

## بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق

حسن قالیباف اصل<sup>۱\*</sup>، معصومه نادری<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> عضو هیئت علمی دانشگاه الزهراء، ایران

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۵/۸/۲۴، تاریخ تصویب: ۱۳۸۶/۴/۲۵)

### چکیده

یکی از مفروضات بازار سرمایه کارا این است که سرمایه‌گذاران به طور کاملاً منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند اما یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشره متفاوت است و در برخی موارد واکنش آنها به اطلاعات جدید کاملاً عقلایی نمی‌باشد. به عبارت دیگر افراد تحت تاثیر عوامل روان‌شناختی و رفتاری می‌توانند نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های متفاوتی نشان دهند و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کم‌تر از حد قیمت‌ها می‌گردد. هدف این تحقیق؛ بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۷۷-۱۳۸۴ می‌باشد. نتایج به‌دست آمده حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از حد نداشته‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** واکنش بیش از اندازه، اطلاعات منتشره خوب، اطلاعات منتشره بد، بازار خوب، بازار بد

## مقدمه

امروزه اطلاعات یک وسیله و ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و به هنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی، این اطلاعات می‌تواند به صورت نشانه‌ها، علائم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهام‌داران قرار گیرد و باعث ایجاد واکنش‌ها و در نتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام می‌گردد [۱]. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نمی‌باشد و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌های می‌گردد. واکنش بیش از اندازه و کمتر از اندازه زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن تعیین می‌کنند. اگرچه بازار پس از گذشت زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل بر می‌گردد، با این وجود این رفتار، نوعی رفتار غیرعقلایی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی نسبت به عدم اطمینان درک شده توسط سرمایه‌گذاران باشد. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آنها می‌باشد که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد [۸].

## ادبیات و پیشینه تحقیق

به طور کلی قدرت محدود در محاسبات، پیچیده بودن مسائل تصمیم‌گیری و وجود برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت‌ها باعث می‌شود که گاهی انسان‌ها به صورت کاملاً عقلایی عمل نکنند [۲] در این زمینه عوامل روان‌شناختی یکی از مهم‌ترین مواردی هستند که می‌توانند بر روی رفتار سرمایه‌گذاران و واکنش آنها در مثال اطلاعات تاثیر بگذارند.

واکنش بیش از حد یا بیش واکنش یکی از استثنائات یا ناهنجاری‌های بازار سرمایه محسوب می‌شود. این پدیده زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام با توجه به اطلاعات جدید بیش از آن چه باید تغییر کند. این پدیده معمولاً با برگشت قیمتی همراه است. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که اوراق بهادار اغلب چرخه‌هایی از واکنش کمتر از حد و بیش از حد را در

نتیجه پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران تجربه می‌کنند. به‌طور کلی میزان واکنش بیش از حد یا کمتر از حد بستگی به این دارد که چه‌طور سرمایه‌گذاران، اصول (اطلاعات) اولیه را درک کنند؛ اگر این اصول به راحتی توسط بسیاری از افراد قابل درک باشد هر دو واکنش بیش از حد و کمتر از حد نهایی کوچک خواهد بود [۱۹]. در این زمینه دانیل و تیمن (۲۰۰۱) مدلی را ارائه کردند که بیان می‌کند قیمت‌های سهام به اطلاعات غیرمحسوس نسبت به اطلاعات محسوس واکنش بیش از حدی از خود نشان می‌دهد [۶].

هم‌چنین یک پیکره اساسی از ادبیات تجربی، شواهدی را برای واکنش بیش از حد در بازارهای مالی فراهم کرده است. شواهد در این زمینه نشان می‌دهد که بازنندگان قبلی در بازارهای سهام به برندگان بعدی تبدیل خواهند شد. در این زمینه دی بونت و تالر (به عنوان طراحان فرضیه واکنش بیش از اندازه) در سال ۱۹۸۵ بازده ماهیانه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک را در طی دوره زمانی ژانویه ۱۹۲۶ تا دسامبر ۱۹۸۱ که از مرکز تحقیقات قیمت اوراق بهادار نیویورک استخراج شده بود را به عنوان داده جهت تست کارایی بازار مورد استفاده قرار دادند. مطالعات آن‌ها نشان داد که عدم کارایی در سطح ضعیف وجود دارد آن‌ها دلیل آن را در واکنش بیش از حدی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید از خود نشان می‌دهند و باعث تفاوت بین ارزش ذاتی سهام و قیمت واقعی می‌شوند را اعلام کردند [۹].

بازارها هم‌چنین به اطلاعات کاملاً مرتبط، چکیده و پر از آمار و ارقام واکنش کمتر از حد نشان می‌دهد و در مقابل به اطلاعات برجسته، غیر مرتبط و شایعه‌گونه واکنش بیش از حد نشان می‌دهد.

در این زمینه هانگ و استین (۱۹۹۹) مدلی را ارائه کردند که ارتباط متقابل ما بین دو گروه از افراد غیرعقلایی را نشان می‌دهد که عبارت بودند از: بینندگان خبری و معامله‌کنندگان لحظه‌ای. بینندگان خبری سرمایه‌گذاران زیادی هستند که قصد دارند هزینه بالایی را برای جمع‌آوری اطلاعات خصوصی پرداخت کنند. آن‌ها به دنبال فهم عمیق‌تری از اطلاعات عمومی هستند اما در مقابل معامله‌کنندگان لحظه‌ای سرمایه‌گذارانی هستند که هزینه کمتر یا تلاش کمتری را در جمع‌آوری اطلاعات صرف می‌کنند. بنابراین اگر اطلاعات مبهمی وارد بازار شود، بینندگان خبری قادر نیستند به‌طور کامل و سریع این اطلاعات را از قیمت‌های اوراق بهادار استخراج کنند، در نتیجه به اطلاعات واکنش کمتر

از حد نشان می‌دهند. در مقابل معامله‌کنندگان لحظه‌ای سعی می‌کنند از این واکنش گروه قبل استفاده کرده بنابراین قیمت‌ها را بیش از حد تخمین می‌زنند. [۷] بلک (۱۹۸۶) هم در پژوهش خود به نقش مبادله‌کنندگان اخلاص اشاره کرد. این افراد معتقدند که دارای اطلاعات خاصی در بازار هستند در نتیجه باعث می‌شوند که تغییراتی در نگرش افراد و در نتیجه بازار سهام بوجود آورند. آن‌ها سیگنال‌های کاذب‌شان را از طریق سهام‌داران، تحلیل‌گران مالی و یا شایعاتی که در میان سرمایه‌گذاران پخش می‌شود به دست می‌آورند و به‌طور غیرعقلایی معتقدند که این سیگنال‌ها حاوی اطلاعات خاصی هستند. در نتیجه می‌توانند باعث تحریک افراد و واکنش‌های متفاوتی گردند [۱۴].

دانیل، هرشلایفر و سابرامانیا (۱۹۹۸) نیز بر تاثیر تورش‌ها در اطلاعات شخصی تاکید کردند. این محققین عنوان کردند که گاهی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات شخصی خود اعتماد بیش از حد دارند به‌ویژه اگر این اطلاعات را با تلاش زیادی به‌دست آورده باشند. اگر این اطلاعات شخصی، بیان‌گر پیش‌بینی‌های مثبت در مورد آینده شرکت باشد، اعتماد بیش از حد باعث می‌شود قیمت سهام این شرکت در بازار، بسیار بیشتر از ارزش ذاتی آن تعیین شود. اما سرانجام با رسیدن اطلاعات عمومی آتی به بازار، موجب می‌شود قیمت این سهم به تدریج تصحیح شود [۱۰].

عامل دیگری که می‌تواند باعث واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران شود؛ خوش‌بینی افراد است. تحقیقات قبلی در این زمینه نشان داده است که خوش‌بینی افراد باعث می‌شود که آنها به اخبار بی‌نهایت خوب، واکنش بیش از حد و به اخبار بی‌نهایت بد واکنش کمتر از حد نشان دهند. بنابراین افراد واکنش اشتباهی به اخبار از خود نشان می‌دهد که (حداقل به‌طور مقطعی) می‌تواند از واکنش منطقی آن‌ها نسبت به عدم اطمینان درآمدهای بالاتر نشأت گرفته باشد. هم‌چنین گاهی ممکن است سرمایه‌گذاران وزن کمتری به اخباری که در یک یا دو روز اعلام شده‌اند بدهند اما در مقابل به اخباری که برای چندین روز تکرار شده‌اند وزن بیشتری بدهند. در این زمینه گریفین و تیورسکی (۱۹۹۲) نقش اطلاعات را در بازارهای مالی مورد بررسی قرار دادند آن‌ها در بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که افراد اطلاعات را از دو جنبه مورد بررسی قرار می‌دهند: الف) قوت/ شدت ب) وزن. قوت یا شدت دلالت می‌کند به این که اطلاعات چقدر مطلوب (خوشایند) و چقدر نامطلوب (ناخوشایند) هستند. وزن هم به این معناست که اطلاعات

چقدر واقعیت دارند. بررسی آن‌ها نشان داد که افراد بیشتر به قوت توجه می‌کنند تا وزن؛ بنابراین در واکنش بیش از حد، این افراد به سیگنال‌های اطلاعاتی وزن کم و قوت بالا می‌دهند و بالعکس در واکنش کمتر از حد به اطلاعات وزن زیاد و قوت پایین می‌دهند [۱۹].

هم‌چنین یک خبر ممکن است پیچیده باشد و گزارشات و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری برای کشف کل ماجرا نیازمند زمان باشد بنابراین یک چنین اخباری در طول چند روز باید حرکت تدریجی کمتری داشته باشند [۱۱]. زیرا واکنش سرمایه‌گذاران در این زمینه نسبی است یعنی واکنش آن‌ها بستگی به میزان اطلاعاتی دارد که آن‌ها دریافت می‌کنند البته گاهی بازارهای مالی می‌توانند بدون ظاهر شدن خبرهای اقتصادی یا دیگر محرک‌ها در طی روزهای متعدد، حرکت‌هایی داشته باشند این ممکن است به خاطر واکنش بیش از حد افراد به محرک‌های مشاهده نشده باشد.

در بازارهای اوراق بهادار افراد بیشتر به دنبال فهم ساده و اطلاعات جدید با پیامدهای فوری هستند و نسبت به اطلاعاتی که دارای پیامدهای بلند مدت و نتایج قابل استخراج کمتری هستند توجهی نمی‌کنند این الگو می‌تواند باعث ایجاد واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران در بازار سهام گردد. البته فاما (۱۹۹۸) این نتیجه را که سرمایه‌گذاران نسبت به وقایع، واکنش‌های غیر واقعی از خود نشان می‌دهند را به چالش کشید. او نشان داد که برخی از اوقات با احتساب اندازه شرکت‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و ظاهر شدن جریانات واقعه (اخبار) بعدی، بعضی از واکنش‌های سرمایه‌گذاران ناپدید می‌شود [۱۳].

بچلور و اوراکسیگل، این فرضیه را که سود تقسیمی هیچ اثری بر ارزش شرکت ندارد آزمون کردند. این آزمون در طی دوره تحقیق ۱۹۹۰-۱۹۹۴ بر سود سهام ۲۰ شرکت مهم در بازار سهام استانبول در دوره واقعه ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از واقعه صورت پذیرفت. آن‌ها دریافتند که نوساناتی در قبل و بعد از پرداخت‌های سود تقسیمی وجود دارد [۱۷].

مارنی و دیگران (۲۰۰۴)، واکنش بازار سهام را به آگهی‌های سالیانه درآمدی در دو بازار سهام چین بررسی کردند. آن‌ها تعداد ۶۹۸ خبر از بازار سهام شانگهای و ۵۲۵ خبر از بازار سهام شژن انتخاب کردند و واکنش بازار را نسبت به این اخبار در طول دوره ۱۰ روز قبل و ۱۰ روز بعد از واقعه در طول سال ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که

یک واکنش بیش از حد در بازارهای سهام شانگهای و شنژن از ۴ تا ۶ روز قبل از اعلام وجود دارد [۱۲].

لیو (۲۰۰۴) واکنش بازار سهام را به آگهی‌های خبری مربوط به اختراعات شرکت‌های بیوتکنولوژی آمریکا در طول دوره ژانویه ۱۹۸۳ تا دسامبر ۱۹۹۳ مورد بررسی قرار داد. در این تحقیق ۶۱۱ آگهی اختراع که توسط ۱۰۳ شرکت بیوتکنولوژی منتشر شده بود به عنوان نمونه انتخاب گردید. در این تحقیق دوره واقعه به سه گروه که شامل (۲+...-۲)، (۳+...-۳) و (۵+...-۵) بود تقسیم شد و واکنش بازار برای هر سه گروه به صورت جداگانه بررسی شد. شواهد نشان داد که قبل از اعلام آگهی‌ها، واکنش بیش از حد وجود داشته است که بعداً با برگشت قیمتی همراه بوده است [۱۵].

دیل لوییچی (۲۰۰۴) رفتار بازار را پیرامون رسیدن زمان آگهی‌های سالیانه درآمدی در بورس پاریس بررسی کرد. نمونه او شامل ۱۱۷ آگهی بود که در طول ژانویه ۲۰۰۱ تا مارس ۲۰۰۳ منتشر شده بودند. وی واکنش بازار را ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز بعد از اعلام آگهی بررسی گردید. تحلیل‌ها نشان داد که واکنش بیش از حد در این بازار وجود دارد [۱۷].

مرادی در تحقیق خود به «ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهام‌داران عادی در بورس اوراق بهادار تهران» پرداخته است. وی اقدام به بررسی ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۲ نموده است. وی با محاسبه بازده غیر عادی انباشته با استفاده از قیمت و شاخص‌های هفتگی در طی دو دوره که شامل شش سال (سه سال دوره تشکیل پرتفوی و سه سال دوره آزمون آن) است، با استفاده از روش دی‌بونت و تالر، اثر اندازه شرکت، ضریب P/E، استراتژی قدرت نسبی و استراتژی معکوس را بر قیمت و حجم مبادلات بررسی نموده و در کل، نتایج تحقیق وی واکنش بیش از حد را در بلند مدت در بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌کند [۵].

### هدف تحقیق

هدف این پژوهش بررسی واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره (اعم از اخبار خوب و اخبار بد) در شرایط رکود و رونق می‌باشد. مطالعات انجام شده در کشورهای دیگر کمتر به این موضوع توجه کرده‌اند که شرایط کلان بازار می‌تواند بر روی خوش‌بین شدن یا بدبین شدن سرمایه‌گذار، در نتیجه

عکس‌العمل بیش از حد یا کمتر از حد سرمایه‌گذار اثر گذارد. این تحقیق، اولین کاری است که رفتار قیمت سهام سرمایه‌گذار را در شرایط رکود و رونق بازار در ایران مورد مطالعه قرار می‌دهد.

### فرضیه‌های تحقیق

باتوجه به مباحث مطرح شده در ادبیات تحقیق، فرضیه‌ها به شرح زیر ارائه می‌شوند:

**فرضیه اول:** در شرایط بازار رونق، سرمایه‌گذار در مقابل اطلاعات منتشره خوب شرکت، واکنش مثبت بیش از اندازه نشان می‌دهد.

**فرضیه دوم:** در شرایط بازار رکود، سرمایه‌گذار در مقابل اطلاعات منتشره بد شرکت، واکنش منفی بیش از اندازه نشان می‌دهد.

**فرضیه سوم:** در شرایط بازار رونق، سرمایه‌گذار در مقابل اطلاعات منتشره بد شرکت، واکنش منفی کم‌تر از اندازه نشان می‌دهد.

**فرضیه چهارم:** در شرایط بازار رکود، سرمایه‌گذار در مقابل اطلاعات منتشره خوب شرکت، واکنش مثبت کمتر از اندازه نشان می‌دهد.

### جامعه و نمونه آماری تحقیق

در این تحقیق اطلاعات و اخبار منتشره شامل آگهی‌های اعلان سود (EPS) است که توسط شرکت‌ها در طی آذر ۱۳۷۷ الی اسفند ۱۳۸۴ منتشر شده است. به آن دسته از آگهی‌های اعلان سود شرکت که حداقل ۵٪ تعدیل مثبت (نسبت به آگهی سود که قبلاً اعلام شده است) داشته باشند اخبار خوب، و به آن دسته از آگهی‌های اعلان سود که حداقل ۵٪ تعدیل منفی (نسبت به آگهی سود که قبلاً اعلام شده است) داشته باشند اخبار بد اطلاق شده است. بر اساس مطالعه شاخص کل دوران رونق و رکود بازار با توجه به مثبت یا منفی بودن شاخص کل، از دوره رکود ۱۵ خبر خوب و ۱۵ خبر بد و از دوره رونق هم ۱۵ خبر خوب و ۱۵ خبر بد تعیین شده و با توجه به ویژگی ذکر شده در بالا به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. در این تحقیق اطلاعات، از طریق بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزاری موجود در بازار هم‌چون تدبیرپرداز و صورت‌های مالی موجود در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری گردیده است.

### روش تحقیق

در این پژوهش از مدل مطالعه واقعه برای ارزیابی اثر آگهی‌های اعلان سود بر قیمت سهام استفاده شده است. هدف این روش اندازه‌گیری اثر واقعه خاص بر قیمت سهام و تعیین عملکرد غیرعادی در زمان بروز یک واقعه می‌باشد. از آنجایی که در این تحقیق، هدف، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت می‌باشد؛ لذا واکنش بورس اوراق بهادار تهران ۱۴ روز قبل و ۱۴ روز بعد از اعلان خبر مورد بررسی قرار گرفته است. جهت تایید یارد فرضیات آماری تحقیق، مراحل زیر طی شده است [۳]:

۱. ابتدا برای تک تک سهام نمونه آماری، بازده (خط مشخصه سهام) برای دوره تخمین از طریق مدل بازار محاسبه گردیده است.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (t = -75 \dots -15)$$

$R_{i,t}$  = درآمد (بازده) روزانه سهم  $i$  در زمان  $t$

$RM_{i,t}$  = شاخص قیمت و بازده نقدی سهم  $i$  در زمان  $t$

$$RM_{i,t} = \frac{RM_1 - RM_0}{RM_0}$$

۲. با استفاده از معادله ارتباطی به دست آمده در مرحله اول، بازده مورد انتظار برای دوره واقعه (۱۴ روز قبل و ۱۴ روز بعد از اعلان خبر) محاسبه گردیده، سپس با تفاضل بازده واقعی از بازده مورد انتظار، بازده غیرعادی محاسبه شده است:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}, \quad (t = -14 \dots +14)$$

۳. سپس میانگین بازده غیرعادی برای هر خبر در دوره قبل از اعلان، روز اعلان و بعد از اعلان به صورت جداگانه برآورد گردیده است:

$$AAR_t = (1/N) \sum_i AR_{i,t}, \quad N = 14$$

۴. از آن جایی که سهام در معرض انواع متنوعی از اطلاعات قرار دارند و برخی از این اطلاعات موجب بالا رفتن و برخی دیگر موجب پایین آمدن قیمت آن‌ها می‌شوند،



بنابراین واکنش به واقعه خاص ممکن است با واکنش به سایر اطلاعات خنثی شود. برای برطرف کردن این مشکل میانگین بازده غیرعادی انباشته برای هر گروه خبری، برای قبل و بعد از اعلان خبر محاسبه شده است:

$$CAAR_{i,t} = \sum_i AAR_{i,t} \quad , \quad N=15$$

سپس برای انجام آزمون آماری، اقدام به بررسی نرمال بودن داده‌ها، با استفاده از آزمون ناپارامتری کلوموگروف-اسمیرنوف برای تمامی مشاهدات و به تفکیک گروه‌ها استفاده شده است. از آنجایی که میانگین بازده غیرعادی گروه‌ها در دوره قبل و بعد از اعلان خبر نرمال بوده است؛ لذا از آزمون T-test زوجی (دونمونه‌ای) برای انجام آزمون آماری و تست فرضیات استفاده گردیده است. تجزیه و تحلیل اطلاعات با استفاده از نرم افزار SPSS و Eviews05 در سطح خطای ۵ درصد صورت گرفته است.

### یافته‌های پژوهش

**آزمون فرضیه اول:** با توجه به مباحث مطرح شده، شکل آماری فرضیه اول به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$H_0 : CAAR_{pre} = CAAR_{post}$$

$$H_1 : CAAR_{pre} > CAAR_{post}$$

$CAAR_{pre}$  میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل از اعلان خبر و  $CAAR_{post}$  میانگین بازده غیرعادی انباشته بعد از اعلان خبر است. نتایج به دست آمده در مورد آزمون فرضیه اول در نگاره شماره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱): میانگین بازده غیرعادی انباشته برای اخبار خوب

دوران رونق- قبل و بعد از اعلان خبر

نتیجه آزمون	سطح معنی داری p- value	آماره آزمون T- test	تفاوت میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل و بعد از خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته بعد از اعلان خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل از اعلان خبر (درصد)
H <sub>0</sub> تایید	۰/۷۱۵	(۰/۳۷۲)	(۲/۳۰۱۶)	۲/۹۰۶۷	۰/۶۰۵۱

طبق فرضیه واکنش بیش از اندازه باید میانگین بازده غیرعادی در دوره قبل از اعلان خبر بیشتر از میانگین بازده غیرعادی بعد از اعلان باشد. همان گونه که در این نگاره ملاحظه می شود؛ میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره قبل از اعلان خبر کمتر از میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره بعد از اعلان خبر بوده است. بنابراین نتیجه می گیریم که سرمایه گذاران در شرایط بازار خوب، در مقابل اطلاعات منتشره خوب شرکت، واکنش مثبت بیش از حد نداشته اند؛ لذا فرضیه H<sub>0</sub> را نمی توان رد کرد.

آزمون فرضیه دوم: شکل آماری فرضیه دوم به صورت زیر نوشته می شود:

$$H_0 : CAAR_{pre} = CAAR_{post}$$

$$H_1 : CAAR_{pre} > CAAR_{post}$$

نگاره (۲): میانگین بازده غیرعادی انباشته برای اخبار بد

دوران رکود- قبل و بعد از اعلان خبر

نتیجه آزمون	سطح معنی داری p- value	آماره آزمون T- test	تفاوت میانگین بازده غیرعادی انباشته- قبل و بعد از خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته بعد از اعلان خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل از اعلان خبر (درصد)
H <sub>0</sub> تایید	۰/۲۲۴	(۱/۲۷۳)	(۷/۲۸۶۲)	۴/۰۳۹۱	(۳/۲۴۷۱)

نتایج به دست آمده برای فرضیه دوم در نگاره شماره (۲) ارائه گردیده است. همان گونه که ملاحظه می‌شود؛ میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره قبل از اعلان خبر ۳/۲۴۷۱- درصد بوده است در حالی که این میزان در دوره بعد از اعلان خبر به ۴/۰۳۹۱ افزایش یافته است. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سرمایه‌گذاران در شرایط بازار رکود در مقابل اطلاعات منتشره بد شرکت، واکنش منفی بیش از حد داشته‌اند اما میزان این واکنش از نظر آماری معنادار نبوده است. لذا فرضیه  $H_0$  را نمی‌توان رد کرد.

**آزمون فرضیه سوم:** شکل آماری فرضیه سوم به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$H_0 : CAAR_{pre} = CAAR_{post}$$

$$H_1 : CAAR_{pre} < CAAR_{post}$$

نگاره (۳): میانگین بازده غیرعادی انباشته برای اخبار بد

دوران رونق- قبل و بعد از اعلان خبر

نتیجه آزمون	سطح معنی داری p- value	آماره آزمون T- test	تفاوت میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل و بعد از خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته بعد از اعلان خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل از اعلان خبر (درصد)
$H_0$ تایید	۰/۴۸۹	۰/۷۱۱	۱/۲۶۷۸	۰/۸۱۷۷	۲/۰۸۵۵

طبق فرضیه واکنش کمتر از اندازه باید میانگین بازده غیرعادی در دوره قبل از اعلان خبر کمتر از میانگین بازده غیرعادی بعد از اعلان باشد. اما همان گونه که در این نگاره ملاحظه می‌شود؛ میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره قبل از اعلان خبر بیشتر از میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره بعد از اعلان خبر بوده است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در شرایط بازار رونق در مقابل اطلاعات منتشره بد شرکت واکنش منفی کمتر از حد نداشته‌اند. لذا فرضیه  $H_0$  را نمی‌توان رد کرد.

**آزمون فرضیه چهارم:** شکل آماری فرضیه چهارم به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$H_0 : CAAR_{pre} = CAAR_{post}$$

$$H_1 : CAAR_{pre} < CAAR_{post}$$

نگاره (۴): میانگین بازده غیرعادی انباشته برای اخبار خوب دوران

رکود- قبل و بعد از اعلان خبر

نتیجه آزمون	سطح معنی داری p- value	آماره آزمون T- test	تفاوت میانگین بازده غیرعادی انباشته- قبل و بعد از خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته بعد از اعلان خبر (درصد)	میانگین بازده غیرعادی انباشته قبل از اعلان خبر (درصد)
H <sub>0</sub> تایید	۰/۶۵۹	(۰/۴۵۱)	(۶/۳۶۳)	۰/۱۸۵۳	(۶/۱۷۷۷)

نتایج به دست آمده برای فرضیه چهارم در نگاره شماره (۴) ارائه گردیده است. همان گونه که در این نگاره ملاحظه می شود؛ میانگین بازده غیرعادی انباشته در دوره قبل از اعلان خبر ۶/۱۷۷۷- درصد است که این میزان در دوره بعد از اعلان خبر به ۰/۱۸۵۳ درصد افزایش یافته است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاران در شرایط بازار رکود در مقابل اطلاعات منتشره خوب شرکت، واکنش مثبت کمتر از حد نشان نداده اند. لذا فرضیه H<sub>0</sub> را نمی توان رد کرد.

### نتیجه گیری

همان گونه که قبلاً بیان شد نتایج اکثر پژوهش های انجام شده در سایر بورس های اوراق بهادار نشان داده است که بازده غیرعادی قبل از اعلان خبر وجود داشته است که این امر نشان دهنده انتشار اطلاعات از سایر منابع و حتی دسترسی به اطلاعات محرمانه بوده است که البته با ورود اطلاعات واقعی این مساله تعدیل گردیده و قیمت ها به حالت عادی خود برگشته اند. نتایج این تحقیق هم، شاهدی بر متاثر شدن بازار به سبب انتشار اطلاعات جدید می باشد اما نتایج نشان می دهد که واکنش بازار نسبت به اطلاعات جدید با تاخیر همراه بوده است که می تواند ناشی از وجود اشکالاتی در تفسیر اطلاعات توسط سرمایه گذاران،

نامناسب بودن وضعیت اطلاع‌رسانی، عدم وجود تجزیه و تحلیل گران مالی در بورس تهران و غیره باشد ولی به هر حال این امر موید حساسیت بازار نسبت به اطلاعات جدید است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات این تحقیق نشان می‌دهد که در برخی شرایط، بازار نسبت به اطلاعات جدید یک واکنش بیش از اندازه یا کمتر از اندازه کوتاه مدت و ضعیف را نشان داده است اما از لحاظ آماری، معنادار نبوده است. با توجه به ادبیات موضوع در این تحقیق انتظار می‌رفت سهامداران در دوران رونق بازار نسبت به اطلاعات منتشره خوب، واکنش بیش از حد و نسبت به اطلاعات منتشره بد واکنش کمتر از حد داشته باشند اما نتایج تحقیق نشان داد که در شرایط بازار رونق، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات خوب شرکت، واکنش مثبت کمتر از اندازه و نسبت به اطلاعات بد، واکنش منفی کوتاه مدت داشته‌اند ولی بعد از اعلان خبر به دلیل وجود بازار رونق، روند حرکتی قیمت سهام مثبت بوده است. هم‌چنین انتظار می‌رفت در شرایط بازار رکود، افراد نسبت به اطلاعات خوب، واکنش کمتر از حد و نسبت به اطلاعات بد، واکنش بیش از حد داشته باشند. اما در این زمینه، یافته‌ها نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات خوب واکنش مثبت بیش از اندازه داشته‌اند ولی نسبت به اطلاعات بد، واکنش منفی بیش از اندازه داشته است. اگرچه یافته‌های این تحقیق با تحقیق‌های انجام شده در کشورهای دیگر مغایرت دارد اما وجود تفاوت در محیط تحقیق حاضر و تحقیق‌هایی که در سایر کشورها انجام شده است، این نکته را گوش زد می‌کند که تعمیم تئوری‌هایی به پشتوانه نتایج به‌دست آمده به بازار سرمایه ایران باید با تامل بیشتری صورت گیرد.

### پیشنهادات

با توجه به نقش اطلاعات شفاف قابل اتکاء و به‌موقع در تصمیم‌گیری، کمک به کاراتر شدن بازار و مشارکت عموم مردم در امر سرمایه‌گذاری، پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

۱. فراهم آوردن بستری مناسب جهت اطلاع‌رسانی سریع، دقیق و صحیح
۲. الزام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به رعایت قوانین و اجرای تعهدات خود در خصوص ارائه اطلاعات کافی
۳. تدوین قوانین لازم در جهت کارایی بازار

۴. ارائه آموزش‌های لازم در خصوص اصول و فنون سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل. هم‌چنین با توجه به نتایج به‌دست آمده از این تحقیق، پیشنهاداتی نیز جهت انجام تحقیقات آتی به شرح زیر ارائه می‌گردد:
۱. تحقیق در زمینه نقش اطلاعات محرمانه و رانت‌های انحصاری بر روی واکنش بازار نسبت به اطلاعات جدید.
  ۲. انجام مجدد این تحقیق برای یک دوره ۳۰ روزه که از نظر آماری مبنای بهتری برای ارزیابی تاثیر آگهی‌ها بر واکنش قیمتی سهام فراهم آورد.

## منابع

۱. اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی. (۱۳۷۷). آزمون کارایی بورس اوراق بهادار تهران: بررسی موردی دقت ساز و کار قیمت‌گذاری در بازار سهام، گزارش یک پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
۲. تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری، تحقیقات مالی، شماره ۱۷، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۳. راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران، انتشارات سمت. ۵۱۵-۵۲۴.
۴. راعی، رضا و فلاح پور، سعید. (۱۳۸۳). مالیه رفتاری، رویکرد متفاوت در حوزه مالی، تحقیقات مالی، شماره ۱۸، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۵. نیکبخت، محمدرضا و مرادی، مهدی. (۱۳۸۴). ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
6. Batchelor, R. & Orakcioglu. (2000). Event- related GARCH: the impact of stock divideneds in turkey. Working paper.
7. . Chan, W. S. (2002). "Stock price reaction to News and no News: Drift and Reversal after headlines". Journal of financial Economics, forthcoming.
8. Chen, Q. and Jiang, W. (2005). "Analysts' Weighting of Private and Public Information", Journal of accounting and Economics.
9. DeBondt, Werner F. M., and Richard H. Thaler. (1985). "Does the Stock market overreact?", Journal of Finance, 40, pp: 793- 808.
10. Daniel, K. D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam. (1998). "Investor Psychology and security market under- and over- reactions", Journal of Finance, 53, pp: 1839- 1885.
11. Gu, Zhaoyang. And Xue, Jian. (2001). "Do analysts Overreact to Extrem

Good News in Earning? ”, Working paper.

12. Getmansky, M. and Papastaiakoudi, J. (2000). Extrapolating Expectations: An Explanation for Excess Volatility and Overreaction. working papers.
13. Lee, Charles M. C., and Bhaskaran Swaminathan. (2000). “Price momentum and trading volume, *Journal of Finance*, forthcoming.
14. Lo, A. W. and Mackinlay, A. C. (1990). “When are Contrarian profits due to market overreaction?” *Review of financial studies*, 3, pp: 175- 205.
15. Louhichi, W. (2001). Adjustment of stock Prices to earnings announcements: An intraday analysis.
16. Marney, J. P.; Shuhong, K. and Taghavi, M. (2005). “The Effect of Annual Earnings Announcements on Chinese Stock Market”, paper for 59th international Atlantic Economic Conference, London, England.
17. Offerman, T. and Sonnemans, J. (2000). Whats Casing Overreaction? An Exprimental Investing of Recency and the Hot hand Effect. working papers.
18. Patell, J. M. and Wolfson, M. A. (1984). “The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements” , *Journal of Financial Economics* , 13 (2), pp: 223- 252.
19. Tversky, A., and D. Kahneman. (1982). “Representativeness- Belief in the Law of small Numbers, in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, Kahneman, D., P. Slovic and A. Tversky (eds). Cambridge: Cambridge University Press.