

## تأثیر سطح عدم اطمینان بر واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و اخبار بد در طول چرخه های تجاری

مهدی مشکی میاوقی<sup>۱</sup>، حسین اشرفی<sup>۲</sup>

**چکیده:** هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد در شرایط رونق و رکود تجاری با فرض وجود عدم اطمینان در بازار سرمایه است. برای دستیابی به این هدف، فرضیه هایی برای بررسی اثر عدم اطمینان بالا و پایین در میزان واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد مطرح شده است. برای آزمون فرضیه ها، تعداد ۱۱۱ شرکت طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و متغیرهای پژوهش با استفاده از دو روش رگرسیون حداقل مربعات جزئی و روش داده های تلفیقی پویا، تجزیه و تحلیل شدند. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره رونق تجاری، عدم اطمینان بالا یا پایین در میزان واکنش قیمت سهام به اخبار بد مؤثر نبوده و در کل فاقد هر گونه محتوای اطلاعاتی است. همچنین نتایج حاکی از این است که در دوره رکود تجاری، واکنش سرمایه گذاران به اخبار خوب در شرایط وجود عدم اطمینان بالا، ضعیف تر و در شرایط عدم اطمینان پایین، شدیدتر است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

واژه های کلیدی: اخبار بد، اخبار خوب، رکود تجاری، رونق تجاری، عدم اطمینان.

۱. استادیار مالی، دانشگاه پیام نور، رشت، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، بهشهر، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۷/۰۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۲/۱۲/۰۳

نویسنده مسئول مقاله: مهدی مشکی میاوقی

E-mail: m\_meshki@pnu.ac.ir

### مقدمه

امروزه اطلاعات یک وسیله و ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری شمرده می‌شود و بی‌شک 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 انعکاس‌یافته و در دسترس سهامداران قرار گیرد. چنین اطلاعاتی می‌تواند موجب ایجاد واکنش‌ها و در نتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام شود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

واکنش بازار سهام به اخبار و اطلاعات متفاوت است. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آنها است که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد (چان، ۲۰۰۲). زمینه معمول برای تحلیل ریسک و مدیریت آن، مسئله تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان است که به‌طور سنتی با استفاده از نظریه مطلوبیت مورد انتظار<sup>۱</sup> بررسی می‌شود. هر چند این نظریه بسیار محدود به موارد کاربردی است، اما می‌تواند دیدگاه‌های مهمی در مورد اعتبار مفروضات ارائه کند (ریبی‌رو و ورونسی، ۲۰۰۲).

در دسترس نبودن اطلاعات، احتمالاً معمول‌ترین عامل برای عدم اطمینان است. همچنین یک خبر ممکن است پیچیده بوده و گزارش‌ها و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری برای کشف کل ماجرا، نیازمند زمان باشد. بنابراین یک چنین اخباری، نوعی عدم اطمینان در سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ایجاد می‌کند (جیو و چویی، ۲۰۰۱). بر این اساس می‌توان ادعا کرد که واکنش سرمایه‌گذاران نسبی بوده و تا حد زیادی بستگی به میزان اطلاعاتی دارد که آنها دریافت می‌کنند. در بازارهای اوراق بهادار، افراد بیشتر به دنبال فهم ساده و اطلاعات جدید با پیامدهای فوری هستند و به اطلاعاتی که پیامدهای بلندمدت و نتایج قابل استخراج کمتری دارند، توجهی نمی‌کنند. این الگو می‌تواند باعث ایجاد واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران به اخبار خوب و بد در شرایط مختلف اقتصادی گردد (لیوز و اسپراند، ۲۰۰۹).

مطالعات پیشین نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار بد در مقایسه با اخبار خوب حساسیت بیشتری دارند. به گفته‌ای، واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار بد بالا بوده و واکنش به اخبار خوب در زمان وجود شرایط عدم اطمینان در بازار، نزدیک به صفر است (کنراد، کرنل و لنزمن، ۲۰۰۲). وقتی سرمایه‌گذاران در خصوص وضعیت آتی بازار سرمایه با عدم اطمینان روبه‌رو هستند؛ در مقایسه با زمانی که آنها نسبت به آینده مطمئن‌تر باشند، اخبار بد باعث کاهش شدیدتر قیمت

سهام شده و اخبار خوب باعث افزایش کمتر آن می‌شود. از سوی دیگر به نظر می‌رسد که متغیرهای کلان اقتصادی، مانند رشد تولید ناخالص داخلی، درآمد سرانه و نرخ بیکاری، می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذار و عملکرد اقتصادی او اثرگذار باشد (چویی، ۲۰۱۰). بر اساس مباحث فوق، هدف اصلی پژوهش پاسخ به این پرسش است که آیا در شرایط رونق یا رکود تجاری، سطح عدم اطمینان می‌تواند باعث واکنش متفاوت قیمت سهام به اخبار خوب یا بد شود؟

در این نوشتار، ابتدا به تشریح مفاهیم نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده و سپس به منظور پاسخ به سؤال‌های پژوهش، فرضیه‌های تدوین شده، مورد آزمون قرار گرفته است. این نوشتار با خلاصه نتایج حاصل از پژوهش و آزمون فرضیه‌ها ادامه یافته و در نهایت با پیشنهادها بر گرفته از پژوهش پایان می‌پذیرد.

### مبانی نظری پژوهش

عدم اطمینان به این معناست که در یک موقعیت تعریف شده، شخص نمی‌تواند اطلاعات را به طور کمی یا کیفی و به گونه‌ای مناسب برای تشریح، پیش‌بینی و ارائه حکم معین، مرتب کند (بیتلینگ مایر، ۱۹۹۸). عوامل متعددی در عدم اطمینان دخالت دارند. بیشتر این عوامل بر جنبه‌ای از ویژگی‌های اطلاعات تأکید دارند. احتمالاً معمول‌ترین عامل برای عدم اطمینان، در دسترس نبودن اطلاعات است. تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان، موقعیتی است که در آن مدل‌ساز در مورد حالت‌های ممکن که اتفاق خواهد افتاد، اطلاعاتی ندارد. دومین عامل تأثیرگذار بر عدم اطمینان، انباشتگی اطلاعات است که خود از محدودیت توانایی انسان در دریافت و پردازش همزمان حجم وسیعی از داده‌ها ناشی می‌شود. تضاد شواهد و اطلاعات، وجود ابهام، کیفیت تکنولوژی اندازه‌گیری اطلاعات، از دیگر عوامل ایجادکننده عدم اطمینان شمرده می‌شوند (چویی، ۲۰۱۰).

در فرضیه بازارهای کارا بیان می‌شود که سرمایه‌گذاران اکثراً آگاه و منطقی بوده و نسبت به اخبار و اطلاعات جدید وارده به بازار، واکنش صحیح و منطقی نشان می‌دهند. بدین ترتیب قیمت‌های سهام نسبت به اطلاعات جدید، واکنشی سریع، کامل و بدون تورش داشته و در هر لحظه از زمان، نشان‌دهنده ارزش ذاتی و واقعی آن است (مهرانی و نونهال، ۱۳۸۷). با وجود این، لافوند و واتز (۲۰۰۸) بر این باورند که عرضه و تقاضای غیرعادی، در نتیجه وجود اطلاعات محرمانه به وجود می‌آید؛ هنگام وجود اخبار محرمانه بد، عرضه سهام افزایش یافته و قیمت پیشنهادی فروش نیز کاهش می‌یابد. برعکس، هنگام وجود اخبار محرمانه خوب، تقاضا بالا رفته و به دنبال آن قیمت پیشنهادی خرید نیز افزایش می‌یابد. چنانچه اطلاعات محرمانه وجود نداشته

باشد، بازارسازها اطلاعات عمومی موجود در قیمت سهام را انتشار می دهند؛ یعنی بازارسازها در هنگام دریافت اطلاعات، قیمت را به سطحی مناسب هدایت می کنند و در نتیجه خرید و فروش غیرعادی هم انجام نمی گیرد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

در شرایطی که سرمایه گذاران نسبت به اوضاع اقتصادی کلان و نیز، عملکرد بنگاه های اقتصادی اطمینان نداشته باشند، نسبت به هرگونه آمار اعلام شده در مورد شاخص های اقتصادی، واکنش نشان داده و بلافاصله اقدام به تعدیل انتظارات خود می کنند (بیکر و بلوم، ۲۰۱۲). پاتون و وراو (۲۰۱۰) دریافتند که بتای سهام به طور چشمگیری در روز اعلام سود افزایش یافته و در فاصله دو تا پنج روز بعد از اعلام سود، بار دیگر به سطح میانگین خود برمی گردد. همچنین مطالعات ساور و ویلسون (۲۰۱۳) نشان می دهد که سود اعلام شده، دارای اطلاعاتی در مورد اوضاع اقتصادی آتی است. هر دو مطالعه نشان می دهند که سود اعلام شده، اطلاعات مفیدی را در مورد اوضاع اقتصادی دربر دارد.

در هریک از حوزه های مالی، رفتاری و مالی کلاسیک، نظریه های مختلفی وجود دارد که رفتار سرمایه گذار را در شرایط عدم اطمینان توضیح می دهد. مطالعات انجام شده در حوزه مالی رفتاری (چان، ۲۰۰۳؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۸؛ دانیل، هیرشلیفر و سوپرامنیام، ۱۹۹۸) نشان می دهد که واکنش کمتر از حد سرمایه گذاران به اطلاعات جدید، در شرایط عدم اطمینان بالا، بیشتر است (ژانگ، ۲۰۰۶). بر این اساس انتظار می رود واکنش قیمت بازار در شرایط عدم اطمینان بالا، کمتر باشد.

از سوی دیگر، وروسی (۱۹۹۹) با ارائه مدلی مبتنی بر نظریه انتظارات، ادعا می کند که با افزایش عدم اطمینان، واکنش قیمت بازار سهام به اخبار بد در شرایط رونق، افزایش یافته و واکنش آن به اخبار خوب در شرایط بد اقتصادی کاهش می یابد. دریافت اخبار بد در شرایط رونق، به افزایش عدم اطمینان سرمایه گذار منجر شده و در نهایت نرخ تنزیل را افزایش می دهد. بر این اساس، واکنش قیمت بازار به اخبار بد طی دوران رونق، بیشتر از آن چیزی است که در مدل هایی چون، مدل ارزش فعلی پیش بینی می شود. از سوی دیگر، دریافت اخبار خوب در شرایط رکود نیز منجر به افزایش عدم اطمینان سرمایه گذار می شود. اما در این حالت، افزایش نرخ تنزیل به واسطه افزایش جریان های نقدی آتی جبران می شود. بنابراین واکنش قیمت بازار به اخبار خوب در شرایط بد اقتصادی، کمتر از مدل ارزش فعلی است.

به طور کلی شواهد نشان می دهد که سطح عدم اطمینان، عاملی مهم در تعیین قیمت سهام است. با افزایش عدم اطمینان، واکنش قیمت بازار سهام به اخبار بد در شرایط رونق، افزایش یافته و در نتیجه موجب کاهش های شدیدتری در قیمت سهام می شود. همچنین در شرایط عدم اطمینان،

واکنش قیمت بازار سهام به اخبار خوب در شرایط بد اقتصادی، کاهش یافته و باعث افزایش‌های کمتری در قیمت سهام می‌شود (ورونسی، ۱۹۹۹؛ ریبری، ۲۰۰۲؛ ژانگ، ۲۰۰۶).

### پیشینه پژوهش

مالا و ردی (۲۰۰۷) با تمرکز بر بازار سهام، به کاهش سرمایه‌گذاری در دوران عدم اطمینان پی بردند. آن دو بیان می‌دارند که به دلیل شرایط عدم اطمینان در بازار سهام، ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یافته و به سبب آن در گام بعدی، جریان وجوه نقد از سمت بازار سهام به سوی دارایی‌های کم‌ریسک‌تری چون، اوراق بهادار دولتی تخصیص می‌یابد. همچنین نوسان بازار ممکن است منتج به ترغیب سرمایه‌گذاران به خرید دارایی‌های کم‌ریسک‌تر، مانند سهام شرکت‌های بزرگ به جای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدید و کوچک شود که ضربه‌پذیرتر هستند.

ازوگوز (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان «شرایط اقتصادی خوب یا بد، عدم اطمینان سرمایه‌گذار و بازده سهام»، متوجه شد که عامل عدم اطمینان نسبت به شرایط اقتصادی، نقش کلیدی در برآورد بازدهی سهام داشته و به کمک آن می‌توان انحراف مقطعی بازده سهام را توضیح داد.

چویی (۲۰۱۲) طی پژوهشی که به بررسی اثر عدم اطمینان بر واکنش قیمت بازار به اخبار خوب و بد اختصاص یافته بود، به این نتیجه رسید که در شرایط رونق اقتصادی، وجود عدم اطمینان بالا، موجب می‌شود که اخبار بد تأثیر شدیدتری بر کاهش قیمت سهام داشته باشد. او همچنین نتیجه گرفت که وجود عدم اطمینان بالا، باعث می‌شود که اخبار خوب در شرایط رکود اقتصادی از اثرگذاری پایین‌تری در قیمت بازار سهام برخوردار باشد.

مرادی و نیکبخت (۱۳۸۴) در پژوهش خود، به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار پرداختند. آنها داده‌های ۶۰ شرکت را طی سال‌های ۱۳۷۱ تا ۱۳۸۲ بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها واکنش بیش از حد و بلندمدت سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می‌کند.

قالیباف و نادری (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق پرداختند. جامعه آماری پژوهش آنها، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۴ بوده است. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت، نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از حد نداشته‌اند.

تفاوت اصلی پژوهش حاضر با پژوهش فوق (صرف نظر از روش تجزیه و تحلیل استفاده‌شده که در آن روش آزمون زوجی و گشتاورهای تعمیم‌یافته به کار گرفته شده)، پرداختن

به نقش عدم اطمینان در میزان و شدت واکنش سهامداران به اخبار خوب و بد در شرایط تجاری رونق و رکود است؛ بدین معنا که دخالت دادن عامل بیان شده در مدل، باعث می شود انتظارات متفاوتی از واکنش قیمت بازار در قبال اخبار خوب یا بد، در دو حالت عدم اطمینان بالا و پایین وجود داشته باشد.

با توجه به مبانی نظری و مطالب بیان شده، پیش بینی می شود که واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد در شرایط مختلف حاکم بر بازار سرمایه و بر حسب سطوح مختلف از عدم اطمینان، متفاوت باشد. بنابراین فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین شده اند:

۱. در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد می شود؛
۲. در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش کمتر قیمت سهام به اخبار بد می شود؛
۳. در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان بالا باعث واکنش ضعیف تر قیمت سهام به اخبار خوب می شود؛
۴. در شرایط رکود تجاری، عدم اطمینان پایین باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار خوب می شود.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش براساس هدف از نوع کاربردی و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات، از نوع پژوهش های توصیفی بوده و هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است که برای انجام آن از رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. اطلاعات اساسی این پژوهش، اطلاعات صورت های مالی شرکت ها، اطلاعات بازار سهام و سودهای پیش بینی شده مدیریت است. داده های مورد نظر از طریق بانک های اطلاعاتی، نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه های اینترنتی بورس، جمع آوری شده است.

جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۹۰ تشکیل داده اند و انتخاب نمونه از جامعه مزبور با توجه به معیارهای زیر انجام گرفته است:

۱. اطلاعات کامل هر یک از شرکت های مورد مطالعه موجود باشد؛
۲. پایان سال مالی شرکت های مورد مطالعه، ۲۹ اسفند ماه بوده و در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی داده نشده باشد؛

۳. شرکت‌ها جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ) نباشند؛<sup>۱</sup>

۴. شرکت در طول دوره پژوهش، وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد. از این معیار برای دستیابی به اطلاعات به‌روزتر در محاسبه بازدهی سهام و نیز، بهبود کیفیت قابلیت مقایسه بازدهی غیر عادی شرکت‌ها در طول دوره پژوهش استفاده شده است. در نهایت، تعداد ۱۱۱ شرکت انتخاب شد که با توجه به دوره هفت‌ساله در نظر گرفته شده، در مجموع، داده‌های مربوط به ۷۷۷ مشاهده سال - شرکت گردآوری و تجزیه و تحلیل شده‌اند.

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

#### الف) متغیرهای مستقل

این دسته از متغیرها شامل سود غیر منتظره، عدم اطمینان موجود در بازار، چرخه‌های تجاری و اخبار خوب و بد است که نحوه محاسبه آنها در ادامه بیان شده است.

**سود غیرمنتظره<sup>۲</sup> هر سهم:** قدر مطلق تفاوت بین سود واقعی هر سهم و سود پیش‌بینی شده هر سهم، سود غیرمنتظره در نظر گرفته شده است (چویی، ۲۰۱۰). سود غیر منتظره از رابطه ۱ به دست می‌آید.

$$SURP_{it} = |EPS_{it} - PEPS_{it}| \quad \text{رابطه ۱}$$

$SURP_{it}$ : سود غیر منتظره هر سهم شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛

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

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

**سطح عدم اطمینان بازار<sup>۳</sup>:** بازده بازار سهام، تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران را منعکس می‌کند. این متغیر به کمک انحراف معیار بازده شاخص کل بازار سهام در یک سال مالی اندازه‌گیری شده است که ارقام آن به صورت دوره‌ای از طرف سازمان بورس اعلام می‌شود. هرچه انحراف معیار بازده‌ها بیشتر باشد، عدم اطمینان در بازار بیشتر است (کیم، پندیت و واسلی، ۲۰۱۰).

۱. علت مستثنی کردن این شرکت‌ها از فهرست شرکت‌های نمونه، تفاوت در ساختار سرمایه، اهرم مالی و نوع فعالیت این دسته از شرکت‌ها با سایر شرکت‌های نمونه است. این موضوع می‌تواند به بهبود قابلیت مقایسه نتایج و تعمیم‌پذیری آن کمک کند.

2. Earnings Surprise  
3. Market Uncertainty

$$\text{Market Uncertainty}_t = \delta (RM_t) \quad \text{رابطه ۲}$$

در الگوی آزمون فرضیه‌های پژوهش، مقادیر به‌دست‌آمده از رابطه ۱ به دو گروه، شامل دوره‌های با عدم اطمینان بالا (HIGH) و دوره‌های با عدم اطمینان پایین (LOW) تقسیم می‌شود. معیار این تفکیک میانگین رقم عدم اطمینان برای کل دوره‌هاست.

**اخبار خوب:** چنانچه سود گزارش‌شده شرکت بیش از سود پیش‌بینی‌شده مدیریت باشد، اخبار خوب تلقی می‌شود (کنراد و همکاران، ۲۰۰۲).

**اخبار بد:** چنانچه سود گزارش‌شده شرکت کمتر از سود پیش‌بینی‌شده مدیریت باشد، اخبار بد تلقی می‌شود.

**چرخه‌های تجاری:** در این پژوهش برای تبیین و تعریف چرخه‌های تجاری، از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود؛ بدین ترتیب که میانگین شاخص کل بازار در طول سال‌های پژوهش، محاسبه شده و سال‌هایی که شاخص کل بازار در آن سال‌ها، بالاتر از میانگین محاسبه شده باشد، دوره رونق در نظر گرفته شده و سایر سال‌ها دوره رکود تلقی خواهد شد. برای تبیین اثرات این متغیر در واکنش قیمت سهام، سال‌های دوره پژوهش به دو دوره رکود و رونق تفکیک شده و آزمون فرضیه‌ها در هر دوره به‌طور جداگانه انجام می‌گیرد (جانسون، ۱۹۹۹).

### ب) متغیر وابسته

در پژوهش حاضر بازده غیرعادی سهام، متغیر وابسته تلقی شده است. بازده غیر عادی از تفاوت میان بازده کل سهام شرکت با بازده بازار سهام در یک دوره معین حاصل می‌شود. بازدهی واقعی هر سهم عادی با توجه به نوسان قیمت سهام، سود نقدی، سود سهمی و افزایش سرمایه، محاسبه می‌شود. بازدهی سهام برحسب اینکه افزایش سرمایه، قبل از تاریخ تشکیل مجمع عادی است یا بعد از آن، به‌ترتیب با توجه به روابط ۳ و ۴ محاسبه می‌شود.

$$r_{it} = \frac{[(P_t + D_t)(1 + \alpha + \beta)] - (P_{t-1} + C\alpha)}{P_{t-1} + C\alpha} \times 100 \quad \text{رابطه ۳}$$

$$r_{it} = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha)}{P_{t-1} + C\alpha} \times 100 \quad \text{رابطه ۴}$$

در رابطه ۱:

$\alpha$ : نشان‌دهنده درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛



$\beta$ : به معنای افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته؛

C: مبلغ اسمی پرداخت‌شده سهامدار از محل آورده نقدی یا مطالبات؛

$P_t$ : قیمت سهم در پایان دوره؛

$P_{t-1}$ : نشانگر قیمت سهم در ابتدای دوره؛

$D_t$ : به معنای سود نقدی تقسیم شده طی دوره است.

در نهایت بازده غیرعادی از رابطه ۵ به دست آمده است.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - RM_t \quad \text{رابطه ۵}$$

$AR_{i,t}$ : 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  $t$ .

### ج) متغیرهای کنترلی

در این پژوهش به پیروی از فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، از دو متغیر اندازه (SIZE) و نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB)، به منزله متغیر کنترلی استفاده شده است. **اندازه:** در این پژوهش، لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی، به منزله معیار سنجش اندازه شرکت، استفاده شده است.

**نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری:** این نسبت را می‌توان از حاصل تقسیم ارزش بازار سهام در پایان سال مالی، به ارزش دفتری آن به دست آورد.

### مدل‌های استفاده شده در پژوهش

در این پژوهش از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات جزئی (PLS) و گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) برای سنجش روابط بین متغیرها استفاده شده است. روش حداقل مربعات جزئی (PLS) یکی از روش‌های آماری چندمتغیره شمرده می‌شود که حتی در صورت وجود محدودیت‌هایی چون، تعداد زیاد متغیرهای مستقل، وجود تعداد مشاهدات کم، وجود خودهمبستگی جدی بین متغیرهای توضیحی یا نرمال نبودن متغیرها، می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. این روش ضرایب را به گونه‌ای تعیین می‌کند که مدل حاصله، بیشترین قدرت تفسیر و توضیح را داشته باشد. روش PLS، تمامی روابط موجود در مدل، یعنی تأثیر متقابل میان هر یک از متغیرهای پنهان و همچنین، وزن تمامی شاخص‌های قابل اندازه‌گیری مربوط به هر یک از

متغیرهای پنهان (ضرایب بیرون از مدل اندازه‌گیری) را تخمین می‌زند. این روش مشابه روش OLS است که در عین حال، واریانس باقی‌مانده را برای متغیرهای آشکار مرتبط با متغیر مکنون، حداقل می‌کند (ایتنر، ۱۹۹۷).

روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) نیز که در داده‌های تلفیقی پویا به کار گرفته می‌شود، مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری همبسته نیستند. در روش داده‌های تلفیقی ایستا (مدل‌های اثرات ثابت یا تصادفی)، ممکن است جمله خطا با متغیرهای تأخیری همبستگی داشته و این موضوع منجر با ارائه برآوردکننده ناسازگار یا تورش‌داری شود (بالتاکی، ۲۰۰۵). بر این اساس در پژوهش پیش رو، از نوع داده‌های تلفیقی پویا استفاده شده است. در این مدل متغیر وابسته، به صورت وقفه در سمت راست مدل ظاهر می‌شود.

الگوی استفاده شده در پژوهش، مبتنی بر الگوی می‌چویی (۲۰۱۰) است که با توجه به فرضیه‌های مطرح‌شده، از دو مدل جداگانه به شرح زیر استفاده شده است. دو فرضیه اول که به بررسی اثر اخبار بد بر بازده غیرعادی سهام تحت شرایط رونق اقتصادی و در دو سطح عدم اطمینان بالا و پایین پرداخته، با استفاده از رابطه ۶ آزمون شده‌اند و دو فرضیه بعدی که اثر اخبار خوب بر بازده غیرعادی را در شرایط رکود اقتصادی و دو سطح مختلف از عدم اطمینان مطالعه می‌کند، به کمک رابطه ۷ آزموده می‌شوند.

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SURP \times BAD + \beta_2 SURP \times BAD \times HIGH + \beta_3 SURP \times BAD \times LOW + \beta_4 SIZE + \beta_5 MTB + \varepsilon \quad (\text{رابطه ۶})$$

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SURP \times GOOD + \beta_2 SURP \times GOOD \times HIGH + \beta_3 SURP \times GOOD \times LOW + \beta_4 SIZE + \beta_5 MTB + \varepsilon \quad (\text{رابطه ۷})$$

در مدل فوق:

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

SURP: سود غیر منتظره (تفاوت سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم)؛

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 مد نظر، بیشتر از میانگین این متغیر برای همه سال‌های دوره پژوهش 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 مد نظر، پایین‌تر از میانگین این متغیر برای همه سال‌های دوره پژوهش باشد؛ مقدار آن ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود؛

**SIZE:** اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در پایان سال)؛

**MTB:** نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال.

### یافته‌های پژوهش

در جدول ۱ و ۲، نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون دو فرضیه اول پژوهش آمده است. بر مبنای نتایج به دست آمده، شاخص نیکویی برازش مدل، یعنی مقدار آماره F در سطح خطای آلفا برابر ۵ درصد، معنادار بوده و فرض خطی بودن مدل و نیز، معنادار بودن آن تأیید می‌شود. آماره دوربین - واتسون عدم وجود همبستگی بین خطاها را نشان داده و عامل تورم واریانس به دلیل نزدیکی به عدد یک، حکایت از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی دارد. نتایج آزمون دو فرضیه اول در هر دو روش GMM و PLS نشان می‌دهد که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل پژوهش و متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود ندارد. بر این اساس، هیچ‌یک از دو فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود.

جدول ۱. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه اول و دوم  
روش حداقل مربعات جزئی (PLS) - در شرایط رونق تجاری

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون هم‌خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
Constant	۰/۰۰۲	۱/۰۲۵	۰/۰۰۸	-	-
SURP × Bad	۰/۰۳۵	۱/۱۰۲	۰/۰۷۱	۰/۷۲۷	۱/۳۷۵
SURP × Bad × HIGH	۰/۱۱۴	۱/۳۷۶	۰/۰۹۶	۰/۷۲۲	۱/۳۸۵
SURP × Bad × LOW	۰/۰۲۸	۱/۱۸۴	۰/۱۰۲	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹
SIZE	۰/۲۱۶	۲/۹۸۲	۰/۰۴۵	۰/۹۹۹	۱/۰۰۱
MTB	۰/۸۴۷	۱/۸۳۰	۰/۰۵۹	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹

آماره دوربین - واتسون: ۱/۹۵

احتمال آماره F: ۰/۰۳

آماره F: ۵/۸۶۳

ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۷۶

ضریب تعیین: ۰/۲۱۶

جدول ۲. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه اول و دوم  
روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) - در شرایط رونق تجاری

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)
AR <sub>it-1</sub>	۰/۰۸۹	۲/۷۲۸	۰/۰۳۵
SURP × Bad	۰/۱۰۳	۰/۹۶۸	۰/۱۳۲
SURP × Bad × HIGH	۰/۲۹۷	۱/۹۵۳	۰/۰۹۳
SURP × Bad × LOW	۰/۰۸۳	۰/۹۶۸	۰/۱۱۸
SIZE	۰/۳۱۷	۱/۶۱۱	۰/۰۳۴
MTB	۰/۵۴۳	۲/۹۵۴	۰/۰۴۶

آماره J: ۱۸/۰۱۳      احتمال آماره J: ۰/۰۱۵۲      رتبه ابزاری: ۱۵

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

در جدول ۳ و ۴ نتایج حاصل از تحلیل آماری برای آزمون دو فرضیه‌های سوم و چهارم با استفاده از روش‌های PLS و GMM نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه سوم و چهارم  
روش حداقل مربعات جزئی (PLS) - در شرایط رکود تجاری

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون هم‌خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
Constant	۰/۰۱۵	۲/۱۸۵	۰/۰۰۰	-	-
SURP × Bad	۰/۱۷۲	۱/۱۸۴	۰/۰۰۲	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹
SURP × Bad × HIGH	۰/۰۷۸	۱/۰۷۲	۰/۰۱۵	۰/۹۵۷	۱/۰۴۵
SURP × Bad × LOW	۰/۲۵۲	۱/۵۰۴	۰/۰۳۸	۰/۹۸۴	۱/۰۱۶
SIZE	۰/۲۱۶	۲/۹۸۲	۰/۰۱۹	۰/۹۹۹	۱/۰۰۱
MTB	۰/۸۴۷	۱/۸۳۰	۰/۰۴۷	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹

آماره F: ۱۱/۸۶۳      احتمال آماره F: ۰/۰۰۰      آماره دوربین - واتسون: ۲/۱۵  
 ضریب تعیین: ۰/۳۳۶      ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۸۵

جدول ۴. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی آزمون فرضیه سوم و چهارم  
روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) - در شرایط رکود تجاری

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)
AR <sub>it-1</sub>	۰/۰۸۹	۱/۵۸۲	۰/۰۰۰
SURP × Bad	۰/۲۳۹	۱/۴۸۳	۰/۰۱۸
SURP × Bad × HIGH	۰/۱۸۴	۰/۹۸۳	۰/۰۴۱
SURP × Bad × LOW	۰/۴۱۱	۱/۰۹۱	۰/۰۰۳
SIZE	۰/۳۱۷	۱/۷۴۱	۰/۰۰۲
MTB	۰/۵۴۳	۲/۰۹۳	۰/۰۰۹

آماره J: ۱۶/۲۵ احتمال آماره J: ۰/۰۳۸۲ رتبه ابزاری: ۱۴

نتایج جداول ۳ و ۴، حاکی از بهبود نسبی الگوی رگرسیونی برازش شده، نسبت به الگوی آزمون فرضیه‌های پیشین است. براین اساس ضریب تعیین تعدیل شده الگو ۰/۲۸۵ است و رگرسیون برازش شده توانسته است حدود ۲۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کند. از سویی با توجه به نتایج به دست آمده، سطح معناداری آماره F حاکی از وجود ارتباطی معنادار و خطی بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته در الگوی آزمون فرضیه‌ها است. بر همین اساس، ضریب متغیر SURP × GOOD × HIGH که واکنش قیمت سهام به اخبار خوب در شرایط عدم اطمینان بالا را نشان می‌دهد، در هر دو روش PLS و GMM، کمتر از ضریب متغیر SURP × GOOD بوده و این موضوع در راستای تأیید فرضیه سوم، نشان دهنده واکنش ضعیف‌تر قیمت سهام به اخبار خوب تحت شرایط رکود و عدم اطمینان بالا است. از سوی دیگر، ضریب متغیر SURP × GOOD × LOW که واکنش قیمت سهام به اخبار خوب در شرایط عدم اطمینان پایین را نشان می‌دهد، بیشتر از ضریب متغیر SURP × GOOD بوده و این موضوع در راستای تأیید فرضیه چهارم، نشان دهنده واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار خوب، در شرایط رکود و عدم اطمینان پایین است.

### آزمون مدل بدون تفکیک دوره پژوهش به رونق و رکود

در این بخش، برای بررسی نقش دوره‌های تجاری رکود و رونق و اثری که می‌تواند بر نتایج پژوهش داشته باشد، مدل کلی (رابطه ۸) آزمون شده است. در این مدل فقط به بررسی اثر عدم اطمینان بالا و پایین بر واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد (بدون توجه به نقش دوره تجاری) پرداخته شده است. مقایسه نتایج حاصل از مدل مزبور با مدل‌های قبلی، می‌تواند به

تشریح نقش ادوار تجاری در میزان و شدت رابطه بین عوامل عدم اطمینان و واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و بد کمک کند.

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SURP \times BAD \times HIGH + \beta_2 SURP \times BAD \times LOW + \beta_3 SURP \times GOOD \times HIGH + \beta_4 SURP \times GOOD \times LOW + \beta_5 SIZE + \beta_6 MTB + \varepsilon$$

(رابطه ۸)

نتایج حاصل از آزمون مدل، با استفاده از روش های PLS و GMM در جدول ۵ و ۶ نشان داده شده است.

جدول ۵. نتایج تحلیل آماری برای الگوهای رگرسیونی کلی پژوهش، روش حداقل مربعات جزئی (PLS)

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)	آزمون هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
Constant	۰/۰۰۳	۳/۲۳۹	۰/۰۰۰	-	-
SURP × Bad × HIGH	۰/۰۲۴	۱/۵۲۷	۰/۰۴۶	۰/۷۵۲	۱/۳۳۹
SURP × Bad × LOW	۰/۰۱۸	۱/۰۹۳	۰/۰۲۲	۰/۹۶۲	۱/۰۳۹
SURP × Good × HIGH	۰/۰۸۳	۲/۰۲۸	۰/۰۱۱	۰/۷۲۵	۱/۳۷۹
SURP × Good × LOW	۰/۱۸۷	۱/۹۱۳	۰/۰۰۵	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹
SIZE	۰/۱۹۸	۲/۶۴۷	۰/۰۰۸	۰/۹۷۶	۱/۰۲۴
MTB	۰/۸۲۹	۲/۲۸۰	۰/۰۳۰	۰/۹۹۱	۱/۰۱۹

آماره F: ۹/۸۶۳ احتمال آماره F: ۰/۰۰۰ آماره دوربین - واتسون: ۲/۱۵  
ضریب تعیین: ۰/۲۴۹ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۰۳

جدول ۶. نتایج تحلیل آماری الگوهای رگرسیونی کلی پژوهش، روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)

متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معناداری (P-value)
AR <sub>it-1</sub>	۰/۰۶۱	۳/۲۳۹	۰/۰۰۰
SURP × Bad × HIGH	۰/۰۳۲	۱/۵۲۷	۰/۰۲۸
SURP × Bad × LOW	۰/۰۲۶	۱/۰۹۳	۰/۰۱۵
SURP × Good × HIGH	۰/۰۹	۲/۰۲۸	۰/۰۱۲
SURP × Good × LOW	۰/۱۴	۱/۹۱۳	۰/۰۰۲
SIZE	۰/۲۵	۲/۶۴۷	۰/۰۰۹
MTB	۰/۳۲	۲/۲۸۰	۰/۰۱۶

آماره J: ۱۶/۲۵ احتمال آماره J: ۰/۰۳۸۲ رتبه ابزاری: ۱۴

نتایج حاصل از آزمون مدل فوق که بدون توجه به دوره‌های تجاری انجام شده است، نشان می‌دهد که عدم اطمینان بالا، باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد شده و در مقابل عدم اطمینان پایین، منجر به واکنش کمتر قیمت سهام در ازای اخبار بد می‌شود. این در حالی است که بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش و در شرایط رونق تجاری، عدم اطمینان بالا یا پایین، نقش تعیین کننده‌ای در واکنش قیمت بازار به اخبار خوب یا بد نداشته است. شاید علت احتمالی بروز چنین حالتی، این موضوع باشد که در دوره‌های رونق تجاری، از یک طرف اخبار بد بسیار محدود بوده و از طرف دیگر، خوش بینی سرمایه‌گذاران نسبت به روند آتی بازار، از شدت اثرات نامطلوب اخبار بد کاسته و مانع از واکنش شدید قیمت بازار نسبت به آن می‌شود (چویی، ۲۰۱۰). این امر موجب می‌شود که واکنش ناشی از آن، تأثیر با اهمیتی بر قیمت سهام نداشته و در نتیجه متغیرهای مستقل مدل، معنادار نباشند.

بر خلاف اهمیت چشمگیری که دخالت دادن شرایط رونق تجاری در نتایج حاصل از دو فرضیه اول پژوهش (در مقایسه با الگوی رگرسیون کلی) داشته است، به نظر نمی‌رسد که در فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش، شرایط رکود تجاری توانسته باشد نقش با اهمیتی در رابطه با میزان عدم اطمینان و واکنش قیمت بازار به اخبار خوب ایفا کند. به بیان دیگر، صرف نظر از تقسیم یا عدم تقسیم ادوار تجاری به دوران رونق و رکود، همیشه عدم اطمینان بالا باعث واکنش ضعیف قیمت بازار سهام و عدم اطمینان پایین، موجب واکنش شدید آن به اخبار خوب شده است.

**بررسی مفروضات کلاسیک.** در پژوهش حاضر برای آزمون نرمال بودن توزیع جملات اخلاص و متغیر وابسته، از آماره جارگ - برا (JB) استفاده شده است. نتایج آزمون گویای آن است که سطح معناداری، بیشتر از ۵ درصد بوده و توزیع نرمال است (جدول ۷).

جدول ۷. نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

متغیر	آماره جارگ برا	سطح معناداری
AR <sub>it</sub>	۶/۷۵۱	۰/۹۴۶
خطای پسماند	۰/۴۲۱	۰/۸۱۰

برای بررسی استقلال خطاها از یکدیگر، از آزمون دوربین - واتسون (DW) استفاده شده که نتایج مربوط به آن در جداول مربوط به آزمون فرضیه‌ها آورده شده است. آزمون هم خطی متغیرهای مستقل، به واسطه محاسبه تولرانس و عامل تورم واریانس انجام شده که با توجه به نزدیکی این عامل به عدد ۱، عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل تأیید می‌شود. در نهایت

برای کسب اطمینان از نبود ناهمسانی واریانس، از آزمون وایت (جدول ۸) استفاده شده است. سطح معناداری آزمون برای مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه فرض وجود ناهمسانی واریانس در بین داده‌های مدل، رد می‌شود.

جدول ۸. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White)

متغیر	آماره F	سطح معناداری
مدل ۱	۱/۲۴۷۶	۰/۱۳۸
مدل ۲	۱/۳۰۸۶	۰/۲۵۱

**آزمون مانایی.** برای اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش شد. آزمون مزبور با استفاده از نرم‌افزار EViews6 و روش‌های آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، آزمون ایم، پسران و شین (۲۰۰۳)، آزمون ریشه واحد فیشر - دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر - فلیپس پرون (۱۹۹۹) و چویی (۲۰۰۱) انجام شد. نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرهای پژوهش (جدول ۹) در هر چهار روش، نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش مانا بوده و لذا فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می‌شود.

جدول ۹. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

روش آزمون							متغیر	
لوین، لین و چو**		ایم، پسران و شین		فیشر - دیکی فولر		فیشر - فلیپس - پرون		
آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره		
۳۷/۴۵	۰/۰۰۰	۱۲/۸۴	۰/۰۰۰	۲۱۹/۶۴	۰/۰۰۰	۳۵۲/۲۴	۰/۰۰۰	SURP × Bad × HIGH
۱۸/۵۳	۰/۰۰۰	۹/۸۹	۰/۰۰۰	۳۰۵/۶۵	۰/۰۱۶	۳۱۷/۵۳	۰/۰۰۰	SURP × Bad × LOW
۱۹/۲۶	۰/۰۰۰	۴/۲۸	۰/۰۰۲	۲۹۹/۰۶	۰/۰۰۰	۳۱۲/۷۶	۰/۰۰۰	SURP × Good × HIGH
۱۶/۷۶	۰/۰۰۰	۳/۴۵	۰/۰۰۰	۲۴۴/۵۶	۰/۰۰۰	۳۲۴/۱۳	۰/۰۰۰	SURP × Good × LOW
۴۳/۱۸	۰/۰۰۰	۴/۳۴	۰/۰۰۰	۱۹۰/۸۵	۰/۰۰۰	۲۲۳/۴۲	۰/۰۰۱	SIZE
۱۸/۲۰	۰/۰۰۰	۲/۵۶	۰/۰۰۴	۱۶۸/۴۵	۰/۰۰۰	۲۳۸/۵۷	۰/۰۰۰	MTB



### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش نشان می‌دهد که در شرایط رونق اقتصادی، قیمت سهام در قبال اخبار بد در هیچ‌یک از دو سطح عدم اطمینان بالا یا پایین، حساس نبوده است. این در حالی است که نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها بدون توجه به دوره‌های تجاری، نشان می‌دهد که عدم اطمینان بالا، باعث واکنش شدیدتر قیمت سهام به اخبار بد شده و در مقابل عدم اطمینان پایین، منجر به واکنش کمتر قیمت سهام در ازای اخبار بد می‌شود. در تبیین دلایل این رویداد، می‌توان گفت که در دوره‌های رونق تجاری، از یک سو اخبار بد بسیار محدود بوده و از سوی دیگر، خوش‌بینی سرمایه‌گذاران نسبت به روند آتی بازار، از شدت اثرات نامطلوب اخبار بد کاسته و مانع از واکنش شدید قیمت بازار نسبت به آن می‌شود. این موضوع به نقش با اهمیت شرایط اقتصادی در واکنش قیمت سهام به اخبار بد تأکید دارد.

برخی از شواهد دلالت بر این موضوع دارند که سرمایه‌گذاران ممکن است در دوره‌های خاصی، واکنش بیش از اندازه یا واکنش کمتر از اندازه به اخبار منتشره داشته باشند. از جمله پژوهش‌هایی که در این خصوص انجام شده است، می‌توان به پژوهش‌های های مارنی، شوهنگ و تقوی (۲۰۰۵)؛ چن (۲۰۰۲) و قالیباف و نادری (۱۳۸۵) اشاره کرد. یافته‌های این پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهد که نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشره متفاوت است و در برخی موارد واکنش آنها به اطلاعات جدید کاملاً عقلایی نیست. به گفته دیگر، افراد تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی و رفتاری می‌توانند نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های متفاوتی نشان دهند و باعث ناهنجاری‌هایی چون، افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها شوند. آنچه از نتایج فرضیه‌های یک و دو می‌توان استنباط کرد این است که در دوره‌هایی که بازار با رونق تجاری مواجه است؛ اخبار بد نمی‌تواند بازده یا قیمت سهام را تغییر دهد. با فرض وجود سطحی 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 کرد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش نشان داد 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 و این یافته مطابق با انتظار محقق و ادعای مطرح شده در فرضیه‌های سوم و چهارم است. شواهد موجود نشان می‌دهد شرایط عدم اطمینان بالا در بازار، موجب تغییر رفتار مدیران شرکت‌های سهامی در گزارشگری مالی و گزارش سود می‌شود. در این دوره‌ها مدیران تمایلی به انتشار اخبار بد ندارند و در مقابل تلاش می‌کنند اخبار خوب را بزرگتر نشان دهند (کیم و همکاران، ۲۰۱۰). این‌گونه گرایش‌های مدیران، موجب ایجاد بدبینی به اخبار

خوب مربوط به سود در میان سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه می‌شود و در نتیجه، چنانچه زمان انتشار این اخبار با عدم اطمینان بالای بازار همراه باشد؛ واکنش کمتری به دنبال خواهد داشت. از سوی دیگر، دوره‌های رکود تجاری مصادف با کاهش حجم مبادلات در بازار سرمایه است. در این دوره‌ها به دلیل کاهش معاملات، واکنش کلی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید ضعیف می‌شود. این در حالی است که در این دوره‌ها عموماً فراوانی اخبار خوب در مقایسه با اخبار بد کمتر است.

به‌طور کلی یافته‌ها حاکی از این است که اولاً؛ ضریب پاسخ به اخبار خوب به سطح عدم اطمینان موجود در بازار سهام حساس است. ثانیاً؛ ممکن است عدم اطمینان پایین در بازار سهام موجب تغییر نگرش سرمایه‌گذاران، خصوصاً به اخبار خوب شود. این امر ممکن است به این دلیل مهم باشد که با توجه به شواهد به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌های اول و دوم، عدم اطمینان در واکنش به اخبار بد تأثیر معناداری نداشته است. این در حالی است که شرایط عدم اطمینان پایین، بدبینی سرمایه‌گذاران به اخبار خوب را کاهش داده و آنها در این شرایط اخبار خوب را بیشتر در الگوهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مدنظر قرار می‌دهند. در نهایت با وجود عدم پذیرش دو فرضیه اول، نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم، در مطابقت با نتایج مدل انتظارات منطقی ورونسی (۱۹۹۹)، نتایج پژوهش ریبری و ورونسی (۲۰۰۲) و چویی (۲۰۱۲) است. با وجود این لازم است در تفسیر نتایج پژوهش، به شرایط زمانی و مکانی انجام پژوهش توجه شده و تعمیم نتایج با احتیاط انجام شود.

نتایج این پژوهش نشان داد که چرخه‌های تجاری و شرایط عدم اطمینان، می‌توانند به‌منزله عوامل تعیین‌کننده‌ای در واکنش بازار سرمایه به اخبار منتشر شده شرکت‌ها، تأثیرگذار باشند. براساس نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌ها، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس توصیه می‌شود که علاوه بر ارزیابی‌هایی که در خصوص شرکت‌ها و عملکرد آنها انجام می‌دهند؛ بخشی از تلاش‌های خود را به تحلیل شرایط و اوضاع بازار سرمایه معطوف کنند. 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 پژوهش، به مدیران شرکت‌های سهامی توصیه می‌شود قبل از انتشار پیش‌بینی سودهای آتی یا سایر اطلاعات پیش‌بینی‌شده، شرایط و اوضاع بازار سرمایه را به دقت بررسی و تحلیل کنند و اطلاعات را در شرایطی منتشر کنند 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 فرضیه‌های این پژوهش، برای تعیین بهینه سیاست‌های افشا از سوی مدیران، مفید به نظر می‌رسد.

## منابع

- جهانخانی، ع. و صفاریان، ا. (۱۳۸۲). بررسی واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۵(۱۶): ۸۱-۶۱.
- راعی، ر. و تلنگی، ا. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران: انتشارات سمت.
- رضا زاده، ج. و آزاد، ع. (۱۳۸۷). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۴): ۸۰-۶۳.
- سجادی، ح. (۱۳۷۷). عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و ارتباط آن با قیمت سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۷(۲۴): ۶۰-۳۴.
- قالیباف، ا. ح. و نادری، م. (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*، ۸(۲۱): ۹۷-۱۱۲.
- مهرانی، س. و نونهال، ع. (۱۳۸۷). ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۴): ۱۳۶-۱۱۷.
- نیکبخت، م. و مرادی، م. (۱۳۸۴). ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۰): ۹۷-۱۲۲.
- Baker, S.R., and Nicholas. B. (2012). Does uncertainty drive business cycles? *Journal of Financial Economics*, 102 (4): 421-443.
- Baum, C.F., Caglayan, M., Ozkan, N. & Talavera, O. (2008). The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity. *Review of Financial Economics*, 15(4): 289-304.
- Bittlingmayer, G. (1998). Output, Stock Volatility and Political Uncertainty in a Natural Experiment: Germany, 1880-1940. *The Journal of Finance*, 45(53): 2243-2257.
- Chan, W.S. (2003). Stock price reaction to News and no News: Drift and Reversal after headlines. *Journal of financial Economics*, 70 (2): 223-260
- Choi, H. (2010). Changes in Analysts' Incentives under Uncertainty, *Working paper*, University of Washington, USA.

- Conrad, J., Cornell, B., Landsman, W.R. (2002). When is bad news really bad news? *Journal of Finance*, 57(6): 2507-2532.
- Gu, Z. & Xue, J. (2001). *Do analysts Overreact to Extrem Good News in Earning?* Working paper, Yuan Ze University at Taiwan.
- Johnson, M. (1999). Business cycles and the relation between security returns and earnings, *Review of Accounting Studies* 4 (2): 93-117
- Kim, K. Pandit, S. & Wasley, C. E. (2010). *Aggregate Uncertainty and Management Earnings Forecasts*. University of Illinois at Chicago. Chicago, IL 60607.
- LaFond, R. and Watts, R. (2008). The Information Role of Conservatism, *The Accounting Review* (forthcoming). Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- Leuz, C., Schrand, C. (2009). *Disclosure and the cost of capital: Evidence from firms' response to the Enron shock*. SSRN eLibrary. Available at <http://www.nber.org/papers/w14897>.
- Mala, R. & Reddy, M. (2007). Measuring Stock Market Volatility in an Emerging Economy. *International Research Journal of Finance and Economics*, 8: 126-133.
- 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.
- Ozoguz, Arzu. (2009). Good Times or Bad Times? Investors' Uncertainty and Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 22 (11): 4377-4422.
- Patton, A.J. and Michela, V. (2010). *Does Beta Move with News? Firm-Specific Information Flows and Learning about Profitability*, Working paper. Available at: <http://portal.idc.ac.il/en/main/research/caesareacenter/annualsummit/documents/10-2.pdf>.
- Ribeiro, R. and Veronesi, P. (2002). *The excess co-movement of international stock markets in bad times: A rational expectations equilibrium model*, Working paper, University of Chicago.
- Savor, P. and Savor, P. (2013). Earnings Announcements and Systematic Risk, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1786308](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1786308)
- Stockhammer, E. & Grafl, L. (2008). *Financial uncertainty and business investment*. Vienna University of Economics & B.A.: Department of Economics Working Paper Series, Working Paper, No. 123.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (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.
- Zhang, Frank, X. (2006). Information Uncertainty and Stock Returns, *The Journal of Finance*, 61 (1): 105-136.