

تأثیر تغییرات عدم اطمینان در شرایط مختلف اقتصادی بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی‌اکبر اربابیان* ، اردشیر سلطانی نژاد**

چکیده

واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است. 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. هدف کلی تحقیق حاضر بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب و بد در شرایط رونق و رکود تجاری با فرض وجود عدم اطمینان در بازار سرمایه می‌باشد. محقق سعی دارد با تبیین روابط بین بازدهی غیرعادی با انتظارات سهامداران در شرایط مختلف اقتصادی، به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در شناسایی فرصت‌ها و تهدیدهای سرمایه‌گذاری کمک نماید. دوره تحقیق شامل ۷ سال و از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ می‌باشد و نمونه آماری شامل ۱۰۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج نشان داد که عدم اطمینان بالا یا پایین در واکنش قیمت سهام به اخبار بد در دوره‌های رونق تجاری تأثیرگذار نیست. همچنین نتایج حاکی از این بود که در دوره‌های رکود تجاری، شرایط عدم اطمینان بالا باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود و این یافته مطابق با مبانی نظری تحقیق است.

کلیدواژه‌ها: عدم اطمینان؛ اخبار خوب؛ اخبار بد؛ رونق تجاری؛ رکود تجاری.

ژورنال علمی و مطالعات فرسنگی

پایان نامه علمی و تحقیقاتی

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۳/۰۹، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۰۸/۰۲

* استادیار، دانشگاه شهید بهشتی.

** کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی (نویسنده مسئول).

۱. مقدمه

امروزه اطلاعات، یک وسیله و ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و به‌هنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی، این اطلاعات می‌تواند به‌صورت 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 [۲]. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آن‌ها می‌باشد که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینهٔ عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد [۹].

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

زمینهٔ معمول برای تحلیل ریسک و مدیریت آن، مسئلهٔ تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان می‌باشد که به‌طور سنتی با استفاده از نظریهٔ مطلوبیت انتظاری^۱ بررسی می‌شود. هرچند این نظریهٔ بسیار محدود به موارد کاربردی است، اما می‌تواند دیدگاه‌های مهمی در مورد اعتبار مفروضات ارائه نماید. عدم اطمینان به این معنی است که در یک موقعیت معین یک فرد نمی‌تواند اطلاعات را به‌طور کمی و کیفی به‌گونه‌ای مناسب برای تشریح، پیش‌بینی و ارائه حکم به‌طور معین و به شکل مقداری (عددی)، مرتب سازد. فقدان اطلاعات احتمالاً معمول‌ترین عامل برای عدم اطمینان می‌باشد. مثلاً در ادبیات تصمیم‌گیری، تصمیم گرفتن در شرایط عدم اطمینان موقعیتی است که در آن فرد فاقد اطلاعات در مورد حالت‌های ممکن است که اتفاق خواهد افتاد [۱۸]. همچنین یک خبر ممکن است پیچیده باشد و گزارشات و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری برای کشف کل ماجرا نیازمند زمان باشد [۱۲].

مطالعات پیشین نشان می‌دهند که بازار به اخبار خوب و بد و اعلامیه‌های سود واکنش نامتقارن دارد و این تفاوت هنگامی که بازارها روند افزایشی دارند، افزایش می‌یابد [۱۱]. همچنین شواهد نشان می‌دهد که قیمت‌های سهام به اخبار بد در زمان‌های خوب بیش‌واکنشی و به اخبار خوب در زمان‌های بد، کم‌واکنشی دارند [۱۶]. براساس مباحث بالا، سوال اساسی تحقیق به‌شرح زیر مطرح شده است:

تغییرات عدم اطمینان در شرایط مختلف اقتصادی بر واکنش قیمت سهام چه تأثیری دارد؟

1. Expected utility theory

چویی (۲۰۱۰) با بررسی ۷۶۳۴۲ مورد اعلان سود شرکت‌ها در بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۷ نشان داد که نوسان عدم اطمینان بازار، باعث تغییر در واکنش قیمت سهام به سود غیرمنتظره شرکت می‌شود. نتایج این تحقیق حاکی از این است که زمانی که سرمایه‌گذاران درخصوص وقوع رونق اقتصادی با عدم اطمینان روبرو هستند؛ اخبار بد پیش‌بینی سود تأثیرات شدیدتری در کاهش قیمت سهام دارد. این امر از آنجا ناشی می‌شود که اخبار بد، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران درخصوص تغییر وضعیت اقتصادی آتی را افزایش می‌دهد. همچنین، زمانی که سرمایه‌گذاران در طول دوره‌های رکود تجاری با عدم اطمینان مواجه هستند؛ اخبار خوب، باعث افزایش کمتر قیمت سهام می‌شود [۱۰].

کیم و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی تأثیر عدم اطمینان بازار سرمایه بر انتشار پیش‌بینی سود مدیریت و پاسخ سرمایه‌گذاران به این پیش‌بینی‌ها را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که در طول دوره‌های عدم اطمینان بالا، از یک طرف، کاهش معناداری در فراوانی انتشار پیش‌بینی‌های سود مدیریت رخ داده است و از طرف دیگر، انتشار اخبار بد و اندازه اخبار بد، محدود شده است. بررسی واکنش بازار سرمایه به انتشار پیش‌بینی سود نشان داد که واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار بد در طول دوره‌های عدم اطمینان بالا، شدیدتر است. این یافته‌ها حاکی از این است که حساسیت سرمایه‌گذاران به اخبار بد پیش‌بینی سود، در طول دوره‌های عدم اطمینان بالا، تمایل مدیران را به انتشار پیش‌بینی سود و به‌خصوص اخبار بد پیش‌بینی کاهش می‌دهد. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌های با ریسک بالاتر، با احتمال بیشتری افشای اطلاعات اختیاری را در طول دوره‌های عدم اطمینان بالا کاهش می‌دهند [۱۴].

قالیباف اصل و نادری (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که واکنش بازار نسبت به اطلاعات جدید با تأخیر همراه بوده و در شرایط بازار رونق، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات خوب شرکت واکنش مثبت کمتر از اندازه و نسبت به اطلاعات بد، واکنش منفی کوتاه‌مدت داشته‌اند. همچنین در شرایط بازار رکود، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات خوب واکنش مثبت بیش از اندازه و نسبت به اطلاعات بد واکنش منفی بیش از اندازه داشته‌اند [۶].

پورحیدری و عالی‌پور (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین داده‌های حسابداری با چرخه‌های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران کردند. نتایج این تحقیق نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران بین برخی از متغیرهای حسابداری (رشدفروش و حاشیه سود ناخالص) با چرخه‌های تجاری ارتباط معناداری وجود دارد [۴].

زارنوویت (۱۹۹۹) ثابت کرد که سود شرکت‌ها و تغییراتشان به‌طور جدی با رشد GDP واقعی در ارتباط هستند [۱۷].

جانسون (۱۹۹۹) به بررسی ارتباط میان چرخه‌های تجاری با بازده اوراق بهادار و سود شرکت‌ها پرداخته است. دوره مورد بررسی او سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۷ با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی بوده است. نتایج تحقیق وی حاکی از آن است که سود شرکت‌ها تحت تأثیر شرایط چرخه‌های تجاری متفاوت می‌باشد و ثبات سودها به دلیل ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری در طی دوران رونق به‌طور چشمگیری نسبت به دوران رکود بیشتر است [۱۳].

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

شواهد نشان می‌دهد که عدم اطمینان کل موجود در بازار سهام یک عامل مهم در تعیین قیمت سهام می‌باشد. در شرایط عدم اطمینان در خصوص رونق آتی تجاری، اخبار بد (در مقایسه با دوره‌هایی که عدم اطمینان کل پایین می‌باشد) باعث کاهش‌های شدیدتری در قیمت سهام می‌شود. همچنین در شرایط عدم اطمینان در خصوص رکود تجاری، اخبار خوب (در مقایسه با دوره‌هایی که عدم اطمینان کل پایین می‌باشد) باعث افزایش‌های کمتری در قیمت سهام می‌شود [۱۰]. با توجه به شواهد فوق، پیش‌بینی می‌شود که واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد در شرایط مختلف حاکم بر بازار سرمایه، متفاوت باشد. بنابراین فرضیات تحقیق به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول. در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد می‌شود.

فرضیه دوم. در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار بد می‌شود.

فرضیه سوم. در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود.

فرضیه چهارم. در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود.

۴. روش‌شناسی

این تحقیق از جمله تحقیقات زمینه‌ای پس‌رویدادی است. هدف تحقیقات پس‌رویدادی بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده است. در این تحقیق نتیجه اعمال یک رویه حسابداری بر رفتار مدیران و شرایط خاص شرکت‌های سهامی مورد بررسی قرار می‌گیرد. روش تحقیق از نوع همبستگی و براساس معادلات رگرسیونی می‌باشد. تحلیل رگرسیونی فن و تکنیکی آماری برای بررسی و مدل‌سازی

ارتباط بین متغیرهاست. در ابتدا تحلیل گر حدس می‌زند که بین دو متغیر نوعی ارتباط وجود دارد؛ درحقیقت حدس می‌زند که یک رابطه به شکل یک خط بین دو متغیر وجود دارد و سپس به جمع‌آوری اطلاعات کمی از دو متغیر می‌پردازد و این داده‌ها را به صورت نقاطی در یک نمودار دو بعدی رسم می‌کند [۱].

جامعه آماری و نمونه تحقیق. با توجه به قلمرو تحقیق، جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران غیر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی می‌باشد که دارای شرایط زیر بوده‌اند:

۱. در سال‌های مالی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ در بورس حضور داشته‌اند.
۲. پایان سال مالی آن‌ها آخر اسفند هر سال بوده و در طول دوره فوق‌الذکر تغییری در سال مالی نداده‌اند.
۳. در همه سال‌های مورد بررسی در پایان سال مالی اطلاعات و داده‌های مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.

روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک می‌باشد که با توجه به ملاحظات فوق، نمونه آماری این تحقیق متشکل از ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس می‌باشد.

متغیرهای مستقل

سود غیرمنتظره^۱ هر سهم. قدر مطلق تفاوت بین سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم و سپس تقسیم آن بر آخرین قیمت هر سهم به عنوان سود غیرمنتظره در نظر گرفته شده است [۱۰].

$$SURP_{i,t} = \frac{EPS_{i,t} - PEPS_{i,t}}{P_{i,(t-1)}}$$

$SURP_{i,t}$: سود غیرمنتظره هر سهم شرکت i در دوره t

$EPS_{i,t}$: سود هر سهم تحقق یافته شرکت i در دوره t

$PEPS_{i,t}$: سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت i در دوره t

$P_{i,(t-1)}$: آخرین قیمت سهام شرکت i در دوره $t-1$

عدم اطمینان موجود در بازار سهام^۱. این متغیر بوسیله انحراف معیار بازده بازار برای ۱۲ ماه در یک سال مالی اندازه‌گیری خواهد شد [۱۴].

$$\text{Market Uncertainty} = (R)$$

همچنین بازده بازار هر ماه نیز از تفاوت شاخص قیمت و بازده نقدی پایان و ابتدای همراه و سپس تقسیم آن بر شاخص قیمت و بازده نقدی ابتدای هر ماه حاصل می‌گردد [۳]. هرچه انحراف معیار بازده‌ها در هر سال بیشتر باشد، عدم اطمینان در بازار بیشتر است. معیار این تفکیک، میانگین انحراف معیار برای کل دوره‌هاست. در الگوی آزمون فرضیات تحقیق مقادیر به‌دست آمده از رابطه فوق به دو گروه دوره‌های با عدم اطمینان بالا (HIGH) و دوره‌های با عدم اطمینان پایین (LOW) تقسیم می‌شوند.

اخبار خوب^۲ و بد^۳ پیش‌بینی سود هر سهم. چنانچه پیش‌بینی سود هر سهم نشان‌دهنده یک افزایش در سود نسبت به دوره قبل باشد؛ به‌عنوان اخبار خوب و چنانچه حاکی از کاهش باشد؛ به‌عنوان اخبار بد پیش‌بینی تلقی می‌شود. بر این اساس، اخبار پیش‌بینی از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود [۱۰].

$$\begin{aligned} \text{EPS}_{i,t} > \text{PEPS}_{i,t} & \quad \text{اخبار خوب} \\ \text{EPS}_{i,t} < \text{PEPS}_{i,t} & \quad \text{اخبار بد} \end{aligned}$$

چرخه‌های تجاری^۴. برای تعاریف زیادی برای چرخه‌های تجاری ارائه شده است، اما تقریباً تمام تعاریف معنای مشابه دارند. به‌همین دلیل کمتر مجادله‌ای در طول این موضوع انجام گرفته است. برنز و میچل تعریفی علمی از چرخه‌های تجاری به‌صورت زیر ارائه داده‌اند:

چرخه‌های تجاری نوعی نوسانات با قاعده و منظم در فعالیت‌های کلان اقتصادی کشورها می‌باشد که عمدتاً توسط بنگاه‌های تجاری سازماندهی می‌شوند. یک چرخه با یک دوره رونق اقتصادی که همزمان در فعالیت‌های متعدد اقتصادی رخ می‌دهد، شروع می‌شود و به دوره رکود و انقباض منتهی می‌گردد. این سلسله از تغییرات بارها و بارها تکرار می‌شوند ولی حالت منظم دوره‌ای ندارند، به‌عبارتی مدت زمان چرخه‌های تجاری ممکن است از یکسال تا ۱۰ الی ۱۲ سال متغیر باشد. این سیکل قابل تقسیم بر سیکل‌های کوتاه‌تری نمی‌باشد [۸]. لوکاس نیز ادوار

1. Market Uncertainty
2. Good News
3. Bad New
4. Business Cycles

تجاری را انحرافات تکرارپذیر GDP حقیقی حول روند بلندمدت آن می‌داند [۱۵]. تولید ناخالص داخلی (GDP) یکی از مقیاس‌های مهم اندازه‌گیری در اقتصاد است که دربرگیرنده ارزش مجموع کالاها و خدماتی است که طی یک دوران معین، معمولاً یکسال، در یک کشور تولید می‌شود [۷]. در این تحقیق برای تبیین و تعریف چرخه‌های تجاری از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی استفاده شده است. برای تبیین اثرات این متغیر در واکنش قیمت سهام، سال‌های دوره تحقیق به دو دوره رکود و رونق تفکیک و آزمون فرضیات در هر دوره به صورت جداگانه انجام می‌شود. در تحقیق حاضر، ارقام مربوط این متغیر از اطلاعات موجود در سایت بانک جهانی استخراج شد [۱۹]. چنانچه در دوره‌ای، نسبت به دوره پیش، تولید ناخالص افزایش داشته باشد؛ به عنوان دوره رونق تجاری و در غیر آن صورت، به عنوان رکود تجاری تلقی می‌شود [۱۳].

در جدول ۱ نتایج حاصل از طبقه‌بندی سال‌های تحقیق از لحاظ چرخه تجاری و عدم اطمینان ارائه شده است.

جدول ۱. طبقه‌بندی سال‌های تحقیق از لحاظ چرخه تجاری و عدم اطمینان

سال	انحراف معیار بازدهی بازار	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی	چرخه تجاری	عدم اطمینان
۱۳۸۱	----	۷/۵	---	---
۱۳۸۲	-/۰.۸۸۵	۷/۱	رکود	بالا
۱۳۸۳	-/۰.۴۷	۵/۱	رکود	پایین
۱۳۸۴	-/۰.۳۴	۴/۶	رکود	پایین
۱۳۸۵	-/۰.۱۸	۵/۹	رونق	پایین
۱۳۸۶	-/۰.۴۴	۷/۸	رونق	پایین
۱۳۸۷	-/۰.۷۸۸	۲/۳	رکود	بالا
۱۳۸۸	-/۰.۴۹۲	۱/۸	رکود	پایین
میانگین	-/۰.۵۱۴	---	---	---

متغیر وابسته. بازده غیرعادی^۱ سهام در تحقیق حاضر به عنوان متغیر وابسته تلقی شده است. بازده غیرعادی از تفاوت میان بازده کل سهام شرکت با بازده بازار در یک دوره معین حاصل می‌شود. نحوه محاسبه بازده بازار در قسمت عدم اطمینان توضیح داده شد و برای محاسبه بازدهی سهام از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده می‌شود و از محاسبات دستی پرهیز شده است. در نهایت بازده غیرعادی از رابطه زیر حاصل می‌شود [۳].

1. Abnormal Return

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - RM_t$$

$AR_{i,t}$: بازده غیرعادی سهام شرکت i در دوره t

$R_{i,t}$: بازده کل سهام شرکت i در دوره t

RM_t : بازده شاخص کل بازار سهام در دوره t

الگوی آزمون فرضیات. معمولاً در این تحقیق از رگرسیون حداقل مربعات جزئی برای سنجش روابط بین متغیرها استفاده شده است. فرضیات این تحقیق با استفاده از یک الگوی رگرسیونی که در آن بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است؛ آزمون خواهد شد. این الگو در سال ۲۰۱۰ توسط می چویی^۱ استفاده شده که به صورت زیر بسط داده شده است [۱۰]:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Uncer + \beta_2 Surp + \beta_3 Bad + \beta_4 Good + \beta_5 Uncer * Surp + \beta_6 Surp * Bad + \beta_7 Surp * Good + \beta_8 Uncer * Surp * Bad + \beta_9 Uncer * Surp * Good + \beta_{10} Surp * Good * High + \beta_{11} Surp * Good * Low + \beta_{12} Surp * Bad * High + \beta_{13} Surp * Bad * Low + \beta_{14} Size + \beta_{15} MTB + \beta_{16} Beta + \varepsilon$$

AR : بازده غیرعادی سهام (تفاوت بین بازده سالانه سهام شرکت با بازده بازار سهام)

$Uncer$: سطح عدم اطمینان (انحراف معیار بازده بازار در طول دوره مالی)

$Surp$: سود غیرمنتظره (تفاوت سود واقعی و سود پیش‌بینی شده)

$Good$: یک متغیر مجازی است که چنانچه اخبار مربوط به سود مثبت باشد؛ مقدار آن ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

Bad : یک متغیر مجازی است که چنانچه اخبار مربوط به سود منفی باشد؛ مقدار آن ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$High$: یک متغیر مجازی است که چنانچه سطح عدم اطمینان موجود در بازار در دوره مورد نظر بیشتر از میانگین این متغیر برای همه سال‌های دوره تحقیق باشد؛ مقدار آن ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

Low : یک متغیر مجازی است که چنانچه سطح عدم اطمینان موجود در بازار در دوره مورد نظر پایین‌تر از میانگین این متغیر برای همه سال‌های دوره تحقیق باشد؛ مقدار آن ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

Size: اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی (لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت)
 MTB: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری به عنوان متغیر کنترلی فرصت‌های رشد شرکت.
 Beta: ریسک سیستماتیک سهام شرکت که با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$i = \frac{COV(R_{it} * R_m)}{Var(R_m)}$$

R_m : بازده کل بازار سرمایه

R_i : بازده کل سهام شرکت i

الگوی رگرسیونی فوق، یک مدل کلی برای آزمون فرضیات می‌باشد. این مدل، متناسب با ادعای مطرح‌شده در هر فرضیه، تعدیل و برازش شده است.

۵. تحلیل داده‌ها

نتایج حاصل آزمون فرضیه اول. فرضیه اول تحقیق، بیان می‌دارد که در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد می‌شود. در جدول ۲ نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون فرضیه اول تحقیق ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه اول

متغیر	اندازه ضریب	اماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون‌های هم‌خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
R^2	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معناداری F		
۰/۱۲۱	۱/۷۲۴	۳/۰۳۸	۰/۰۰۲		
Uncer	-۰/۲۰۵	-۲/۶۷	۰/۰۰۸	۰/۷۵۴	۱/۳۳۴
SURP	-۰/۴۹۴	-۱/۹۸۷	۰/۰۳۶	۰/۷۴۳	۱/۳۱۶
Bad	۰/۰۰۹	۰/۱۱۸	۰/۹۰۶	۰/۷۴۶	۱/۳۴۱
Uncer*Surp	۰/۱۲۹	۰/۴۷۴	۰/۶۳۶	۰/۷۶	۱/۳۹۸
SURP*Bad	۰/۲۶۵	۰/۸۵	۰/۳۹۶	۰/۷۴۶	۱/۳۴۱
Uncer*Surp*Bad	۰/۰۵۶	۰/۲۱۵	۰/۸۳	۰/۷۶۶	۱/۴۴۱
SIZE	-۰/۰۸۹	-۱/۳۹۶	۰/۱۹۶	۰/۹۳۵	۱/۰۶۹
MTB	۰/۱۰۹	۱/۵۰۶	۰/۱۳۴	۰/۸۴۳	۱/۱۸۶
Beta	۰/۰۳۲	۰/۴۶۴	۰/۶۴۳	۰/۹۵۵	۱/۰۴۷

در بخش اول جدول فوق، نتایج حاصل از برآزش الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه اول درخصوص خلاصه مدل رگرسیونی ارائه شده است.

نتایج نشان می‌دهد که ضریب تعیین رگرسیون به میزان ۰/۱۲۱ می‌باشد و این الگو توانسته است ۱۲/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق تغییرات متغیرهای مستقل تبیین نماید. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بنابراین بین خطاهای الگوی رگرسیونی خود همبستگی وجود ندارد.

نتایج تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA)، که براساس آماره F درخصوص آن تصمیم‌گیری می‌شود؛ برای الگوی برآزش داده شده در آزمون فرضیه اول در دو ستون آخر جدول ۱ آمده است. فرضیه‌های آماری مربوط به تحلیل آماره F به صورت زیر می‌باشد:

$H_0: \beta = 0$ الگوی رگرسیونی معنادار نیست

$H_1: \beta \neq 0$ الگوی رگرسیونی معنادار است

سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای آزمون (۰/۰۵) است و در نتیجه فرض H_0 فوق رد می‌شود و الگوهای برآورد شده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی می‌باشد.

بخش دوم جدول ۲ نتایج تحلیل آماری برای ضرایب متغیرهای مستقل الگوی آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. این نتایج نوع، شدت و معناداری ارتباط هر یک از متغیرهای مستقل وارد شده به الگوی رگرسیونی با متغیر وابسته را نشان می‌دهد.

نتایج حاصل از آزمون‌های هم‌خطی که در دو ستون آخر بخش دوم جدول وارد شده است حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی می‌باشد. زیرا که آماره‌های این آزمون برای همه متغیرهای مستقل به عدد ۱ نزدیک می‌باشند.

ضریب برآورد شده برای متغیر Uncer، به میزان ۰/۲۰۵- و با سطح معناداری ۰/۰۰۸ می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین سطح عدم اطمینان در بازار سرمایه در طول دوره تحقیق با بازده غیرعادی سهام می‌باشد.

ضریب متغیر سودهای غیرمنتظره نیز منفی و معنادار است و نشان می‌دهد که ارتباط بین این متغیر با بازده غیرعادی سهام، معکوس بوده است. این یافته حاکی از این است که بازار سرمایه به تفاوت بین سود گزارش شده شرکت با سود پیش‌بینی شده واکنش مطلوبی نشان نمی‌دهد.

براساس نتایج به دست آمده، ضرایب برآوردی برای متغیرهای مستقل اساسی الگوی آزمون فرضیه اول، به لحاظ آماری معنادار نیستند. ضریب برآورد شده برای متغیر $Surp*Bad$ که واکنش بازار به سودهای غیرمنتظره در شرکت‌های دارای اخبار بد را نشان می‌دهد، $0/265$ است. این در حالی است که متغیر $Surp*Bad*High$ که واکنش مذکور را در شرایط عدم اطمینان بالا نشان می‌دهد، به دلیل نامعتبر بودن از الگوی رگرسیونی حذف شده و نرم‌افزار آماری، نتایج برای آن گزارش نکرده است.

این یافته‌ها با ادعای مطرح شده در فرضیه اول مبنی بر واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد در شرایط عدم اطمینان بالا سازگار نیست و همچنین به دلیل معنادار نبودن ضرایب به دست آمده برای متغیرهای تعاملی مستقل، نمی‌توان ادعای مطرح شده در فرضیه را پذیرفت. ضرایب به دست آمده برای متغیرهای کنترلی، حاکی از این است که هیچ‌یک از متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و ضریب بتا، معنادار نبوده‌اند.

از آنجایی که متغیرهای کنترلی، به جهت تبیین بهتر تغییرات متغیر وابسته به الگوی رگرسیونی وارد می‌شوند؛ می‌توان چنین نتیجه گرفت که دلیل عدم معناداری آن‌ها، ناشی از کم بودن تعداد داده‌های تلفیقی در دوره رونق تجاری می‌باشد. در مجموع، نتایج نشان داد که با توجه به شواهد موجود، فرضیه اول تحقیق رد می‌شود و بنابراین در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد نمی‌شود.

نتایج حاصل آزمون فرضیه دوم. فرضیه دوم تحقیق، بیان می‌دارد که در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار بد می‌شود. به عبارت دیگر، در این فرضیه، تأثیر وجود یا عدم وجود شرایط عدم اطمینان پایین بر واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار بد سودهای غیرمنتظره در دوره رونق تجاری بررسی شده است. در جدول ۳ نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون فرضیه دوم تحقیق ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه دوم

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون‌های هم‌خطی	
				عامل تورم واریانس	تلورانس
سطح معناداری F	آماره دوربین واتسون	آماره F	R^2		
	۱/۷۲۴	۳/۰۳۸	۰/۱۲۱	۰/۰۰۲	
Uncer	-۰/۲۰۵	-۲/۶۷	-۰/۰۰۸	-۰/۷۵۴	۱/۳۲۷
SURP	-۰/۴۹۴	-۱/۹۸۷	-۰/۰۳۶	-۰/۷۴۳	۱/۳۱۶
Bad	-۰/۰۰۹	-۰/۱۱۸	-۰/۹۰۶	-۰/۷۴۶	۱/۳۴۱
Uncer*Surp	-۰/۱۲۹	-۰/۴۷۴	-۰/۶۳۶	-۰/۷۶	۱/۳۹۸
SURP*Bad	-۰/۲۶۵	-۰/۱۸۵	-۰/۳۹۶	-۰/۷۴۶	۱/۳۴۱
Uncer*Surp*Bad	-۰/۰۵۶	-۰/۲۱۵	-۰/۱۸۳	-۰/۷۶۶	۱/۴۴۱
SURP*Bad*Low	-۰/۲۵۶	-۰/۱۸۵	-۰/۳۹۶	-۰/۷۴۶	-۰/۳۴۱
SIZE	-۰/۰۸۹	-۱/۲۹۶	-۰/۱۹۶	-۰/۹۳۵	۱/۰۶۹
MTB	-۰/۱۰۹	۱/۵۰۶	-۰/۱۳۴	-۰/۸۴۳	۱/۱۸۶
Beta	-۰/۰۳۲	-۰/۴۶۴	-۰/۶۴۳	-۰/۹۵۵	۱/۰۴۷

نتایج نشان می‌دهد که ضریب تعیین رگرسیون به میزان ۰/۱۲۱ می‌باشد و این الگو توانسته است ۱۲/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق تغییرات متغیرهای مستقل تبیین نماید. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بنابراین بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای آزمون (۰/۰۵) است و در نتیجه الگوهای برآوردشده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون‌های هم‌خطی که در دو ستون آخر بخش دوم جدول وارد شده است حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی می‌باشد. زیرا که آماره‌های این آزمون برای همه متغیرهای مستقل به عدد ۱ نزدیک می‌باشند.

ضریب برآوردشده برای متغیر Uncer، به میزان -۰/۲۰۵ و با سطح معناداری ۰/۰۰۸ می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین سطح عدم اطمینان در بازار سرمایه در طول دوره تحقیق با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب متغیر سودهای غیرمنتظره نیز منفی و معنادار است و نشان می‌دهد که ارتباط بین این متغیر با بازده غیرعادی سهام، معکوس بوده است. این یافته حاکی از این است که بازار سرمایه به تفاوت بین سود گزارش شده شرکت با سود پیش‌بینی شده واکنش مطلوبی نشان نمی‌دهد.

مشابه با نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، ضرایب متغیرهای مستقل اساسی الگوی رگرسیونی، به لحاظ آماری معنادار نیستند. در این خصوص، سطح معناداری متغیرهای Uncer*Surp*Bad و Surp*Bad*Low که برای تصمیم‌گیری در خصوص پذیرش یا عدم

پذیرش فرضیه مورد توجه می‌باشند؛ بالاتر از ۰/۰۵ است. همچنین، نتایج به‌دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز حاکی از عدم معناداری این متغیرهاست. در مجموع، نتایج نشان داد که با توجه به شواهد موجود، فرضیه دوم تحقیق رد می‌شود و بنابراین در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار بد نمی‌شود.

نتایج حاصل آزمون فرضیه سوم. در فرضیه سوم تحقیق پیش‌بینی شده است که در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش ضعیف‌تر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود. فرضیات سوم و چهارم ناظر بر اخبار خوب سودهای غیرمنتظره بوده و در سال‌های رکود تجاری آزمون می‌شوند و سعی می‌شود تاثیر دو عامل رکود تجاری و عدم اطمینان بر واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب سنجیده شود. همانطور که در قسمت‌های قبلی اشاره شد، ۵ سال از دوره تحقیق، رکود تجاری حاکم بوده و تعداد مشاهدات این دوره ۵۲۰ سال-شرکت است. در جدول ۴ نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم تحقیق ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه سوم

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون‌های هم‌خطی	
				تولرانس	عامل تورم واریانس
Uncer	-۰/۳۱۶	-۷/۲۲۷	۰/۰۰۰	۰/۸۰۸	۱/۲۳۸
SURP	۰/۰۹۷	۲/۵۵۹	۰/۰۱۶	۰/۸۵۱	۱/۵۱۸
Good	-۰/۰۵۵	-۱/۲۸۷	۰/۱۹۹	۰/۸۵۷	۱/۱۶۷
Uncer*Surp	-۰/۰۸۵	-۱/۹۹۴	۰/۰۲۱	۰/۸۵۲	۱/۱۶۵
SURP*Good	-۰/۰۴۹	-۲/۰۰۷	۰/۰۱۹	۰/۷۰۶	۱/۵۳۹
Uncer*Surp* Good	۰/۰۱۵	۲/۰۲۹	۰/۰۱۴	۰/۷۰۶	۱/۵۳۶
SURP*Good*High	۰/۰۳۱	۲/۰۲۶	۰/۰۱۵	۰/۷۴۱	۱/۶۲۸
SIZE	۰/۱	۲/۴۷	۰/۰۱۴	۰/۹۳۴	۱/۰۷۱
MTB	۰/۰۵۸	۱/۴۳	۰/۱۵۳	۰/۹۳۵	۱/۰۷
Beta	-۰/۳۲۹	۸/۲۳۲	۰/۰۰۰	۰/۹۶۲	۱/۰۴

نتایج حاصل از خلاصه الگوی رگرسیونی نشان می‌دهد که این الگو در مقایسه با الگوی آزمون فرضیات اول و دوم بهبودی نسبی داشته است. زیرا که شاخص‌های قدرت و مطلوبیت

رگرسیون شامل ضریب تعیین و آماره F در آن افزایش داشته است. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد که این الگو توانسته است ۲۱/۷٪ از تغییرات بازده غیرعادی سهام را تبیین نماید. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بنابراین بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای آزمون (۰/۰۵ =) است و در نتیجه الگوهای برآورد شده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون‌های هم‌خطی که در دو ستون آخر بخش دوم جدول وارد شده است حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی می‌باشد. زیرا که آماره‌های این آزمون برای همه متغیرهای مستقل به عدد ۱ نزدیک می‌باشند.

ضریب برآوردشده برای متغیر Uncer، به میزان ۰/۳۱۶- و با سطح معناداری ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین سطح عدم اطمینان در بازار سرمایه در طول دوره تحقیق با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب متغیر سودهای غیرمنتظره، ۰/۰۹۷ و سطح معناداری آن ۰/۰۱۶ می‌باشد و نشان می‌دهد که ارتباط بین بازده غیرعادی سهام با سودهای غیرمنتظره مستقیم و معنادار است. این یافته با نتایج آزمون فرضیات اول و دوم ناسازگار می‌باشد و نشان می‌دهد که واکنش سرمایه‌گذاران در دوره‌های رکود و رونق تجاری متفاوت است. ضریب به دست آمده برای متغیر Surp*Good، که واکنش بازار سرمایه به سودهای غیرمنتظره در شرکت‌هایی که اخبار خوب پیش‌بینی منتشر کرده‌اند را نشان می‌دهد؛ به میزان ۰/۰۴۹- و معنادار است. این در حالی است که با اضافه نمودن متغیر High، ضمن اینکه اندازه ضریب کاهش یافته است؛ علامت آن نیز منفی شده است.

این یافته مطابق با ادعای مطرح شده در فرضیه و مبانی نظری تحقیق است و نشان می‌دهد که در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش ضعیف‌تر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود.

نتایج حاصل از برازش الگوی رگرسیونی برای متغیرهای کنترل حاکی از این است که متغیرهای اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک سهام، رابطه مثبت و معناداری با بازده غیرعادی سهام در طول دوره تحقیق داشته‌اند.

این نتایج نشان می‌دهند که شرکت‌های بزرگ‌تر و شرکت‌هایی که ریسک سهام آن‌ها بالاتر است؛ بازده غیرعادی بیشتری داشته‌اند.

در مجموع، نتایج حاکی از این است که در دوره‌های رکود تجاری، واکنش فعالان بازار سرمایه به اخبار خوب مرتبط با سودهای غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بالا، در مقایسه با شرایطی که عدم اطمینان بالا وجود ندارد؛ متفاوت است.

براساس شواهد فوق، این تفاوت هم در نوع واکنش و هم در شدت واکنش مشاهده و ثابت شد که در شرایط عدم اطمینان بالا، شدت واکنش، کاهش می‌یابد. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود.

نتایج حاصل آزمون فرضیه چهارم. در فرضیه چهارم تحقیق پیش‌بینی شده است که در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار خوب می‌شود. بیشتر متغیرهای الگوی آزمون این فرضیه، مطابق با الگوی آزمون فرضیه سوم می‌باشد و تنها در اعمال شرایط عدم اطمینان متفاوت هستند. در جدول ۵ نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم تحقیق ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه چهارم

R^2	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معناداری F		
۰/۲۰۲	۲/۳۵۵	۱۴/۱۱۷	۰/۰۰۰		
متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون‌های هم‌خطی	
				تولرانس	عامل تورم واریانس
Uncer	-۰/۳۱۶	-۷/۲۲۷	۰/۰۰۰	۰/۸۰۸	۱/۲۳۸
SURP	۰/۰۹۷	۲/۵۶۲	۰/۰۱۴	۰/۸۵۱	۱/۵۱۸
Good	-۰/۰۵۴	-۱/۲۹۱	۰/۱۹۷	۰/۸۶۵	۱/۱۵۶
Uncer*Surp	-۰/۰۸۶	-۱/۹۹۷	۰/۰۱۹	۰/۸۵۲	۱/۱۶۵
SURP*Good	-۰/۰۴۷	-۲/۰۱۱	۰/۰۱۸	۰/۷۰۶	۱/۵۳۹
Uncer*Surp* Good	۰/۰۳۴	۲/۰۷۶	۰/۰۱۴	۰/۵۹۱	۱/۶۹۲
SURP*Good*Low	-۰/۰۵۶	-۲/۱۰۷	۰/۰۱۵	۰/۷۳۸	۱/۶۷۵
SIZE	۰/۱	۲/۴۷	۰/۰۱۴	۰/۹۳۴	۱/۰۷۱
MTB	۰/۰۵۸	۱/۴۳	۰/۱۵۳	۰/۹۳۵	۱/۰۷
Beta	۰/۳۲۹	۸/۲۳۲	۰/۰۰۰	۰/۹۶۲	۱/۰۴

نتایج حاصل از خلاصه الگوی رگرسیونی نشان می‌دهد که ضریب تعیین این الگو در مقایسه با الگوی آزمون فرضیه سوم، کاهش مختصری داشته و به ۰/۲۰۲ رسیده است. این یافته نشان می‌دهد که احتمالاً شرایط عدم اطمینان پایین تبیین تغییرات بازده غیرعادی سهام را با مشکل مواجه می‌نماید. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، بنابراین بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد. سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای آزمون

($\alpha = 0.05$) است و در نتیجه الگوهای برآورد شده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون‌های هم‌خطی که در دو ستون آخر بخش دوم جدول وارد شده است حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی می‌باشد. زیرا که آماره‌های این آزمون برای همه متغیرهای مستقل به عدد ۱ نزدیک می‌باشند.

ضریب برآوردشده برای متغیر $Uncer$ ، به میزان -0.316 و با سطح معناداری 0.000 می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط معکوس و معنادار بین سطح عدم اطمینان در بازار سرمایه در طول دوره تحقیق با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب متغیر سودهای غیرمنتظره، 0.097 و سطح معناداری آن 0.016 می‌باشد و نشان می‌دهد که ارتباط بین بازده غیرعادی سهام با سودهای غیرمنتظره مستقیم و معنادار است. ضریب به دست آمده برای متغیر $Surp*Good$ ، که واکنش بازار سرمایه به سودهای غیرمنتظره در شرکت‌هایی که اخبار خوب پیش‌بینی منتشر کرده‌اند، را نشان می‌دهد؛ به میزان -0.047 و معنادار است. این در حالی است که با اضافه نمودن متغیر Low ، ضریب این متغیر به -0.056 می‌رسد. این یافته حاکی از واکنش شدیدتر فعالان بازار سرمایه به اخبار خوب مرتبط با سودهای غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان پایین در مقایسه با سایر شرایط در دوره‌های رکود تجاری می‌باشد و مطابق با ادعای مطرح شده در فرضیه چهارم است.

نتایج حاصل از برازش الگوی رگرسیونی برای متغیرهای کنترل، مشابه نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم و حاکی از این است که متغیرهای اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک سهام، رابطه مثبت و معناداری با بازده غیرعادی سهام در طول دوره تحقیق داشته‌اند. این نتایج نشان می‌دهند که شرکت‌های بزرگتر و شرکت‌هایی که ریسک سهام آنها بالاتر است؛ بازده غیرعادی بیشتری داشته‌اند.

در مجموع، نتایج حاکی از این است که در دوره‌های رکود تجاری، واکنش فعالان بازار سرمایه به اخبار خوب مرتبط با سودهای غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان پایین، در مقایسه با سایر شرایط بازار سرمایه؛ شدیدتر است. این یافته مطابق با ادعای مطرح شده در فرضیه چهارم است و در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان 95% پذیرفته می‌شود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج تحلیل آماری نشان داد که در دوره‌هایی که بازار با رونق تجاری مواجه است؛ اخبار بد نمی‌تواند اثر با اهمیتی بر بازده یا قیمت سهام داشته باشد. با فرض وجود سطح خاصی از کارایی در بازار سهام، این یافته را می‌توان از طریق مبانی نظری مرتبط با واکنش‌های بیشتر از اندازه و

کمتر از اندازه سرمایه‌گذاران به اطلاعات منتشره جدید تفسیر نمود. در این خصوص، شواهد 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 تأثیر عوامل روانشناختی و رفتاری می‌توانند نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های متفاوتی نشان دهند که باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها گردد. که این نتیجه با یافته‌های پژوهش‌های کیم [۱۴] و قالیباف [۶] مغایرت دارد.

همچنین نتایج حاکی از این است که واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب در دوره‌های رکود تجاری و در شرایط وجود عدم اطمینان بالا در مقایسه با شرایط نبود عدم اطمینان بالا، کمتر است. شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد، شرایط عدم اطمینان بالا در بازار موجب تغییر رفتار مدیران شرکت‌های سهامی در گزارشگری مالی و خصوصاً گزارش سود می‌شود. در این دوره‌ها مدیران تمایلی به انتشار اخبار بد ندارند و در مقابل سعی می‌نمایند اخبار خوب را بزرگ‌تر نشان دهند [۱۴]. همچنین، دوره‌های رکود تجاری مصادف است با کاهش حجم مبادلات در بازار سرمایه. در این دوره‌ها به دلیل کاهش معاملات، واکنش کلی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید ضعیف می‌شود. این درحالی است که در این دوره‌ها عموماً فراوانی اخبار خوب در مقایسه با اخبار بد کمتر است و به نظر می‌رسد که مجموع شرایط حاکم بر بازار سرمایه موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران به اخبار خوب محدودی که منتشر می‌شود، توجه نمایند. که این نتیجه با یافته‌های پژوهش‌های چویی [۱۰] و ورونسی [۱۶] مطابقت دارد.

پیشنهاد‌های کاربردی. نتایج این تحقیق نشان داد که چرخه‌های تجاری و شرایط عدم اطمینان می‌تواند به عنوان عوامل تعیین‌کننده‌ای در واکنش بازار سرمایه به اخبار منتشرشده شرکت‌ها، تأثیرگذار باشند. براساس نتایج به دست آمده از آزمون فرضیات به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس توصیه می‌شود که علاوه بر ارزیابی‌هایی که درخصوص شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها انجام می‌دهند؛ بخشی از تلاش‌های خود را معطوف تحلیل شرایط و اوضاع بازار سرمایه نمایند. تحلیل بازار به آن‌ها این امکان را می‌دهد که با توسعه الگوهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و افزودن متغیرهای بازار به آن‌ها، تصمیم‌گیری‌های منطقی‌تر و باارزش‌تری داشته باشند.

همچنین، براساس یافته‌های تحقیق، به مدیران شرکت‌های سهامی توصیه می‌شود قبل از انتشار پیش‌بینی سودهای آتی و یا سایر اطلاعات پیش‌بینی شده، شرایط و اوضاع بازار سرمایه را به دقت بررسی و تحلیل و اطلاعات را در شرایطی منتشر نمایند که اخبار بد، کمترین تأثیر نامطلوب و اخبار خوب، بیشترین تأثیر مطلوب را بر ارزش بازار سهام شرکت داشته باشد. در این

راستا، به کارگیری الگوهای سنجش چرخه‌های تجاری و سطح عدم اطمینان بازار و همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیات این تحقیق برای تعیین بهینه‌ی سیاست‌های افشا توسط مدیران، مفید به نظر می‌رسد.

تحقیقات آتی

۱. بررسی تأثیر تغییرات سطح عدم اطمینان بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها.
۲. مقایسه واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی در دوره‌های رونق و رکود تجاری بازار سرمایه.
۳. مقایسه واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی در سطوح مختلف عدم اطمینان موجود در بازار سرمایه.

محدودیت‌های تحقیق. محدودیت تحقیق حاضر، عدم وجود تحقیقات تجربی چشمگیر و معتبر در خصوص چرخه‌های تجاری و سطح عدم اطمینان در بازار سرمایه و یا در سطح اقتصاد کلان در ایران می‌باشد که با توجه به اینکه این مفاهیم به‌عنوان متغیرهای اساسی تحقیق حاضر مطرح می‌باشند؛ این امر باعث می‌شود که بررسی پیشینه تحقیق با محدودیت مواجه شود. محدودیت دیگر عدم اعلام آمار مربوط به تولید ناخالص داخلی در طی سال‌های اخیر توسط مراجع ذی‌صلاح می‌باشد که به ناچار از اطلاعات بانک جهانی کمک گرفته شد.

منابع

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۸۵). "آمار و کاربرد آن در مدیریت". جلد دوم، تهران، انتشارات سمت، چاپ دهم، تهران.
۲. 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.
۳. بهرامفر، نقی (۱۳۸۳). "بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۷: ۵۰-۲۳.
۴. پورحیدری، امید، عالی پور، داریوش (۱۳۹۰). "بررسی ارتباط بین داده‌های حسابداری با چرخه‌های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۸: ۱-۱۶.
۵. راعی، رضا و تلنگی، احمد (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته". تهران، انتشارات سمت، تهران، ۵۲۴-۵۲۱.
۶. قالیباف اصل، حسن و نادری، معصومه (۱۳۸۵). "بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق". *تحقیقات مالی*، سال ۸، شماره ۲۱: ۹۷-۱۱۲.
۷. مختارزاده، فاطمه (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین کننده چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران براساس رویکرد حسابداری چرخه تجاری". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه صنعتی شریف.
8. Burns, A.F., and W. Mitchell, (1946). *Measuring Business Cycles*, New York, National Bureau of Economic Research.
9. Chen, Q. and Jiang, W. (2005). Analysts' Weighting of Private and Public Information. *Journal of accounting and Economics*.
10. Choi, Hae Mi. (2010). When Good News is Not so Good: Economy-Wide Uncertainty and Stock Returns. SSRN eLibrary.
11. Conrad, J., Cornell, B., Landsman, W.R. (2002). When is bad news really bad news? *Journal of Finance*. 57: 2507-2532.
12. Gu, Zhaoyang. And Xue, Jian. (2001). Do analysts Overreact to Extrem Good News in Earning? *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 29:415-431.
13. Johnson, Marilyn, (1999). Business cycles and the relation between security returns and earnings, *Review of Accounting Studies*. 4: 93-117.
14. Kim, K. Pandit, S & Wasley, C, E. (2010). *Aggregate Uncertainty and Management Earnings Forecasts*. University of Illinois at Chicago. Chicago. IL 60607.
15. Lucas, R.E. (1977). Understanding business cycles. In: Brunner, K. and Meltzer, A.H. (Eds), *Stabilization of the Domestic and International Economy*. Carnegie-Rochester Series on public Policy. North-Holland. Amsterdam. Vol. 5: 7-46.
16. Veronesi, P. (1999). Stock Market Overreaction to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model. *Review of Financial Studies*. 12: 975-1007.

17. Zarnowitz, V. (1999). Theory and History behind Business Cycles: Are the 1990's the onset of a golden age? *Journal of Economic Perspectives*. Vol 3. No.2: 60-90.
18. Zimmermann, H.J. (2000). An application_oriented view of modeling uncertainty. *European Journal of Operational Research*.122:190-198.
19. <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/IR?display=graph>

