



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دوم / شماره هفتم / پاییز ۱۳۹۲

بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در مقابل خبرهای اقتصادی و سیاسی غیرمنتظره در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا دیبانتی دیلمی

استادیار گروه حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی و عضو انجمن حسابداری مدیریت و انجمن مهندسی مالی ایران
zahradianati@yahoo.com

مصطفی دین محمدی

استادیار دانشگاه زنجان
Dinm78@Gmail.Com

سعید معتمدی

کارشناسی ارشد حسابداری
Saeidmotamedi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۲/۴/۳۰

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی تاثیر اخبار اقتصادی و سیاسی بر بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ می‌پردازد. جهت بررسی رفتار سرمایه‌گذاران، از شاخص کل روزانه بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. عکس‌العمل سرمایه‌گذاران از دو منظر «فرضیه واکنش بیش از اندازه» و «فرضیه اطلاعات نامطمئن» مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق بیانگر وجود عکس‌العمل بیش از اندازه در رفتار سرمایه‌گذاران در زمان ورود اخبار اقتصادی-سیاسی مطلوب و نامطلوب به بازار سرمایه می‌باشد. البته شواهد نشان می‌دهد که واکنش سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به اخبار مطلوب در مقایسه با اخبار نامطلوب، سریعتر می‌باشد. اما شیب تغییر قیمت سهام در واکنش به اخبار نامطلوب تندتر است. همچنین یافته‌های تحقیق نشان دهنده این موضوع می‌باشد که ریسک سرمایه‌گذاری در روزهای پس از انتشار اخبار (مطلوب و نامطلوب) به مراتب بیشتر از روزهای عادی می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: عکس‌العمل بیش از اندازه، بورس، اخبار اقتصادی - سیاسی.

۱- مقدمه

واکنش بیش از اندازه تصمیم‌گیرندگان به اطلاعات در بازارهای مالی خصوصاً در بورسهای کمتر توسعه یافته و نو ظهور اوراق بهادار مسأله و موضوع مورد بررسی تحقیق حاضر است. از آن جایی که بورس اوراق بهادار تهران جزء بازارهای نو ظهور محسوب می‌شود و از کارایی لازم و تعریف شده توسط فاما برخوردار نیست (سینایی و محمودی، ۱۳۸۵)، ممکن است عکس العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد یا کمتر از حد مورد انتظار باشد. واکنش سرمایه‌گذاران، مسأله‌ی کلیدی در ایجاد بازده است، هرچه میزان این واکنش بیشتر باشد، میزان بازده غیر عادی بیشتر است (دانیل و همکاران^۱، ۱۹۹۸). این واکنش افراطی سرمایه‌گذاران موجب می‌شود نوسان قیمت سهام بیشتر شود، ثبات نسبی قیمت از بین برود و امنیت سرمایه‌گذاری در بازار کاهش یابد و در مواردی موجب خروج سرمایه‌گذاران از بازار گردد. در چنین شرایطی تخصیص بهینه که از کارکرد های مهم بازار سرمایه است، تضعیف می‌شود و تصمیمات مدیران و یا سرمایه‌گذاران انفرادی از ریسک بالاتری برخوردار می‌شود و هم چنین حوادثی نظیر وضعیت تغییرات قیمت سهام و نوسان شاخص بورس که در اثر تصمیمات و عکس العمل های سرمایه‌گذاران در سال های گذشته رخ داده است، به وجود می‌آید. سال ها پس از آنکه فرضیه بازار کارا، در نقش فرضیه ای راهنما در تشریح و پیش بینی رفتار سرمایه‌گذاران منطقی در ادبیات مالی مطرح شد و استدلال نمود قیمت های جاری سهام، برآوردکننده های نارایی از ارزش های پایه ای آن ها هستند که خود را بصورت آنی با حوادث غیرقابل پیش بینی منطبق می‌کنند. این فرضیه در قالب دو فرضیه مبسوط تر مطرح گردید؛ فرضیه واکنش بیش از اندازه از سوی دی بونت و تالر^۲ (۱۹۸۵) و فرضیه اطلاعات نامطمئن از سوی براون، هارلو و تینیک^۳ (۱۹۸۸ و ۱۹۹۳).

فرضیه واکنش بیش از اندازه، عکس العمل بیش از حدی را برای سرمایه‌گذاران در حوادث و اخبار غیر منتظره متصور است، به طوری که قیمت های اوراق بهادار، بعد از واکنش بیش از اندازه به اخبار بد (خوب)، به تدریج افزایش (کاهش) خواهد یافت. در نهایت استدلال فرضیه واکنش بیش از اندازه آن است که سرمایه‌گذاری تواند قانون معامله مخالفی را وضع کند، که خرید سهام شرکت های بازنده و فروش سهام شرکت های برنده برای تولید بازده های غیر عادی را در بر می‌گیرد (دی بونت و تالر، ۱۹۸۵ و ۱۹۸۷).

فرضیه اطلاعات نامطمئن بیان می‌کند که ورود اطلاعات غیر منتظره، چه خوب یا بد، عدم قطعیت و ریسک را در بازارهای سرمایه افزایش می‌دهد. در پاسخ افزایش عدم قطعیت، سرمایه‌گذاران با قیمت گذاری منطقی سهام کمتر از ارزش های پایه‌ای آنها عمل می‌کنند. سپس روندی تصحیح کننده

و رو به بالا در قیمت های اوراق بهادار در نتیجه فروکش کردن تدریجی این عدم قطعیت ادامه می یابد و قیمت ها به ارزش های پایه ای افزایش می یابد (براون، هارلو و تینیک، ۱۹۸۸ و ۱۹۹۳).

از سویی پایش مستمر شاخص بورس اوراق بهادار تهران در مواقع ورود اخبار غیر منتظره در سالیان اخیر نشان می دهد که بسیاری از سرمایه گذاران در مواقع ورود اطلاعات جدید به بازار سرمایه، واکنش های غیر منطقی نشان می دهند.

عمده شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه گذاران بوسیله معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار مطلوب (خوب)، و چه در هنگام ورود اخبار نامطلوب (بد)، در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین جهت کارایی بازار سهام ایران از منظر واکنش هیجانی به اخبار اقتصادی و سیاسی جای تردید دارد و نیاز به شناسایی رفتار سرمایه گذاران در این بازار احساس می شود. با این وجود به نظر می رسد که دانش مالی رفتاری بعنوان پارادایمی جدید در علوم مالی بتواند چنین رفتاری را توجیه نماید.

تحقیق حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا در تصمیمات سرمایه گذاران واکنش بیش از اندازه به اخبار اقتصادی و سیاسی منتشره در بازار اوراق بهادار وجود دارد یا خیر و چه عواملی چنین واکنش افراطی را موجب می شود همچنین این تحقیق ارتباط حرکت فوری قیمت ها در بازار و بازگشت قیمت که ناشی از رفتار سرمایه گذاران است، را بررسی می کند تا مسأله ی یاد شده به نحو کاملی بررسی شود. در ابتدا واکنش سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار می‌گیرد. پس از مروری بر تحقیقات مرتبط داخلی و خارجی، فرضیات تحقیق بیان می‌شود. در ادامه پس از بررسی مدل تحقیق، یافته های تحقیق در قالب جداول و نمودارها بیان می‌شود و در نهایت نتیجه تحقیق اظهار می‌شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران به عنوان یکی از خلاف قاعده های بازار سرمایه زمانی رخ می دهد که قیمت سهام نسبت به اطلاعات جدید بیش از آن چه که بطور عقلانی انتظار می رود تغییر کند و معمولاً با برگشت قیمتی همراه است. تحقیقات صورت گرفته در این زمینه نشان می دهد که اوراق بهادار اغلب چرخه هایی از واکنش کمتر و بیشتر از حد انتظار را در نتیجه پردازش اطلاعات توسط سرمایه گذاران تجربه می کنند. به طور کلی شدت چنین واکنش هایی از سوی سرمایه گذاران به میزان درک آن ها از اطلاعات اولیه بستگی دارد. اگر این اطلاعات توسط بسیاری از افراد قابل درک باشد اثر هر دو واکنش مذکور کمتر خواهد بود (تورسکی و کاهنمن^۴، ۱۹۷۴).

یکی از نخستین مشاهدات درباره واکنش بیش از اندازه در بازارها توسط کینز در سال ۱۹۳۶ در کتاب «نظریه عمومی اشتغال، بهره و پول»^۵ صورت پذیرفت: «...نوسانات روزانه در سود سرمایه گذاری های موجود، به وضوح زودگذر و نامطمئن بوده و تمایل به اثر گذاری بیش از حد و حتی بی معنی و پوچ بر بازار دارد.» در همین زمان ویلیامز در کتاب خود با نام «نظریه ارزش سرمایه گذاری»^۶ در سال ۱۹۳۸ خاطر نشان ساخت: «قیمت ها خیلی بیشتر از قدرت عایدات جاری شان و خیلی کمتر از قدرت سودهای نقدی بلند مدتشان بنا نهاده شده اند.» (دی بونت و تالر، ۱۹۸۵).

دی بونت و تالر موضوع واکنش بیش از اندازه ی سرمایه گذاران را در سال ۱۹۸۵ در بورس اوراق بهادار نیویورک، مورد بررسی قرار داده اند. آنان به عنوان طراحان اصلی فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران شناخته شده اند. فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران اظهار می دارد که سرمایه گذاران در مقابل رخدادهای غیر منتظره واکنش بیش از حد نشان می دهند، بدین صورت که در واکنش به اخبار نامطلوب، سهام را به ارزشی بسیار پایین و در واکنش به اخبار مطلوب، سهام را به ارزشی بسیار بالا ارزشگذاری می کنند. با گذشت زمان و به تدریج، ارزش اوراق بهادار نشان دهنده ی ارزش ذاتی آن ها می باشد که در نتیجه دستیابی سرمایه گذاران به اطلاعات جدید می باشد. در نتیجه، علی رغم دلالت فرضیه بازار کارا مبنی بر تصحیح آبی قیمت در بازار اوراق بهادار، ارزش اوراق بهادار پس از واکنش بیش از حد به اخبار بد، بطور تدریجی افزایش، و پس از واکنش بیش از حد به اخبار خوب، بطور تدریجی و مطابق با فرضیه واکنش بیش از اندازه کاهش خواهد یافت (دی بونت و تالر، ۱۹۸۵ و ۱۹۸۷).

گسترده‌ی تحقیقات مالی و یافتن پدیده های غیرمعمول و استثناها در واقعیت های بازار سهام و به طور گسترده تری در تصمیم گیری های سرمایه گذاری که مدل های متعارف در تئوری های مدرن سرمایه گذاری قادر به تبیین آن نبوده اند، محققان را به سمت تئوری های رفتاری رهنمون ساخت. تحقیقات داخلی و خارجی متعددی در زمینه مالیه رفتاری و تاثیر انواع متغیرها بر روی رفتار سرمایه گذاران صورت گرفته است. در بیشتر این تحقیقات تاثیر متغیرهای خرد و کلان اقتصادی بر رفتار سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفته است. از آنجایی که تحقیق حاضر در صدد بررسی ورود اخبار اقتصادی و سیاسی به بازار سرمایه می باشد، در ادامه به چند نمونه از تحقیقات داخلی و خارجی که از لحاظ موضوعیت به تحقیق حاضر نزدیکتر است اشاره می شود.

گریفین و تورسکی^۷ (۱۹۹۲) نقش اطلاعات در بازارهای مالی را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که افراد اطلاعات را از دو جنبه مورد بررسی قرار می دهند: الف) شدت؛ بدین معنی که اطلاعات برای افراد چقدر خوشایند و یا چقدر ناخوشایند هستند؟ ب) وزن؛ بدین معنی که اطلاعات چقدر واقعیت دارند؟ نتایج آن ها نشان داد که افراد بیشتر به شدت توجه می کنند تا به وزن.

مهدیان، ناس و پری^۸ (۲۰۰۸) در تحقیقی رفتار سرمایه‌گذاران در مقابل ورود اطلاعات غیرمنتظره را با دو فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و اطلاعات نامطمئن مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق اثر ۱۴ خبر خوب (مطلوب) و ۱۴ خبر بد (نامطلوب) طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۷ بر روی دو بورس اوراق بهادار ترکیه بررسی شد. نتایج تحقیق هیچ شواهدی را مبنی بر برگشت قابل ملاحظه قیمت در دوره تصحیح قیمت پس از ورود خبرهای مطلوب که مطابق با فرضیه واکنش بیش از اندازه است را نشان نمی‌دهد. بنابراین فرایند تصحیح قیمت‌ها متعاقب خبرهای خوب، مثبت می‌باشد. در نتیجه یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در پاسخ به ورود اطلاعات غیر منتظره، اوراق بهادار را به کمتر از ارزش ذاتی قیمت گذاری می‌کنند.

پارک^۹ (۲۰۱۰) بیان نمود که سرمایه‌گذاران بعد از حملات به مرکز تجارت جهانی، به تغییر قیمتی سهام شرکت‌های بیمه در بورس اوراق بهادار آمریکا بیش واکنش دادند. او علت این بیش واکنش سرمایه‌گذاران را ابهام بوجود آمده در مورد آینده سهام این شرکت‌ها در بازار سهام، بعد از حادثه ذکر کرد.

در تحقیق دیگری، هانگ^{۱۰} (۲۰۱۰) با بررسی داده‌های روزانه سهام بورس تایوان در دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۱ به بررسی این موضوع پرداخت که آیا قیمت سهام در کوتاه مدت، نشانی از واکنش بیش از اندازه دارد یا خیر؟ با توجه به استفاده از دامنه نوسان قیمت در بازار تایوان، او به بررسی این موضوع پرداخت که آیا در روزهای بعد از رسیدن قیمت به حد نوسان (بالا یا پایین)، واکنش بیش از اندازه در بازار مشاهده می‌شود یا خیر. وی با بررسی بازده غیر عادی در روزهای قبل (۱- و ۱۵-) و بعد (۱۵+ و ۲+) از روز رسیدن قیمت به حد نوسان، نشان داد که حرکت بازگشتی، به ویژه در حد بالا، وجود دارد.

کوروف^{۱۱} (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به خبرها و سیاستهای پولی پرداخت. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که شک‌های اینگونه خبرها تاثیر بسیار قوی بر رفتار سرمایه‌گذاران دارد.

نورعلی و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران با توجه به ورود اخبار مهیج به بازار سهام مالزی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بازار اوراق بهادار مالزی نسبت به بحران‌های اقتصادی و حوادث سیاسی غیر منتظره واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهد. این تحقیق نشان می‌دهد که اعلام خبر برکناری جانشین نخست‌وزیر و کناره‌گیری نخست‌وزیر از قدرت، یک بیش واکنشی قابل ملاحظه‌ای را به دنبال داشته است. در مقابل، اعلان انتخابات کشور عکس‌العمل کمتر از حد را بدنبال داشته است (نورعلی و همکاران، ۲۰۱۱).

کرگنت، کوجال و پرت^{۱۲} (۲۰۱۲) عکس‌العمل سوداگران بازار سرمایه در مقابل ابهامات موجود در زمان اعلان‌های متوالی سود سهام را بصورت تجربی مورد آزمون قرار داده‌اند. نتایج تحقیق هیچ بیش

واکنشی یا کم واکنشی نسبت به اخبار منتشر شده در این رابطه را نشان نمی دهد (کرگنت، کوجال و پرتز، ۲۰۱۲).

در دهه اخیر رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه، مورد توجه محققان کشور ما نیز قرار گرفته است. در ادامه به چند تحقیق که توسط محققان داخلی صورت گرفته است، اشاره می شود.

مرادی و نیکبخت (۱۳۸۴) در تحقیقی به ارزیابی واکنش بیش از اندازه ی سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. آنان اقدام به بررسی شصت شرکت نمودند و با محاسبه بازده غیر عادی انباشته با استفاده از قیمت و شاخص های هفتگی در طول دو دوره ی سه ساله، پدیده ی عکس العمل بیش از اندازه ی سهامداران عادی نسبت به عملکرد مالی شرکت را بررسی کردند. نتایج تحقیق آنان واکنش بیش از اندازه را در بلند مدت تایید کرده است.

سعیدی (۱۳۸۵) با تایید وجود عکس العمل احساسی در بازار سرمایه، شیوه اندازه گیری آن را در مدلی توصیفی تشریح نمود و مدلی رفتاری را برای ارزش گذاری سهام از دیدگاه سرمایه گذاران در مقایسه با دیدگاه عقلایی ارائه داد. وی در مدل توصیفی خود به آزمون علیت تاثیرات احساسی و شاخص بازدهی و آزمون سنجش اعتبار این شاخص پرداخت. او برای ارزش گذاری رفتاری اوراق بهادار از دو شاخص رفتاری برای ریسک و بازدهی بهره برده و مدل سنتی قیمت گذاری دارایی های مالی را توسعه داد.

قالیباف و نادری (۱۳۸۶) به بررسی واکنش بیش از اندازه ی سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق پرداختند. نتایج این تحقیق شاهدهی بر متاثر شدن بازار به نسبت اطلاعات جدید می باشد اما نتایج نشان می دهد که واکنش بازار نسبت به اطلاعات جدید با تاخیر همراه بوده است که می تواند ناشی از وجود اشکالاتی در تفسیر اطلاعات توسط سرمایه گذاران، نامناسب بودن وضعیت اطلاع رسانی، عدم وجود تجزیه و تحلیل گران مالی در بورس اوراق بهادار تهران و غیره باشد ولی در هر حال این امر موید حساسیت بازار نسبت به اطلاعات جدید است.

۳- روش شناسی پژوهش

از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف، این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر تحقیق کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می‌شود. تحقیق حاضر از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. تحقیق توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن‌ها توصیف کردن

شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. از بین تحقیقات توصیفی این تحقیق از نوع تحقیقات پس‌رویدادی می‌باشد. در تحقیق پس‌رویدادی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص که قبلاً وجود داشته یا رخ داده از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌هاست، لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آن‌ها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عمل است، به عبارت دیگر محقق در روش تحقیق علی-مقایسه‌ای به دنبال مطالعه و بررسی علل احتمالی متغیر وابسته می‌باشد، زیرا متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنا این نوع تحقیق را غیر آزمایشی (تجربی) یا پس از وقوع (پس‌رویدادی) می‌نامند. از دیگر سو این تحقیق از لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع استقرایی می‌باشد. تئوری اثباتی حسابداری به تشریح رویه‌های حسابداری می‌پردازد.

همچنین این تحقیق از نوع تحقیقات شبه‌تجربی در حوزه تحقیقات مالی رفتاری می‌باشد. در واقع تحقیقات شبه‌تجربی به منظور نزدیک ساختن تحقیق به شرایط تجربیات حقیقی، در مواردی به کار گرفته می‌شود که امکان کنترل یا به‌کارگیری تمام متغیرهای مربوط وجود ندارد. در این نوع از تحقیقات، محقق باید پژوهش خود را با توجه به همه محدودیت‌ها به انجام برساند. کلیه تحقیقات مشهور به تحقیقات میدانی، تحقیقات عملی و اجرایی و نیز اشکال پیچیده‌تر تحقیق کاربردی که کنترل متغیرها به طور نسبی امکان دارد جزء تحقیقات شبه‌تجربی قرار می‌گیرند. در این تحقیق به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه‌ای و آرشیو استفاده شده است. داده‌های این تحقیق به دو بخش تقسیم می‌شود

الف) اخبار و حوادث اقتصادی و سیاسی داخلی و خارجی: اخبار و حوادث اقتصادی و سیاسی داخلی و خارجی از طریق نشریات، پایگاه‌های اطلاعاتی، سایت‌های اینترنتی و سایر منابع اطلاعاتی گردآوری شده است. پس از بررسی بیش از ۲۰۰۰ خبر انتشار یافته در محدوده ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸، بیش از ۱۰۰ خبر که نسبتاً با اهمیت تر بودند انتخاب شد. سپس به منظور استخراج اخبار مهم و بررسی تاثیر آنها بر رفتار سرمایه‌گذاران، این اخبار به صورت پرسشنامه در اختیار تعداد ۳۰ نفر از خبرگانی که به طور مداوم به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌پرداختند، انتخاب شد. سپس جهت بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به انتشار این اخبار در بازار سرمایه، شاخص ۳۰ روز پس از انتشار هر کدام از خبرها مورد بررسی قرار گرفت.

ب) شاخص روزانه بورس اوراق بهادار تهران: شاخص روزانه بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های مورد نظر، با استفاده از سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین با استفاده از نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

برای آزمون معنادار بودن رابطه‌ها در فضیه‌های تحقیق از آماره‌ی تی استیودنت (t) و F بر حسب مورد با کمک نرم افزارهای Spss و Eviews استفاده شده است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران در پاسخ به انتشار خبرهای اقتصادی و سیاسی داخلی و خارجی، عکس‌العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند.

فرضیه فرعی: عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به رویدادهای خبری بد (خوب) از طریق قیمت‌گذاری کمتر (بیشتر) از واقع سهام صورت می‌پذیرد.

فرضیه اصلی دوم: انتشار خبرهای اقتصادی و سیاسی داخلی و خارجی خوب یا بد، عدم اطمینان و ریسک بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

فرضیه فرعی: واریانس بازده سهام روزهای عادی برابر با واریانس بازده سهام پس از خبرهای مطلوب و نامطلوب می‌باشد.

۵- مدل پژوهش، متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها

تحقیق حاضر بر حوادث اقتصادی و سیاسی غیر منتظره که به طور قابل ملاحظه‌ای بر کل بازار اوراق بهادار تاثیر گذار بوده است تمرکز دارد. بنابراین در این تحقیق جهت بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به چنین رویدادهایی، از شاخص بورس اوراق بهادار استفاده می‌شود. روش تحقیق این مقاله از نوع تحقیقات پیمایشی مبتنی بر کسب نظر خبرگان است.

بازده روزانه شاخص بورس اوراق بهادار تهران بدین گونه محاسبه می‌شود و از سایت و سایر نرم افزارهای سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده است:

مدل (۱)

$$R_{it} = \ln(I_{it}/I_{it-1}) \times 100$$

R_t : بازده روزانه بورس اوراق بهادار در زمان t

I_t : ارزش پایانی شاخص بورس اوراق بهادار در زمان t

L_n : لگاریتم طبیعی

به منظور بررسی فرضیه دوم مبنی بر اینکه ورود اطلاعات غیر منتظره عدم اطمینان و ریسک بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد واریانس بازده بورس باید محاسبه گردد. از آنجایی که نوع خبر (مطلوب یا نامطلوب) می‌تواند تاثیرات مختلفی را بر بورس اوراق بهادار حادث شود، واریانس بازده

بورس باید به تفکیک برای روزهای پس از انتشار خبر مطلوب (خوب)، نامطلوب (بد)، و روزهای عادی محاسبه گردد.

واریانس بازده بورس اوراق بهادار برای روزهای پس از خبرهای مطلوب، نامطلوب و روزهای عادی بدین ترتیب محاسبه می‌شود:

مدل (۲)

$$\text{Var} = (\sum_{t=1}^{N_j} (R_{it} - \bar{R}_{it})) (1/N_j - 1)$$

N_j : تعداد روزهای موجود در هر طبقه (روزهای پس از اخبار مطلوب، نامطلوب و روزهای عادی)

R_t : بازده روزانه بورس اوراق بهادار در زمان t

\bar{R} : میانگین بازده در هر طبقه

ز: ۱ برای خبرهای نامطلوب، ۲ برای خبرهای مطلوب و ۳ برای روزهای عادی

رد فرضیه ی برابر بودن واریانس روزهای پس از خبرهای مطلوب و نامطلوب با روزهای عادی، می‌تواند دلیلی بر معنادار بودن اختلاف بین ریسک روزهای پس از خبرهای مطلوب و نامطلوب با ریسک روزهای عادی باشد.

پس از آزمون متفاوت بودن واریانس هر سه مجموعه از روزهای طبقه بندی شده، بازده غیر عادی انباشته برای هر یک از دوره های خبرهای مطلوب و نامطلوب را محاسبه می‌کنیم تا بتوانیم روند بازده بورس اوراق بهادار را با هر یک از فرضیه‌ها مقایسه کنیم. محاسبه بازده غیر عادی انباشته شامل چند قسمت است.

در گام اول بازده غیر عادی را برای هر یک از خبرها محاسبه می‌کنیم:

مدل (۳)

$$AR_{itd} = R_{itd} - R_{i3}$$

AR_{itd} : بازده غیر عادی شاخص بورس اوراق بهادار در زمان t ، برای خبر d

d : شماره خبر مطلوب یا نامطلوب مورد نظر

R_{itd} : بازده شاخص بورس اوراق بهادار در زمان t ، برای خبر d

R_3 : میانگین بازده شاخص بورس اوراق بهادار برای روزهای عادی

در گام دوم میانگین بازده غیر عادی در زمان t را محاسبه می‌کنیم:

مدل (۴)

$$AR_{it} = \frac{1}{n} (\sum_{d=1}^n AR_{itd})$$

در نهایت بازده غیر عادی انباشته را محاسبه می‌کنیم:

مدل (۵)

$$CAR_{it} = CAR_{i(t-1)} + \overline{AR}_{it}$$

جهت آزمون اینکه آیا بازده غیر عادی انباشته بطور آماری مخالف صفر است، آزمون T انجام می‌شود:

مدل (۶)

$$t = \frac{CAR_{it}}{[\text{Var}(CAR_{it})]^{1/2}}$$

در صورتی که بازده غیر عادی انباشته ناشی از اخبار مطلوب بصورت با اهمیت مثبت (یا حداقل غیر منفی) باشد، نشان دهنده ی این مطلب است که عکس العمل سرمایه گذاران مطابق با فرضیه اطلاعات نامطمئن است، به این معنی که سرمایه گذاران در مقابل ورود اطلاعات غیر منتظره به بازار اوراق بهادار، چه این اطلاعات مطلوب یا نامطلوب باشد، اوراق بهادار را به ارزشی کمتر از ارزش ذاتی قیمت گذاری می‌کنند. از طرف دیگر، اگر بازده غیر عادی انباشته نشان دهنده ی الگوی تصحیح قیمت‌ها باشد (بازده غیر عادی انباشته منفی (مثبت) ناشی از اخبار مطلوب (نامطلوب))، نتیجه می‌گیریم که عکس العمل سرمایه گذاران مطابق با فرضیه عکس العمل بیش از اندازه است (مهدیان، ناس و پری، ۲۰۰۸).

۶- یافته‌های پژوهش

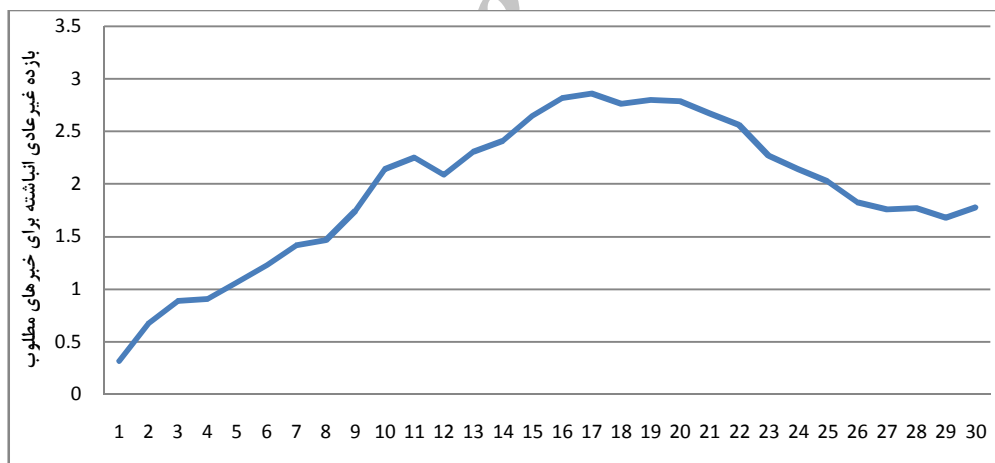
برای انجام تجزیه و تحلیل آماری، ابتدا میانگین روزهایی که بازده شاخص کل بورس اوراق بهادار در حالت نرمال و عادی است را محاسبه کرده و در مرحله بعدی، این میانگین را از تک تک بازده روزانه شاخص کل بورس اوراق بهادار در ۳۰ روز بعد از خبر کسر نموده و بازده غیرعادی شاخص کل بورس اوراق بهادار در زمان ۳۰ روز را برای هر خبر بدست می‌آوریم. سپس، میانگین بازده غیرعادی را برای هر روز در این بازه زمانی ۳۰ روزه بعد از انتشار خبر بدست آورده و در نهایت بازده غیر عادی انباشته را برای هر روز بعد از انتشار خبر محاسبه و نهایت توسط آزمون t ، عکس العمل سرمایه گذاران را بر اساس دو فرضیه اطلاعات نامطمئن، و فرضیه عکس العمل بیش از اندازه مورد بررسی قرار می‌دهیم.

با توجه به نتایج جدول ۱، بازده غیرعادی انباشته بعد از خبرهای مطلوب مربوط به سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ در بازه ۳۰ روزه بعد از انتشار خبر به صورت صعودی از مقدار ۰/۳۲ در روز اول تا مقدار ۲/۸۶ در روز هفدهم بالا رفته و بعد این مقدار کاهش یافته تا روز بیست و هفتم که به مقدار ۱/۷۶ رسیده که می‌توان گفت در سه روز بعد حدود خود را حفظ نموده است و این موضوع به معنای این است که سرمایه‌گذاران نسبت به خبرهای مطلوب واکنش زیاد از خود نشان داده و در روزهای آخر سعی در اصلاح این واکنش نموده‌اند. بنابراین می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار را به ارزشی بیشتر از ارزش ذاتی قیمت گذاری نموده و پس از چند روز سعی در اصلاح واکنش خود نموده‌اند. این نتایج در نمودار ۱، نیز قابل مشاهده می‌باشد.

جدول ۱: جدول مربوط به میانگین بازده غیرعادی و غیرعادی انباشته و مقدار آزمون t برای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبرهای مطلوب

ردیف	میانگین بازده غیر عادی ۳۰ روز بعد از خبر	بازده غیر عادی انباشته ۳۰ روز بعد از خبر	مقدار آزمون t بازده غیرعادی انباشته برای تک تک روزهای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبر
۱	۰/۳۲	۰/۳۲	۰/۴۶
۲	۰/۳۶	۰/۶۸	۰/۹۷
۳	۰/۲۱	۰/۸۹	۱/۲۷
۴	۰/۰۲	۰/۹۱	۱/۳۰
۵	۰/۱۶	۱/۰۷	۱/۵۳
۶	۰/۱۶	۱/۲۳	۱/۷۶
۷	۰/۱۹	۱/۴۲	۲/۰۳
۸	۰/۰۵	۱/۴۷	۲/۱۰
۹	۰/۲۸	۱/۷۵	۲/۵۰
۱۰	۰/۳۹	۲/۱۴	۳/۰۶
۱۱	۰/۱۱	۲/۲۵	۳/۲۱
۱۲	-۰/۱۶	۲/۰۹	۲/۹۹
۱۳	۰/۲۲	۲/۳۱	۳/۳۰
۱۴	-۰/۱۰	۲/۴۱	۳/۴۴
۱۵	۰/۲۴	۲/۶۵	۳/۷۹
۱۶	-۰/۱۷	۲/۸۲	۴/۰۳
۱۷	۰/۰۴	۲/۸۶	۴/۰۹
۱۸	-۰/۱۰	۲/۷۶	۳/۹۴

ردیف	میانگین بازده غیر عادی ۳۰ روز بعد از خبر	بازده غیر عادی انباشته ۳۰ روز بعد از خبر	مقدار آزمون t بازده غیرعادی انباشته برای تک تک روزهای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبر
۱۹	۰/۰۴	۲/۸۰	۴/۰۰
۲۰	-۰/۰۱	۲/۷۹	۳/۹۹
۲۱	-۰/۱۲	۲/۶۷	۳/۸۱
۲۲	-۰/۱۱	۲/۵۶	۳/۶۶
۲۳	-۰/۲۹	۲/۲۷	۳/۲۴
۲۴	-۰/۱۳	۲/۱۴	۳/۰۶
۲۵	-۰/۱۱	۲/۰۳	۲/۹۰
۲۶	-۰/۲۰	۱/۸۳	۲/۶۱
۲۷	-۰/۰۷	۱/۷۶	۲/۵۱
۲۸	۰/۰۱	۱/۷۷	۲/۵۳
۲۹	-۰/۰۹	۱/۶۸	۲/۴۰
۳۰	۰/۱۰	۱/۷۸	۲/۵۴



نمودار ۱: بازده غیر عادی انباشته در ۳۰ روز بعد از انتشار خبرهای مطلوب

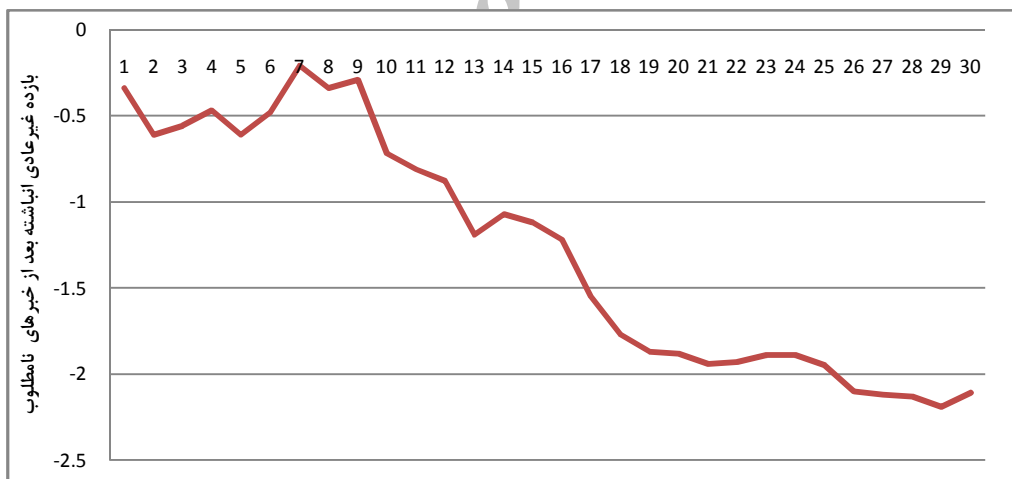
با توجه به نتایج جدول ۲، بازده غیرعادی انباشته بعد از خبرهای نامطلوب مربوط به سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ در بازه ۳۰ روزه بعد از انتشار خبر به صورت نزولی از مقدار ۰/۳۴- در روز اول شروع شده و تا مقدار ۲/۱۹- در روز بیست و نهم کم شده و بعد از این مقدار در روز سی ام کمی افزایش یافته و به ۲/۱۱-

رسیده است. این موضوع به معنای این می‌باشد که سرمایه‌گذاران نسبت به خبرهای نامطلوب در ابتدا واکنش نسبتاً زیادی نشان نمی‌دهند ولی با گذشت زمان میزان این واکنش بیشتر می‌شود و روند اصلاحی نیز در روزهای نزدیک به آخرین روزهای مورد بررسی آغاز می‌شود. در نتیجه واکنش سرمایه‌گذاران در مقابل خبرهای نامطلوب را نمی‌توان به عنوان واکنش بیش از اندازه در نظر گرفت. در این قسمت می‌توان گفت که عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت مطابق با فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه نمی‌باشد. این نتایج در نمودار ۲، نیز قابل مشاهده می‌باشد.

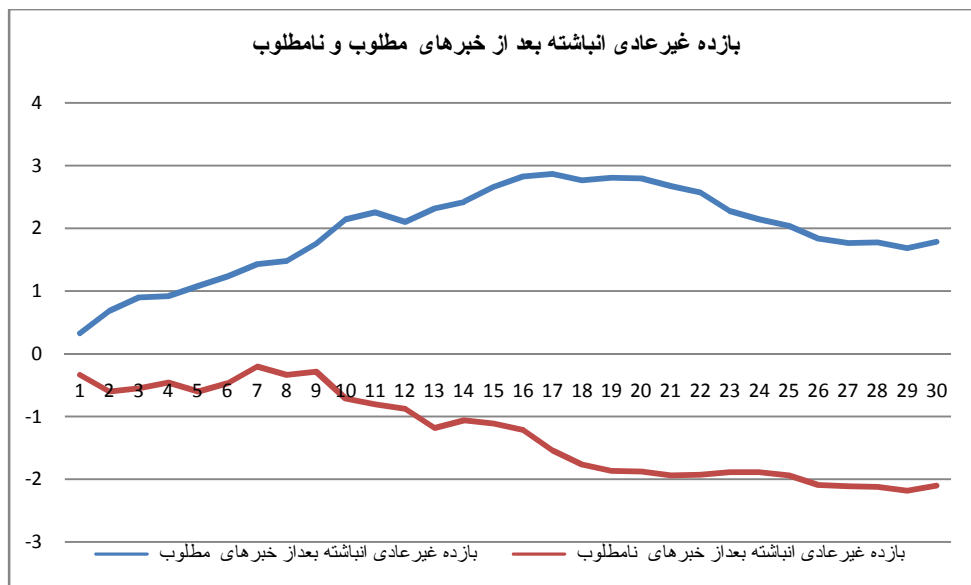
جدول ۲: جدول مربوط به میانگین بازده غیرعادی و غیرعادی انباشته و مقدار آزمون t برای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبرهای نامطلوب

ردیف	میانگین بازده غیر عادی ۳۰ روز بعد از خبر	بازده غیر عادی انباشته ۳۰ روز بعد از خبر	مقدار آزمون t بازده غیر عادی انباشته برای تک تک روزهای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبر
۱	-۰/۳۴	-۰/۳۴	-۰/۵۰
۲	-۰/۲۷	-۰/۶۱	-۰/۸۸
۳	۰/۰۵	-۰/۵۶	-۰/۸۱
۴	۰/۰۹	-۰/۴۷	-۰/۶۸
۵	-۰/۱۴	-۰/۶۱	-۰/۸۸
۶	۰/۱۳	-۰/۴۸	-۰/۷۰
۷	۰/۲۷	-۰/۲۱	-۰/۳۰
۸	-۰/۱۳	-۰/۳۴	-۰/۴۹
۹	۰/۰۵	-۰/۲۹	-۰/۴۲
۱۰	-۰/۴۳	-۰/۷۲	-۱/۰۴
۱۱	-۰/۰۹	-۰/۸۱	-۱/۱۷
۱۲	-۰/۰۷	-۰/۸۸	-۱/۲۸
۱۳	-۰/۳۱	-۱/۱۹	-۱/۷۲
۱۴	۰/۱۲	-۱/۰۷	-۱/۵۵
۱۵	-۰/۰۵	-۱/۱۲	-۱/۶۲
۱۶	-۰/۰۹	-۱/۲۲	-۱/۷۷
۱۷	-۰/۳۳	-۱/۵۵	-۲/۲۵
۱۸	-۰/۲۲	-۱/۷۷	-۲/۵۷
۱۹	-۰/۱۰	-۱/۸۷	-۲/۷۱

بررسی بازده غیر عادی و غیر عادی انباشته و مقدار آزمون t برای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبرهای نامطلوب			
ردیف	میانگین بازده غیر عادی ۳۰ روز بعد از خبر	بازده غیر عادی انباشته ۳۰ روز بعد از خبر	مقدار آزمون t بازده غیر عادی انباشته برای تک تک روزهای بازه زمانی ۳۰ روز بعد از خبر
۲۰	-۰/۰۱	-۱/۸۸	-۲/۷۲
۲۱	-۰/۰۶	-۱/۹۴	-۲/۸۱
۲۲	۰/۰۱	-۱/۹۳	-۲/۸۰
۲۳	۰/۰۴	-۱/۸۹	-۲/۷۴
۲۴	۰/۰۰	-۱/۸۹	-۲/۷۴
۲۵	-۰/۰۶	-۱/۹۵	-۲/۸۳
۲۶	-۰/۱۵	-۲/۱۰	-۳/۰۴
۲۷	-۰/۰۲	-۲/۱۲	-۳/۰۷
۲۸	-۰/۰۱	-۲/۱۳	-۳/۰۹
۲۹	-۰/۰۶	-۲/۱۹	-۳/۱۷
۳۰	۰/۰۸	-۲/۱۱	-۳/۰۶



نمودار ۲: بازده غیر عادی انباشته در ۳۰ روز بعد از انتشار خبرهای نامطلوب



نمودار ۳: بازده غیر عادی انباشته در ۳۰ روز بعد از انتشار خبرهای مطلوب و نامطلوب

بعبارت دیگر، سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات اقتصادی و سیاسی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند اما واکنش آنها به هر دسته از این خبرها (مطلوب و نامطلوب)، متفاوت می‌باشد. سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پس از انتشار اخبار خوب در بازار سرمایه، بلافاصله در روزهای آغازین انتشار این اخبار نسبت به این خبرها واکنش نشان می‌دهند و اوراق بهادار را به بالاتر از ارزش ذاتی آنها، قیمت گذاری می‌کنند. سیر صعودی قیمت گذاری بیش از اندازه اوراق بهادار پس از انتشار اخبار مطلوب، تا روزهای ۱۵ و ۱۶ پس از انتشار اخبار مطلوب ادامه می‌یابد و پس از آن شاخص کل بورس با یک روند نزولی که نشان دهنده تصحیح قیمت‌ها پس از عکس‌العمل بیش از اندازه به خبرهای خوب توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد، روبرو می‌شود و قیمت اوراق بهادار رفته رفته به ارزش ذاتی خود نزدیک می‌شود.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که مشخص شد که سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران در مقابل اخبار خوب و بد واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند اما با گذشت زمان و پس از واکنش بیش از اندازه در پی اصلاح قیمت‌های اوراق بهادار برمی‌آیند. همچنین با بررسی واریانس روزهای پس از

خبرهای خوب و بد و روزهای عادی مشخص شد، ریسک سرمایه‌گذاری در روزهای عادی به مراتب کمتر از ریسک سرمایه‌گذاری در روزهای غیر عادی، خصوصاً روزهای پس از انتشار خبرهای نامطلوب می‌باشد.

مدل بکار گرفته شده در این تحقیق جهت بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران، از پژوهش انجام شده توسط مهدیان، ناس و پری (۲۰۰۸) گرفته شده است. نتایج تحقیق انجام شده توسط مهدیان، ناس و پری که در بورس ترکیه انجام شده است نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در پاسخ به ورود اطلاعات غیر منتظره، اوراق بهادار را به کمتر از ارزش ذاتی قیمت گذاری می‌کنند. بنابراین فرضیه واکنش بیش از اندازه رد و فرضیه اطلاعات نامطمئن پذیرفته می‌شود. بر خلاف تحقیق ذکر شده، در تحقیق حاضر فرضیه واکنش بیش از اندازه اثبات و فرضیه اطلاعات نامطمئن رد شد. مطابق تحقیق حاضر، هییتی و زندیه (۱۳۹۰) در تحقیقی پیرامون بیش واکنشی سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار مربوط به بحران جهانی به اثبات فرضیه واکنش بیش از اندازه در مقابل اخبار بحران مالی پرداختند. همچنین نتایج این تحقیق همانند تحقیقات صورت گرفته توسط احمد و حسین (۲۰۱۱) و روهنی (۲۰۱۱) می‌باشد. در این دو تحقیق نیز فرضیه واکنش بیش از اندازه مورد پذیرش قرار گرفته است. در یک نتیجه‌گیری کلی می‌توان عنوان نمود که سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، به اخبار منتشر شده در بازار سرمایه، واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند. همانطور که نتایج تحقیقات داخلی نیز نشان می‌دهد، بیش واکنشی سرمایه‌گذاران بورس ایران به اطلاعات اقتصادی و سیاسی به نسبت اطلاعات مالی شرکتها، بیشتر می‌باشد که نشان دهنده‌ی توجه بیشتر سرمایه‌گذاران به این دسته از اطلاعات می‌باشد. البته در انجام این تحقیق محدودیتهایی نیز وجود داشته است برای مثال، نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به تنظیم و مداخلات دولتی نمی‌تواند از یک حدود مشخصی فراتر رود. این محدودیت در بسیاری از مواقع می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران را در یک چارچوب مشخص کنترل کرده و هرچند یک خبر تاثیر زیادی بر روی شاخص داشته باشد، نگذارد شاخص بورس اوراق بهادار از یک حد مشخصی تجاوز نماید. درضمن در حال حاضر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران عبارت از شاخص و بازده نقدی می‌باشد. با توجه به عدم وجود شاخص کل مبتنی بر قیمت که در همه دنیا از سال ۱۹۸۶ مورد استفاده قرار گرفته است، در این تحقیق به ناچار از شاخص کل بورس (شامل قیمت و بازده نقدی)، به عنوان معیار شاخص قیمت استفاده شده است. در صورتی که از شاخص قیمت استفاده می‌شد، ممکن بود نتایج تحقیق متفاوت باشد. بعلاوه، در بازه ۳۰ روزه بعد از انتشار اخبار که جهت بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گرفته است، یکسری از اخبار خوب و بد با یکدیگر هم پوشانی داشته‌اند، ولی از آنجایی که اخبار مورد بررسی توسط سرمایه

گذاران انتخاب شده است، اخبار منتخب مذکور از سایر خبرها مهمتر تلقی شده است و مورد آزمون قرار گرفته است.

علاوه بر پژوهش حاضر، موضوعات بسیاری نظیر موارد زیر برای پژوهش در این زمینه وجود دارد که می‌تواند مکمل تحقیق حاضر جهت کمک هر چه بیشتر به سرمایه‌گذاران و سایر افراد شاغل در بازار سرمایه باشد:

- بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در یک بازه زمانی طولانی تر
 - بررسی رفتار سرمایه‌گذاران صنایع مختلف بورس اوراق بهادار تهران در مقابل اخبار اقتصادی و سیاسی
 - مقایسه رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران با سایر بورس های دنیا در مقابل اخبار اقتصادی و سیاسی با تاثیر جهانی
 - بررسی میزان تاخیر در واکنش سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، ناشی از اخبار خارجی تاثیر گذار بر بازار سرمایه ایران
- مسائل تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار و سایر گروههای ذینفع بوده است. تحقیق حاضر و تحقیقات بعدی می‌تواند کمک شایانی به این گروهها، جهت سرمایه‌گذاری و تجزیه و تحلیل بازار سرمایه نماید.

فهرست منابع

- * سعیدی، علی (۱۳۸۵) تبیین و ارائه الگوی عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس‌العمل بیش از حد و کمتر از حد). پایان‌نامه دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی تهران، واحد علوم تحقیقات
- * سینایی، حسنعلی، محمودی، ادریس، (۱۳۸۵)، بررسی تاثیر خبر تجزیه سهام و سهام جایزه بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۴، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۳۹، ص ۷۷ تا ۹۶
- * قالیباف اصل، حسن. 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، بهار و تابستان ۱۳۸۵، صص ۹ الی ۱۱۲.
- * مرادی، مهدی، نیکبخت، محمدرضا، (۱۳۸۴)، ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۴، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره دوازدهم، شماره ۳، ص ۹۷ تا ۱۲۲

- * Brown, K. D., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. (1998). Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. *Journal of Finance Economics*, 22, 355-385
- * Daniel, K. D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam. (1998). "Investor Psychology and security market under- and over- reactions", *Journal of Finance*, 53, pp:1839- 1885.
- * DeBondt, W.F., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of finance*, 40, 793-805
- * DeBondt, W.F., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42, 557-581
- * Griffin, D. and Tversky, A., (1992), "The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence" *Cognitive Psychology*, Vol. 24, . Issue 3, July pp. 411
- * Gunaratne, P. S. M. and Yonesawa Y. (1997), "Return Reversals in the Tokyo Stock Exchange: A Test of Stock Market Overreaction," *Japan World Economy*, 9:3, August pp. 363-84.
- * Huang, yen-sheng., (2010), "stock price reaction to daily limit moves: Evidence from the Taiwan stock Exchange", *Journal of business Finance & accounting*, 25, 469-483.
- * Kurov, A . (2010). Investor sentiment and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of banking and finance*
- * Mehdian, S, Nas, T, Perry M. J., (2008). An examination of investor to unexpected political and economic events in turkey. *Global Finance Journal*, 18, 337-350
- * Norli A, Nassir A, Hassan T, Abdin S. (2011) "Short run stock overreaction: Evidence from bursa malaysia". *Journal of economics and management* 4(2): 319 – 333
- * Park, C. S., (2010), "Investors Overreaction to an Extereme Event: Evidence from the World Trade Center Terrorist Attack." *Dissertation at Wharton School, University of Pennsylvania.*
- * Tversky, A. and Kahneman, D., (1974), "Judgment Under Uncertainty :Heuristics and Biases." *Science*, 185(4157), pp. 1124–1131

یادداشت‌ها

¹ Daniel, K. D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam

² DeBondt, W.F., & Thaler, R. H

³ Brown, K. D., Harlow, W. V., & Tinic, S. M

⁴ Tversky, A. and Kahneman, D

⁵ The General Theory of Employment, Interest and Money

⁶ Theory of Investment Value

⁷ Griffin, D. and Tversky, A

⁸ Mehdian, S, Nas, T, Perry M. J

⁹ Park

¹⁰ Hung

¹¹ Kurov

¹² Korgnet, kujal & porter