

## اثر گزارش اطلاعات شرکت‌ها بر رفتار روزانه بازار

### سهام تهران

مهدی جوانمرد\*، علی اکبر پورموسی\*\*

تاریخ دریافت: ۲۰/۱۲/۹۱

تاریخ پذیرش: ۱۱/۰۳/۹۲

#### چکیده

وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در چنین بازاری، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود به سرعت بر قیمت تاثیر می‌گذارد و قیمت اوراق بهادار را به ارزش ذاتی آن نزدیک می‌کند. هدف پژوهش حاضر، مطالعه نحوه واکنش بازار سهام به اطلاعات انتشار یافته شرکت‌ها می‌باشد. این تحقیق درصدد است ارتباط بین اطلاعات حسابداری جدید و تغییرات کوتاه مدت به وجود آمده در قیمت‌های سهام را مورد بررسی قرار دهد. در این پژوهش با انتخاب برخی از رویدادهای منتشره توسط شرکت‌ها (شامل صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای، برگزاری مجمع، پیش‌بینی سود و اعلام سود واقعی سالانه) و با استفاده از تغییرات پیاپی قیمت برای یک ماه اطراف وقوع رویداد در بازه زمانی ۱۳۸۶ - ۱۳۹۰ و با استفاده از روش مقایسه زوجی، به بررسی نحوه واکنش بازار سهام به این رویدادها پرداخته و رفتار بازار سهام تهران بر اساس الگوی بازار کارا تبیین شده است. نتایج نشان می‌دهد بازار سهام به این اطلاعات واکنش معناداری نشان می‌دهد. همچنین رفتار بازار در برابر رویدادهای فوق غیر کارا است.

**واژه‌های کلیدی:** واکنش بازار، فرضیه بازار کارا، گزارشات مالی میان‌دوره‌ای، سود هر سهم، مجمع عمومی

طبقه‌بندی موضوعی: G14، G02

\* عضو هیئت علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی راهیان نور ساری، (Ma.javanmard@gmail.com)

\*\* عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد محمودآباد، (نویسنده مسئول)، (Ali20325@yahoo.com)

### مقدمه

تحقیقات تجربی گذشته در متون حسابداری و مالی شواهدی را در حمایت از فرضیه بازار کارا فراهم می‌نماید. با این وجود چندین تحقیقات مدارک قوی و مستدلی در مورد نابهنجاری‌های بازار سهام ارائه می‌دهند که به نظر می‌رسد در مقابل فرضیه بازار کارا قرار گیرد (هادی، ۲۰۰۶). مهم‌ترین نارسایی فعلی بورس اوراق بهادار تهران، به‌عنوان رکن اصلی بازار سرمایه کشور، نبود کارایی می‌باشد و در بسیاری از تحقیقات، این ناکارایی اثبات گردیده است. (جهانخانی و صفاریان، ۱۳۸۲). اگر بازار کارا باشد، می‌توان بیان نمود اطلاعات مربوط سریعاً و به‌طور کامل در بازار منتشر می‌شوند و در نتیجه سیستم قیمت‌ها درست عمل می‌کند و جوه نقد و پس‌اندازها به سمت فعالیت‌های سودآور هدایت خواهند شد. بنابراین بورس اوراق بهادار کارا می‌تواند به تخصیص بهینه منابع منجر شود (افشاری، ۱۳۸۲). سرمایه‌گذارانی که عقلایی عمل می‌کنند باید بتوانند از تمامی اطلاعات موجود و یا اطلاعاتی که می‌توانند کسب نمایند به‌نحو احسن استفاده کنند. بررسی نحوه واکنش بازار سهام در برابر اطلاعات جدید در سال‌های اخیر رواج بسیاری یافته است. مهم‌ترین عامل در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، عامل قیمت است. بنابراین بررسی روند تغییرات قیمت سهام متداول‌ترین نقطه شروع در زمان خرید سهام از نظر مشارکت‌کنندگان در بازار است (پرستش، ۱۳۸۴). از این جهت آگاهی یافتن از عوامل موثر بر روند قیمت سهام در بورس بسیار اهمیت دارد. هدف از تحقیق حاضر، مطالعه رفتار روزانه بازار سهام در رابطه با انتشار اطلاعات جدید پیرامون شرکت‌هاست، تا بتوان در مورد نحوه واکنش بازار نسبت به اطلاعات و میزان کارایی بازار قضاوت نمود.

بنابراین سوالات زیر در این رابطه مطرح گردیده است:

- آیا برگزاری مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌ها، به واکنش از سوی بازار سهام منجر می‌گردد؟
- آیا بازار سهام نسبت به انتشار صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای توسط شرکت‌ها، از خود واکنش نشان می‌دهد؟

- آیا پیش‌بینی سود هر سهم، منجر به واکنش از سوی سهام‌داران می‌شود؟

- آیا اعلام سود واقعی سالانه، منجر به واکنش از سوی سهام‌داران می‌گردد؟

### فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری تحقیق و در جهت پاسخ به سئوالات تحقیق، فرضیاتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: برگزاری مجمع عمومی عادی، موجب واکنش از سوی بازار سهام می‌شود.  
فرضیه دوم: برگزاری مجمع عمومی فوق العاده، موجب واکنش از سوی بازار سهام می‌شود  
فرضیه سوم: صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای برای بورس سهام تهران، دارای محتوای اطلاعاتی است (منجر به ایجاد واکنش می‌گردد).  
فرضیه چهارم: پیش‌بینی سود هر سهم توسط شرکت‌ها، برای بازار سهام دارای محتوای اطلاعاتی است.

فرضیه پنجم: اعلام سود واقعی سالانه برای بازار سهام، دارای محتوای اطلاعاتی است.  
پس از بیان ادبیات تحقیق، به توضیح نحوه نمونه‌گیری و روش انجام تحقیق پرداخته شده و سپس آزمون فرضیات تحقیق و نتایج حاصل از آزمون‌ها ارائه می‌شود. در انتها نتیجه کلی و پیشنهادات تحقیق بر اساس یافته‌های آن بیان می‌شود.

### مبانی نظری

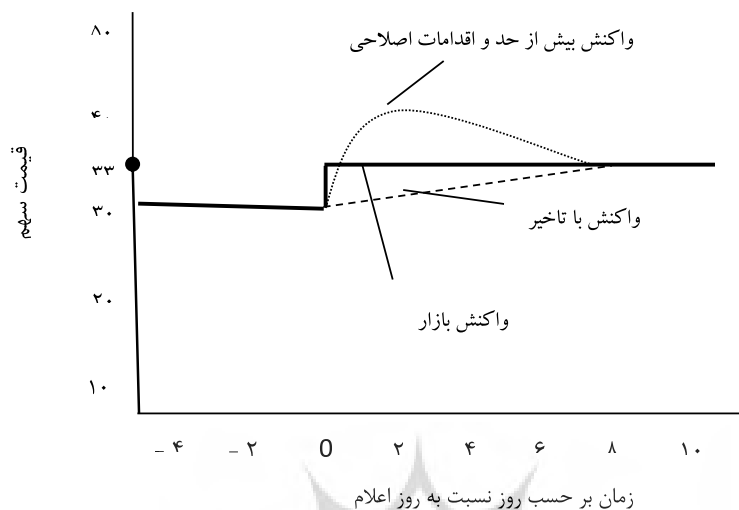
#### فرضیه بازار کارا

در مورد کارایی بازارهای سرمایه، معمولاً فرض می‌شود انتظارات و اطلاعات تمام مشارکت‌کنندگان در بازار در قیمت‌های دارایی‌ها وارد شده است. اگر بازارها به طور مناسبی رقابتی کارا باشند، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند سودهای غیر عادی از استراتژی‌های خود بدست آورند. فاما (۱۹۶۹) بیان می‌کند: « به طور کلی بازار کارا بازاری است که قیمت‌ها در آن نشانه‌های درستی را جهت تخصیص منابع ارائه دهند: یعنی بازاری در آن قیمت‌ها همواره اطلاعات موجود را به طور کامل منعکس می‌نمایند» (فاما، ۱۹۶۹). کارایی بازار سرمایه در سه سطح ضعیف، نیمه قوی و قوی قابل بررسی می‌باشد.

### نحوه واکنش بازار سهام طبق الگوی بازار کارا:

اگر اطلاعات جدیدی وارد بازار شود چه اتفاقی می‌افتد؟ برای مثال، اگر شرکت تعدیل منفی EPS (سود هر سهم) اعلام نماید چه روی می‌دهد؟ در بازار کارا تمام سرمایه‌گذاران بلافاصله با ورود اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند و قیمت سهام با این واکنش تغییر می‌کند. در بازار کارا اخبار خوب منجر به افزایش قیمت و اخبار بد منجر به سقوط قیمت خواهد شد (جعفری، ۱۳۸۷).

نمودار (۱) نمایانگر سه وضعیت برای واکنشی است که قیمت یک سهم نسبت به دریافت یک دسته از اطلاعات خاص نشان می‌دهد. این اطلاعات در روزی که آن را زمان صفر نامیده ایم دریافت می‌شود. اطلاعات مزبور مثبت است و باعث می‌شود ارزش سهم افزایش یابد و از ۳۰ دلار به ۳۳ دلار برسد. خط سیاه و پررنگ نشان دهنده قیمت سهمی است که در یک بازار کارا وجود دارد. در چنین حالتی ارزش سهم بی‌درنگ افزایش می‌یابد و به محض دریافت اطلاعات در همان روز به ۳۳ دلار می‌رسد. در قیمت این سهم هیچ تغییر دیگری رخ نمی‌دهد، زیرا فرض شده است بازار هیچ اطلاعات جدید دیگری دریافت نمی‌کند. خط نقطه چین نشان دهنده قیمت سهمی است که در یک بازار ناکارا وجود دارد. با ورود اطلاعات در نخستین روز، قیمت سهم اندکی بالا رود، سپس تحلیل‌گران گزارشاتی منتشر خواهند کرد که اطلاعاتی را مبنی بر تجدید نظر در ارزش واقعی سهم مورد بحث، بیان می‌کند. کارگزاران این اطلاعات را به مشتریان خود می‌دهند و مدعی می‌شوند که قیمت سهم در بازار کمتر از مقدار واقعی است. در مورد اینکه آیا باید این سهم را خرید یا خیر تصمیماتی اتخاذ می‌شود. ظرف چند روز سفارشات زیادی به بازار می‌رسد و در نتیجه قیمت سهم افزایش می‌یابد تا اینکه به ۳۳ دلار برسد.



نمودار (۱): واکنش قیمت در برابر اطلاعات جدید در بازار کارا و بازار غیر کارا

در واقع اگر بازار کارا باشد، نباید چنین وضعیت‌هایی را در آن مشاهده کرد. نخستین واکنش باید به گونه ای باشد که به صورتی دقیق کاربرد اطلاعات واقعی در تعیین ارزش سهم را منعکس می‌نماید. (هاگن، ۱۳۸۵).

### پیشینه پژوهش

در اکثر تحقیقات واکنش بازار از روش مطالعه رویدادی می‌شود. مطالعه رویدادی روشی است که در آن با انتخاب رویداد خاصی پیرامون شرکت‌ها و با بررسی نحوه تغییرات قیمت سهام در تاریخ‌های قبل و بعد از وقوع رویداد رفتار بازار سهام بررسی و سپس با تحلیل نوع رفتار بازار، در مورد سطح کارایی آن قضاوت می‌شود. در تحقیقاتی که در ادامه بیان شده نیز روش مطالعه رویدادی جهت بررسی واکنش بازار گردیده است.

دیفوند و همکاران (۲۰۰۷) دریافته‌اند، اعلان سودهای سالانه در کشورهای با کیفیت سود بالا (مدیریت سود کمتر) یا قوانین معاملات داخلی الزامی بهتر، محتوای اطلاعاتی در کشورهای با گزارش‌های مالی میان دوره ای بیشتر، محتوای اطلاعاتی کمتری دارد.

برکمن و ترانگ (۲۰۰۹) رویدادهای بعد از اعلام سود را مطالعه کردند. نتیجه پژوهش آنها نشان داد اگر تاریخ اعلام سود، به عنوان رویداد روز صفر در نظر گرفته شود، تغییرات قیمتی و حجمی مرتبط با سود، در تاریخ اعلام سود مشاهده نمی‌شود. زیرا اطلاعات جدید تا انجام شدن اولین معامله در روز بعد از تاریخ اعلام سود، در قیمت‌ها انعکاس نمی‌یابد.

آباربانل و کیم (۲۰۱۰) در پژوهشی، به بررسی بازده در روز اعلام سود پرداختند. نتیجه حاکی از آن بود که در روز اعلام سود، بازده سطح بالاتری از آگاهی‌دهندگی دارد. همچنین قیمت‌ها نسبت به سود اخبار قبلی واکنش کمتری نشان می‌دهند، اما واکنش بازار به اطلاعات نامتقارن اطراف تاریخ افشای پیش‌بینی شرکت‌ها بیشتر است.

محمودی و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به اعلان سود پرداختند. آنان واکنش سرمایه‌گذاران را به واکنش کمتر از اندازه و واکنش بیش از اندازه در زمان اعلان سود مثبت و سود منفی تقسیم کردند و به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذاران در زمان تغییرات اعلان سود مثبت و در زمان تغییرات اعلان سود منفی واکنش کمتر از حد نشان دادند.

کریمی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. او نشان

داد، تعداد مالکین نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود حتی ممکن است آن را کاهش دهد. حال آنکه سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

مهرانی و نونهال نهر (۱۳۸۷) به ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنها حاکی از عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در دوره زمانی ۶ ماهه بود.

دموری و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنان نشان داد سهام‌داران در بورس اوراق بهادار تهران، نسبت به

متغیرهای سود قبل از اقلام غیرمترقبه، فروش و بازده سهام، عکس‌العمل بیش از اندازه و نسبت به متغیرهای جریان نقدی، واکنش کمتر از حد نشان می‌دهند.

### جامعه آماری، حجم نمونه و دوره زمانی پژوهش

- قلمرو زمانی تحقیق، سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ و جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از بین این شرکت‌ها، نمونه آماری پژوهش با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:
- از سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۰ سهام آنها در بورس معامله قابل توجهی داشته باشند.
- پیرامون روزهای رویداد، غیر از موارد مورد بررسی اخبار خاص دیگری بر رفتار قیمت مؤثر واقع نگردد.
- با اعمال شرایط بالا در بررسی اولیه، اطلاعات مربوط به ۱۹۸ شرکت پذیرفته شده در بورس گردآوری گردیده است. سپس با در نظر گرفتن این نکته که تداخل اطلاعاتی وجود نداشته‌باشد، در نهایت تعداد شرکت‌های مورد بررسی به ۱۷۹ رسید.

### روش جمع آوری داده‌ها

جهت تدوین مبانی نظری تحقیق، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیات تحقیق نیز با استفاده از نرم افزار گزارش سهام تدبیرپرداز گردآوری شده است.

### روش آزمون فرضیات

آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از روش آماری مقایسه زوجی انجام می‌شود. برای انجام این آزمون به محاسبه شاخص تغییرات پیاپی قیمت در روزهای قبل از اعلام و پس از آن پرداخته می‌شود. بدین منظور پس از گردآوری اطلاعات، ابتدا ارقام قیمت مربوط به هر رویداد طی روزهای مورد بررسی برای کلیه مشاهدات جمع آوری شده است. در برخی موارد در روز اعلام خبر، معامله‌ای در مورد سهام برخی شرکت‌ها انجام نگرفته بود. بنابراین اولین

روز بعد از رویداد، به عنوان روز اعلام یا اولین روزی است که بعد از اعلام خبر، معامله صورت گرفته باشد. از آنجا که احتمال می‌رفت بخشی از تغییرات قیمت در نتیجه تغییر در شاخص قیمت بازار سهام طی دوره مورد نظر باشد، در صد تغییرات قیمت طی روزهای مورد مطالعه را بابت تغییرات در شاخص قیمت سهام تعدیل شد و بدین ترتیب خالص درصد تغییرات قیمت محاسبه و شاخص تغییرات قیمت، نام‌گذاری گردید.

### روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی-همبستگی می‌باشد. متغیر وابسته پژوهش قدرمطلق شاخص تغییرات قیمت و رویدادهای مورد بررسی برگزاری مجمع عمومی و انتشار اطلاعات صورت‌های مالی میان دوره‌ای، پیش‌بینی سود هر سهم و سود واقعی می‌باشد که شیوه محاسبه آن‌ها در ادامه تشریح شده است.

درصد تغییرات پیاپی قیمت طی روزهای قبل و بعد رویداد از طریق معادله (۱) محاسبه گردید:

$$dP_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان روز } t \text{ است (} t-1 \text{ روز قبل از روز } t \text{).}$$

معادله (۱): در صد تغییرات در شاخص قیمت سهام نیز با استفاده

از معادله (۲) محاسبه گردید:

$$dI_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad \text{معادله (۲):}$$

$I_t$ : شاخص کل قیمت بازار در پایان روز  $t$ .

برای هر رابطه زمان  $t$  از روز  $t = -15$  شروع می‌شود که اولین تفاوت مربوط به روزهای ۱۶- و ۱۵- می‌باشد. با محاسبه تفاوت بین دو رابطه قبل، خالص نرخ تغییر در قیمت سهام

$$I_{dif,i,t} = dP_{i,t} - dI_t \quad \text{نام‌گذاری شد.}$$

سایر مواردی که جهت درک روند تغییرات قیمت، محاسبه گردید به شرح زیر است:



$$I_{dif,t} = \frac{\sum_{i=1}^n I_{dif,i,t}}{n} \quad \text{معادله (۳):}$$

$I_{dif,t}$  = میانگین شاخص تغییرات پیاپی قیمت برای کل نمونه در روز t.

شاخص تغییرات پیاپی تجمعی برای هر روز نیز از جمع تغییرات پیاپی روزهای قبل و آن روز بدست می‌آید با  $ACI_{dif,t}$  نشان داده می‌شود.

### فرضیه پژوهش

$absI_{dif,i,t}$ : قدر مطلق شاخص تغییرات پیاپی قیمت برای روز t و مشاهده i.

$AvabsI_{dif,i,0}$  = میانگین قدر مطلق شاخص تغییرات پیاپی قیمت برای مشاهده i طی روزهای قبل از رویداد.

$AvabsI_{dif,i,1}$  = میانگین قدر مطلق شاخص تغییرات پیاپی قیمت

برای مشاهده i طی روزهای بعد از رویداد.

$$AvabsI_{dif,i,1} = \frac{\sum_{t=1}^{15} absI_{dif,i,t}}{15}$$

$$AvabsI_{dif,i,0} = \frac{\sum_{t=-15}^{-1} absI_{dif,i,t}}{15}$$

### تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌ها

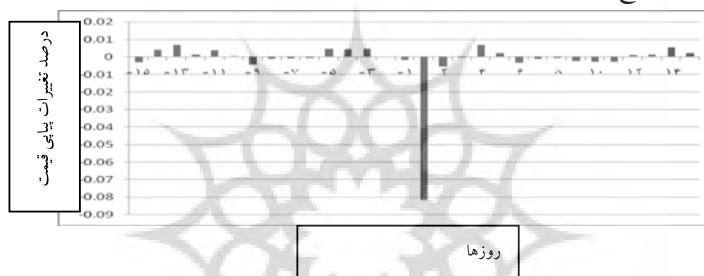
#### مجموع عادی:

نگاره (۱) نتایج آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود مقدار t برای قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی برابر با  $7/39$  با درجه آزادی  $83$  است. سطح معنی داری آزمون از  $0/05$  کوچکتر است. بنابراین می‌توان فرض صفر مبنی بر عدم وجود تفاوت معنی دار بین متوسط درصد تغییرات پیاپی قیمت برای روزهای قبل از برگزاری مجمع عادی و پس از آن را رد نمود. به عبارت دیگر بین متوسط درصد تغییرات قیمت در ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز پس از برگزاری مجمع عادی تفاوت معناداری وجود دارد (البته فرضیه ما در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز تأیید می‌شود).

تکراه (۱): نتایج آزمون مقایسه میانگین درصد تغییرات پیاپی برای مجامع عادی (تصویب سود نقدی)

Paired Samples Test							
Pair	Avabs.0 – Avabs.1	میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	t	df	Sig. (2-tailed)
Pair	Avabs.0 – Avabs.1	-۰/۱۲۱	۰/۰۱۵۸	۰/۰۱۶	-۷/۳۹	۸۳	۰/۰۰

در نمودار (۲)، تغییرات درصد تغییرات پیاپی قیمت برای ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز بعد از برگزاری این مجامع نمایش داده شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، میزان تغییرات مثبتی که در قیمت‌های سهام در روزهای قبل از رویداد حادث می‌شود در مقایسه با روزهای بعد از برگزاری مجمع بیشتر است.



نمودار (۲): درصد تغییرات پیاپی قیمت نسبت به روز قبل برای مجامع عادی (تصویب سود نقدی)

قیمت سهام از دو روز قبل از برگزاری مجمع کاهش می‌یابد؛ در اولین روز بعد از برگزاری مجمع عادی که سود نقدی در آن تصویب می‌شود، به شدت کاهش می‌یابد و این کاهش به استثنای روز چهارم و پنجم بعد از مجمع، تا روز ۱۱+ ادامه می‌یابد و سپس روندی تقریباً صعودی می‌گیرد. این موضوع حکایت از واکنش منفی بازار به تصویب سود نقدی و نیز واکنش تاخیری بازار سهام دارد.

می‌توان دلیل افت شدید قیمت سهام شرکت را عدم تعلق سود به سهامی دانست که پس از برگزاری مجمع عادی خریداری می‌شود، سودی تعلق نمی‌گیرد.

### مجموع فوق العاده:

نگاره (۲)، نتیجه آزمون فرضیه دوم را نشان می‌دهد. بر اساس نتایج آزمون مقایسه زوجی،  $t$  بدست آمده برای قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی، برابر با ۱۰- است. سطح معنی داری آزمون برای قدر مطلق درصد تغییرات از ۵ درصد کوچکتر است. بنابراین می‌توان با ضریب اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر را رد نمود. در نتیجه متوسط درصد تغییرات قیمت در ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز پس از برگزاری مجمع فوق العاده تفاوت معناداری وجود دارد.

نمودار (۳)، درصد تغییرات پیاپی قیمت را نشان می‌دهد. در این نمودار به وضوح کاهش چشمگیر قیمت را در اولین روز بعد از برگزاری مجمع فوق العاده نشان داده شده است. در روزهای قبل و بعد از برگزاری مجمع، نوسان مهمی در قیمت سهام مشاهده نمی‌شود. افت شدید قیمت در روز بعد از برگزاری مجمع، واکنشی است که بازار سهام نسبت به تصویب افزایش سرمایه نشان می‌دهد. حتی این واکنش در روزهای قبل از مجمع نیز به شکل خفیفی آغاز گردیده است و در روزهای پایانی نیز افت اندکی در قیمت سهام قابل مشاهده است که به ترتیب واکنش قبل از رویداد و واکنش تاخیری بازار را منعکس می‌نماید. این واکنش نسبت به تصویب سود نقدی در مجامع عادی بسیار مشهودتر است.

نگاره (۲): نتایج آزمون مقایسه میانگین درصد تغییرات پیاپی برای مجمع فوق العاده (افزایش سرمایه)

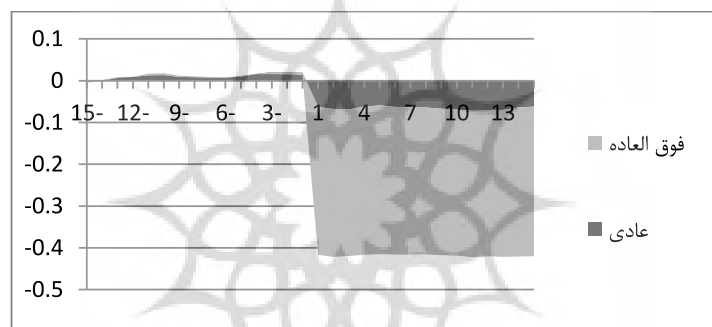
Paired Samples Test							
		میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	t	df	Sig. (2-tailed)
Pair	$Avabs.0 - Avabs.1$	-۰/۰۲۲۷	۰/۰۱۶۴۷	۰/۰۰۲۲۶۳	-۱۰/۰۳	۵۲	۰/۰۰



نمودار (۳): درصد تغییرات پیاپی نسبت به روز قبل برای مجمع فوق العاده (افزایش سرمایه)

به منظور مقایسه بین چگونگی واکنش بازار در مورد مجامع عادی و فوق العاده، درصد تغییرات پیاپی تجمعی قیمت برای هر دو مجمع، در نمودار (۴) نمایش داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود در هر دو حالت پس از برگزاری مجمع، قیمت سهام کاهش می‌یابد. اما کاهش قیمت در مورد مجامع فوق العاده که اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند، بسیار قابل توجه‌تر نسبت به مجامع عادی است.

علایمی از واکنش قبل از موعد بازار، به شکل شروع کاهش قیمت از روزهای قبل از رویداد، و نیز واکنش تاخیری، به صورت تداوم کاهش قیمت در روزهای پس از رویداد، در مورد برگزاری مجامع مشاهده شد. واکنش‌های پیش از موعد و تاخیری با الگوی بازار کارا تناقض دارد. در بازار کارا، به محض اینکه رویداد جدیدی اتفاق افتد و اخبار جدیدی به بازار انتقال یابد، واکنش نشان داده و به سرعت تعدیل می‌شود.



نمودار (۴): مقایسه واکنش بازار به مجامع عادی (تصویب سود نقدی) و فوق العاده (تصویب افزایش سرمایه)

#### انتشار صورت‌های مالی میان دوره ای:

در نگاره ۳، نتایج آزمون فرضیه سوم آمده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار  $t$  بدست آمده برای ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز پس از گزارش، برابر با  $1/22$  است در مقایسه با رویداد قبلی کمتر است. سطح معنی داری آزمون ۲۲ درصد (بزرگتر از ۵ درصد) است. بنابراین برای دوره ۳۰ روزه، فرضیه در مورد وجود تفاوت معنادار بین میانگین درصد تغییرات برای قبل و بعد از گزارش، رد می‌شود.

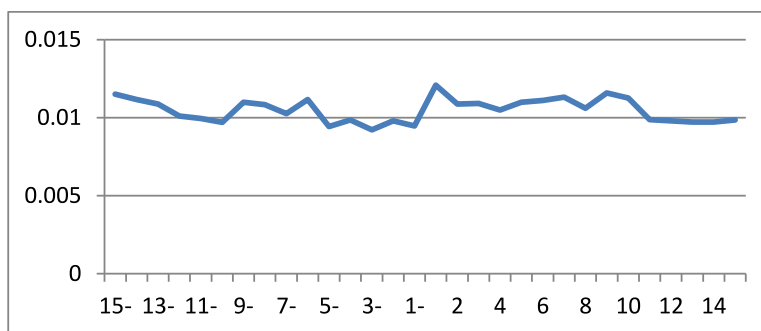
این در حالیست که  $t$  بدست آمده برای دوره ۲۰ روزه و ۱۰ روزه به ترتیب برابر با ۸.۲- و ۳.۳- است که سطح معنی داری آزمون در هر دو حالت از ۵ درصد کوچکتر است.

نمودار (۵)، در صد تغییرات پیاپی را برای دوره قبل و بعد از رویداد نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، بیشترین نوسان قیمت سهام در اولین روز بعد از انتشار گزارشات میان‌دوره‌ای، روی داده است. گرچه میزان تغییرات در روزهای آغازین دوره مورد بررسی نیز بالاست، اما به تدریج سیر نزولی می‌پیماید و پس از افزایش قابل ملاحظه در اولین روز پس از گزارش، در روزهای بعدی نیز با اندکی تعدیل تا روز ۱۱ پس از گزارش، مقدار بالاتری را نسبت به ۵ روز قبل از گزارش به خود اختصاص داده است.

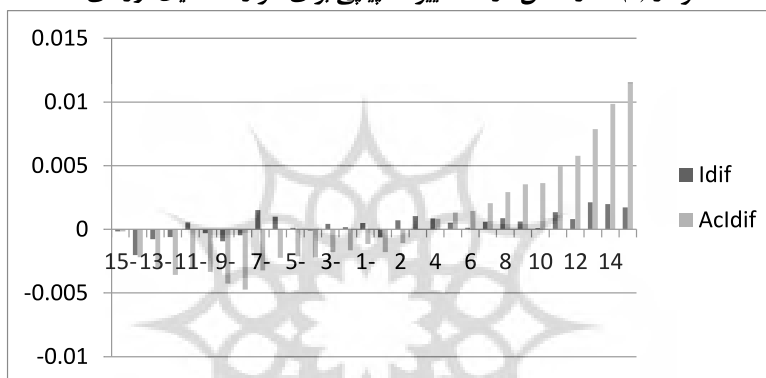
**تکانه (۳): نتایج مقایسه میانگین درصد تغییرات پیاپی برای دوره‌های ۳۰ روزه، ۲۰ روزه و ۱۰ روزه برای گزارشات میان‌دوره‌ای**

Paired Samples Test							
		میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	t	df	Sig. (2-tailed)
Pair 1	$Avabs.0_{15} - Avabs.1_{15}$	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۰۳	-۱/۲۱۹۸	۴۷۱	۰/۲۲
Pair 2	$Avabs.0_{10} - Avabs.1_{10}$	-۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۰۳	-۲/۸۲۸۶	۴۷۱	۰/۰۰۵
Pair 3	$Avabs.0_5 - Avabs.1_5$	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰۴	-۳/۶۶۰۰	۴۷۱	۰/۰۰۰

در صورتی که فرآیند تغییر رفتار آبی نباشد و به شکل تدریجی صورت پذیرد، جهت‌گیری بازار سرمایه و تغییر در رفتار پارامترهای آن در برابر انتشار گزارش میان‌دوره‌ای، به جای واکنش‌های لحظه‌ای و سریع، در یک چارچوب طولانی‌تر صورت می‌پذیرد. بر اساس فرضیه بازار کارا، در صورتی که بازار سرمایه از کارایی لازم برخوردار باشد، به سرعت واکنش بازار تعدیل می‌گردد. در ادامه رفتار بازار در مورد گزارشاتی که حاوی سود هستند بدون حذف علامت تغییرات به طور مختصر بررسی می‌شود.



نمودار (۵): قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی برای گزارشات میان دوره‌ای



نمودار (۶): درصد تغییرات پیاپی Idif و تجمعی Aclidif برای گزارشات میان دوره‌ای حاوی سود

نمودار (۶)، با استفاده از درصد تغییرات پیاپی قیمت رسم شده است. این شکل عکس العمل مثبت بازار سهام را نسبت به سودی نشان می‌دهد که در گزارشات میان دوره‌ای اعلام می‌شود. گرچه در اولین روز پس از انتشار صورت‌های مالی قیمت سهام کاهش یافته است، اما در تمامی روزهای بعدی، درصد تغییرات مثبت می‌باشد. بر خلاف دوره قبل از رویداد، که بین تعداد تغییرات مثبت و منفی اختلاف محسوسی مشاهده نمی‌شود، افزایش درصد تغییرات قیمت در روزهای پایانی حساسیت بالای بازار و واکنش تاخیری آن را به این گزارشات نشان می‌دهد، به طوری که بیشترین افزایش در قیمت سهام در سه روز پایانی دوره مورد بررسی رخ داده است. مشاهده تغییرات تجمعی قیمت نیز دال بر رفتار تدریجی بازار در قبال این گزارشات است.

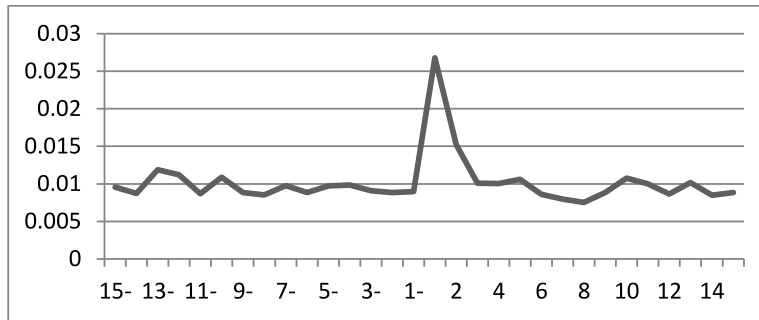
پیش بینی سود هر سهم در نگاره (۴) ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود مقدار  $t$  بدست آمده برای دوره ۳۰ روزه، برابر با ۰.۲-۰.۹- است. مقدار احتمال آزمون نیز از ۵ درصد کوچکتر است. بنابراین می‌توان فرض صفر مبنی بر عدم وجود تفاوت معنادار بین میانگین‌ها را در سطح خطای ۵ درصد، رد نمود.

**نگاره (۴): نتایج آزمون مقایسه میانگین درصد تغییرات پیاپی برای پیش‌بینی سود هر سهم**

Paired Samples Test							
		میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	t	df	Sig. (2- tailed)
Pair 1	$Avabs.0_{15} - Avabs.1_{15}$	-۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۷۲۴	۰/۰۰۰۶۱	-۲/۰۹	۱۳۸	۰/۰۳۹
Pair 2	$Avabs.0_{10} - Avabs.1_{10}$	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۸۲۹	۰/۰۰۰۰۷	-۳/۳۲	۱۳۸	۰/۰۰۱
Pair 3	$Avabs.0_5 - Avabs.1_5$	-۰/۰۰۵۳	۰/۰۱۲۶۰	۰/۰۰۱۰۷	-۴/۹۶	۱۳۸	۰/۰۰۰

$t$  بدست آمده برای فاصله زمانی ۲۰ روزه برابر با ۳/۳۲- و برای فاصله زمانی ۱۰ روزه برابر با ۴/۹۶- است که بزرگترین مقدار نسبت به سایر بازه‌هاست. مقدار احتمال آزمون نیز در هر دو حالت اخیر از ۵ درصد کوچکتر است. بدین ترتیب با سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض چهارم پژوهش مبنی بر تفاوت معنادار بین میانگین در صد تغییرات قیمت در بازه‌های زمانی ۲۰ روزه و ۱۰ روزه پذیرفته می‌شود. بر اساس نتایج فوق می‌توان بیان نمود بین تغییرات پیاپی قیمت در دوره قبل و بعد از رویداد، تفاوت معناداری وجود دارد.

نمودار (۷)، قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی قیمت را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این نمودار مشاهده می‌شود در دومین روز پس از پیش‌بینی سود، تغییر شدیدی در قیمت سهام رخ می‌دهد که البته با یک روز تاخیر همراه است. چنین تغییری در هیچ یک از روزهای مورد بررسی وجود ندارد. این امر واکنش محسوس بازار را به اعلامیه‌های پیش‌بینی سود نشان می‌دهد. همچنین تغییراتی که از روز دوم تا پنجم اتفاق افتاده از تمامی تغییرات پیاپی قیمتی که از روز ۹- تا ۱+ روی داده است بزرگتر است که دال بر انتقال اطلاعات جدید به بازار و واکنش بازار به رویداد مورد نظر است.



نمودار (۷): قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی برای پیش‌بینی سود هر سهم

#### سود واقعی سالانه:

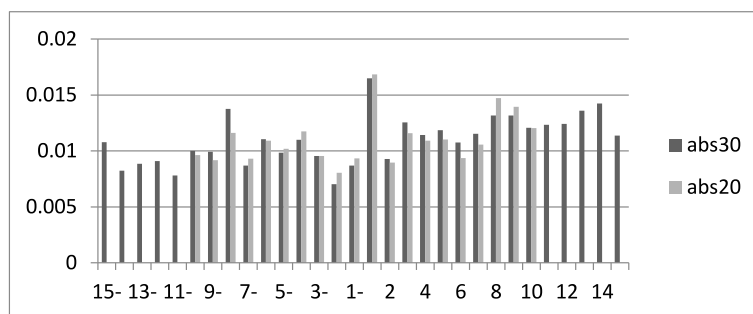
برای آزمون معنادار بودن این واکنش، میانگین‌های دو دوره قبل و بعد روز رویداد، به صورت زوجی مقایسه شده است که نتیجه آن در نگاره (۵) ارائه شده است. مقدار  $t$  برای دوره ۳۰ روزه  $-۲/۸۹$  است و مقدار احتمال آزمون نیز  $۰/۰۰۴$  است که از ۵ درصد کوچک‌تر است. بنابراین فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر محتوای اطلاعاتی سود واقعی سالانه تأیید می‌گردد.

#### نگاره (۵): نتایج آزمون مقایسه درصد تغییرات پیاپی برای اعلام سود واقعی سالانه

Paired Samples Test							
		میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد	t	df	Sig. (2-tailed)
Pair	Avabs.0 - Avabs.1	-۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۷۸۹	۰/۰۰۰۹	-۲/۸۹	۶۹	۰/۰۰۴

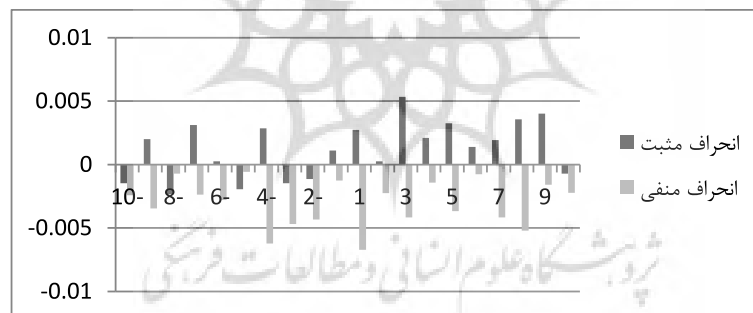
در نمودار (۸) میزان درصد تغییرات پیاپی برای دوره‌های ۲۰ روزه و ۳۰ روزه به طور مقایسه‌ای نمایش داده شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌گردد، بیشترین نوسان در قیمت سهام در روز اول پس از اعلام سود واقعی، روی داده است که ورود اطلاعات جدید را به بازار نشان می‌دهد. بررسی بازه ۳۰ روزه نشان می‌دهد حتی در روزهای پایانی، نوسانات قیمت افزایش داشته است که می‌تواند دال بر واکنش تاخیری بازار نسبت به رویداد مورد نظر باشد.





نمودار (۸): قدر مطلق درصد تغییرات پیاپی برای اعلام سود واقعی سالانه

در نمودار (۹)، درصد تغییرات پیاپی قیمت برای انحرافات مثبت و منفی ارائه شده است. آن گونه که در این شکل مشاهده می‌شود واکنش بازار نسبت به اعلام سود واقعی سالانه همسو با جهت انحراف سود واقعی از سود پیش‌بینی شده است. برای انحرافات مثبت پس از روز صفر، غالب تغییرات قیمت مثبت بوده‌اند و حتی این تغییرات در روزهای +۶ تا +۹ افزایش داشته‌اند. این واکنش برای انحرافات منفی محسوس‌تر است زیرا تمامی تغییرات قیمت از روز -۱۰ تا +۱۰ منفی است که هم ورود اطلاعات محرمانه قبل از رویداد و هم واکنش تاخیری بازار از شکل فوق قابل درک است.



نمودار (۹): درصد تغییرات پیاپی قیمت بدون حذف علامت برای سود واقعی سالانه

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

موضوع اصلی پژوهش حاضر، بررسی رفتار روزانه بازار سهام در برابر اطلاعاتی است که پیرامون شرکت‌ها و در قالب صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای، پیش‌بینی سود، اعلام سود واقعی

سالانه و برگزاری مجمع (با تاکید بر تصویب تقسیم سود در مجمع عادی و تصویب افزایش سرمایه در مجمع فوق العاده) انتشار می‌یابد. بدین منظور با انتخاب برخی از رویدادهای منتشره توسط شرکت‌ها و با استفاده از تغییرات پیاپی قیمت برای یک ماه، اطراف وقوع رویداد در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۰ به بررسی نحوه واکنش بازار سهام به این رویدادها پرداخته شد و رفتار بازار سهام تهران، بر اساس الگوی بازار کارا تبیین گردید. نتایج نشان می‌دهد بازار سهام نسبت به این اطلاعات، واکنش معناداری نشان می‌دهد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از غیر کارا بودن رفتار بازار در قبال رویدادهای فوق می‌باشد.

از این رو می‌توان بیان داشت واکنش بازار در برابر رویدادهای فوق، معنادار است. اما نوع واکنش بازار سهام تهران همانگونه که در تحقیقات قبلی انجام شده مانند اربابیان (۱۳۸۵) و افشاری (۱۳۸۲)، جهانخانی و صفاریان (۱۳۸۲)، دموری و همکاران (۱۳۸۸) و فخاری (۱۳۷۳) نیز نشان داده شده است؛ با الگوی بازار کارا سازگار نیست زیرا واکنش بازار در این تحقیق از چند روز قبل از وقوع رویداد آغاز شده و برای روزهای بعد از آن نیز ادامه می‌یابد اما در بازار کارا واکنش بلافاصله پس از وقوع رویداد رخ می‌دهد و به سرعت نیز تعدیل می‌شود که تناقض رفتار بازار سهام ایران با این الگو به روشنی قابل مشاهده است، هرچند در مورد مجمع عادی و فوق العاده نسبت به حالات دیگر واکنش‌های تاخیری و پیش از موعد کمتر مشاهده می‌شود و به تبع آن قضاوت در مورد کارایی رفتاری بازار سخت‌تر جلوه می‌نماید. همچنین آنچه که در مورد جهت واکنش بازار به این رویدادها می‌توان بیان نمود آن است که بر اساس مشاهدات توصیفی صورت گرفته در این تحقیق، بازار نسبت به تصویب تقسیم سود در مجمع عادی و تصویب افزایش سرمایه در مجمع فوق العاده، واکنش منفی نشان می‌دهد. همچنین واکنش بازار نسبت به اعلام سود، چه در گزارشات میان‌دوره‌ای و چه در پیش‌بینی سود و اعلام سود واقعی سالانه بیش از میزان مورد پیش‌بینی، مثبت می‌باشد. عکس این حالت در مورد اعلام زیان صادق است.

بنابراین بر اساس نتایج حاصل از تحقیق، پیشنهادات زیر مطرح می‌شود:

۱. در بسیاری از موارد مشاهده شده است؛ بین تاریخ تهیه گزارش توسط شرکت و تاریخ اعلام آن از سوی سازمان بورس، فاصله زمانی چند روزه وجود دارد که این امر می‌تواند دسترسی عده‌ای به اطلاعات محرمانه، قبل از گزارش رسمی آن را موجب شود و تضعیف

کارایی بازار سهام را نتیجه دهد. بنابراین مسئولان بورس و نیز شرکت‌های عضو آن می‌بایست با جدیت بیشتری به این مهم توجه نمایند و بدین وسیله از سودجویی عده‌ای خاص در بازار جلوگیری نموده و اطلاعات به‌طور عادلانه‌ای در دسترس افراد قرار گیرد.

۲. مشاهده شده است شرکت‌ها از ارسال گزارش مربوطه به سازمان بورس خودداری نموده و یا گاهی اخباری وجود داشته است مبنی بر اینکه شرکت، اقدام به تهیه گزارش مورد نظر نموده‌اند اما به بازار ارائه نداده‌اند که وجود چنین مواردی به هیچ وجه برای رسیدن به سطح مطلوب از کارایی مناسب نیست. بنابراین می‌بایست مسئولان ذیربط جدیت بیشتری در این زمینه به خرج داده و در صورت لزوم، قوانین سخت‌گیرانه‌تری برای افزایش سطح کارایی بازار تدوین و تصویب گردد.

۳. پیشنهاد می‌شود در ایران نیز جهت بررسی دقیق‌تر رفتار بازار، بازه زمانی محدودتری جهت انجام تحقیقات ملاک عمل قرار گیرد.

۴. در مورد گزارشات میان‌دوره‌ای، از آنجا که نمی‌توان سود یا زیان گزارش شده در این صورت‌ها را نشانه‌ای بر وضعیت سودآوری فصلی واحد تجاری دانست، پیشنهاد می‌شود تحقیقاتی نیز پیرامون درصد پوشش سود پیش‌بینی شده در دوره‌های میانی و رفتار بازار در قبال این گزارشات بر اساس میزان پوشش سود انجام شود.

### منابع

- اربابیان، عباس. (۱۳۸۵). محتوای اطلاعاتی اضافی مخارج سرمایه‌ای، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- افشاری، حسین. (۱۳۸۲). بررسی ساختاری قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۲، ۱۰۳-۱۲۶.
- پرستش، نسرين. (۱۳۸۴). گزارشی پیرامون عوامل مهم تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، مجله اقتصادی، شماره ۴۳ و ۴۴، ۵۶-۵۷.
- پور ابراهیمی رفسنجانی، محمدرضا. (۱۳۸۱). بررسی وضعیت کارایی بازار سرمایه ایران، مجله پژوهشی شیخ بهایی، شماره ۱، ۸۶-۱۰۰.
- جعفری، علی. (۱۳۸۷). اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، تهران. کیومرث.

- جهانخانی، علی و صفاریان، امیر. (۱۳۸۲). واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، شماره ۱۶، ۶۱-۸۱.
- دموری، داریوش، سعیدا، سعید. و فلاح زاده ابرقویی، احمد. (۱۳۸۸). بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس. اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۴، ۴۷-۶۲.
- فخاری، حسین. (۱۳۷۳). بررسی تأثیر انتشار گزارشات میان دوره‌ای بر قیمت و مبادلات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- قردان، حمید. (۱۳۷۷). بررسی رابطه بین بازده حسابداری و بازده بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی.
- کریمی، غلامرضا. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۴، ۸۱-۱۰۰.
- مرادی، محمدعلی. (۱۳۷۳). اعلام سود حسابداری از طریق انتشار صورت‌های مالی و رفتار قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی.
- مهرانی ساسان، و نونهال‌نهر علی اکبر. (۱۳۸۷). ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱، ۱۱۷-۱۳۶.
- ناطق، محبوبه. (۱۳۸۵). بررسی کارایی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه زیر مجموعه‌های بازار)، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد.
- هاگن، رابرت. (۱۳۸۵). *تئوری نوین سرمایه‌گذاری*، علی پارسائیان، تهران. ترمه.
- Abarbanell, J, & Kim S. (2010). "Why Returns on Earnings Announcement Days are More Informative than Other Days". *Kenan-Flagler Business School University of North Carolina at Chapel Hill*.
- Berkman, H & Cameron T. (2009). Event Day 0 ? After- Hours Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 47.
- DeFond M, M Hung, R Trezevant. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 7-67.
- Fama, Eugene. F, et al. (1969). The Adjustment Of Stock Prices To New Information, *International Economic Review*, Vol. 10.
- Gillete, Lindsay. (2005) *An Empirical Test of German Stock Market Efficiency*, Master Thesis, Center for Applied Statistics and Economics, Institute for Statistics and Econometrics, Berlin.

- Hadi, M. ) 2006 (. Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from Jordanian Market, *International Research Journal of Finance and Economics*, No. 3, 13 – 27.
- Mahmoudi, V. , Shirkavand, S. ,Salari, M. (2011). How Do Investors React to The Earnings Announcements?, *International Research Journal Of Finance And Economics*,70, 145-152.
- Pearce, Douglas K. (1987). Chllenges to the Concept of Stock Market Efficiency, *Economic Review*, 16 – 33.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی