

افشای اطلاعات، چالش پیش روی مدیران مالی

علی رضا معطوفی^۱

عبدالله ریاحی^۲

سید مهدی میر کریمی^۳

چکیده

شرکت و عملکرد آن می تواند پیامدهای جبران ناپذیری در زمینه حضور شرکت در بازار سرمایه به همراه آورد. واژگان کلیدی: بازار سرمایه، مشارکت در بازار سرمایه، افشای اطلاعات و اخبار، ارزش بازار شرکت.

کارکرد مناسب بازار سرمایه می تواند دارایی، سرمایه گذاری و رشد را افزایش داده (بایر و دیگران^۴، ۲۰۰۳) و از طریق کاهش نگاهداری دارایی های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه های فیزیکی، حداقل در بلند مدت رشد اقتصادی را افزایش دهد (بن سیونگه^۵ و بروس^۶، ۱۹۹۱).

نتایج پژوهش های متعدد در حوزه انتشار و افشای اطلاعات شرکت ها نشان می دهد، انتشار اطلاعات و اخبار مختلف در مورد شرکت و عملکرد آن با توجه به نوع برداشت و ادراک دریافت کنندگان آن می توانند پیامدهای مختلفی برای آینده شرکت در بازار سرمایه و سهامداران آن داشته باشد. انتشار اطلاعات و اخبار مثبت در رابطه با شرکت و عملکرد آن می تواند سهامداران را به شرکت و بازار سرمایه امیدوار کرده و از سوی دیگر تغییر ارزش بازار شرکت ناشی از خوش بینی

مقدمه

با توجه به اهمیت بازار سرمایه به طور تعجب آوری بسیاری از خانوارها در سهام سرمایه گذاری نمی کنند. نتایج برخی از پژوهش ها نشان می دهد، ۵۱ درصد از خانوارهای آمریکایی (هانگ و دیگران^۷، ۲۰۰۴) و ۷۲ درصد از خانوارهای اروپایی (جویسو^۸ و جاپلی^۹، ۲۰۰۳) در سال ۱۹۹۸ فاقد سهام بوده اند و معمای خود را این چنین مطرح می کنند، چرا بسیاری از خانوارها در بازار سهام مشارکت نمی کنند؟

”روزی- تیگل“ معتقد است، به طور پیش بینی نشده اخبار و اطلاعات ممکن است منجر به این شوند که افراد در بازار سرمایه نسبت به انتظاراتی که از سود آوری شرکت ها دارند تجدید نظر کنند. به طور کل تغییر ارزش بازار (قیمت سهام) برآوردی، از اثر اخبار و اطلاعات پیش بینی نشده در مورد ارزش بنگاه حاصل می شود.

عوامل مختلفی در شکل گیری معمای عدم مشارکت^{۱۰} (در بازار سرمایه) دخیل است ولی اثر تغییر آگاهی و داشتن اطلاعات مالی نسبت به سایر عوامل مهم تر هستند، لذا می توان نادیده گرفتن

سرمایه گذاران به آن می تواند رشد ارزش بازار شرکت را به دنبال داشته باشد. از سوی دیگر افشای اطلاعات و اخبار منفی در رابطه با

۱- کارشناس ارشد مدیریت مالی-جهاد دانشگاهی خراسان شمالی
۲- کارشناس مدیریت بازرگانی
۳- کارشناس مدیریت بازرگانی

7 - Hong et al

8 - Guiso

9 - Jappelli

10 - Nonparticipation Puzzle

4 - Baier et al

5 - Bencivenga

6 - Bruce



فرصت های سرمایه گذاری توسط افراد را یک مانع اصلی در عدم مشارکت افراد در سهام دانست که آن نیز ناشی از عدم آگاهی است (جویسو و جاپلی، ۲۰۰۳).

این مقاله در نظر دارد با توجه به مبانی نظری موجود در حوزه عوامل موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه به تبیین تاثیر اطلاعات و اخباری که در رابطه با شرکت منتشر می شود به عنوان یکی از عوامل موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه و عملکرد شرکت در بورس پرداخته و با فراهم آوردن ادبیات نظری مناسب در حوزه متغیر مورد نظر ابزار مناسبی را در اختیار سایر محققان و تصمیم گیرندگان بازار سرمایه کشور قرار دهد.

اخبار و نقش چالش برانگیز آن‌ها

نتایج پژوهش های متعدد از اهمیت تاثیر اخبار و پیامدهای چالش برانگیز آن برای سهام داران، شرکت ها و مدیران آن‌ها حکایت دارند. مطابق ادبیات پژوهشی موجود در حوزه موضوع مورد نظر اخبار و اطلاعات از جنبه های مختلف مورد بررسی قرار می گیرند.

اخبار زیست محیطی

”روزی- تیگل“^{۱۱} (۲۰۰۶) با استناد به نتایج پژوهش های ”داسگپتا و دیگران“^{۱۲} (۱۹۹۸)، ”کونار و دیگران“^{۱۳} (۱۹۹۷)، ”لانوئی و دیگران“^{۱۴} (۱۹۹۷، ۱۹۹۴) و ”همیلتون“^{۱۵} (۱۹۹۵) بیان می کند، شواهد در

مورد برخی از کشورها نشان می دهد، بازار سرمایه در مقابل اطلاعات زیست محیطی^{۱۶} واکنش نشان می دهد.

”روزی- تیگل“ معتقد است، به طور پیش بینی نشده اخبار و اطلاعات ممکن است منجر به این شوند که افراد در بازار سرمایه نسبت به انتظاراتی که از سود آوری شرکت ها دارند تجدید نظر کنند. به طور کل تغییر ارزش بازار (قیمت سهام)^{۱۷} برآوردی، از اثر اخبار و اطلاعات

11 - Ruzi-Tagle

12 - Dasgupta et al

13 - Konar et al

14 - Lanoi et al

15 - Hamilton

16 - Environmental Information

17 - Stock Price

پیش بینی نشده در مورد ارزش بنگاه حاصل می شود.

وی بیان می کند، بازار سرمایه ممکن است در مقابل اتفاقاتی از قبیل افزایش در هزینه های تولید، نیاز به سرمایه گذاری های جدید، افزایش احتمال اقدامات در راستای اعمال کنترل های بیش تر بر بنگاه ها و یا اقداماتی که بنگاه را مجبور به کاهش صدور و انتشار اوراق بهادار می کند از خود واکنش نشان دهد.

نتایج پژوهش فوق (روزی- تیگل، ۲۰۰۶) از این فرضیه که بازار سرمایه در نتیجه انتشار اخبار و اطلاعات جدید تحت تأثیر قرار می گیرد، حمایت می کند. یافته های مذکور نشان می دهد، بازار سرمایه اغلب در مقابل اخبار و اطلاعات منفی در مورد بنگاه واکنش منفی و در مقابل عملکرد مثبت زیست محیطی بنگاه واکنش مثبت نشان می دهد. به عبارت دیگر نتایج از این ایده که بازار سرمایه می تواند به بنگاه ها با عملکرد زیست محیطی خوب پاداش داده و در مقابل عملکرد زیست محیطی ضعیف آن ها را تنبیه کند، حمایت می کنند.

"گوپتا^{۱۸} و گلدار^{۱۹} (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی واکنش بازار سرمایه به اخبار زیست محیطی و ایجاد حساسیت به کنترل آلودگی در اقتصاد بازارهای در حال توسعه می پردازند.

نتایج پژوهش "گوپتا و گلدار" که اولین نمونه از این دست (بررسی تأثیر اخبار در مورد عملکرد زیست محیطی بنگاه بر عملکرد مالی آن) در کشور های در حال توسعه است نشان می دهد، اخبار منفی در مورد عملکرد زیست محیطی بنگاه در صنایعی که آلوده کننده محیط زیست هستند موجب تنبیه آن ها به شکل بازده غیر طبیعی منفی می شود.



نتایج پژوهش "گوپتا و گلدار" که اولین نمونه از این دست (بررسی تأثیر اخبار در مورد عملکرد زیست محیطی بنگاه بر عملکرد مالی آن) در کشور های در حال توسعه است نشان می دهد، اخبار منفی در مورد عملکرد زیست محیطی بنگاه در صنایعی که آلوده کننده محیط زیست هستند موجب تنبیه آن ها به شکل بازده غیر طبیعی منفی می شود.



اخبار بازار سهام

"پارکر"^{۲۰} (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی اثر اخبار اقتصادی روی بازار مالی پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد، بازار مالی به سرعت در مقابل اخبار از خود واکنش نشان می‌دهد. پارکر بیان می‌کند، اثر اعلان‌ها، اخبار خوب و اخبار بد بر بازار مالی نا متقارن^{۲۱} است.

ابرلچنر^{۲۲} و هاکنینگ^{۲۳} (۲۰۰۴) در پژوهشی به ارایه شواهد تجربی در مورد مجموعه‌ای از فرآیندهای اطلاعاتی موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، با توجه به ارتباط تنگاتنگ معامله‌گران بازار ارز و روزنامه‌نگاران مالی از یک سو و توسعه فناوری و تغییر عمیق ماهیت گزارش‌دهی و نقش رسانه‌های خبری در بازار ارز اروپا از سوی دیگر، سرعت اخبار و اثر آن‌ها روی مشارکت

کنندگان بازارهای مالی بسیار بیش‌تر از گذشته شده است. آن‌ها معتقدند، این یافته ممکن است در توضیح اثر شایعات در بازار مالی کمک کند.

"هایو"^{۲۴} و کوتان^{۲۵} (۲۰۰۲) بیان می‌کنند، رفتار بازار مالی در روسیه می‌تواند از بعد عوامل تاریخی، فرهنگی و نهادی متفاوت از سایر بازارهای مالی توسعه یافته بوده و با استناد به یافته‌های "روکینگر"^{۲۶} و ارگا^{۲۷} بیان می‌کنند، این بازار مزایای متنوعی را برای سرمایه‌گذاران دارد.

نتایج پژوهش هایو و کوتان نشان می‌دهد، اخبار بازار مالی روسیه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آن‌ها معتقدند شواهد قابل ملاحظه نشان می‌دهند، اخبار نقش مهمی در بازار اوراق قرضه ایفا می‌کند. اخبار

مثبت (منفی) مربوط به بخش انرژی باعث افزایش (کاهش) بازده اوراق قرضه می‌شوند، البته اخبار منفی بیش از اخبار مثبت نوسان ایجاد می‌کنند. از سوی دیگر یافته‌های "هایو و کوتان" (۲۰۰۲) حاکی از آن است، اخبار سیاسی (اخبار مربوط به جنگ چین) بر روی بازار مالی روسیه اثر معنی‌داری ندارد.

"گاناپلسکی"^{۲۸} و اسچموکلر^{۲۹} (۱۹۹۸) بیان می‌کنند، نوسان بازار و تغییرات قیمت اوراق بهادار

به وسیله بیانیه‌هایی^{۳۰} که روزانه منتشر می‌شوند تحت تأثیر قرار می‌گیرند. به عنوان مثال به دنبال انتشار اخبار مربوط به توافق آرژانتین با صندوق بین‌المللی پول (IMF) هم بازار سهام و هم بازار اوراق قرضه به طور مثبت واکنش نشان دادند و نرخ بهره کوتاه مدت افزایش یافت و نوسان آن کاهش پیدا کرد.

"بروکز و دیگران"^{۳۱} (۱۹۹۹) در پژوهشی به بررسی اثر اخبار خوب یا بد بر دارایی‌های موجود در بازار سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از نمونه GARCH نشان می‌داد، اخبار خوب یا بد بر قیمت آتی دارایی‌ها و نوسان آن تأثیر می‌گذارد. آن‌ها معتقدند، نمونه ارایه شده در

28 - Ganapolsky

29 - Schmukler

30 - Announcement

31 - Brooks et al

20 - Parker

21 - Asymmetric

22 - Oberlechner

23 - Hocking

24 - Hayo

25 - Kutan

26 - Rockinger

27 - Urga

این پژوهش برای ارزیابی سایر نمونه‌ها در چارچوب مدیریت ریسک نوین^{۳۳} مناسب است.

اخبار رتبه بندی شرکت

”پگراتیز“^{۳۳} (۲۰۰۵) در پژوهشی به ارزیابی مدلی برای قیمت گذاری دارایی‌های ریسکی بر اساس اطلاعات نامتقارن پرداخت و نشان داد، چگونه رتبه بندی دارایی‌های ریسکی می‌تواند کارایی بازار سرمایه را افزایش دهد.

رتبه بندی عمدتاً عقیده موسسات رتبه بندی در رابطه با اعتبار و توان مالی یک شرکت خاص است که بر اساس بررسی متغیرهایی از قبیل سرمایه، کیفیت دارایی، مدیریت، سود و نقدینگی تعیین می‌شود.

وی معتقد است، نقش و اهمیت موسسات رتبه بندی در بازار سرمایه در سال‌های اخیر به برای ناتوانی آن‌ها در پیش بینی برخی از حوادث و اتفاقات مربوط به پرتفوی‌های بزرگ از قبیل بحران‌های ۱۹۹۷ در آسیا، ۱۹۹۸ در روسیه و ۲۰۰۱ در اروپا مورد انتقاد قرار گرفته است. با این وجود بیان می‌کند، رتبه بندی پایین اوراق بهادار می‌تواند

تمایل به فروش دارایی‌های ریسکی را در گروهی از سرمایه گذاران که اوراق بهادار محدودی را نگهداری می‌کنند، به دنبال داشته باشد. نتایج پژوهش فوق (پگراتیز، ۲۰۰۵) نشان می‌دهد، انتخاب و نگهداری دارایی‌های ریسکی (اوراق بهادار) بر اساس رتبه بندی که برخی موسسات انجام می‌دهند می‌تواند مشارکت کنندگان در بازار سرمایه را وادار کند تا بر اساس اخبار مربوط به شرایط بازار تصمیم گیری کنند که این امر منجر به کارایی قیمتی پایین تر و نوسان قیمتی بالاتر می‌شود.

”پگراتیز“ بیان می‌کند، تغییر اصول حاکم بر قیمت‌ها و بازار، تغییر در ادراک افراد در مورد قیمت‌های آینده دارایی‌های ریسکی را به



نتایج پژوهش‌های مختلف نشان می‌دهد، اگر چه شفافیت اطلاعاتی می‌تواند در بهبود موقعیت سرمایه شرکت (زمانی که اطلاعات در مورد بنگاه بر معاملات بنگاه با مشتریان و کارکنانش تأثیر می‌گذارد) موثر باشد اما در پاره‌ای از موارد این شفاف سازی می‌تواند اثرات منفی به دنبال داشته باشد.

اطلاعات و ساختار سرمایه بنگاه رابطه وجود دارد. آن‌ها معتقدند، برخی از بنگاه‌ها که اقدام به انتشار سهام می‌کنند عملکرد ضعیفی دارند و با توجه به آن که نمی‌خواهند از سوی وام‌دهندگان مورد بررسی دقیق قرار بگیرند و یا مجبور به شفاف‌سازی اطلاعاتی که می‌تواند اخباری را در مورد آن‌ها ایجاد کرده و بر ادراک سهام‌داران از بنگاه (تصویر بنگاه) تأثیر بگذارد شوند، اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار سهام (که روشی پرهزینه محسوب می‌شود به جای استقراض) می‌کنند.

نتایج پژوهش فوق‌نشان می‌دهد، اخبار و اطلاعاتی که در نتیجه انتشار سهام ایجاد می‌شود می‌تواند این تصویر را در سهام‌داران ایجاد کند که بنگاه در صنعت برای بلند مدت نمی‌تواند پیشرو باشد و این مسأله می‌تواند بنگاه را برای کارکنان آن غیر جذاب کند.

آلمازان و دیگران^{۳۴} (۲۰۰۴) با استناد به یافته‌های هرتزل و دیگران^{۳۵} (۲۰۰۳) بیان می‌کنند، شواهد نشان می‌دهد

بنگاه‌هایی که اقدام به عرضه خصوصی سهام می‌کنند با عملکردی ضعیف مواجه بوده‌اند و این مسأله می‌تواند بر تصمیم افراد برای سرمایه‌گذاری در آن موثر باشد.

نتیجه‌گیری

با توجه به کارکرد بازارهای مالی در اقتصاد ملی از قبیل تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی، تعیین قیمت و جوجه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی، بر لزوم توجه به عواملی که می‌توانند به احتمال مشارکت افراد در بازار سرمایه تأثیر بگذارند، تأکید دارد.

این مقاله با توجه به ادبیات پژوهشی موجود در حوزه عوامل موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه به تشریح متغیر اطلاعات و اخبار شرکت و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد در سهام به عنوان یکی از عوامل مهم موجود در حوزه مورد بررسی پرداخت. نتایج پژوهش‌های متعدد حاکی از آن است، اخبار و اطلاعاتی که در زمینه‌های مختلف اعم از عملکرد زیست محیطی، عملکرد بورسی، عملیات تجاری و رتبه بندی در رابطه با شرکت منتشر می‌شود می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت و حتی در بازار سرمایه و نیز بر ارزش شرکت در بورس تأثیر بگذارد.

هم‌چنین نتایج پژوهش‌های مختلف نشان می‌دهد، اگر چه شفافیت اطلاعاتی می‌تواند در بهبود موقعیت سرمایه‌گذار (زمانی که اطلاعات در مورد بنگاه بر معاملات بنگاه با مشتریان و کارکنانش تأثیر می‌گذارد) موثر باشد اما در پاره‌ای از موارد این شفاف‌سازی

دنبال دارد.

گاه^{۳۴} و ادنینگتون^{۳۵} (۲۰۰۱) در بررسی داده‌های موجود در مورد ۶۱ تغییر در رتبه بندی اوراق قرضه طی دوره ۱۹۸۴ تا ۱۹۸۶ به بررسی واکنش بازده سهام عادی در مقابل تغییر در رتبه بندی اوراق قرضه پرداختند.

نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، اگر چه مطالعات اخیر از وجود واکنش منفی سهام در مقابل رتبه بندی ضعیف اوراق قرضه حکایت داشتند ولی آن‌ها معتقدند، به دو دلیل این واکنش نباید در مورد همه رتبه بندی‌های منفی اوراق قرضه لحاظ شود، اول آن که برخی تغییرات در رتبه بندی‌ها (که اغلب پیش‌بینی نشده هستند) به وسیله مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه صورت می‌گیرد و دیگر آن که این رتبه بندی نزولی (روبه پایین) ممکن است محرک حرکت پیش‌بینی نشده سالم از بازار اوراق قرضه به بازار سهام باشد که می‌تواند برای سهام‌داران خیر خوشی باشد.

میتشل^{۳۶} و مولهرین^{۳۷} (۱۹۹۴) در پژوهشی نشان دادند، تعداد اخبار و بیانیه‌های منتشر شده به وسیله موسسه داو جونز^{۳۸} و فعالیت بازار اوراق بهادار (حجم معاملات و بازده بازار) به طور مستقیم با هم مرتبط هستند.

شفاف‌سازی اطلاعات

آلمازان و دیگران^{۳۹} (۲۰۰۴) بیان می‌کنند، بنگاه‌هایی که با بدهی بالا مواجهه هستند، مجبورند برای افزایش سرمایه به بیرون از بنگاه روی آورند و این فرآیند منجر به ایجاد اطلاعات و اخبار در مورد آن‌ها می‌شود.

اگر چه شفافیت اطلاعاتی می‌تواند در بهبود موقعیت سرمایه‌گذار (زمانی که اطلاعات در مورد بنگاه بر معاملات بنگاه با مشتریان و کارکنانش تأثیر می‌گذارد) موثر باشد اما در پاره‌ای از موارد این شفاف‌سازی می‌تواند اثرات منفی به دنبال داشته باشد. به عبارت دیگر شفاف‌سازی اطلاعات این امکان را برای افراد خارج از بنگاه فراهم می‌آورد تا به ارزیابی عملیات بنگاه بپردازند که در برخی شرایط این مسأله می‌تواند برای بنگاه مفید باشد چرا که می‌تواند اطمینان آن‌ها (سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان) را جلب کند، از سوی دیگر شفاف‌سازی اطلاعاتی می‌تواند به برای مخابره اطلاعات و اخبار منفی در مورد بنگاه و عملیات آن منجر به کاهش گرایش سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بنگاه و کاهش ارزش آن شود. نتایج پژوهش آلمازان^{۴۰} و دیگران بیان می‌کند، بین شفاف‌سازی

34 - Goh

35 - Edenington

36 - Mitchell

37 - Mulherin

38 - Dow Jones

39 - Almazan et al



می تواند اثرات منفی به دنبال داشته باشد.

به عبارت دیگر شفاف سازی اطلاعات این امکان را برای افراد خارج از بنگاه فراهم می آورد تا به ارزیابی عملیات بنگاه بپردازند که در برخی شرایط این مساله می تواند برای بنگاه مفید باشد چرا که می تواند اطمینان آن ها (سرمایه گذاران و سایر ذینفعان) را جلب کند، از سوی دیگر شفاف سازی اطلاعاتی می تواند به برای مخابره اطلاعات و اخبار منفی در مورد بنگاه و عملیات آن منجر به کاهش گرایش سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در بنگاه و کاهش ارزش آن شود.

نتایج پژوهش های مختلف در حوزه مورد بررسی از اثر متغیر اخبار و اطلاعات شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاران و عملکرد شرکت در بورس حکایت دارند. از سوی دیگر با توجه به ادبیات پژوهشی موجود در حوزه عوامل موثر بر مشارکت افراد در بازار سرمایه می توان این متغیر را به عنوان شکلی از تحصیلات سرمایه گذار محسوب کرد.

نتایج پژوهش های مختلف در حوزه تاثیر تحصیلات، خصوصاً تحصیلات غیر رسمی افراد بر مشارکت آن ها در بازار سرمایه نشان می دهد، تحصیلات و یادگیری خصوصاً در حوزه مالی و اقتصاد (چه به شکل رسمی یا غیر رسمی^{۴۱}) احتمال مشارکت افراد را در بازار

سرمایه افزایش می دهد (کریستینسن و دیگران^{۴۲}، ۲۰۰۵؛ هانگ و دیگران^{۴۳}، ۲۰۰۴؛ برون و دیگران^{۴۴}، ۲۰۰۴؛ برن هیم^{۴۵} و گارت^{۴۶}، ۲۰۰۳؛ جویسو^{۴۷} و جاپلی^{۴۸}، ۲۰۰۳؛ کزدی^{۴۹} و ویلیس^{۵۰}، ۲۰۰۳؛ دافلو^{۵۱} و سیز^{۵۲}، ۲۰۰۲؛ برن هیم و دیگران، ۲۰۰۱؛ ویسبنر^{۵۳}،

افزایش سطح تحصیلات سهام بیشتری خریداری می کنند؟^۴ از علی رضا معطوفی در ماهنامه بورس شماره ۶۹ (۱۳۸۶) مراجعه فرمایید.

42 - Christiansen et al

43 - Hong et al

44 - Brown et al

45 - Bernheim

46 - Garrett

47 - Guiso

48 - Jappelli

49 - Kezdi

50 - Willis

51 - Dufl

52 - Saez

53 - Weisbenner

۳۸- برای کسب اطلاعات بیشتر در این حوزه به مقاله ای با عنوان "آیا افراد با

- Dufllo, E. and Saez, E, **Participation and Investment Decisions in a Retirement Plan: The Influence of Colleagues choices**, Journal of Public Economics, Vol. 85, Issue. 1, PP. 121-148, 2002.
- Ganapolsky, Eduardo J.J. and Schmukler, Sergio, L, **How Did Market React?**, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth, Working Paper No. 1951, 1998.
- Goh, Jeremy C and Edenington, Louis H, **Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News or no News for Stockholders?**, The Journal of Finance, Vol. 48, No. 5, pp. 2001-2008, 2001.
- Guiso, L. and Jappelli, T, **Awareness and Stock Market Participation**, University of Salerno, CFS Working Paper No. 2003/29, 2003.
- Gupta, Shreekant and Goldar, Bishwanath, **Do Stock Markets Penalizes Environment-Unfriendly Behavior? Evidence from India**, Delhi School of Economics, 2003.
- Hayo, Bernd and Kutan, Ali M, **The Impact of News, Oil Prices and International Spillovers on Russian Financial Markets**, Economic of Transition, Vol. 13, Issue.2, PP. 373 — 393, 2002.
- Hong, Harrison et al, **Social Interaction and Stock-Market Participation**, The Journal of Finance, Vol. 59, Issue. 1, pp.137-163.
- Kezdi, Gabor and Robert J.willis, **Who Becomes A stockholder Expectations, Subjective Uncertainty and Asset Allocation**, Michigan Retirement Research Center, Working Paper No. 2003/039, 2003.
- King, Mervya A. and Jonathan I. Leape, **Asset Accumulation, Information, and the Life Cycle**, NBER Working Paper No. 2392. Cambridge MA: National Bureau of Economic Research, 1987.
- Mitchell, Mark L and Mulherin, Harold J, **The Impact of Public Information on the Stock Market**, Journal of Finance, Vol. 49, No. 3, pp. 923-950, 1994.
- Oberlechner, Thomas and Hocking, Sam, **Information Sources, News and Rumors in Financial Markets: Insights into the Foreign Exchange Market**, Journal of Economic Psychology, Vol. 25, Issue. 3, PP. 407-424, 2004.
- Pagratis, Spyros, **Asset Pricing, Asymmetric Information and rating Announcements: Does Benchmarking on Rating Matter?**, The Bank of England's Working paper Series No. 265, 2005.
- Parker, John, **the Impact of Economy News on Financial Market**, University Library of Munich, 2007.
- Ruiz-Tagle, Maria Teresa, **How Do Capital Market Respond to Environmental News?**, Department of Land Economy, University of Cambridge, 2006.
- Weisbenner, Scott, **Do Pension Plans With Participant Investment Choice Teach Households to Hold More Equity?**, Journal of Pension Economics and Finance, (2002), 1, PP. 223-248, 1999.
- ۱۹۹۹؛ کینگ^{۵۴} و لیپ^{۵۵}؛ ۱۹۸۷؛ برتوت^{۵۶} و هلیا سوس^{۵۷}، ۱۹۹۵). نتایج حاصل از مبنای نظری ارایه شده در این پژوهش با ادبیات پژوهشی موجود در حوزه تاثیر متغیر تحصیلات (خصوصاً تحصیلات غیر رسمی) بر مشارکت افراد در بازار سرمایه سازگار است. چرا که افزایش اطلاعات، دانش و آگاهی از طریق اخبار و اطلاعاتی که افراد به دست می آورند، می تواند بر مشارکت آن‌ها در بازار سرمایه موثر بوده و با توجه به نوع اخبار (مثبت یا منفی) ممکن است موجب افزایش یا کاهش مشارکت افراد در بازار سرمایه شده و بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه تاثیر بگذارد.
- References:**
- Almazan, Andres, Suarez, Javier and Titman, Sheridan, **Stakeholders, Transparency and Capital Structure**, CEMFI Working Paper No. 0401, 2004.
- Baier, Scott et al, **Does Opening a Stock Exchange Increase Economic Growth?**, Journal of International Money and Finance, Vol. 23, Issue. 3, PP. 311-331, 2003.
- Bencivenga, Valerie and Bruce D.Smith, **Financial Intermediation and Endogenous Growth**, the Review of Economic Studies, Vol. 58, No. 2, pp. 195-209, 1991.
- Bernheim, B.D. and Garrett, D.M., **The Effects Of Financial Education in the Workplace: Evidence From a Survey of Households**, Journal of Public Economics, Vol. 87, Issue 7-8, PP. 1487-1519, 2003.
- Bernheim, B. D. et al, **Education and Saving: the Long-Term Effects of High-School Financial Curriculum Mandates**, Journal of Public Economics, Vol. 80, Issue. 3, PP. 435-465, 2001.
- Bertaut, C.C., **Stockholding Behavior of U.S. Households: Evidence from the 1983-1989 Survey of Consumer Finances**, the Review of Economics and Statistics, Vol. 80, Issue. 2, PP. 263-275, 1998.
- Brooks, C., Henry, Thomas Olan and Persand G, **Optimal Hedging and the Value of News**, Department of Economics, University of Melbourne, Working Papers Series No. 717, 1999.
- Brown, Jeffry.B, Ivkovic, Zoran, Smith, Paul A. and Weisbenner, Scott, **The Geography of Stock Market Participation: The influence of Communities and Local Firms**, University of Illinois at Urbana-Champaign and NBER, 2004.
- Christiansen, Charlotte et al, **Do More Economists Hold Stocks?**, School of Economics and Management, University of Aarhus, Economics Working Papers 2005/6, 2005.
- 54 -King
- 55 - Leape
- 56 - Bertaut
- 57 - Halliassos