طور کلی نوسانات نشان می‌دهد که قیمت یک دارایی تا چه اندازه در حدود قیمت متوسط بالا و پایین می‌شود. روش‌های مختلفی برای اندازه‌گیری نوسانات وجود دارد که از جمله‌ی این روش‌ها می‌توان به ضریب بتا و انحراف معیار بازده اشاره کرد. نوسانات اغلب به میزان عدم اطمینان یا ریسک مربوط به اندازه تغییرات ارزش اوراق بهادار اشاره دارد. نوسانات بالاتر به این معنی است که قیمت اوراق بهادار می‌تواند در مدت زمان کوتاه در جهت صعود یا نزول به طور چشمگیری تغییر کند و نوسانات کمتر بدان معنی است که ارزش اوراق بهادار بیشتر تمایل به ثبات دارد.

۵-۱-۲-۱ ضریب بتا

یکی از مهم‌ترین مفاهیم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک و بازده ضریب بتا می‌باشد. بتا معیاری است که می‌تواند نوسانات یک سهم را در مقایسه با ریسک سیستماتیک کل بازار اندازه‌گیری کند و معمولاً از آن در مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود.

به عنوان مثال اگر حرکت قیمت یک سهم دقیقاً مشابه با حرکت شاخص آن بازار باشد، ضریب بتای آن سهم برابر ۱ است. در صورتی که بازدهی سهم برابر ۲۰ درصد باشد و بازدهی شاخص آن ۱۰ درصد باشد در این صورت ضریب بتای آن برابر ۲ خواهد بود. و همچنین در صورت بازدهی سهم نسبت به شاخص آن سهم منفی باشد، بتای آن منفی خواهد بود. (جوانمردی، ۱۳۹۵)

برای محاسبه ضریب بتا از فرمول زیر استفاده می‌شود

$$\text{Beta coefficient } (\beta) = \frac{\text{Covariance } (R_e, R_m)}{\text{Variance } (R_m)}$$

که در آن R_e بازده سهم و R_m بازده شاخص می‌باشد.

۲-۵-۱-۲ انحراف معیار

انحراف معیار پراکندگی یه مجموعه داده را نسبت به میانگین آن اندازه‌گیری می‌کند به طوری که اگر نقاط داده از میانگین آن فاصله داشته باشد، انحراف بیشتری در مجموعه داده‌ها وجود دارد یعنی هرچه داده‌ها بیشتر پخش شوند، انحراف معیار نیز بیشتر است. زمانی که انحراف معیار بر روی نرخ بازده سالیانه یک سرمایه‌گذاری اعمالی می‌شود، نوسانات تاریخی آن سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

۲-۱-۶ سفته بازی

امروزه بسیاری از بازارها نظیر کالاها، اوراق بهادار مالی، ارزهای خارجی و دیگر بازارها دستخوش فعالیت سفته‌بازی می‌باشد که در این بین افراد و موسسات با دیدگاه‌های مختلف در صدد کسب سودهای نجومی در مدت زمان اندک هستند. سفته بازی همواره با انجام ریسک‌های بالاتر از حد متوسط برای کسب بازدهی-های بالاتر از حد متوسط همراه است.

سفته‌بازی نوعی فعالیت اقتصادی است که با هدف دستیابی به سود از طریق پیش بینی تغییرات قیمت انجام می‌شود به طوری که افراد و موسسات با مهارت‌های بالا در بازارهای مختلف و دارایی‌های پرریسک به امید کسب سودهای چشم‌گیر در کوتاه مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند. (رزبان، ۱۳۸۹)

تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس امید و انتظار سود حاصل خواهد شد، اما دلیل محکمی برای قبول این موضوع در فعالیت سفته‌بازانه وجود ندارد زیرا همیشه احتمال از دست رفتن سرمایه در این نوع فعالیت وجود دارد. به عنوان یک قاعده کلی، هرچقدر ریسک موجود در فعالیت سفته‌بازانه بیشتر باشد، پاداش متناسب با ریسک نیز بیشتر است.

سفته‌بازان کوتاه مدت، معامله‌گرانی هستند که به دنبال کسب سود سرمایه‌ای هستند. ارزش یک اوراق بهادار برای آن‌ها به انتظارات آن‌ها از قیمت در آینده بستگی دارد که این انتظارات به اطلاعات اختلال‌زا و تغییرات اخیر بازار حساس است. به همین دلیل در بازارهایی که حجم معاملات در آن‌ها بالاتر است، قیمت سهام می‌تواند در معرض نوسانات و حباب‌های بیش از حد باشد. با این حال، نظریه‌های استاندارد مالی، این اتفاقات را با سفته‌بازی مرتبط نمی‌دانند.

اهمیت نقشی که بورس در شرایط اقتصادی یک کشور بازی می‌کند غیرقابل انکار است. یک بازار سهام سازمان‌یافته و با ثبات نشان‌دهنده ثبات اقتصادی است. رشد اقتصادی پیشرو به خوبی نمایانگر پویایی اقتصاد می‌باشد. در مقابل، یک بازار سهام بی‌ثبات نشان‌دهنده وضعیت اقتصادی آسیب‌پذیر یک کشور است.

چندین عملکرد وجود دارد که توسط سفته‌بازی و عقیده سفته‌بازانه در دنیای اقتصاد انجام می‌پذیرد. ظهور یک طبقه سفته‌بازانه از اوایل دهه ۱۸۵۰، که در آن نهادهای تجاری و تولید از یکدیگر متمایز شده بودند، نکته مهمی در دنیای اقتصاد بود. دلیل این امر این است که طبقه‌ای که سفته‌باز نامیده می‌شد، آماده بود تا با خرید و فروش به آن‌ها هر گونه ریسک از جانب بازرگانان را بپذیرد. تحول کامل در تجارت که در

اوایل قرن نوزدهم اتفاق افتاد، پذیرش ریسک را می‌طلبید. پیشرفت روش‌های حمل و نقل و ارتباطات و همچنین دستاوردهای فناوری منجر به تغییر شدیدی در وضعیت بازار از بازارهای محلی و جدا و مستقل به بازار جهانی شد. درحالی که عرضه و تقاضا در یک بازار مستقل محلی همیشه نقش برجسته‌ای را به عنوان تنظیم‌کننده قیمت بازی می‌کند، که در نتیجه منجر به ایجاد عقیده سفته‌بازانه می‌شود. اما در بازار جهانی جدید چنین چیزی بیش از عرضه و تقاضا برای تصمیم‌گیری سفته‌بازانه نیست. از این رو تحمل ریسک احتکار در بازار محلی به عنوان بخشی از معاملات آن‌ها امری معمول و قابل کنترل برای بازرگانان است. با این حال وقتی بازار تغییر می‌کند و دانش کافی برای ایجاد عقیده سفته‌بازی و شرایط محلی وجود ندارد، ریسک برای تولیدکننده و بازرگانان غیرقابل تحمل می‌شود. بنابراین طبقه‌ای از افراد که دانش خوبی از شرایط جهانی کالاهای مورد معامله و همچنین عوامل مرتبط با شرایط جهانی داشته باشند، مورد نیاز است. نیاز به وجود این طبقه مهم‌تر از وجود طبقه‌های دیگر است زیرا عنصر عقیده سفته‌بازی و ریسک اهمیت بیشتری پیدا کرده و قابل تشخیص می‌شود. این به نوبه خود مسئولیت بیشتری را بدوش سفته‌باز می‌اندازد. از این رو وجود به نهاد متمایز به عنوان پذیرنده ریسک به منظور رهایی سفته‌باز از عناصر سوداگرانه تجارت بسیار مهم بود. یکی دیگر از عملکردهای سفته‌بازی نقش آن در ایجاد ثبات یا تعدیل دقیق‌تر دامنه نوسانات قیمت است. سفته‌بازان وقتی اوراق بهاداری به مقدار زیادی عرضه می‌شود، به عنوان خریدار وارد عمل می‌شوند و کاهش قیمت را تعدیل می‌کنند. هنگامی که تقاضا از عرضه پیشی بگیرد، آن‌ها از محل دارایی و ذخیره‌ی خود اقدام به عرضه کرده و در نقش فروشنده ظاهر می‌شوند و بر همین اساس از بالا رفتن بیش از حد قیمت جلوگیری می‌کنند. (سالامون، ابراهیمی، یاسین، ۲۰۱۴)

۱-۶-۲ سفته بازی عقلایی

بر اساس استدلال فریدمن (۱۹۵۳) دسته‌ای از سفته‌بازان که بعد از بررسی بنیادین شرکت‌ها براساس اطلاعات قابل اعتماد اقدام به سرمایه‌گذاری و شروع به خرید دارایی در قیمت‌های پایین می‌کنند و پس از سوق دادن قیمت آن به سمت ارزش واقعی و ذاتی آن در قیمت‌های بالاتر شروع به فروش آن می‌کنند، به این دسته از سفته‌بازان، سفته‌بازان عقلایی گفته می‌شود. بدیهی است که نظریه بازار کارا نقش اقتصادی مهمی را برای سفته‌بازان که به اطلاعات دقیقی در جهت همسان‌سازی قیمت‌ها با اصول بازار نیاز دارند و به طور کلی باعث بهبود کارایی بازار می‌شوند ایفا می‌کند.

سفته‌بازان عقلایی، طبقه‌ای وسیع از سفته‌بازان را تشکیل می‌دهند که در ادبیات مالی به این دسته از سفته‌بازان، سرمایه‌گذار نیز می‌گویند. این دسته از سفته‌بازان برای رشد اقتصاد مفید هستند زیرا از تغییرات نرخ دارایی مورد نظر برای سود بردن و رساندن ارزش روز آن به ارزش ذاتی آن استفاده می‌کنند. این گروه از سفته‌بازان اغلب شامل معامله‌گران بین بانکی، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیران پرتفوی و شرکت‌های سبدگردان می‌شود.

همچنین می‌توان گفت بر اساس آنچه که ماتیجس (۲۰۱۵) بیان می‌کند سفته‌باز عقلایی به بازدهی دوره‌ای علاقه‌مند است به طوری که تعیین‌کننده اصلی ارزش فعلی دارایی، قیمت فروش مورد انتظار در

دوره‌ی بعدی است. این رفتار سفته‌بازان مشابه دیدگاه دنبال‌کنندگان روند است. با این تفاوت که دنبال‌کنندگان روند پیش‌بینی‌ها را بر اساس اطلاعاتی محدود و به طور معمول با استفاده از برون‌یابی بازده اخیر انجام می‌دهند ولی سفته‌بازان عقلایی بر اساس مدل و اطلاعاتی دقیق به عنوان سرمایه‌گذاران بلند مدت این کار را انجام می‌دهند.

مطابق با دیدگاه فریدمن معامله‌گران روزانه (DAYTRD) در بازار سهام، سهامی را که کم ارزش هستند را خریداری می‌کنند و با اصلاح قیمت آن‌ها در پایان روز، آن را به فروش می‌رسانند و به این ترتیب نوسانات روزانه سهام را کاهش می‌دهند.

۲-۱-۶-۲ سفته بازی نگهداشت

طبق نظریه‌ی طبقه بندی نگهداشت، نگهداشت شامل ۴ طبقه می‌شود که سهام سفته بازی یکی از آن‌ها است. این نوع سهام، سهامی هستند که به دلیل پیش‌بینی افزایش قیمت و یا تغییرات پیش‌بینی شده در عرضه و تقاضای قیمت خریداری می‌شوند. در ادبیات مختلف به این نوع سهام، سهام پیش‌خور شده نیز گفته می‌شود. به عنوان مثال فرض کنید که بنا به دلایل مختلف نشانه‌های از صعود وجود داشته باشد در این مرحله سفته‌بازان با پیش‌بینی احتمال صعود شروع به خرید سهام می‌کنند. اگر نشانه‌های سیگنال درستی داده باشند نشان می‌دهد که پیش‌بینی سفته‌بازان درست بوده است ولی اگر به هر دلیلی نشانه‌های موجود نادرست باشد و قیمت سهام پیش‌خور شده باشد، سفته‌بازان بدون توجه به نشانه‌های بعدی دارایی خود را عرضه می‌کنند و باعث بی‌ثباتی بازار می‌شوند بنابراین در این دوره هیچ‌گونه انگیزه سفته بازی وجود ندارد و ممکن است این بی‌ثبات کردن قیمت‌ها به این منجر شود که قیمت‌ها به سطح پایین‌تری از قیمت قبل از ورود سفته‌بازان به سهم برسد. به طور کلی هنگامی که دارایی سفته‌بازان نگهداشت بالا باشد و از طرفی روند بازار نزولی باشد، سفته‌بازان ارزش دارایی خود را از دست می‌دهند و با عرضه‌ی سهام خود در بازار باعث بی‌ثباتی بازار و کاهش بیشتر قیمت دارایی می‌شوند (هارت، کرپس، ۱۹۸۶)

۲-۱-۶-۳ عوامل موثر بر سفته بازی و جایگاه آن در بازارهای مالی

در حالی که روندهای بلند مدت در بازارهای مالی معمولاً توسط مبانی اقتصاد کلان ایجاد می‌شوند فعالیت‌های سفته‌بازانه می‌تواند نقش مهمی در هدایت نوسانات داشته باشد. به طور معمول سفته‌بازی در بازارهای دارایی معلول سیاست‌های پولی، رشد شدید نقدینگی و نرخ‌های بالای بهره است که اجازه هدایت سرمایه به بخش تولید را نمی‌دهد. حمایت از چنین طرح‌هایی انگیزه سفته‌بازی را افزایش می‌دهد و با ورود به بخش‌های کالایی و مالی حباب ایجاد می‌کند.

۲-۱-۶-۴ انگیزه سفته بازی و نوسانات قیمت سهام

معامله‌گران کلاسیک بر این باورند که افراد به دلیل انگیزه‌های معاملاتی و یا احتیاطی پول را نزد خود نگه می‌دارند اما دلیل دیگری به جز دو دلیلی که در بالا ذکر شده است وجود دارد که همان انگیزه سفته-بازی می‌باشد. تقاضای سفته بازی پول به این معنی است که پول با امید و هدف انجام معاملات سودآور و استفاده از فرصت‌های پیش رو، نگهداری شود. به طور کلی انگیزه‌های معاملاتی و احتیاطی توجیه بیشتری نسبت به انگیزه‌های سفته بازی شرکت برای نگهداری وجه نقد دارد، لازم به ذکر است که هر سه انگیزه موجود تحت تاثیر عدم اطمینان در مقدار و زمان جریان‌های نقدی قرار می‌گیرد.

۲-۱-۶-۵ سفته بازان و قیمت سهام

کسب سود از طریق تلاش برای پیش بینی نوسان قیمت را می‌توان سفته بازی تعریف نمود و تاکید کرد که وجود سفته بازی در حد معقول، برای فعالیت هر بازاری لازم است. اما اگر به صورت افراطی ادامه یابد به بازار آسیب میرساند. در بازارها اگر هر یک از نقش‌ها درست ایفا شوند و مانند یک اکوسیستم باشند و به شکلی متعادل و منطقی ایفا شوند می‌توانند ضامن سلامت و بقای بازار باشند، اما باید به این نکته توجه نمود که شکل متعادل سفته بازی به تعدیل عرضه و تقاضا و تامین نقدینگی کمک نموده و شکل نامطلوب آن، در معامله‌کنندگان و سرمایه‌گذاران ایجاد نارضایتی کرده و همچنین در قیمت‌ها باعث ایجاد حباب شده و منجر به ایجاد نوسانات شدید قیمت‌ها و بازده قیمتی بالای (نامتعارف) سهام می‌شود. طبق نظری-های موجود در بازار که هر وقت قیمت سهمی بالا برود تمایل آن برای شکستن سطوح بالای قیمتی بیشتر از برگشت از آن نقاط است بنابراین هنگامی که قیمت سهمی بالا می‌رود انتظارات را برای افزایش بیشتر قیمت در سهامداران ایجاد می‌کند و این این انتظارات بیش از حد باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بر روی درآمدهای بالقوه آتی حاصل از سرمایه‌گذاری سفته‌بازی کنند و این معمولاً تهدیدی برای سرمایه‌گذاران آتی می‌باشد. این نوع پدیده، پدیده توهم سفته‌بازی نام دارد. (اسدی و همکاران، ۱۳۸۶)

۲-۱-۶-۶ ریسک و سفته بازی

تعریف سفته بازی عبارت است از : قبول ریسک قابل ملاحظه برای دستیابی به سود متناسب. این تعریف از نظر زبان شناسی خوب است، اما چنانچه مشخص نکنیم منظور از ریسک قابل ملاحظه و سود متناسب چیست، کاربردی نخواهد داشت. منظور از ریسک قابل ملاحظه این است که آن ریسک به حد کافی بر تصمیم تاثیرگذار است. فرد ممکن است فرصت سرمایه‌گذاری با صرف ریسک مثبت را به این دلیل رد کند که سود بالقوه آن برای قبول ریسک، کافی نباشد. منظور از سود متناسب، صرف ریسک مثبت است، بدین معنا که بازده مورد انتظار بیشتر از بازده بدون ریسک است.

۲-۲ پیشینه تحقیق

۲-۲-۱ مطالعات داخلی

رئیزی (۱۳۹۷) در تحقیقی با هدف ماهیت معاملات غرری با تاکید بر سفته‌بازی از دیدگاه فقه تطبیقی به این نتیجه دست یافت که غرر در معامله، افزایش دارایی یکی به ضرر دیگری است زیرا غرر ناشی از ریسکی است که بر ارکان قرارداد برخورد می‌کند ولی ریسک در سفته‌بازی مطلوب، هیچ گونه برخوردی با ارکان قرارداد ندارد و ناظر بر آینده سرمایه است و از طرفی اگر ریسک سفته‌بازی مبتنی بر محاسبات علمی و دقیق باشد با مفهوم غرر منهی، رابطه تباین خواهد داشت و همچنین مقتضای پذیرش مبنای فقهی تسری غرر از شرط به عوضین، غرری بودن هر گونه فعالیت مبتنی بر ریسک سفته‌بازانه است، مشروط بر اینکه به تغییر مصنوعی قیمت کالا یا اوراق بهادار منجر شود.

عباسی (۱۳۹۵) در تحقیقی با هدف بررسی مقایسه‌ای حباب سفته‌بازی در بورس اوراق بهادار تهران و بازارهای نوظهور طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ (برای بازارهای نوظهور طی دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۶) به این نتیجه دست یافت که با توجه به شاخص نسبت قیمت به سود تقسیمی در سه کشور ایران، کره و ترکیه، هر سه کشور دارای حباب قیمتی می‌باشد اما میزان آن در کشور کره بسیار بیشتر از دو کشور دیگر می‌باشد.

پورشهابی (۱۳۹۳) در تحقیقی با هدف بررسی نقش تحریم‌های اقتصادی و حمله‌های سفته‌بازی بر شکل‌گیری بحران پولی و تورم در اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۹ تا ۱۳۹۱ به این نتیجه دست یافت که در نتیجه تحریم‌های اقتصادی که از سال ۲۰۰۶ میلادی با هدف شکل‌گیری بحران پولی در ایران آغاز شد، این تحریم‌ها سبب کاهش ذخایر ارزی کشور شده است. همچنین وجود حمله‌های سفته‌بازانه، افزایش تورم انتظاری و افزایش حجم نقدینگی در اقتصاد در کنار این تحریم‌ها، به شکل‌گیری بحران پولی و در جهت کاهش ذخایر ارزی کشور بوده است. همچنین کسری بودجه کشور نیز از عوامل موثر بر کاهش ذخایر ارزی کشور بوده است لذا با افزایش نرخ ارز و کاهش تقاضا برای آن، نیاز به عرضه میزان کمتری از ذخایر ارزی کشور جهت کنترل بازار به همراه داشته است. از دیگر دلایل افزایش تورم می‌توان به رشد نقدینگی در اقتصاد، افزایش نرخ ارز، کاهش درآمدهای بخش نفتی و رکود اقتصادی ناشی از بحران پولی اشاره کرد که تمامی این عوامل موجب کاهش ارزش پول داخلی و کاهش ذخایر ارزی در کشور شده است. بر اساس نتایج بدست آمده تحریم‌های اقتصادی بر تقاضای پول حقیقی اثر منفی داشته و نشان دهنده انتقال نقدینگی به بازارهای رقیب پول در شرایط تحریم اقتصادی می‌باشد.

اعتمادی (۱۳۹۱) در تحقیقی با هدف بررسی حباب سفته‌بازی عقلایی در بورس اوراق بهادار تهران و صنایع منتخب با استفاده از مدل مارکوف-سوئیچینگ طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه دست یافت که ۳ صنعت از ۶ صنعت مورد بررسی یعنی صنعت استخراج کانه‌های فلزی، بانک‌ها و موسسات

اعتباری و محصولات شیمیایی دارای حباب سفته بازی می باشد و همچنین این ۶ صنعت از تغییر رژیم مارکوف پیروی می کنند.

محمدی فرد (۱۳۹۰) در تحقیقی با هدف بررسی سفته بازی و پوشش ریسک در بازار آتی نفت خام طی دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۸ به این نتیجه دست یافت که تغییر مواضع غیر تجاری دیرتر از نوسانات قیمتی صورت میگیرد و فعالیت غیر تجاری ها علت بی ثباتی قیمت ها نبوده است و بازدهی قراردادهای آتی نفت خام علت گرنجری خالص موضع خرید غیر تجاری ها می باشد.

روغنیان (۱۳۹۰) در تحقیقی با هدف ارائه مدلی جهت شناسایی حباب سفته بازانه در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ به این نتیجه دست یافت که عدم توجه و نظارت کافی موجب افزایش شدید و پیوسته قیمت و پدیدار شدن حباب قیمتی می شود که از دو عامل اندازه نسبی حباب و حجم غیر عادی معاملات می توان در تشخیص حباب سفته بازانه در شاخص بورس اوراق بهادار استفاده کرد.

رزبان (۱۳۸۹) در تحقیقی با هدف بررسی اثر سفته بازی بر نوسانات بازار مسکن در ایران طی دوره زمانی ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۷ به این نتیجه دست یافت که ایجاد تقاضای سفته بازی در بازار بر اثر تحلیل روند قیمت دوره های گذشته بوده و تاثیر بسزایی در بازار مسکن ایجاد می کند همچنین پس از بررسی کشش قیمتی عرضه، به این نتیجه دست یافت که افزایش سرعت تولید و تقویت عرضه، یک فاکتور اساسی جهت کنترل نوسانات بازار برای پاسخگویی به تقاضای سفته بازی است.

۲-۲-۲ مطالعات خارجی

کمپبل (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان "مدل اثر متقابل سفته بازی و پوشش ریسک در بازارهای نفت و دلار آمریکا - سرمایه گذاران بلند مدت دینامیکی و فازی" به این نتیجه دست یافت متغیرهای متوسط بانک به طور مؤثر پارامترهایی برای پویایی نرخ بهره فرضی هستند که به انحرافات از عقلانیت و سرمایه گذاری فرض شده نرخ بهره بستگی دارند. در میدان صفر، یک تغییر فاز در سیستم سفته بازان وجود دارد که دو متغیر را برای متغیرهای بانکی ایجاد می کند، از این رو در این سیستم پارامترهای پویایی سرمایه گذار بلند مدت که فرض می شود نرخ بهره می توانند تغییر سریع داشته باشند، این دقیقاً همان اتفاقی است که در مطالعه دینامیکی خاموش برای سیستم های فیزیکی رخ می دهد.

بلویز و سیتانا (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان "کمبود دارایی، نقدینگی و حباب های سفته بازانه" به این نتیجه دست یافتند که با فرض مناسب از نظر سود حاصل از معامله، نقدینگی از بین نمی رود و با بدتر شدن شرایط اعتبار، حجم معاملات نیز از بین نمی رود در نتیجه به یک تعادل کاملاً سفته بازانه نزدیک می شود، و حباب ها در حد مجاز قرار می گیرند. این نتیجه به بازارهای ناقص اعمال می شود و به طور کلی، به تعادل در جایی که محدودیت های موازی با استفاده از معیارهای قیمت گذاری بازدهی در آن دخالت دارند، اعمال می شود.

جانگ و کانگ (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان احتمال افت قیمت ، حباب سفته‌بازانه منطقی و سطح مقطع بازده سهام به این نتیجه رسیدند که به هنگام اصلاح قیمت‌های بالا، سرمایه‌گذاران در سطح بالا همیشه بر خلاف قیمت‌گذاری پایین معامله نمی‌کنند و نشان می‌دهد که اثرات سقوط تا حدی می‌تواند بر اثر حباب های سفته بازانه عقلایی باشد نه بر اثر قیمت گذاری بالا.

الجیری و لکادیتو (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان "نوسانات قیمت و فعالیتهای سفته بازانه در بازارهای کالاهای آتی" به این نتیجه رسیدند که معاملات اختلال‌زا دارای قدرت پیشرو در نوسانات بازار هستند و نوسان‌گیران نوعی از این محرکان نوسان هستند.

گوئن و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان "پیش بینی عدم ثبات بازار آتی نفت در دنیای مالی: چرا فعالیت های سفته‌بازانه اهمیت دارند" به این نتیجه دست یافتند که با وارد کردن حجم معاملات و باز کردن بهره (نسبت سفته بازانه) در پویایی نوسانات، تعامل نامحسوس بین دو اقدام را مستندسازی می‌کنند که رفتار ناپایداری-رفتارهای سفته بازانه نقش مهمی در بازار ایفا می‌کند. علاوه بر این، با حساب کردن برای تغییرات ساختاری، شواهد قابل توجهی یافتند که این رفتار در حال حاضر نسبت به گذشته ضعیف‌تر است و این نشان می‌دهد که بازار معاملات آتی نفت در دوره زمانی اخیر آموزنده و / یا ریسک کمتری دارد. پیش-بینی‌هایی بر اساس این ویژگی‌ها مطابق با ترجیحات پیش بینی شده که مطابق با رفتار پایدار و ناپایدار در بازار معاملات آتی نفت است، بسیار خوب عمل می‌کند.

بوهل ، سیکلوس و ولنریتر (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان "فعالیت سفته‌بازانه و عدم ثبات معاملات آتی کالاهای کشاورزی چین را برمی‌گرداند" به این نتیجه دست یافتند که با استفاده از مدل های GARCH، تأثیر هر دو نسبت در نوسانات مشروط هشت قرارداد معاملات آتی چینی به دقت مورد بررسی قرار گرفت. علاوه بر این، مدل های VAR در رابطه با تست‌های علیت گرنجر ، آنالیز کنش - واکنش و تجزیه واریانس برای بدست آوردن رابطه تاخیر و تقدم بین فعالیت سفته‌بازانه و نوسانات بازده استفاده می‌شود. در بیشتر کالاهای، تأثیر مثبت نسبت حدس و گمان بر نوسانات شرطی بررسی می‌شود نتایج با تکیه بر نسبت پوشش ریسک نتیجه ناپذیر است.

کی تان و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان ماهیت سفته‌بازانه ارزهای رمز پایه به این نتیجه دست یافتند که پایداری نوسانات و تأثیر اهرم می‌تواند ناپایداری نوسانات را بهبود ببخشد، و ریسک را کاهش دهد از این رو سطح سفته‌بازی را در بازار رمزنگاری کاهش دهد.

هسین ، گوو ، تسینگ و لو (۲۰۰۳) در تحقیقی با هدف "تأثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات بازده سهام: شواهدی از تایوان" به این نتیجه دست یافتند که خصوصیات معاملات سفته‌بازانه پیش‌بینی شده با نظریه‌های متضاد ممکن است همزمان در بازار وجود داشته باشد شواهد نشان می‌دهد، مطابق با فرضیه نگهداشت، که فعالیت‌های تجاری سفته‌بازانه از طریق معاملات روز باعث افزایش نوسانات قیمت داخل روزانه می‌شوند و در صورت افزایش قیمت در روز خاص ، تمایل به تشدید چنین نوساناتی دارند. با این حال ، سطح فزاینده بدهی حاشیه، که معاملات سفته‌بازانه انباشتی را اندازه می‌گیرد، برای ثبات بازار است،

بنابراین، از فرضیه سفته‌بازانه عقلایی حمایت می‌کند. همچنین با افزایش حجم معاملات و به عنوان پاسخی به بحران مالی سال ۱۹۹۷ آسیا، شواهدی از تأثیر مثبت بر نوسانات بازده پیدا می‌کند.

کوهن (۲۰۰۰) در تحقیقی با عنوان "بدهی حاشیه: آیا تعداد بسیار زیادی به لبه نزدیک هستند؟" به این نتیجه دست یافت که در ایالات متحده، بدهی حاشیه‌ای به عنوان سهمی از سرمایه‌گذاری کلی بازار در طول یک دوره چند دهه افزایش یافته است.

۳-۲ جمع بندی

مبحث سفته‌بازی یکی از مهم‌ترین مباحث تأثیرگذار بر نوسانات قیمتی در بازارهای مختلف می‌باشد. اکثر پژوهش‌های مرتبط با سفته‌بازی مربوط به حباب سفته‌بازی و انواع آن یعنی حباب عقلایی و غیرعقلایی می‌باشد. در بحث طبقه‌بندی سفته‌بازان که به دو دسته سفته‌بازان عقلایی و نگهداشت تقسیم می‌شود، تاکنون پژوهشی که اثر این دو دسته را بر نوسانات قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند، وجود ندارد. اما در پژوهش‌های خارجی هسین و همکاران (۲۰۰۳) طی پژوهشی تأثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات بازده سهام را بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که وجود این دو دسته از سفته‌بازان نوسانات قیمتی سهام را افزایش می‌دهند.

فصل ۳: روش شناسی پژوهش

فصل سوم

روش شناسی پژوهش

مقدمه

اساسی‌ترین مقوله انجام پژوهش، روش پژوهش می‌باشد به طوری که اگر روش انتخابی برای انجام پژوهش متناسب با موضوع پژوهش انتخاب شود، انجام پژوهش سریع‌تر و با اطمینان بیشتری انجام می‌شود. در بحث روش‌شناسی پژوهش، تمامی اجزای یک پژوهش به طور پیوسته و به صورت مجزا با یکدیگر ارتباط دارند که این ارتباط در نهایت باید منجر به شناخت قواعد و قانون‌های کلی شود. شناخت این قواعد سبب ایجاد رابطه‌ی علت و معلولی بین پدیده‌ها می‌شود و همبستگی بین عناصر تحقیق و قوانین و قواعد در این شناخت بسیار حائز اهمیت است زیرا به اثبات و یا رد فرضیات تحقیق می‌پردازد. در اجرای هر طرح پژوهشی، دستاوردهای پژوهش متأثر از روشی است که برای انتخاب پژوهش استفاده می‌شود و اهداف پژوهش زمانی محقق می‌شود که روشی درست برای پژوهش انتخاب شده باشد.

بر این اساس در این فصل به طور مختصر به توضیح و تشریح رویه‌های عملیاتی برگزیده، جهت انجام محاسبات و همچنین روش آماری آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود.

۳-۱ روش پژوهش

استفاده از روش پژوهش مناسب یکی از ویژگی‌های مطالعات علمی است زیرا هر پژوهشی که به دنبال دستیابی به هدف است از روش خاصی استفاده می‌کند. انتخاب یک روش تحقیق مناسب مراحل متعددی دارد که باید متناسب با اهداف، موضوع و ماهیت پژوهش باشد. روش‌های پژوهش را از لحاظ هدف می‌توان به چهار دسته‌ی کاربردی، بنیادی، توسعه‌ای و نظری تقسیم کرد که این پژوهش از نوع کاربردی می‌باشد. پژوهش کاربردی از آن دست از پژوهش‌ها است که نتایج آن در حل یک مسئله و در جهت رشد و بهبود یک محصول کاربرد داشته باشد. همچنین از لحاظ گردآوری اطلاعات پژوهش را می‌توان به تحقیقات توصیفی و آزمایشی تقسیم‌بندی کرد. در روش توصیفی، محقق با مطالعه واقعی و منظم خصوصیات یک موقعیت به کشف عقاید، افکار، ادراکات و ترجیحات افراد از طریق این روش می‌پردازد. به عبارت دیگر هدف محقق از این کار توصیف، ثبت و تحلیل و تفسیر شرایط موجود و گزارش آن بدون دخالت یا استنتاج ذهنی می‌باشد. پژوهش توصیفی خود به پنج دسته تقسیم می‌شود که شامل: (۱) پژوهش زمینه‌یابی پیمایشی (۲) پژوهش موردی (ژرفا نگر) (۳) تحلیل محتوا (۴) پژوهش همبستگی (همخوانی) (۵) پژوهش پس‌رویدادی (علی-مقایسه‌ای) هستند. از آنجایی که هدف این پژوهش توصیف کردن پدیده‌ها است جز پژوهش‌های توصیفی پیمایشی به شمار می‌رود و با توجه به اینکه با اطلاعات واقعی و تاریخی صورت می‌گیرد و داده‌های حاصل از اجرای تحقیق به صورت عدد و رقم جمع‌آوری می‌شود، از نظر زمان وقوع پس‌رویدادی است. از نوع تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای است زیرا علاوه بر اینکه اطلاعات جمع‌آوری شده به صورت توصیفی مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد، با یکدیگر نیز مقایسه می‌شوند. (عباسی، ۱۳۹۶) (طاهری، ۱۳۹۸)

۳-۲ قلمرو پژوهش

۳-۲-۱ قلمرو موضوعی

این تحقیق در حیطه مدیریت سرمایه‌گذاری می‌باشد و به بررسی تاثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای نظریه‌های سفته‌بازی غقلایی و نگهداشت می‌پردازد.

۳-۲-۲ قلمرو زمانی

قلمرو زمانی پژوهش، مربوط به اطلاعات مالی از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۷ است.

۳-۲-۳ قلمرو مکانی

قلمرو مکانی یا همان جامعه آماری پژوهش مربوط به شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است و از آنجایی که بورس اوراق بهادار تهران مشمول مقررات خاص سازمان بورس می‌باشد انتظار می‌رود اطلاعات تهیه شده از سوی این شرکت‌ها از کیفیت بالاتری برخوردار باشند.

۳-۳ روش گردآوری اطلاعات

این پژوهش نیازمند داده‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد که برای جمع‌آوری این اطلاعات از شیوه‌های مختلف استفاده شده است. برای اطلاعات مورد نیاز در فصل دوم یعنی مبانی نظری و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای و با بهره‌گیری از پایان‌نامه‌ها و مقالات فارسی و لاتین و کتب موجود استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای پاسخ به فرضیه‌ها و رسیدن به اهداف پژوهش از اسناد موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران استفاده شده است. برای طبقه‌بندی و آماده‌سازی اطلاعات و داده‌های دریافتی جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار صفحه گسترده (Excel) و نرم‌افزار EViews استفاده شده است.

۳-۴ جامعه و نمونه آماری

به کلیه عناصر و افراد دارای یک یا چند ویژگی مشترک یا مشابه هستند و در یک حوزه جغرافیایی مشخص فعالیت می‌کنند و محقق می‌خواهد به پژوهش در مورد آن‌ها بپردازد جامعه آماری گفته می‌شود. (یوسفی، ۱۳۹۷) جامعه آماری این پژوهش ۱۰۰ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران است که به صورت تصادفی انتخاب شده‌اند و در بازه‌ی زمانی ۶ سال (۱۳۹۲-۱۳۹۷) مورد بررسی قرار می‌گیرند. نمونه آماری پژوهش طبق شرایط زیر انتخاب شده است:

۱. در همه سال‌های مورد بررسی، اطلاعات شرکت در دسترس باشد.

۲. واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری ا نمونه آماری حذف شده‌اند.

۳-۵ متغیرهای تحقیق

۳-۵-۱ متغیر وابسته

۳-۵-۱-۱ نوسان قیمت سهام

یکی از مهم‌ترین متغیرهای این پژوهش اندازه‌گیری نوسان قیمت روزانه سهام می‌باشد. از آنجایی که این مطالعه تاثیر سفته بازی بر نوسانات قیمت سهام را بررسی می‌کند لازم است که ابتدا مقدار آن محاسبه شود. نوسان قیمت سهام از رابطه زیر بدست می‌آید:

در این تحقیق از واریانس شرطی متغیر زمانی به عنوان نماینده برای نوسانات بازده سهام استفاده خواهد شد. از آنجا که این تحقیق به بررسی اثرات فعالیت‌های معاملاتی مربوط به حاشیه معاملات می‌پردازد، که هر روز تغییر می‌کند، در نوسانات بازار سهام در صورت وجود این اثر، باید از مقیاس‌های "روزانه" نوسانات استفاده شود. سپس، برای بررسی تاثیر معاملات روزانه بر روی نوسانات سهام، لازم است که مقیاسی را به کار گیرد که نوسانات روزانه را محاسبه کند. بنابراین به عنوان نماینده خود، تفاضل بین بالاترین قیمت و پایین‌ترین قیمت روز را به عنوان درصدی از قیمت بسته شدن انتخاب خواهد کرد.

$$Sigma_{i,t}^{HL} = \left| \frac{P_{i,t}^H - P_{i,t}^L}{P_{i,t-1}} \right|$$

که در آن $P_{i,t}^H$ ، $P_{i,t}^L$ و $P_{i,t-1}$ به ترتیب بالاترین قیمت، پایین‌ترین قیمت و قیمت بسته شدن سهم می‌باشد و $\sigma_{i,t}^{HL}$ مقدار بزرگی نوسان قیمت روزانه برای سهم i در روز t اندازه‌گیری می‌کند. هسین و همکاران (۲۰۰۳) برای بررسی تأثیر نیازهای حاشیه ای بر نوسانات قیمت های آتی از یک معیار نوسانات مشابه استفاده کردند.

جهت استخراج اطلاعات قیمتی سهام مورد استفاده در این پژوهش از نرم افزار TseClient که مربوط به شرکت مدیریت فناوری بورس تهران است استفاده شده است.

۳-۵-۲ متغیر مستقل

۳-۵-۲-۱ درصد معامله روزانه

این پژوهش سعی دارد که چگونگی نوسانات بازده سهام تحت تاثیر اشکال مختلف معاملات سفته‌بازانه، یعنی معاملات روزانه و معاملات حاشیه‌ای را مورد بررسی قرار دهد. ابتدا، همانطور که توسط هسین و

همکاران (۲۰۰۳) فرض شده است برای اندازه گیری میزان استفاده از معاملات سفته بازانه بسیار کوتاه مدت ، از درصد معامله روز استفاده می شود.

$$DAYTRD_{i,t} = \frac{DATTRDV_{i,t}}{VOLM_{i,t}}$$

که در آن $DATTRDV_{i,t}$ تعداد سهام معامله شده در روز است ، $VOLM_{i,t}$ کل سهام معامله شده و $DAYTRD_{i,t}$ درصد معامله در هر روز را مشخص می کند.

کل سهام معامله شده برابر است با تعداد کل سهام شرکت در درصد شناوری آن. ولی با توجه به عدم وجود دسترسی به درصد شناوری سهام مربوطه، از تعداد کل سهام شرکت برای بدست آوردن درصد معامله در هر روز استفاده شده است.

۲-۵-۳ درصد معاملات حاشیه

در ادامه، معاملات حاشیه سود اندازه گیری می شود ، یعنی معاملاتی که معاملات روزانه را مستثنی می کنند.

$$MRGBUY_{i,t} = \frac{MRGBUYV_{i,t}}{VOLM_{i,t}}$$

که در آن ، $MRGBUYV_{i,t}$ حجم معاملات حاشیه ای روزانه سهم i در روز t است و $MRGBUY_{i,t}$ درصد کل معاملات ناخالص داخلی به عنوان بخشی از کل حجم معاملات روزانه است . (هسین و همکاران، ۲۰۰۳).

برای به دست آوردن حجم معاملات حاشیه ای از حجم روزانه نسبت به حجم روز قبل خود رگرسیون گرفته شده است. در نهایت با تقسیم عدد به دست آمده بر کل سهام معامله شده در روز، درصد کل معاملات ناخالص به دست می آید.

۳-۵-۳ متغیرهای کنترل

در این پژوهش، از متغیرهای اندازه شرکت، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی و ارزش روز به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است.

۱-۳-۵-۳ اندازه شرکت

اندازه شرکت به طور مفهومی به معنای ارزش کل ریالی همه ی سهام منتشر شده یک شرکت در بازار بورس اوراق بهادار است که به آن ارزش بازار سهام نیز گفته می شود. اما به طور عملیاتی از لگاریتم ارزش

روز حقوق صاحبان سهام (حاصل ضرب تعداد کل سهام منتشره و قیمت پایانی هر روز) بدست می‌آید. در این پژوهش از مقدار عملیاتی اندازه شرکت استفاده شده است.

$$size_{it} = \log(totalDayvalue_{it})$$

۳-۵-۳-۲ تغییر مالکیت حقیقی

تعداد سهامی که در اختیار سهامداران حقیقی می‌باشد. در صورتی که خرید و فروش سهام توسط حقوقی‌های شرکت این مقدار افزایش و کاهش پیدا میکند.

۳-۵-۳-۳ تغییر مالکیت حقوقی

تعداد سهامی که در اختیار سهامداران حقوقی می‌باشد. در صورتی که خرید و فروش سهام توسط حقوقی‌های شرکت این مقدار افزایش و کاهش پیدا میکند.

۳-۵-۳-۴ قیمت پایانی

قیمت پایانی سهام یک شرکت، به میانگین قیمت‌هایی گفته می‌شود که آن سهم در طول روز، بر اساس آن قیمت‌ها مورد داد و ستد قرار گرفته است. البته با توجه به قانون حجم مبنا، اگر تعداد سهام معامله شده در روز بزرگتر یا مساوی حجم مبنا باشد، میانگین قیمت‌های داد و ستد شده در روز برابر قیمت پایانی می‌باشد اما اگر حجم معامله شده در روز کمتر از حجم مبنا باشد، در این صورت به اندازه نسبت حجم معامله شده به حجم مبنا، قیمت پایانی تعیین می‌شود.

۳-۶ مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها

با توجه به فرضیه‌های موجود در این پژوهش و همچنین مطالبی که در مورد انواع متغیرها بیان شد، برای شناسایی تاثیر سفته‌بازی بر نوسانات قیمتی سهام، از رابطه‌ی زیر تاثیر معاملات سفته‌بازی مدل می‌شود.

$$\log(v)_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \log(VOL_{it}) + \beta_2 DAYTRD_{it} + \beta_3 MRGBUY_{it} + \sum_{n=1}^n X_{it} + \gamma_{it}$$

که در آن VOL_{it} حجم معاملات سهام، X_{it} متغیر کنترلی شامل اندازه شرکت (Size)، حجم معاملات نسبی معامله‌گران حقیقی، حجم معامله‌گران حقوقی، γ_{it} خطای مدل و دو متغیر بعدی همان متغیرهای معاملات سفته‌بازی هستند.

۳-۷ روش های آماری مورد استفاده برا آزمون فرضیه ها

در این بخش ابتدا آمار توصیفی داده های پژوهش مورد بررسی قرار می گیرد و سپس با استفاده از آزمون های آماری، فرضیه های موجود مورد آزمون قرار می گیرند.

۳-۷-۱ آمار توصیفی

برای توصیف، تفسیر و خلاصه کردن داده های جمع آوری شده از نمونه آماری، از مجموعه ای از روش ها و شیوه ها استفاده می شود که به مجموع این کارها آمار توصیفی گفته می شود. این مجموعه داده آماری شامل مقادیری از یک یا چند متغیر است که به بررسی ویژگی های نمونه آماری پژوهش می پردازد. این آمار بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامترهای مرکزی نظیر میانگین و همچنین پارامترهای پراکندگی داده های پژوهش نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می باشد. یکی از مهم ترین عوامل در تحلیل آماری، آمار توصیفی می باشد که بارزترین ویژگی های متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نمایان می کند. (طاهری، ۱۳۹۸)

۳-۷-۲ همبستگی

شیوه های مختلفی برای اندازه گیری همبستگی و ارتباط میان دو متغیر تصادفی وجود دارد. منظور از ضریب همبستگی میان دو متغیر، توانایی پیش بینی مقدار یک متغیر بر حسب متغیر دیگر است. در این پژوهش با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن همبستگی میان متغیرهای پژوهش اندازه گیری شده است. از ضریب همبستگی پیرسون برای اندازه گیری وابستگی دو متغیر کمی استفاده می شود که توسط کارل پیرسون^۳ در سال ۱۹۰۰ معرفی شد. اگر دو متغیر X و Y دو متغیر تصادفی باشند که دارای امید ریاضی (E) و واریانس (V) باشند، ضریب همبستگی پیرسون از رابطه زیر به دست می آید:

$$\rho(X, Y) = \text{corr}(X, Y) = \frac{E[X - E(X)](Y - E(Y))}{[V(X)V(Y)]^{\frac{1}{2}}}$$

این مقدار همیشه در بازه ۱ و -۱ می باشد.

$$-1 \leq \rho(X, Y) \leq 1$$

اگر متغیرهای موجود در پژوهش دارای داده های باشند که دور افتاده یا منحرف شده باشند در این صورت از همبستگی اسپیرمن استفاده می شود. این ضریب در سال ۱۹۰۴ توسط چالز اسپیرمن^۴ معرفی شد. در این همبستگی مقدار هر متغیر دارای رتبه ای می باشد فرمول زیر نحوه محاسبه ضریب همبستگی اسپیرمن را نشان می دهد:

^۳ Karl Pearson

^۴ Charles Edward Spearman

$$r_s(x, y) = \frac{cov(r_x, r_y)}{s_{rx} \cdot s_{ry}}$$

که در رابطه بالا r نشان دهنده رتبه‌ی مقدار هر متغیر می‌باشد.

تحلیل ضریب همبستگی به این گونه است که هر چه قدر مطلق عدد به دست آمده به یک نزدیک‌تر باشد رابطه‌ی قدرتمندتری بین دو متغیر برقرار است. به تعبیری دیگر اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر مثبت باشد با افزایش در یک متغیر شاهد افزایش در متغیر دیگر هستیم و در مورد همبستگی منفی با افزایش در این متغیر شاهد کاهش در متغیر دیگر هستیم. همچنین می‌توان گفت که اگر همبستگی میان دو متغیر برابر یا نزدیک به صفر باشد، ارتباط ضعیفی بین دو متغیر وجود دارد.

۳-۷-۳ آزمون مقایسه میانگین‌ها

یکی از آزمون‌هایی که به کرات در تحلیل آماری مورد استفاده قرار می‌گیرد، آزمون مقایسه میانگین‌ها می‌باشد. از آزمون را می‌توان از نظر جوامع مورد مقایسه، وابسته یا مستقل بودن متغیرها، پارامتری یا پارامتری نبودن نوع آزمون و برقراری یا عدم برقراری واریانس‌ها در جامعه تقسیم‌بندی کرد. برای استفاده از این آزمون ابتدا تساوی واریانس‌های با استفاده از آزمون لون مورد بررسی قرار می‌گیرد. در کنار تفاوت میانگین‌ها، سطح معناداری نیز بسیار حائز اهمیت است.

۳-۷-۴ آزمون رگرسیون لجستیک

انجام تجزیه و تحلیل رگرسیون برای زمانی مناسب است که متغیر وابسته دوگانه است. به مانند تمام تحلیل‌های رگرسیون، رگرسیون لجستیک نیز یک تحلیل پیش بینی است. رگرسیون لجستیک برای توصیف داده‌ها و توضیح رابطه بین یک متغیر باینری وابسته و یک یا چند متغیر مستقل اسمی و ترتیبی استفاده می‌شود.

هنگامی که محقق بخواهد رابطه‌ی بین یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته را با مقادیر کیفی بسنجد، از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود. این آزمون از جمله روش‌های آماری چند متغیری است که در این حالت برای استفاده از متغیر مستقل هیچ محدودیتی وجود ندارد اما برای متغیر وابسته باید به صورت دوتایی ترتیبی یا اسمی باشد. این بدین معنی است که در رگرسیون خطی متغیر وابسته متغیری کمی است اما در رگرسیون لجستیک متغیری کیفی و دو وجهی است. در پژوهش حاضر برای انجام آزمون لجستیک، ابتدا سفته‌بازی سهم بر اساس میانه دهک‌بندی شده است و دو دهک پایین برابر صفر و دو دهک بالا برابر یک در نظر گرفته شده است.

۵-۷-۳ رگرسیون چندکی

رگرسیون چندگی یک روش آماری می‌باشد که قابلیت محاسبه و رسم منحنی‌های مختلف در چندک-های متفاوت را دارد. از آنجایی که ممکن است رگرسیون خطی عملکرد ضعیفی در تحلیل داده‌ها داشته باشد، با استفاده از رگرسیون چندگی می‌توان تحلیلی بهتر و قوی‌تر نسبت به رگرسیون خطی ارائه داد. این رگرسیون برای اولین بار توسط کاونکر و باسک در سال ۱۹۷۸ معرفی شد. این روش با ارائه تصاویری کامل و جامع از داده‌ها، امکان سنجش متغیرهای وابسته و مستقل را با یکدیگر بدون نیاز به نرمال بودن داده‌ها و حتی نقاط دور افتاده فراهم می‌کند که این پایداری در مقابل نقاط دور افتاده از جمله مزایای رگرسیون چندگی نسبت به روش ols می‌باشد.

۸-۳ خلاصه فصل

در این فصل ابتدا روش‌شناسی پژوهش و سپس اطلاعات مربوط به قلمرو زمانی، مکانی، موضوعی و روش‌های گردآوری اطلاعات ارائه گردیده است و ضمن توضیح روش‌های آماری مورد استفاده در این مطالعه به طور مشخص از آزمون‌های مقایسه میانگین، رگرسیون چندکی، رگرسیون برای ارزیابی داده‌ها استفاده شده است.

فصل ۴ : تجزیہ و تحلیل داده‌ها

فصل چهارم

تجزیه و تحلیل داده‌ها

مقدمه

تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات به عنوان بخشی از فرایند روش پژوهش علمی، یکی از مهم‌ترین و اصلی‌ترین بخش‌های تحقیق به شمار می‌آید. به عبارتی پژوهشگر با استفاده از روش‌های مختلف تجزیه و تحلیل به پاسخگویی و تصمیم‌گیری در مورد تایید و یا رد فرضیه‌های مورد استفاده در پژوهش می‌پردازد. این بخش شامل فرایندی چند مرحله‌ای است که در آن ابتدا داده‌های خام با استفاده از فنون آماری مختلف مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند و سپس خلاصه، کدبندی، دسته‌بندی و پردازش می‌شوند و در نهایت به شکل اطلاعات در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرد.

از آنجا که پژوهش حاضر به بررسی تاثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای نظریه‌های سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت می‌پردازد، در این فصل از پژوهش، داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel دسته‌بندی و سپس با استفاده از نرم‌افزار EViews مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جداول آماری مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه گردیده و نتایج حاصل از آن‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

۴-۱ آمار توصیفی

در جدول (۴-۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه شده است. این آمار بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامترهای مرکزی نظیر میانگین و همچنین پارامترهای پراکندگی داده‌های پژوهش نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشد.

جدول ۴-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	
۰/۲۳	۱/۲۹	۳۲/۶۴	۲۲/۵۱	INSBUYPER
۱۷/۵۲	۳/۳۵	۲/۶۸	۱/۵۸	INSBUYNUM
۰/۲۰	-۱/۲۸	۳۲/۷۴	۷۷/۳۷	PBUYPER
۲۴/۴۷	۴/۱۸	۱۴۷/۱۷	۸۰/۵۹	PBUYNUM
۵۶/۵۴	۶/۸۱	۲۷۲۵۵۶۴۸۱۳۴/۳۵	۶۵۵۷۴۳۸۵۶۹/۲۶	INSELLVALUE
۳/۳۸	۲/۰۸	۲۶/۰۱	۱۴/۲۸	INSELLP
۴۵/۸۰	۵/۳۰	۲/۵۳	۱/۱۶	INSELLNUM
۵۲/۵۳	۵/۵۳	۱۵۹۵۱۴۲۰۵۱۹/۷۹	۶۴۴۱۳۹۲۸۳۱/۳۱	PSELLVALUE
۱/۴۷	-۱/۶۳	۲۹/۴۳	۸۱/۴۵	PSELLPER
۲۳/۹۷	۳/۸۵	۱۱۷/۹۰	۷۳/۲۷	PSELLNUM
۶۹/۳۳	۲/۰۵	۱۱۳۹۷۳۲۶۳۲۵/۵۷	-۳۱۲۳۱۶۷۷۶/۰۷	DELTAINSTOPER
-۰/۶۱	-۰/۵۷	۱/۷۰	۸/۵۹	LOGDAYVALUE
-۰/۳۶	۰/۳۳	۰/۰۲	۰/۰۳	SIGMA
۴۵/۶۴	-۱/۸۱	۹۶/۲۴	-۷/۳۰	DELTAPNUM
۴۲/۴۳	۲/۰۸	۲/۲۷	-۰/۱۰	DELTAINSNUM
-۰/۶۰	-۰/۵۸	۱/۷۲	۸/۶۵	SIZE
۴۸/۰۸	۵/۳۹	۰/۰۰	۰/۰۰	DAYTRD
۱/۳۵	-۱/۵۸	۲/۰۵	۴/۹۰	MRGBUY
-۰/۷۴	۰/۴۷	۰/۲۷	۳/۶۲	LOGCLOSE

INSBUYPER : درصد خرید حقوقی ؛ INSBUYNUM : تعداد خرید حقوقی ؛ PBUYPER : درصد خرید حقیقی ؛ PBUYNUM : تعداد خرید حقیقی ؛
 INSELLVALUE : ارزش فروش حقوقی ؛ INSELLP : درصد فروش حقوقی ؛ INSELLNUM : تعداد فروش حقوقی ؛ PSELLVALUE : ارزش فروش حقیقی ؛
 PSELLPER : درصد فروش حقیقی ؛ PSELLNUM : تعداد فروش حقیقی ؛ DELTAINSTOPER : تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی ؛ LOGDAYVALUE : لگاریتم
 ارزش روز ؛ SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTAINSNUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله
 روزانه ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

میانگین درصد خرید حقوقی برابر با ۲۲.۵۱۳ و انحراف معیار ۳۲.۶۳۹ است، که نشان دهنده پراکندگی بالای درصد خرید حقوقی در نمونه آماری است. این بدین معنا است که رفتار معاملاتی حقوقی‌ها به واسطه

این پراکندگی در قبال شرکت‌های مختلف متفاوت می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۱.۲۸۷ و کشیدگی ۰.۲۲۵ است.

در تعداد خرید حقوقی میانگین برابر با ۱.۵۸۳ و انحراف معیار ۲.۶۸ است، این متغیر نیز دارای پراکندگی نسبتاً بالایی می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۳.۳۵۱ و کشیدگی ۱۷.۵۲۴ است. متغیر بعدی درصد خرید حقیقی می‌باشد که میانگین آن برابر با ۷۷.۳۶۵ و انحراف معیار آن ۳۲.۷۳۹ است، پراکندگی این متغیر نیز بالا می‌باشد. رفتار حقیقی‌ها نیز به مانند حقوقی‌ها در قبال شرکت‌های مختلف، متفاوت است. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۱.۲۷۸- و ۰.۱۹۵ است. میانگین تعداد خرید حقیقی برابر با ۸۰.۵۸۶ و انحراف معیار ۱۴۷.۱۷۳ است، که نشان دهنده پراکندگی بالای این متغیر در نمونه آماری است. این متغیر دارای چولگی ۴.۱۸۴ و کشیدگی ۲۴.۴۷۳ است. میانگین ارزش فروش حقوقی برابر با ۶۵۵۷۴۳۸۵۶۹ و انحراف معیار ۲۷۲۵۵۶۴۸۱۳۴ است، که نشان دهنده پراکندگی بسیار بالای این متغیر است. این متغیر نیز دارای چولگی ۴.۸۰۸ و کشیدگی ۵۶.۵۴۱ است. میانگین درصد فروش حقوقی برابر با ۱۴.۲۷۸ و انحراف معیار ۲۶.۰۰۹ است، که نشان دهنده پراکندگی بالای این متغیر در نمونه آماری است. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۲.۰۸۲ و ۳.۳۸۲ است. میانگین تعداد فروش حقوقی برابر با ۱.۱۶۰ و انحراف معیار ۲.۵۳۰ است، که نشان دهنده پراکندگی نسبتاً بالای این متغیر در نمونه آماری است. این متغیر دارای چولگی ۵.۳۰۴ و کشیدگی ۴۵.۷۹۶ است. میانگین ارزش فروش حقیقی برابر با ۶۴۴۱۳۹۲۸۳۱ و انحراف معیار ۱۵۹۵۱۴۲۰۵۲۰ است، که نشان دهنده پراکندگی بسیار بالای این متغیر است. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۵.۵۳۳ و ۵۲.۵۳۲ است. میانگین درصد فروش حقیقی برابر با ۸۱.۴۴۵ و انحراف معیار ۲۹.۴۳۳ است، پراکندگی این متغیر نیز بسیار بالا می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۱.۶۳- و کشیدگی ۱.۴۶۸ است. میانگین تعداد فروش حقیقی برابر با ۷۳.۲۶۷ و انحراف معیار ۱۱۷.۸۹۹ است، پراکندگی در این متغیر هم بالا است. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۳.۸۵۱ و ۲۳.۹۷ است. میانگین تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی برابر با ۳۱۲۳۱۶۷۷۶.۱- و انحراف معیار ۱۱۳۹۷۳۲۶۳۲۶ است، که نشان دهنده پراکندگی بالای این متغیر در نمونه آماری است. این متغیر دارای چولگی ۲.۰۵۱ و کشیدگی ۶۹.۳۲۶ است. میانگین ارزش روز برابر با ۸.۵۸۵ و انحراف معیار ۱.۶۹۵ است، میزان پراکندگی در این متغیر نیز بالا می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۰.۵۷۳- و کشیدگی ۰.۶۰۸- است. میانگین نوسان برابر با ۰.۰۳۴ و انحراف معیار ۰.۰۲۲۹ است، پراکندگی در این متغیر کم می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۰.۳۲۷ و ۰.۳۵۶- است. میانگین تغییر مالکیت حقیقی برابر با ۷.۲۹۵- و انحراف معیار ۹۶.۲۴۱ است، که نشان دهنده پراکندگی بسیار بالای این متغیر می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۱.۸۰۵- و کشیدگی ۴۵.۶۴۴ است. میانگین تغییر مالکیت حقوقی برابر با ۰.۰۹۸۷- و انحراف معیار ۲.۲۷۱ است، میزان پراکندگی در این متغیر نیز نسبتاً بالا می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۲.۰۷۷ و کشیدگی ۴۲.۴۳۴ است. میانگین اندازه شرکت برابر با ۸.۶۵۴ و انحراف معیار ۱.۷۲۲ است، که نشان دهنده پراکندگی بالای این متغیر در نمونه آماری است. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۰.۵۸۴- و ۰.۶۰۴- است. میانگین درصد معامله روزانه برابر با ۰.۰۰۱۷ و انحراف معیار ۰.۰۰۲۹ است، میزان پراکندگی در این متغیر کم می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به

ترتیب برابر ۵.۳۹۱ و ۴۸.۰۸۴ است. میانگین معاملات حاشیه‌ای برابر با ۴.۹۰۴ و انحراف معیار ۲.۰۴۶ است، که نشان دهنده پراکندگی نسبتاً بالا می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۱.۵۸۴- و کشیدگی ۱.۳۵۲ است. میانگین لگاریتم قیمت پایانی برابر با ۳.۶۱۵ و انحراف معیار ۰.۲۷۴ است، میزان پراکندگی در این متغیر نیز بالا می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۰.۴۶۶ و ۰.۷۳۹- است.

۲-۴ آزمون مقایسه میانگین درصد معامله روزانه

در این بخش به مقایسه میانگین متغیرهای تحقیق بر مبنای حجم معاملات سفته‌بازی بالا و پایین پرداخته شده است. بر این اساس بر مبنای حجم معاملات سفته‌بازی عقلایی، بر اساس شدت سفته‌بازی در هر دوره دهک‌بندی صورت گرفته و به مقایسه میانگین متغیرهای تحقیق در سطح دو دهک بالا و پایین سفته‌بازی پرداخته شده است. سفته‌بازی پایین به معاملاتی اشاره دارد که درصد معامله روزانه در آن‌ها پایین باشد که در جداول زیر با عدد ۱ نشان داده شده است همچنین سفته‌بازی بالا به معاملاتی اشاره دارد که در درصد معامله روزانه در آن‌ها بالا باشد که در جداول زیر با عدد ۲ نشان داده شده است. متغیر درصد معامله روزانه سفته‌بازی عقلایی را اندازه‌گیری می‌کند. از جدول زیر برای تشخیص برابری و عدم برابری واریانس‌ها استفاده می‌شود به گونه‌ای که در فرضیه صفر، واریانس‌های هر دو گروه باهم برابر هستند^۵ و در فرضیه یک، فرضیه‌های دو گروه با هم برابر نیستند^۶.

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

^۵ Equal variances assumed

^۶ Equal variances not assumed

جدول ۲-۴. آزمون مقایسه میانگین DAYTRD

انحراف معیار	تفاوت میانگین	سطح معناداری	آماره t	
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	-۱۴۶/۲۷۷	SIGMA
۱/۰۶۵	۳۰/۱۴۸	۰/۰۰۰	۲۸/۳۰۹	DELTAPNUM
۰/۰۲۰	۰/۰۲۹	۰/۱۴۴	۱/۴۶۰	DELTA INUM
۰/۰۱۵	-۱/۶۳۴	۰/۰۰۰	-۱۱۲/۳۴۶	SIZE
۰/۰۰۸	-۲/۴۲۹	۰/۰۰۰	-۲۹۳/۱۹۰	MRGBUY
۰/۰۰۳	۰/۳۲۴	۰/۰۰۰	۹۳/۵۵۷	LOGCLOSE

SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛
MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

با توجه به نتایج آزمون، تفاوت میانگین نوسانات در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به نوسانات دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۰.۰۲۸- می‌باشد. این بدین معنا است که میانگین نوسانات در شرکت‌هایی که سفته‌بازی پایین دارند نسبت به شرکت‌هایی که سفته‌بازی بالا دارند، کمتر است. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۱۴۶.۲۷۷- و سطح معناداری ۰.۰۰۰ می‌باشد فرضیه‌ی صفر در سطح خطای ۱٪ رد می‌شود.

در تغییر مالکیت حقیقی تفاوت میانگین دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به تغییر مالکیت حقیقی دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۳۰.۱۴۸ می‌باشد. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۲۸.۳۰۹ و سطح معناداری ۰.۰۰۰ می‌باشد فرضیه‌ی صفر در این قسمت نیز با خطای ۱٪ رد می‌شود. در بخش تغییر مالکیت حقوقی تفاوت میانگین دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به تغییر مالکیت حقوقی دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۰.۰۲۹۱ می‌باشد. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۱.۴۶ و سطح معناداری ۰.۱۴۴ می‌باشد. با توجه به اینکه عدد سطح معناداری بالاتر از ۰.۰۵ است در نتیجه فرضیه یک، رد و فرضیه صفر قابل قبول می‌باشد. در مورد اندازه شرکت، تفاوت میانگین دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به اندازه شرکت دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۱.۶۳۴- می‌باشد. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۱۱۲.۳۴۶- و سطح معناداری ۰.۰۰۰ می‌باشد فرضیه‌ی صفر با احتمال خطای ۱٪ رد می‌شود. تفاوت معاملات حاشیه‌ای دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به معاملات حاشیه‌ای دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۲.۴۲۸- می‌باشد. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۲۹۳.۱۹- و سطح معناداری ۰.۰۰۰ می‌باشد فرضیه‌ی صفر رد می‌شود. در نهایت تفاوت قیمت پایانی دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به قیمت پایانی دوره‌های با حجم سفته‌بازی بالا برابر ۰.۳۲۳۸ می‌باشد. با توجه به اینکه آماره‌ی t برابر ۹۳.۵۵۷ و سطح معناداری ۰.۰۰۰ می‌باشد فرضیه‌ی صفر در سطح خطای ۱٪ رد می‌شود.

۳-۴ آمار توصیفی درصد معامله روزانه

در این بخش آمار توصیفی مربوط به درصد معامله در هر روز برای داده‌های مورد بررسی ارائه شده است. در این جدول شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه و اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای متغیرهای پژوهش بدست آمده است.

جدول ۳-۴. آمار توصیفی DAYTRD

	LOGCLOSE		MRGBUY		SIZE		DELTA INUM		DELTA PNUM		SIGMA		
	۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	
میانگین	۳/۴۶۶	۳/۷۹۰	۶/۳۸۲	۳/۹۵۳	۸/۹۸۴	۷/۳۵۰	-۰/۱۸۲	-۰/۱۵۳	-۳۱/۹۶۸	-۱/۷۴۰	۰/۰۴۶	۰/۰۱۷	
میانه	۳/۴۴۷	۳/۷۷۱	۶/۳۵۶	۳/۹۷۳	۹/۵۰۱	۷/۶۹۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۸/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۵	۰/۰۱۲	
انحراف معیار	۰/۳۳۲	۰/۴۰۱	۰/۶۸۱	۱/۰۴۲	۱/۵۱۹	۱/۵۷۴	۲/۸۴۰	۰/۹۵۰	۱۵۳/۳۲۷	۴۶/۲۸۷	۰/۰۲۲	۰/۰۲۰	
چولگی	۰/۷۲۹	۰/۱۱۳	۰/۲۸۴	-۰/۱۹۱	-۰/۸۴۲	-۱/۰۵۲	-۴/۳۶۶	-۰/۸۱۷	-۵/۳۶۵	-۱۳۱/۲۹۹	۰/۰۶۵	۱/۱۷۸	
کشیدگی	۱/۲۴۳	-۰/۵۳۱	-۰/۰۱۸	۰/۹۷۰	-۰/۴۷۱	۱/۰۹۸	۱۲۹/۱۲۸	۱۶/۸۹۰	۹۴/۰۴۸	۱۸۸۴۳/۹۵۶	-۰/۲۰۱	۰/۹۸۴	

SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

میانگین نوسانات در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۰.۰۱۷ و انحراف معیار آن برابر ۰.۰۲۰ می باشد که نشان از پراکندگی نسبتاً کم نوسانات می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۱.۱۷۸ و ۰.۹۸۴ می باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲)، مقدار میانگین برابر ۰.۰۴۶ و انحراف معیار برابر ۰.۰۲۲ می‌باشد که نشان از پراکندگی زیاد و احتمال وجود سفته‌بازی در دوره‌های زمانی بالا می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی برابر ۰.۰۶۵ و مقدار کشیدگی برابر ۰.۲۰۱ - می‌باشد.

میانگین تغییر مالکیت حقیقی در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۱.۷۴۰ - و انحراف معیار آن برابر ۴۶.۲۸۷ می باشد که نشان از پراکندگی بسیار بالای این متغیر می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۱۳۱.۲۹۹ و ۱۸۸۴۳.۹۵۶ می باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲)، مقدار میانگین برابر ۳۱.۹۶۸ - و انحراف معیار برابر ۱۵۳.۳۲۷ می‌باشد که نشان از پراکندگی زیاد در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی برابر ۰.۰۶۵ و مقدار کشیدگی برابر ۰.۲۰۱ - می‌باشد.

در متغیر تغییر مالکیت حقوقی، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۰.۱۵۳ - و مقدار انحراف معیار برابر ۰.۹۵۰ می‌باشد. در این متغیر پراکندگی کمی وجود دارد. این متغیر دارای چولگی ۰.۸۱۷ - و کشیدگی ۱۶.۸۹۰ می‌باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۱۸۲ - و ۲.۸۴۰ می‌باشد که نشان از پراکندگی نسبتاً کم این متغیر است. مقدار چولگی در این متغیر برابر ۴.۳۶۶ - و مقدار کشیدگی برابر ۱۲۹.۱۲۸ است.

در بخش اندازه شرکت، میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۷.۳۵۰ و انحراف معیار برابر ۱.۵۷۴ است که نشان از پراکندگی بالا در این متغیر می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۱.۰۵۲- و ۱.۰۹۸ است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین برابر ۸.۹۸۴ و مقدار انحراف معیار برابر ۱.۵۱۹ است که در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر دارای چولگی ۰.۸۴۲- و کشیدگی ۰.۴۷۱- است.

میانگین و انحراف معیار درصد معاملات روزانه در دوره‌های با سفته‌بازی پایین (کد ۱) تقریباً برابر با ۰ است (به ترتیب برابر ۰.۰۰۰۰۲۹ و ۰.۰۰۰۰۲۳). این متغیر دارای چولگی ۰.۴۷۴ و کشیدگی ۱.۰۰- است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۰۰۸۷۴ و ۰.۰۰۹۳۱ می‌باشد که اعدادی تقریباً نزدیک به یکدیگر هستند. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۴.۹۱۹ و ۴۴.۱۵۶ است.

در بخش معاملات حاشیه‌ای، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۳.۹۵۳ و انحراف معیار برابر ۱.۰۴۲ می‌باشد. پراکندگی در این متغیر نسبتاً بالا است. مقدار چولگی و کشیدگی در این دوره به ترتیب برابر ۰.۱۹۱- و ۰.۹۷۰ می‌باشد همچنین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقادیر میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۶.۳۸۲ و ۰.۶۸۱ است که نشان‌دهنده پراکندگی بالاتر این دوره نسبت به دوره‌ی زمانی با سفته‌بازی پایین می‌باشد. این دوره دارای چولگی ۰.۲۸۴ و کشیدگی ۰.۰۱۸- است.

مقدار میانگین و انحراف معیار برای آخرین متغیر یعنی لگاریتم قیمت پایانی در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) به ترتیب بار ۳.۷۹۰ و ۰.۴۰۱ است. در این دوره مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۱۱۳ و کشیدگی ۰.۵۳۱- است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین برابر ۳.۴۶۶ و انحراف معیار برابر ۰.۳۳۲ است. در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۷۲۹ و کشیدگی ۱.۲۴۳ می‌باشد.

۴-۴ آزمون مقایسه میانگین معاملات حاشیه‌ای

در این بخش به مانند بخش قبل به مقایسه میانگین متغیرای تحقیق در مبنای حجم معاملات سفته‌بازی بالا و پایین پرداخته شده است. در این بخش معاملات حاشیه‌ای مورد بررسی قرار می‌گیرد که سفته‌بازی نگهداشت رو مورد بررسی قرار می‌دهد.

$$H. \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1 \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

جدول ۴-۴. آزمون مقایسه میانگین MRGBUY

انحراف معیار	تفاوت میانگین	سطح معناداری	آماره t	
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	-۱۲۵/۴۵۲	SIGMA
۱/۳۱۵	۴۶/۴۵۷	۰/۰۰۰	۳۵/۳۳۱	DELTAPNUM
۰/۰۳۱	۰/۳۳۶	۰/۰۰۰	۱۰/۷۸۸	DELTA INUM
۰/۰۱۴	-۲/۰۴۲	۰/۰۰۰	-۱۴۱/۰۸۸	SIZE
۰/۰۰۰	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۵۴/۷۹۷	DAYTRD
۰/۰۰۳	۰/۵۳۶	۰/۰۰۰	۱۵۸/۶۶۳	LOGCLOSE

SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛
 SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

با توجه به این موضوع که سطح معناداری برای تمام متغیرهای جدول بالا ۰.۰۰ می باشد، فرضیه صفر در تمام متغیرها با سطح خطای ۱٪ رد می شوند.

۴-۵ آمار توصیفی معاملات حاشیه ای

در این بخش همانند بخش آمار توصیفی درصد معامله روزانه، آمار توصیفی مربوط به معاملات حاشیه ای برای داده های مورد بررسی ارائه شده است. در این جدول شاخص های مرکزی نظیر میانگین، میانه و اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای متغیرهای پژوهش بدست آمده است.

جدول ۴-۵. آمار توصیفی MRGBUY

LOGCLOSE		DAYTRD		SIZE		DELTA INUM		DELTAPNUM		SIGMA		
۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۱	
۳/۳۳۹	۳/۸۷۵	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۹/۲۳۳	۷/۱۹۰	-۰/۴۳۳	-۰/۰۹۸	-۴۶/۹۲۴	-۰/۴۲۶	۰/۰۴۱	۰/۰۱۷	میانگین
۳/۳۳۴	۳/۸۸۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۹/۸۹۶	۷/۵۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱۶/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۳۹	۰/۰۰۵	میانه
۰/۳۰۱	۰/۳۹۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۱/۵۷۵	۱/۴۲۰	۴/۴۲۳	۰/۶۳۰	۱۸۸/۶۹۰	۴/۷۶۰	۰/۰۲۰	۰/۰۲۱	انحراف معیار
۰/۴۶۶	۰/۰۰۹	۵/۲۲۰	۵/۲۳۸	-۰/۸۰۱	-۱/۵۲۳	-۲/۳۸۸	-۰/۷۹۶	-۳/۸۹۲	-۹/۲۳۹	۰/۴۵۱	۱/۳۰۲	چولگی
-۰/۰۷۸	-۰/۵۳۰	۵۰/۱۹۵	۳۸/۶۹۰	-۰/۸۹۰	۲/۲۰۷	۴۳/۶۸۴	۷/۳۶۲	۴۸/۸۶۱	۳۸۳/۴۲۹	۰/۲۰۶	۰/۹۸۳	کشیدگی

SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

میانگین نوسانات در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۰.۰۱۶۵ و انحراف معیار آن برابر ۰.۰۲۱۴ می باشد که نشان از پراکندگی نسبتاً کم نوسانات می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۱.۳۰۲۰ و ۰.۹۸۳ می باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲)، مقدار میانگین برابر ۰.۰۴۱۳ و انحراف معیار برابر ۰.۰۱۹۶ می‌باشد که نشان از پراکندگی نسبتاً زیاد در این دوره است. در این دوره مقدار چولگی برابر ۰.۴۵۱۰ و مقدار کشیدگی برابر ۰.۲۰۶۰ می‌باشد.

میانگین تغییر مالکیت حقیقی در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۰.۴۲۵۸- و انحراف معیار آن برابر ۴.۷۵۹۵ می باشد که نشان از پراکندگی بسیار بالای این متغیر می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۹.۲۳۹۰- و ۳۸۳.۴۲۹۰ می باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲)، مقدار میانگین برابر ۴۶.۹۲۳۷- و انحراف معیار برابر ۱۸۸.۶۸۹۸ می‌باشد که نشان از پراکندگی زیاد در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی برابر ۳.۸۹۲۰- و مقدار کشیدگی برابر ۴۸.۸۶۱۰ می‌باشد.

در متغیر تغییر مالکیت حقوقی، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۰.۰۹۷۷- و مقدار انحراف معیار برابر ۰.۶۳۰۰ می‌باشد. در این متغیر پراکندگی کمی وجود دارد. این متغیر دارای چولگی ۰.۷۹۶۰- و کشیدگی ۷.۳۶۲۰ می‌باشد. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۴۳۳۵- و ۴.۴۲۲۸ می‌باشد که نشان از پراکندگی بالای این متغیر است. مقدار چولگی در این متغیر برابر ۲.۳۸۸۰- و مقدار کشیدگی برابر ۴۳.۶۸۴۰ است.

در بخش اندازه شرکت، میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۷.۱۹۰۴ و انحراف معیار برابر ۱.۴۲۰۱ است که نشان از پراکندگی بالا در این متغیر می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۱.۵۲۳۰- و ۲.۲۰۷۰ است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین برابر ۹.۲۳۲۸ و مقدار انحراف معیار برابر ۱.۵۷۵۱ است که در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر دارای چولگی ۰.۸۰۱۰- و کشیدگی ۰.۸۹۰۰- است.

میانگین و انحراف معیار درصد معاملات روزانه در دوره‌های با سفته‌بازی پایین (کد ۱) تقریباً برابر با ۰ است (به ترتیب برابر ۰.۰۰۰۰۶۸ و ۰.۰۰۰۰۱۳۶). این متغیر دارای چولگی ۵.۲۳۸۰ و کشیدگی ۳۸.۶۹۰۰ است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۰۰۵۸ و ۰.۰۰۹۱ می باشد که اعدادی تقریباً نزدیک به یکدیگر هستند. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۵.۲۲۰۰ و ۵۰.۱۹۵۰ است.

در بخش معاملات حاشیه‌ای، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین (کد ۱) برابر ۳.۶۱۹۰ و انحراف معیار برابر ۰.۷۳۲۵ می‌باشد. پراکندگی در این متغیر نسبتاً بالا است. مقدار چولگی و کشیدگی در این دوره به ترتیب برابر ۱.۶۴۴۰- و ۳.۷۲۴۰ می‌باشد همچنین در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقادیر میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۶.۸۷۹۳ و ۰.۴۳۵۲ است که نشان‌دهنده پراکندگی بالاتر

این دوره نسبت به دوره‌ی زمانی با سفته‌بازی پایین می‌باشد. این دوره دارای چولگی ۰.۹۸۸۰ و کشیدگی ۰.۵۶۴۰ است.

مقدار میانگین و انحراف معیار برای آخرین متغیر یعنی لگاریتم قیمت پایانی در دوره‌های زمانی با سفته-بازی پایین (کد ۱) به ترتیب بار ۳.۸۷۵۲ و ۰.۳۹۸۸ است. در این دوره مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۰۰۹۰ و کشیدگی ۰.۵۳۰۰- است. در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا (کد ۲) مقدار میانگین برابر ۳.۳۳۹۰ و انحراف معیار برابر ۰.۳۰۰۹ است. در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۴۶۶۰ و کشیدگی ۰.۰۷۸۰- می‌باشد.

۴-۶ آزمون مقایسه میانگین نوسانات

در این بخش به مانند دو بخش قبل به مقایسه میانگین متغیرای تحقیق در مبنای حجم معاملات سفته-بازی بالا و پایین پرداخته شده است. در این بخش نوسانات مورد بررسی قرار می‌گیرد. با این تفاوت که در این قسمت کد ۰ بیانگر نوسانات کم و کد ۱ بیانگر نوسانات زیاد می‌باشد.

این آزمون نیز به مانند آزمون مقایسه میانگین معاملات حاشیه‌ای، تمام متغیرهای موجود در جدول بالا دارای سطح معناداری ۰ می‌باشند. در نتیجه در تمامی متغیرها در دوره‌های زمانی با سفته‌بازی پایین نسبت به دوره‌های زمانی با سفته‌بازی بالا، فرضیه صفر رد می‌شود.

جدول ۴-۶ آزمون مقایسه میانگین SIGMA

آماره t	سطح معناداری	تفاوت میانگین	انحراف معیار
DELTA PNUM	-۱۷/۰۳۵	۰	-۱۳/۹۰۲۰۴
DELTA INUM	-۸/۴۲۸	۰	-۰/۱۵۰۸۸
SIZE	۵۰/۶۰۷	۰	۰/۷۶۱۸
DAYTRD	۵۹/۱۰۹	۰	۰/۰۰۰۰۵
MRGBUY	۱۴۲/۸۰۷	۰	۱/۴۴۲۱۷
LOGCLOSE	-۵۱/۴۶۴	۰	-۰/۱۸۲۱۹

DELTA PNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

۷-۴ آمار توصیفی نوسانات

در این بخش همانند بخش آمار توصیفی درصد معامله روزانه و معاملات حاشیه‌ای، آمار توصیفی مربوط به نوسانات برای داده‌های مورد بررسی ارائه شده است. در این جدول شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه و اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای متغیرهای پژوهش بدست آمده است.

جدول ۷-۴. آمار توصیفی SIGMA

LOGCLOSE	MRGBUY	DAYTRD	SIZE	DELTA INUM	DELTA PNUM	
۳/۵۴۵	۳/۷۲۷	۵/۷۶۷	۴/۳۲۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۸/۳۸۲
۳/۴۹۶	۳/۶۹۷	۵/۷۸۰	۴/۳۷۸	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۸/۸۵۹
۰/۳۶۳	۰/۳۹۳	۰/۹۱۸	۱/۲۲۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	۱/۶۲۰
۰/۷۵۹	۰/۲۸۶	-۰/۱۳۲	-۰/۲۸۸	۵/۸۴۹	۱۵/۸۹۵	-۰/۷۰۰
۰/۶۹۵	-۰/۲۹۶	۰/۲۸۶	۰/۴۰۴	۶۴/۸۱۱	۴۷۲/۶۵۵	-۰/۳۸۸

DELTA PNUM : تغییر مالکیت حقیقی : DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی : SIZE : اندازه شرکت : DAYTRD : درصد معامله روزانه : MRGBUY : معاملات حاشیه ای : LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

میانگین نوسانات در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) برابر ۰.۰۰۱۹ و انحراف معیار آن برابر ۰.۰۰۳۲ می باشد که نشان از پراکندگی کم نوسانات می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۱.۵۶۲۰ و ۰.۹۸۳ می باشد. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱)، مقدار میانگین برابر ۰.۰۶۶۹ و انحراف معیار برابر ۰.۰۱۳۱ می‌باشد که نشان از پراکندگی کم در این دوره است. در این دوره مقدار چولگی برابر ۱۳.۱۵۴۰ و مقدار کشیدگی برابر ۸۲۲.۳۱۶۰ می‌باشد.

میانگین تغییر مالکیت حقیقی در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) برابر ۳.۲۱۸۰- و انحراف معیار آن برابر ۴۸.۳۱۳۸ می‌باشد که نشان از پراکندگی بسیار بالای این متغیر می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر ۲۲.۳۱۱۰- و ۹۶۰.۶۷۸۰ می باشد. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱)، مقدار میانگین برابر ۱۷.۱۱۴۶- و انحراف معیار برابر ۱۱۳.۰۰۴۶ می‌باشد که نشان از پراکندگی زیاد در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد می‌باشد. در این دوره مقدار چولگی برابر ۶.۲۰۳۰- و مقدار کشیدگی برابر ۱۴۲.۳۳۰۰ می‌باشد.

در متغیر تغییر مالکیت حقوقی، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) برابر ۰.۰۷۲۱- و مقدار انحراف معیار برابر ۱.۶۳۵۳ می‌باشد. در این متغیر پراکندگی نسبتاً کمی وجود دارد. این متغیر دارای چولگی ۱۱.۳۱۹۰- و کشیدگی ۳۴۹.۸۰۱۰ می‌باشد. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۲۲۳۰- و ۲.۱۴۶۷ می‌باشد که نشان از پراکندگی نسبتاً بالای این متغیر است. مقدار چولگی در این متغیر برابر ۰.۴۵۹۰- و مقدار کشیدگی برابر ۶۷.۷۲۴۰ است.

در بخش اندازه شرکت، میانگین در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) برابر ۴.۶۱۹۳ و انحراف معیار برابر ۱.۵۹۵۶ است که نشان از پراکندگی نسبتاً بالا در این متغیر می‌باشد. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۰.۹۱۶۰- و ۱.۰۴۵۰ است. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱) مقدار میانگین برابر ۸.۳۸۱۷ و مقدار انحراف معیار برابر ۱.۶۱۹۶ است که در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر دارای چولگی ۰.۷۰۰- و کشیدگی ۰.۳۸۸۰- است.

میانگین و انحراف معیار درصد معاملات روزانه در دوره‌های با نوسانات کم (کد ۰) به ترتیب برابر ۰.۰۰۰۸ و ۰.۰۰۳۴ می‌باشد. این متغیر دارای چولگی ۱۵.۸۹۵ و کشیدگی ۴۷۲.۶۵۵۰ است. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱) مقدار میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۰.۰۰۴۱ و ۰.۰۰۷۵ می‌باشد که اعدادی تقریباً نزدیک به یکدیگر هستند. مقدار چولگی و کشیدگی در این متغیر به ترتیب برابر ۵.۸۴۹۰ و ۶۴.۸۱۱۰ است.

در بخش معاملات حاشیه‌ای، مقدار میانگین در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) برابر ۴.۳۲۴۳ و انحراف معیار برابر ۱.۲۱۹۷ می‌باشد. پراکندگی در این متغیر نسبتاً بالا است. مقدار چولگی و کشیدگی در این دوره به ترتیب برابر ۰.۲۸۸۰- و ۰.۴۰۴۰ می‌باشد همچنین در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱) مقادیر میانگین و انحراف معیار به ترتیب برابر ۵.۷۶۷۰ و ۰.۹۱۸۴ است که نشان‌دهنده پراکندگی بالا در این دوره می‌باشد. این دوره دارای چولگی ۰.۱۳۲۰- و کشیدگی ۰.۲۸۶۰ است.

مقدار میانگین و انحراف معیار برای آخرین متغیر یعنی لگاریتم قیمت پایانی در دوره‌های زمانی با نوسانات کم (کد ۰) به ترتیب برابر ۳.۷۲۶۹ و ۰.۳۹۳۱ است. در این دوره مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. همچنین این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۲۸۶۰ و کشیدگی ۰.۲۹۶۰- است. در دوره‌های زمانی با نوسانات زیاد (کد ۱) مقدار میانگین برابر ۳.۵۴۴۸ و انحراف معیار برابر ۰.۳۶۲۵ است. در این دوره نیز مقدار پراکندگی بالا می‌باشد. این متغیر در این دوره دارای چولگی ۰.۷۵۹۰ و کشیدگی ۰.۶۹۵۰ می‌باشد.

۸-۴ تحلیل همبستگی متغیرهای پژوهش

در جدول (۸-۴) نتایج تحلیل همبستگی متغیرهای پژوهش ارائه شده است. در قسمت بالای جدول، نتایج آزمون همبستگی اسپیرمن و در قسمت پایین جدول نتایج آزمون همبستگی پیرسون ارائه شده است.

در بخش نتایج آزمون اسپیرمن، همبستگی میان اندازه شرکت‌ها و مقدار نوسانات آن‌ها برابر ۰.۵۱ می‌باشد و سطح معناداری آن برابر ۰.۰۱۲ است که در سطح خطای ۵٪ معنادار است. مقدار همبستگی درصد معامله روزانه هر شرکت با نوسانات آن برابر ۰.۴۳۲ و با اندازه شرکت برابر ۰.۳۰۷ می‌باشد که سطح معناداری در هر دوی آن‌ها برابر ۰.۰۰ می‌باشد و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. همبستگی معاملات حاشیه‌ای با نوسانات، اندازه شرکت و درصد معاملات روزانه به ترتیب برابر ۰.۳۰۵، ۰.۴۷۷، ۰.۷۱۸ می‌باشد که سطح معناداری در هر سه آن‌ها برابر ۰.۰۰ می‌باشد و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. همبستگی میان قیمت پایانی و نوسانات برابر ۰.۶۱-، قیمت پایانی و اندازه شرکت ۰.۴۸۷ و قیمت پایانی و معاملات

حاشیه‌ای برابر ۰.۴۷۶ می‌باشد که تمامیه این موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی تغییر مالکیت حقیقی با نوسانات، اندازه، درصد معامله روزانه و قیمت پایانی به ترتیب برابر ۰.۸۲، ۰.۸۶، ۰.۱۲۹، ۰.۱۲۲ می‌باشد و تمامیه این موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی میان تغییر مالکیت حقوقی با اندازه شرکت، درصد معاملات روزانه، درصد معاملات حاشیه‌ای و قیمت پایانی به ترتیب برابر ۰.۱۵۹، ۰.۵۰، ۰.۶۲- و ۰.۸۷ می‌باشد که در متغیرهای اندازه، درصد معاملات حاشیه‌ای و قیمت پایانی در سطح ۱٪ معنادار است و در متغیر درصد معاملات روزانه در سطح خطای ۵٪ معنادار می‌باشد. همبستگی میان تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی با اندازه شرکت برابر ۰.۱۴۲- و معناداری در سطح ۱٪، با درصد معاملات حاشیه‌ای برابر ۰.۹۴- و سطح خطای ۱٪، با قیمت پایانی برابر ۰.۲- و سطح خطای ۱٪، با تغییر مالکیت حقیقی برابر ۰.۲۳۸- و سطح خطای ۱٪، و در نهایت با تغییر مالکیت حقوقی برابر ۰.۴۴۹ و درصد خطای ۱٪ می‌باشد. همبستگی میان در درصد خرید حقوقی با اندازه شرکت، درصد معاملات حاشیه‌ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی و تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی به ترتیب برابر ۰.۴۴۴، ۰.۵۰۴، ۰.۷۰۴، ۰.۱۸۳، ۰.۲۴۶- و ۰.۴۵۷- می‌باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی میان در درصد خرید حقیقی با اندازه شرکت، درصد معاملات حاشیه‌ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی و درصد خرید حقوقی به ترتیب برابر ۰.۴۴۱، ۰.۵۰۴، ۰.۷۰۲، ۰.۱۸۱، ۰.۲۴۲، ۰.۴۵۴ و ۰.۹۹۸- می‌باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی میان در درصد فروش حقوقی با اندازه شرکت، درصد معامله روزانه، درصد معاملات حاشیه‌ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی، درصد خرید حقوقی و درصد خرید حقیقی به ترتیب برابر ۰.۵۴۱، ۰.۱۲۲، ۰.۵۲۱، ۰.۶۱۲، ۰.۰۷۳، ۰.۲۰۶، ۰.۱۴۵، ۰.۶۰۰ و ۰.۶۰۰- می‌باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی میان در درصد فروش حقیقی با اندازه شرکت، درصد معامله روزانه، درصد معاملات حاشیه‌ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی، درصد خرید حقوقی، درصد خرید حقیقی و درصد فروش حقوقی به ترتیب برابر ۰.۴۰۱، ۰.۷۳، ۰.۵۱۷، ۰.۶۱۵، ۰.۴۷، ۰.۲۴۴، ۰.۱۷۵، ۰.۶۳۳، ۰.۶۳۷ و ۰.۹۵۲- می‌باشد که در تمامیه موارد به جز تغییر مالکیت حقیقی در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. تغییر مالکیت حقیقی در سطح خطای ۵٪ معنادار است.

در بخش نتایج آزمون پیرسون، همبستگی میان اندازه شرکت‌ها و مقدار نوسانات آن‌ها برابر ۰.۵۳ می‌باشد و سطح معناداری آن برابر ۰.۰۱ است که در سطح خطای ۱٪ معنادار است. مقدار همبستگی درصد معامله روزانه هر شرکت با نوسانات آن برابر ۰.۲۴۴ و با اندازه شرکت برابر ۰.۲۵۵ می‌باشد که سطح معناداری در هر دوی آن‌ها برابر ۰.۰۰ می‌باشد و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. همبستگی معاملات حاشیه‌ای با نوسانات، اندازه شرکت و درصد معاملات روزانه به ترتیب برابر ۰.۳۴۶، ۰.۴۰۷، ۰.۵۰۳ می‌باشد که سطح معناداری در هر سه آن‌ها برابر ۰.۰۰ می‌باشد و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. همبستگی میان قیمت پایانی و نوسانات برابر ۰.۵۳، قیمت پایانی و اندازه شرکت ۰.۴۳۵ و قیمت پایانی و معاملات حاشیه‌ای برابر ۰.۴۵۸ می‌باشد که تمامیه این موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشند. همبستگی میان

قیمت پایانی و درصدد معامله روزانه برابر ۰.۴۶ می باشد که در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد. همبستگی
 تغییر مالکیت حقیقی با نوسانات و درصد معاملات حاشیه ای به ترتیب برابر ۰.۶۷- و ۰.۸۹- می باشد و
 تمامیه این موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می باشند. همبستگی میان تغییر مالکیت حقوقی با نوسانات،
 اندازه شرکت، درصد معاملات روزانه، قیمت پایانی و تغییر مالکیت حقیقی به ترتیب برابر ۰.۵۰-، ۰.۱۰۷-،
 ۰.۱۲۴، ۰.۶۰- و ۰.۲۷۴ می باشد که در متغیرهای اندازه، درصد معاملات روزانه و قیمت پایانی و تغییر
 مالکیت حقیقی در سطح ۱٪ معنادار است و در متغیر نوسانات در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد.
 همبستگی میان تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی با درصد معامله روزانه برابر ۰.۶۳- و معناداری در سطح
 ۱٪، با قیمت پایانی برابر ۰.۴۸- و سطح خطای ۵٪، با تغییر مالکیت حقیقی برابر ۰.۴۰۷- و سطح خطای ۱٪
 و در نهایت با تغییر مالکیت حقوقی برابر ۰.۱۶۳- و درصد خطای ۱٪ می باشد. همبستگی میان در درصد
 خرید حقوقی با نوسانات، اندازه شرکت، درصد معاملات حاشیه ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی،
 تغییر مالکیت حقوقی و تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی به ترتیب برابر ۰.۸۲-، ۰.۲۵۲، ۰.۳۱۲، ۰.۵۹۰،
 ۰.۱۴۳، ۰.۶۳- و ۰.۲۴۷- می باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می باشند. همبستگی
 میان در درصد خرید حقیقی با نوسانات، اندازه شرکت، درصد معاملات حاشیه ای، قیمت پایانی، تغییر
 مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی و درصد خرید حقوقی به ترتیب
 برابر ۰.۸۱، ۰.۲۴۷-، ۰.۳۱۲-، ۰.۵۸۸-، ۰.۱۴۳-، ۰.۶۱، ۰.۲۴۶ و ۰.۹۹۶- می باشد که در تمامیه موارد در
 سطح خطای ۱٪ معنادار می باشند. همبستگی میان در درصد فروش حقوقی با نوسانات، اندازه شرکت، درصد
 معامله روزانه، درصد معاملات حاشیه ای، قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به
 حقیقی، درصد خرید حقوقی و درصد خرید حقیقی به ترتیب برابر ۰.۵۶-، ۰.۴۲۲، ۰.۱۲۹، ۰.۲۶۴، ۰.۴۲۰،
 ۰.۰۹۰، ۰.۲۴۰، ۰.۴۵۱ و ۰.۴۴۸- می باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪ معنادار می باشند.
 همبستگی میان در درصد فروش حقیقی با اندازه شرکت، درصد معامله روزانه، درصد معاملات حاشیه ای،
 قیمت پایانی، تغییر مالکیت حقیقی، تغییر مالکیت حقوقی، تغییر مالکیت حقوقی به حقیقی، درصد خرید
 حقوقی، درصد خرید حقیقی و درصد فروش حقوقی به ترتیب برابر ۰.۲۱۱-، ۰.۰۸۷-، ۰.۳۱۵-، ۰.۴۵۳-،
 ۰.۰۹۱، ۰.۱۴۹-، ۰.۲۱۶-، ۰.۵۶۰-، ۰.۵۶۶ و ۰.۸۲۲ می باشد که در تمامیه موارد در سطح خطای ۱٪
 معنادار می باشند.

جدول ۸-۴. همبستگی پیرسون و اسپیرمن

Correlations

[illegible]

INSBUYPER : درصد خرید حقوقی ؛ INSBUYNUM : تعداد خرید حقوقی ؛ PBUYPER : درصد خرید حقوقی ؛ PBUYNUM : تعداد خرید حقوقی ؛ INSELLP : درصد فروش حقوقی ؛ INSELLNUM : تعداد فروش حقوقی ؛ PSELLVALUE : ارزش فروش حقوقی ؛ PSELLPER : درصد فروش حقوقی ؛ PSELLNUM : تعداد فروش حقوقی ؛ DELTAINSTOPER : تغییر مالکیت حقوقی به حقوقی ؛ LOGDAYVALUE : لگاریتم ارزش روز ؛ SIGMA : نوسان ؛ DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ DELTAINNUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ PSELLNUM : تعداد فروش حقوقی ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

۹-۴ آزمون فرضیه‌ها بر مبنای رگرسیون لجستیک

در جدول (۹-۴) نتایج آزمون رگرسیون لجستیک ارائه شده است. در این مدل زیر سفته‌بازی پایین کد ۰ و سفته‌بازی بالا کد ۱ تعریف شده است. بر اساس جدول زیر، مدل انتخابی ارائه شده در این پژوهش در ۷۳.۷ درصد مواقع سفته‌بازی پایین را به درستی شناسایی کرده است و در ۷۷.۹ درصد مواقع نیز توانسته است سفته‌بازی بالا را شناسایی کند. در مجموع این مدل توانایی شناسایی اثرات سفته‌بازی را در ۷۵.۸ درصد مواقع را دارد.

جدول ۹-۴. درصد موفقیت مدل انتخابی بر مبنای رگرسیون لجستیک

درصد صحیح	۰	۱	درصد صحیح
۷۳/۷	۱۶۶۳۳	۵۹۳۱	۷۷/۹
۰	۵۰۸۷	۱۷۹۰۰	۷۵/۸
۱	درصد کلی		

برای انجام آزمون لجستیک، ابتدا سفته‌بازی سهم بر اساس میانه دهک‌بندی شده است و دو دهک پایین برابر صفر و دو دهک بالا برابر یک در نظر گرفته شده است. در جدول (۱۰-۴) رگرسیون لجستیک نوسانات قیمتی سهام ارائه شده است.

جدول ۱۰-۴. رگرسیون لجستیک نوسانات قیمتی سهام

ضرایب	انحراف معیار	سطح معناداری
DELTA PNUM	۰/۰۰۱	۰
DELTA INUM	-۰/۰۴۴	۰/۰۰۸
SIZE	-۰/۰۸	۰/۰۰۸
DAYTRD	۳۷/۲۱	۳/۷۶۶
MRGBUY	۱/۳۱۷	۰/۰۱۷
LOGECLOSE	۰/۱۹۲	۰/۰۳۴
CONSTANT	-۶/۸۱۹	۰/۱۶۷

DELTA PNUM: تغییر مالکیت حقیقی؛ DELTA INUM: تغییر مالکیت حقوقی؛ SIZE: اندازه شرکت؛ DAYTRD: درصد معامله روزانه؛ MRGBUY: معاملات حاشیه ای؛ LOGECLOSE: لگاریتم قیمت پایانی.

با توجه به نتایج به دست آمده برای سفته‌بازی در جدول بالا، تغییر مالکیت حقیقی به ضریب ۰.۰۰۱، انحراف معیار ۰.۰۰، سطح معناداری ۰.۰۰ و سطح اطمینان ۹۹٪ دارای تاثیر مثبت کمی بر سفته‌بازی سهام است. تغییر مالکیت حقوقی با ضریب ۰.۰۰۴۴، انحراف معیار ۰.۰۰۰۸، سطح معناداری ۰.۰۰ دارای اثر منفی معنی‌دار در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است. اندازه شرکت با ضریب ۰.۰۰۸-، انحراف معیار ۰.۰۰۰۸، سطح معناداری ۰.۰۰ دارای اثر منفی معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪ است. به عبارتی با افزایش اندازه شرکت، احتمال سفته‌بازی کاهش پیدا می‌کند. درصد معامله روزانه یا همان معیار سفته‌بازی عقلایی با ضریب ۳۷.۲۱، انحراف معیار ۳.۷۶۶، سطح معناداری ۰.۰۰ دارای اثر مثبت بسیاری بالا و معنی‌داری در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است. به گونه‌ای که با افزایش درصد معامله روزانه سهام، احتمال سفته‌بازی افزایش می‌یابد. درصد معاملات حاشیه‌ای یا همان معیار سفته‌بازی نگهداشت با ضریب ۱.۳۱۷، انحراف معیار ۰.۰۰۱۷، سطح معناداری ۰.۰۰ دارای اثر مثبت معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪ بر سفته‌بازی سهام است. با این تفاسیر احتمال سفته‌بازی در معیار نگهداشت نسبت به معیار عقلایی کمتر می‌باشد. قیمت پایانی با ضریب ۰.۱۹۲، انحراف معیار ۰.۰۰۳۴، سطح معناداری ۰.۰۰ دارای اثر مثبت معنی‌دار در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است.

در جدول زیر ضرایب مربوط به تاثیر متغیرها پژوهش بر سفته‌بازی سهام در سه سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪ ارائه شده است. همان گونه که در جدول زیر مشاهده می‌شود درصد معامله روزانه دارای بیشترین ضریب و اثر مثبت بر سفته‌بازی است و ارزش روز دارای کمترین ضریب و اثر منفی بر سفته‌بازی است.

جدول ۱۱-۴. رگرسیون لجستیک بر حسب سطوح مختلف اطمینان نوسانات قیمتی سهام

متغیرها	سطوح اطمینان		۹۰٪		۹۵٪		۹۹٪	
	ضرایب	پایین	بالا	پایین	بالا	پایین	بالا	پایین
SIZE	۰.۰۰۲۳۴۳	۰.۰۰۰۸۵۰	۰.۰۰۳۸۳۵	۰.۰۰۰۵۶۴	۰.۰۰۴۱۲۱	۰.۰۰۰۵۶۳E-۰۶	۰.۰۰۴۶۸۰	۰.۰۰۰۵۶۳E-۰۶
DAYTRD	۰.۶۰۶۸۸۱	۰.۵۶۶۴۹۹	۰.۶۴۷۲۶۴	۰.۵۵۸۷۶۲	۰.۶۵۵۰۰۱	۰.۵۴۳۶۴۲	۰.۶۷۰۱۲۱	۰.۵۴۳۶۴۲
MRGBUY	۰.۰۰۸۹۹۰	۰.۰۰۸۸۷۰	۰.۰۰۹۱۱۰	۰.۰۰۸۸۴۷	۰.۰۰۹۱۳۳	۰.۰۰۸۸۰۲	۰.۰۰۹۱۷۸	۰.۰۰۸۸۰۲
DELTA INUM	۴.۰۶E-۰۵	۰/۰۰۰۰	۹.۰۷E-۰۵	۰/۰۰۰۰	۰.۰۰۰۱۰۰	۰/۰۰۰۰	۰.۰۰۰۱۱۹	۰/۰۰۰۰
DELTA PNUM	۷.۱۶E-۰۶	۵.۷۸E-۰۶	۸.۵۴E-۰۶	۵.۵۱E-۰۶	۸.۸۱E-۰۶	۴.۹۹E-۰۶	۹.۳۲E-۰۶	۴.۹۹E-۰۶
LOGCLOSE	-۰/۰۰۳۴	-۰/۰۰۴۹	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۰۵۲	-۰/۰۰۱۶	-۰/۰۰۵۷	-۰/۰۰۱۰	-۰/۰۰۵۷
C	-۰/۰۱۰۳	-۰/۰۱۱۱	-۰/۰۰۹۵	-۰/۰۱۱۳	-۰/۰۰۹۴	-۰/۰۱۱۶	-۰/۰۰۹۱	-۰/۰۱۱۶

DELTA PNUM: تغییر مالکیت حقیقی؛ DELTA INUM: تغییر مالکیت حقوقی؛ SIZE: اندازه شرکت؛ DAYTRD: درصد معامله روزانه؛ MRGBUY: معاملات حاشیه‌ای؛ LOGCLOSE: لگاریتم قیمت پایانی.

۱۰-۴ آزمون رگرسیون چندکی

نتایج مربوط به تحلیل اثر متغیرهای پژوهش بر نوسانات در جدول (۴-۱۲) ارائه شده است.

جدول ۴-۱۲. آزمون چندکی نوسانات قیمتی سهام

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
SIZE	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۵۸۲	۰/۰۱۰
DAYTRD	۰/۶۰۷	۰/۰۲۵	۲۴/۷۱۹	۰/۰۰۰
MRGBUY	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۱۲۳/۰۹۶	۰/۰۰۰
DELTA INUM	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۳۳۲	۰/۱۸۳
DELTA PNUM	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۸/۵۱۶	۰/۰۰۰
LOGCLOSE	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	-۳/۷۱۹	۰/۰۰۰
C	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	-۲۱/۵۲۰	۰/۰۰۰
نیکویی برازش	۰/۱۰۲۶۹۱			
نیکویی برازش تعدیل شده	۰/۱۰۲۶۴۳			
سطح معناداری کل	.			

DELTA PNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

بر اساس فرضیه‌های پژوهش که اثر سفته‌بازی بر نوسانات را مورد بررسی قرار می‌دهد ضریب متغیر اندازه شرکت برابر ۰.۰۰۲ می‌باشد که با معناداری ۰.۰۰۱ در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. متغیر درصد معامله روزانه که معیار شناسایی سفته‌بازی عقلایی می‌باشد از ضریب ۰.۶۰۷ برخوردار است و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد این بدین معنا است که سفته‌بازی اثر مثبتی بر روی نوسانات قیمت سهام دارد. ضریب متغیر درصد معاملات حاشیه‌ای برابر ۰.۰۰۹ است که این متغیر دارای سطح اطمینان ۹۹٪ می‌باشد. این متغیر معیار شناسایی سفته‌بازی نگهداشت می‌باشد. بر اساس نتایج بدست آمده اثر سفته‌بازی نگهداشت نسبت به سفته‌بازی عقلایی کمتر می‌باشد. به عبارتی دیگر سفته‌بازی نگهداشت می‌تواند بخشی از سفته‌بازی عقلایی باشد. ضریب دو متغیر تغییر مالکیت حقیقی و تغییر مالکیت حقوقی تقریباً برابر ۰.۰۰ می‌باشد و تغییر مالکیت حقیقی در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد اما تغییر مالکیت حقوقی معنادار نیست. متغیر ارزش روز دارای ضریب -۰.۰۰۳ و سطح معناداری ۰.۰۰ می‌باشد که دارای اثر منفی بر نوسانات است و در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد. نیکویی برازش کل مدل برابر ۱۰٪ می‌باشد بدین معنی که این مدل در ۱۰٪ مواقع توانایی پیش‌بینی نوسانات را دارد و ۹۰٪ مواقع عوامل دیگری بر نوسانات قیمتی اثر دارد. سطح معناداری کل مدل نیز برابر ۰.۰۰ است و در سطح اطمینان ۹۹٪ می‌باشد.

همچنین در جدول (۱۳-۴) اثرات شش متغیر پژوهش بر نوسانات در چندک‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. در این جدول دهک اول دارای کمترین نوسانات و دهک نهم دارای بیشترین نوسانات می‌باشد.

جدول ۱۳-۴. برآورد ضرایب چندک‌های مختلف متغیر وابسته

۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱		
۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۱۷	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۴	ضرایب	SIZE
۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۵	انحراف معیار	
۳/۸۲۲۴	۴/۲۸۳۴	۱/۲۴۱۸	۳/۱۶۸۸	۲/۵۸۲۱	۳/۹۰۳۷	-۰/۴۱۱۲	-۰/۶۷۹۳	-۰/۸۳۰۳	آماره t	
۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۴۳	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۹۸	۰/۰۰۰۱	۰/۶۸۱۰	۰/۴۹۷۰	۰/۴۰۶۴	سطح معناداری	
۱/۰۴۵	۰/۹۴۹	۰/۷۸۹	۰/۶۹۹	۰/۶۰۷	۰/۵۳۴	۰/۴۵۳	۰/۳۴۶	۰/۲۰۷	ضرایب	DAYTRD
۰/۰۶۲	۰/۰۳۹	۰/۰۳۴	۰/۰۲۶	۰/۰۲۵	۰/۰۲۵	۰/۰۲۰	۰/۰۲۱	۰/۰۱۵	انحراف معیار	
۱۶/۹۰۰	۲۴/۴۱۰	۲۳/۲۵۳	۲۷/۰۰۱	۲۴/۷۱۹	۲۱/۶۹۵	۲۲/۴۰۲	۱۶/۲۳۳	۱۳/۶۹۰	آماره t	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۶	ضرایب	MRGBUY
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	انحراف معیار	
۲۳/۳۶۱	۳۶/۷۹۰	۵۳/۵۳۷	۸۰/۱۳۶	۱۲۳/۰۹۶	۱۴۹/۳۰۷	۱۳۹/۷۸۴	۱۱۹/۴۷۵	۵۷/۹۷۸	آماره t	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ضرایب	DELTA INUM
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	انحراف معیار	
۲/۲۳۶	۱/۹۱۲	۰/۸۱۴	۰/۸۵۲	۱/۳۳۲	-۰/۴۶۹	-۰/۹۸۵	-۳/۲۶۴	-۶/۶۶۴	آماره t	
۰/۰۲۵	۰/۰۵۶	۰/۴۱۶	۰/۳۹۴	۰/۱۸۳	۰/۶۳۹	۰/۳۲۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ضرایب	DELTAPNUM
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	انحراف معیار	
۱۰/۳۸۷	۲/۵۳۷	۶/۲۳۰	۷/۴۱۳	۸/۵۱۶	۷/۳۰۴	۸/۰۷۹	۴/۵۰۸	-۱/۲۰۶	آماره t	
۰/۰۰۰	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۲۸	سطح معناداری	
-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ضرایب	LOGCLOSE
۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	انحراف معیار	
-۶/۰۶۶	-۵/۸۸۵	-۱/۷۵۸	-۴/۳۴۹	-۳/۷۱۹	-۶/۰۵۳	-۰/۵۳۲	-۰/۵۴۵	۰/۳۵۶	آماره t	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۹۵	۰/۵۸۶	۰/۷۲۲	سطح معناداری	
۰/۰۴۶	۰/۰۲۶	۰/۰۱۱	-۰/۰۰۱	-۰/۰۱۰	-۰/۰۱۶	-۰/۰۲۰	-۰/۰۲۲	-۰/۰۲۱	ضرایب	C
۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	انحراف معیار	
۳۳/۶۳۰	۲۴/۹۶۸	۱۱/۹۶۵	-۲/۰۳۲	-۲/۵۲۰	-۴۴/۲۲۲	-۶۰/۲۵۹	-۶۸/۱۰۷	-۵۳/۴۲۱	آماره t	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	

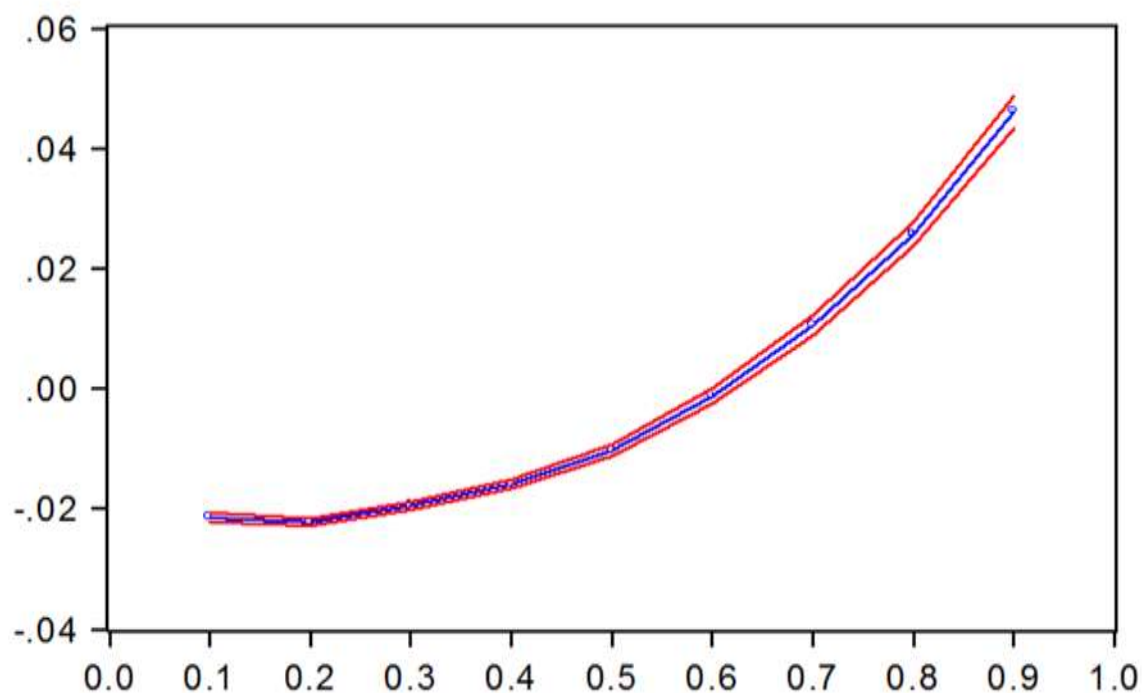
DELTAPNUM : تغییر مالکیت حقیقی ؛ DELTA INUM : تغییر مالکیت حقوقی ؛ SIZE : اندازه شرکت ؛ DAYTRD : درصد معامله روزانه ؛ MRGBUY : معاملات حاشیه ای ؛ LOGCLOSE : لگاریتم قیمت پایانی.

در متغیر اندازه شرکت الگوی مشخصی در ضرایب آن در دهک‌های مختلف مشاهده نمی‌گردد. در سه دهک اول و دهک هفتم ضرایب از سطح معناداری برخوردار نیستند. در دهک‌های ۴، ۵ و ۶ با افزایش ضریب اندازه شرکت نوسانات افزایش پیدا کرده است. در متغیر درصد معامله روزانه ضریب معاملات سفته‌بازی عقلایی همراه با افزایش نوسانات بیشتر می‌شود از ۰.۲ به ۱.۰۴۵ رسیده است که این ۰.۲ مربوط به دهک اول نوسانات که دارای کمترین نوسانات می‌باشد و دو ۱.۰۴۵ مربوط به دهک نهم نوسانات که دارای بیشترین نوسانات می‌باشد، است. این بدین معنا است که با افزایش نوسانات فعالیت سفته‌بازان عقلایی افزایش پیدا

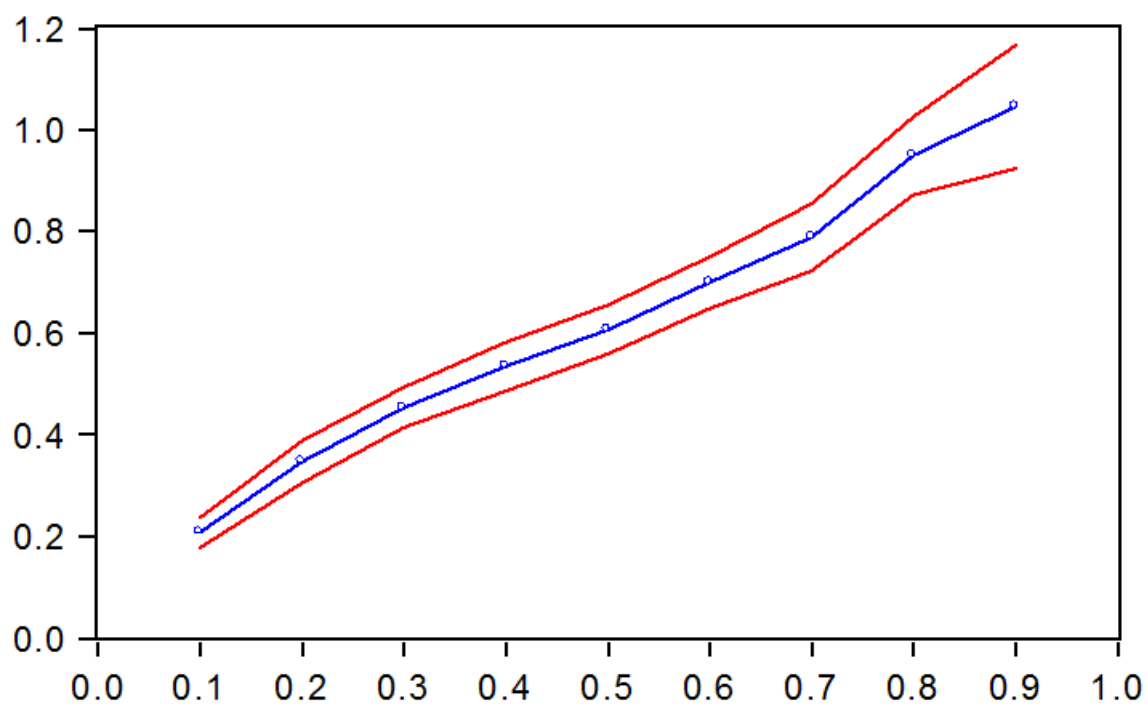
کرده است، در نتیجه فعالیت‌های سفته‌بازانه نقش مهمی را در نوسانات ایفا می‌کند و همچنین تمامیه ضرایب از سطح معناداری کافی برخوردار هستند. در متغیر درصد معاملات حاشیه‌ای که معیار سفته‌بازی نگهداشت می‌باشد چنین الگویی قابل مشاهده نیست به گونه ای که تا میانه‌های دهک‌های موجود با افزایش ضریب سفته‌بازی، مقدار نوسانات افزایش پیدا کرده است اما دوباره روند کاهشی به خود گرفته است اما تمامیه ضریب از سطح معناداری کافی برخوردار هستند. در دو متغیر تغییر مالکیت حقوقی و تغییر مالکیت حقوقی ضرایب تقریباً برابر ۰.۰۰ می‌باشند و تاثیر چندانی بر نوسانات ندارند هرچند که در تغییر مالکیت حقیقی در تمامیه دهک‌ها به جز دهک اول از سطح معناداری کافی برخوردار است اما در تغییر مالکیت حقوقی فقط در دهک اول، دوم و نهم دارای سطح معناداری کافی می‌باشد. در متغیر ارزش روز ضرایب دارای الگوی مشخصی می‌باشند به گونه‌ای که با افزایش نوسانات ضریب ارزش روز از صفر در دهک‌های پایین‌تر به سمت منفی در دهک‌های بالاتر می‌رود.

در زیر علاوه بر جدول برآورد ضرایب چندک‌های مختلف متغیر وابسته، نمودارهای مربوط به هر کدام از متغیرها نیز ارائه شده است.

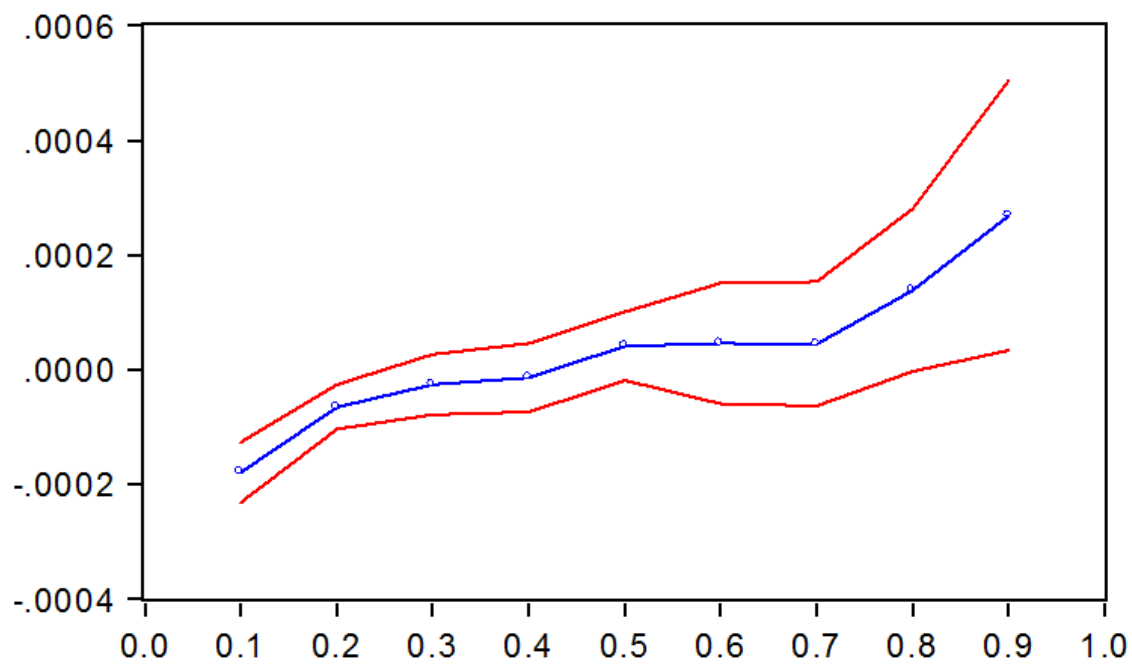
شکل ۱-۴. متغیر C



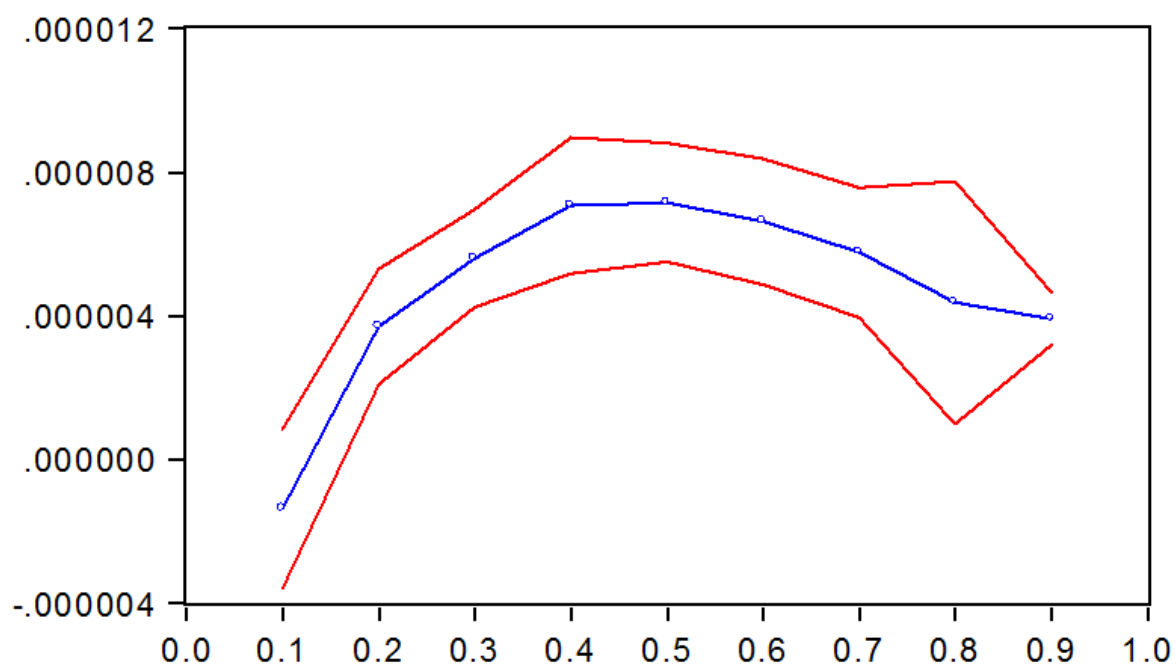
شکل ۲-۴. درصد معاملات روزانه



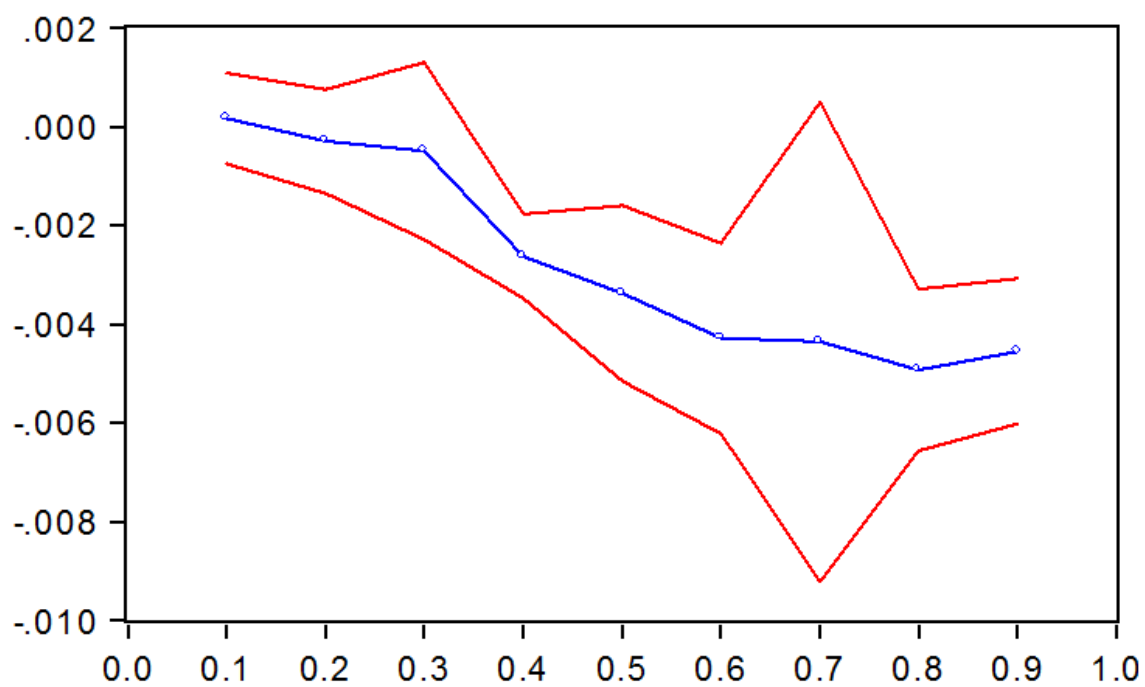
شکل ۳-۴. تغییر مالکیت حقوقی



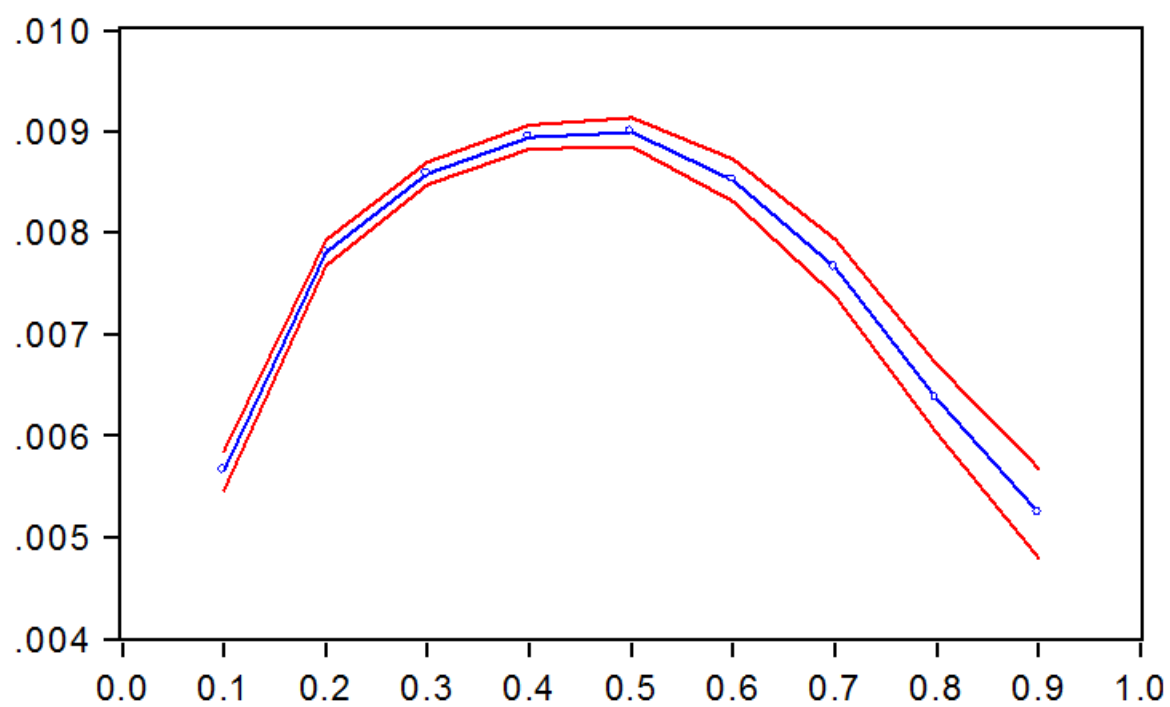
شکل ۴-۴. تغییر مالکیت حقیقی



شکل ۴-۵. قیمت پایانی



شکل ۴-۶. درصد معاملات حاشیه‌ای



شکل ۴-۷. اندازه شرکت



۴-۱۱ خلاصه فصل

در این فصل تمام آزمون‌های مرتبط با پژوهش بر روی داده‌ها انجام گرفت و نتایج بدست آمده حاکی از آن است که درصد معامله روزانه و درصد معامله حاشیه‌ای که معرف سفته‌بازی عقلایی و سفته‌بازی نگهداشت هستند، بر روی نوسانات قیمتی سهام تاثیر مثبت دارند که البته در تمامی آزمون‌های انجام شده تاثیر سفته‌بازی عقلایی بیشتر از سفته‌بازی نگهداشت می‌باشد. البته می‌توان از نتایج چنین برداشت کرد که سفته‌بازی نگهداشت می‌تواند جزئی از سفته‌بازی عقلایی باشد. سایر متغیرهای کنترل نیز دارای تاثیرات مثبت و منفی بر نوسانات قیمتی سهام می‌باشند که تاثیر آن‌ها نسبت به متغیرهای مستقل کمتر می‌باشد.

فصل ۵ نتیجه گیری و پیشنهادها

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مقدمه

مطالعه حاضر به بررسی تاثیر معاملات سفته‌بازانه بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای نظریه‌های سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت پرداخته است. بدین منظور در فصول قبل به بیان کلیات پژوهش و بیان مسئله، مبانی نظری و مطالعات پیشین در این زمینه، روش پژوهش و روش گردآوری اطلاعات، و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌های موجود و انجام آزمون‌های آماری، پرداخته شده است. در این بخش ضمن ارائه نتایج بدست آمده و مرور کلی یافته‌های پژوهش و تفسیر آزمون فرضیه‌ها، پیشنهاداتی برای استفاده‌ی مدیران و سرمایه‌گذاران و همچنین استفاده برای پژوهش‌های آتی ارائه شده است.

۵-۱ مروری بر موضوع پژوهش

شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران و بخصوص عملکرد سفته‌بازان در این بازار همواره برای فعالان در این حوزه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. دانستن این نکته که آیا رابطه‌ای میان معاملات سفته‌بازانه و نوسانات قیمتی وجود دارد، برای کارشناسان فعال در این حوزه بسیار مهم بوده است. به توجه به مطالعات گذشته، سفته‌بازی می‌تواند اثرات مثبت و منفی بر کلیت بازار داشته باشد، به طوری که گروهی از سفته‌بازان با سوق دادن قیمت بازار به سمت ارزش بنیادی، سبب افزایش نوسانات می‌شوند که این نشان از تاثیر مثبت سفته‌بازان بر بازار سهام می‌باشد و یا می‌توانند با بالا بردن سطح نگهداشت باعث ایجاد اختلال در بازار شده و و بازار را دچار بی‌نظمی کند. شناخت این موضوع که سفته‌بازی از کدام نوع می‌باشد و هر کدام چه تاثیری بر بازار سرمایه می‌گذارد، دارای اهمیت است. در این پژوهش سعی شده است که تاثیر سفته‌بازی بر نوسانات قیمتی سهام بر مبنای دو نظریه سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت بررسی شود. جهت بررسی این اثر، تعداد ۹۸ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است که اطلاعات آن‌ها از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفته است. هدف این پژوهش، بررسی چگونگی تاثیر معاملات سفته‌بازانه بر مبنای دو فرضیه می‌باشد. فرضیه اول اینکه آیا سفته‌بازی عقلایی و یا سفته‌بازی نگهداشت بر نوسانات قیمتی سهام اثر مثبت دارد و فرضیه دوم اینکه آیا سفته‌بازی عقلایی و یا سفته‌بازی نگهداشت بر نوسانات قیمتی سهام اثر منفی دارد.

تمامیه اطلاعات و داده‌ها از کتابخانه سازمان بورس و نرم افزار TseClient جمع‌آوری شده و سپس در نرم‌افزار اکسل طبقه‌بندی و پردازش شده‌اند. و در نهایت با استفاده از نرم‌افزار EViews آزمون‌های فرضیه بر روی آن‌ها انجام شده است و نهایت تحلیل نتایج به دست آمده به طور کلی ارائه شده است.

۵-۲ تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به شرح زیر است:

سفته‌بازان عقلایی (نظریه سفته‌بازی نگهداشت) بر نوسانات بازده سهام تاثیر مثبت دارند.

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون رگرسیون لجستیک، درصد معامله روزانه یا همان معیار سفته‌بازی عقلایی، دارای اثر مثبت بسیاری بالا و معنی‌داری در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است. به گونه‌ای که با افزایش درصد معامله روزانه سهام، احتمال سفته‌بازی افزایش می‌یابد. درصد معاملات حاشیه‌ای یا همان معیار سفته‌بازی نگهداشت دارای اثر مثبت معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪ بر سفته‌بازی سهام است. با این تفاسیر احتمال سفته‌بازی در معیار نگهداشت نسبت به معیار عقلایی کمتر می‌باشد. تغییر مالکیت حقیقی با سطح اطمینان ۹۹٪ دارای تاثیر مثبت کمی بر سفته‌بازی سهام

است. تغییر مالکیت حقوقی دارای اثر منفی معنی‌دار در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است. اندازه شرکت دارای اثر منفی معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪ است. به عبارتی با افزایش اندازه شرکت، احتمال سفته‌بازی کاهش پیدا می‌کند. قیمت پایانی نیز دارای اثر مثبت معنی‌دار در سطح خطای ۱٪ بر سفته‌بازی سهام است. بر این اساس دو متغیر درصد معامله روزانه و درصد معاملات حاشیه که به ترتیب معرف سفته‌بازی عقلایی و نگهداشت هستند، دارای بیشترین اثر مثبت بر نوسانات قیمتی سهام می‌باشند همچنین تغییر مالکیت حقیقی و قیمت پایانی نیز دارای اثری مثبت، می‌باشند. به گونه‌ای که شرکت‌هایی که قیمت پایانی بالاتری دارند، احتمال اینکه در آن شرکت‌ها فعالیت‌های سفته‌بازی وجود داشته باشد بیشتر است.

اما بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون چندکی، نتایج به دست آمده متفاوت است. بر خلاف آزمون لجستیک که در آن اندازه شرکت دارای اثر منفی بود، در این آزمون اندازه شرکت دارای اثر مثبت می‌باشد و قیمت پایانی دارای اثر منفی است. البته نکته‌ای که قابل تامل است معنادار نبودن اثر اندازه در این روش می‌باشد ولی همچنان دو متغیر درصد معامله روزانه و درصد معاملات حاشیه‌ای دارای بیشترین اثر بر نوسانات قیمتی سهام می‌باشند

۳-۵ تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به شرح زیر است:

سفته بازان عقلایی (نظریه سفته بازی نگهداشت) بر نوسانات بازده سهام تاثیر منفی دارند.

با توجه به نتایج به دست آمده در آزمون فرضیه اول، سفته‌بازی عقلایی و سفته‌بازی نگهداشت هر دو بر نوسانات قیمتی سهام دارای اثر مثبتی می‌باشند و هیچ گونه اثر منفی ندارند. البته متغیرهای کنترل استفاده شده در پژوهش دارای اثر منفی بر نوسانات قیمتی هستند. بر اساس آزمون رگرسیون لجستیک، تغییر مالکیت حقیقی و اندازه دارای اثر منفی بر نوسانات قیمتی سهام هستند و بر اساس آزمون چندکی، قیمت پایانی دارای اثر منفی بر نوسانات قیمتی می‌باشد.

۴-۵ پیشنهادات پژوهش

در این بخش با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهاداتی بر مبنای یافته‌های پژوهش جهت استفاده مدیران، سرمایه‌گذاران و همچنین جهت استفاده در تحقیقات آتی ارائه می‌گردد.

با توجه به یافته‌های پژوهش توصیه می‌شود که مدیران و سرمایه‌گذاران به میزان معاملات سفته‌بازی روی سهام که متعاقب آن موجب افزایش ریسک می‌شود دقت داشته باشند و جهت سرمایه‌گذاری بلند

مدت حتما به اندازه شرکت و ترکیب سهامداران آن توجه شود تا احتمال سفته‌بازی در سهام آن‌ها کمتر باشد.

همچنین در تحقیقات آتی می‌توان در صورت دستیابی به اطلاعات مربوط به اعتبارات، نقش توام اعتبارات سرمایه‌گذاران روی فعالیت سفته‌بازی و در نتیجه روی نوسانات قیمتی سهام را مورد بررسی قرار داد و یا با دسترسی به ریز ساختارهای بازار و بدست آوردن دیتای لحظه‌ای، تاثیر سفته‌بازی را طول بازار بسنجند.

۵-۵ محدودیت‌های پژوهش

همانطور که در بخش پیشنهادات به آن اشاره شد عدم دسترسی به ریز ساختارهای بازار و به دست آوردن داده‌های لحظه‌ای، و یا شناسایی کد به کد می‌توان تاثیر سفته‌بازی بر نوسانات قیمتی سهام را با اعمال متغیرهای بیشتر بررسی کرد.

مراجع

۱. البرزی، نگین، (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر بازده مورد انتظار سهام نوسان پذیری مخارج سرمایه ای و نرخ رشد درآمد خالص بر میانگین نرخ رشد پیش بینی شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه البرز
۲. امامعلی ساعتی قره موسی، حامد شاکریان، محمد میرمحمدی صدرآبادی. (۲۰۱۹). بررسی ارتباط بین اهرم مالی و اندازه بازار با بازدهی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۱(۲)، ۱-۱۵.
۳. اسدی، حمیدی زاده، سلطانی. (۲۰۰۶). بررسی حبابهای قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران برحسب اندازه شرکت و نوع صنعت. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۴(۱۴)، ۳۹-۷۱.
۴. اعتمادی، زهرا، (۱۳۹۱). بررسی حباب سفته بازی عقلایی در بورس اوراق بهادار تهران و صنایع منتخب با استفاده از مدل کارکوف-سوئیچینگ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س)
۵. بنی مصطفی عرب، فائزه، (۱۳۹۵)، استراتژی های بیمه اتکایی و سرمایه گذاری بهینه تحت ریسک های نرخ بهره و تورم، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده علوم ریاضی و رایانه
۶. بحرینی، مصطفی، (۱۳۹۶)، رابطه بین ریسک مالی و بهره وری در بانک های ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری
۷. پورشهبابی، فرشید، (۱۳۹۳). نقش تحریم های اقتصادی و حمله های سفته بازی بر شکل گیری بحران پولی و تورم در اقتصاد ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان
۸. جوانمردی، فاطمه، (۱۳۹۵)، شناسایی عوامل سازمانی موثر بر تعیین ضریب بتا شرکت های عضو صنعت پتروشیمی در بورس اوراق بهادار بر اساس تئوری قیمت گذاری آربیتراژ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور، دانشکده مدیریت مرکز غرب تهران
۹. دیدار، حمزه، بیکی، خدیجه (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه ی بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۱۰. دارابی، رویا، سعیدی، عطیه. (۲۰۰۹). ارزیابی رابطه ی بین اهرم عملیاتی با ریسک سیستماتیک و بازده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، ۱(۲)، ۱۴۵-۱۶۲.
۱۱. رضایی، فرزین، عازم، حامد (۱۳۹۱). تاثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت ها.
۱۲. رئیسی، روح الله، (۱۳۹۵). معاملات غری با تاکید بر سفته بازی از دیدگاه فقه تطبیقی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه خوارزمی

۱۳. روغنیان، هانیه، (۱۳۹۰). مدلی جهت شناسایی حباب سفته بازانه در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی
۱۴. شهدایی، محمدعلی، (۱۳۹۹). تحلیل بنیادی در بازار سرمایه، چاپ دهم، نشر چالش
۱۵. صادقی محمدی، نگین، (۱۳۹۶)، تاثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام منتخبی از کشورهای AD، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، دانشکده علوم اداری و اقتصاد
۱۶. طاهری، زهرا، (۱۳۹۸). تاثیر نوسانات ویژه بر قیمت گذاری نادرست شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه صنعتی شاهرود، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت
۱۷. عبدالله زاده، فرهاد. مدرس، احمد، (۱۳۹۰). مدیریت مالی، چاپ نوزدهم، شرکت چاپ و نشر بازرگانی
۱۸. عباسی، زینب، (۱۳۹۶). بررسی مقایسه ای حباب سفته بازی در بورس اوراق بهادار تهران و بازارهای نوظهور، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران
۱۹. فتحی، سعید، آذربایجانی، کریم، تقوی زاده یزدی، ایمان، عسگرنژادنوری، باقر (۱۳۹۰). تحلیل تاثیر مالی شدن بر سرمایه گذاری های واقعی در شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۲۰. لشکری، فاطمه، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر ماکیت نهادی نسبت سرمایه گذاران خارجی فرصت های رشد بازده حقوق صاحبان سهام ریسک شرکت و دارایی های نقدی بر نوسانات قیمت سهام شرکت ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، دانشکده علوم انسانی
۲۱. میرزائی، ختائی، قنبری، یوسف. (۲۰۱۳). بررسی رابطه بین ریسک تجاری و ریسک مالی با عملکرد شرکت های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری سلامت، ۲(۲)، ۷۷-۹۱.
۲۲. محمدی فرد، فاطمه السادات، (۱۳۹۰). بررسی سفته بازی و پوشش ریسک در بازار آبی های نفت خام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (ع)
۲۳. نویدپور، ساسان، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین صرف ریسک غیر سیستماتیک متغیر بازمان با بازده سهام شرکت: مورد مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه خوارزمی، دانشکده مدیریت
۲۴. نرگس، رزبان، (۱۳۸۹). بررسی اثر سفته بازی بر نوسانات بازار مسکن در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور
۲۵. همت فر، محمود، ثقفی، مهدی. (۲۰۱۸). بررسی عوامل مؤثر بر ریسک تجاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری، ۵(۱۷)، ۱۱۵-۱۳۸.

۲۶. وزیری، سیدرضا، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین ویژگی های صنعت و ساختار سرمایه با نقش واسط صرف ریسک، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده بین المللی امام رضا علیه السلام، دانشکده ادبیات و علوم انسانی

۲۷. ثقفی، علی. (۲۰۱۱). نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۴(۱۳)، ۲۵۳-۲۸۰.

28. Algieri, B., & Leccadito, A. (2019). Price volatility and speculative activities in futures commodity markets: A combination of combinations of p-values test. *Journal of Commodity Markets*, 13, 40-54.
29. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Investments and portfolio management*. McGraw Hill Education (India) Private Limited.
30. Bui, M. H., Nguyen, D. T., & Tran, T. M. Factors Affecting Systematic Risk: Empirical Evidence from Non-Financial Sectors of Vietnam.
31. Bloise, G., & Citanna, A. (2019). Asset shortages, liquidity and speculative bubbles. *Journal of Economic Theory*, 183, 952-990.
32. Bohl, M. T., Siklos, P. L., & Wellenreuther, C. (2018). Speculative activity and returns volatility of Chinese agricultural commodity futures. *Journal of Asian Economics*, 54, 69-91.
33. Campbell, M. (2020). Speculative and hedging interaction model in oil and US dollar markets—Long-term investor dynamics and phases. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 540, 123251.
34. Cohn, L. (2000). Margin Debt: Are Too Many Too Close to the Edge. *Business Week March*, 7.
35. Chan, K. C., Chan, L. H., & Nguyen, C. M. (2018). Forecasting oil futures market volatility in a financialized world: Why speculative activities matter. *The North American Journal of Economics and Finance*, 100861.
36. Friedman, M., & Friedman, M. (1953). *Essays in positive economics*. University of Chicago press.
37. Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2013). *Corporate finance* (No. 2nd Eu). McGraw Hill.
38. Hart, O. D., & Kreps, D. M. (1986). Price destabilizing speculation. *Journal of Political Economy*, 94(5), 927-952.
39. Hsin, C. W., Guo, W. C., Tseng, S. S., & Luo, W. C. (2003). The impact of speculative trading on stock return volatility: the evidence from Taiwan. *Global Finance Journal*, 14(3), 243-270.
40. Jang, J., & Kang, J. (2019). Probability of price crashes, rational speculative bubbles, and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132(1), 222-247.
41. Lof, M. (2015). Rational speculators, contrarians, and excess volatility. *Management Science*, 61(8), 1889-1901.

42. Tan, S. K., Chan, J. S. K., & Ng, K. H. (2020). On the speculative nature of cryptocurrencies: A study on Garman and Klass volatility measure. *Finance Research Letters*, 32, 101075.

Abstract

The purpose of this study is studying the impact of speculation on price volatility, based on two theories of rational speculation and inventory at the level of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical sample of this research includes 98 selected companies during the years 1392 to 1397. Excel and EViews software have been used to classify, process and analyze the data. The variables of this research include stock price fluctuations, daily trading percentage and margin trading percentage and control variables. The size of the company is the change of legal ownership, the change of real ownership and the final price. In order to test the research hypothesis, logistic regression and multiple regression tests have been used. The results obtained based on two methods show that in all tests, the two variables of rational speculation and retention have a positive effect on stock price fluctuations, although the effect of rational speculation is greater than retention speculation. The results also showed that speculation increases the likelihood of increased stock price fluctuations. Control variables also have different effects on stock price fluctuations. So that the variable of company size and change of real ownership in the logistic regression test has a negative effect on fluctuations, but in the regression, test has a positive effect. The final price variable also has a positive effect on logistic regression test but has a negative effect on stock price fluctuations in multiple regression.

Keywords: stock price volatility, speculation, rational speculation, inventory speculation



Shahrood University of
Technology

Faculty of Industrial Engineering and Management

MSc. Thesis in Master of Business Administration Management

The Impact of Speculative Trading on Stock Price Volatility at TSE Based on Rational & Inventory speculation

By: Nasser Mostajab Daveh

Supervisor:

Dr. Abdolmajid Abdolbaghi Ataabadi

Advisor:

Dr. Mohammad Mirbagherijam

January, ۲۰۲۱