

بررسی توجه سرمایه گذاران و واکنش های بازار به اعلان های اولیه در فرایند ادغام و اکتساب در شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران

شقایق شاهین فر

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ارشاد دماوند، تهران، ایران.
shaghayeghshahinfar@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی توجه سرمایه گذاران و واکنش های بازار به اعلان های اولیه در فرایند ادغام و اکتساب در شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد. قلمرو زمانی پژوهش حاضر مشتمل بر دوره ۸ ساله از ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ و مکان تحقیق بورس اوراق بهادار تهران و شرکت های پذیرفته شده در بورس می باشد. به منظور بررسی صحت فرضیه های پژوهش، از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده های ترکیبی با اثرات ثابت و از نرم افزار ایویوز ۱۱ استفاده شده است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که معاملات زود اعلام شده نسبت به معاملات دیر اعلام شده، توجه سرمایه گذاران را بیشتر جلب می کنند. نتایج تحلیلی فرضیه دوم نشان داد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش های کوتاه مدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در کوتاه مدت تاثیرگذاری معنادار و مثبتی دارند. نتایج تحلیلی فرضیه سوم نشان داد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش های بلندمدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در بلندمدت تاثیرگذاری معنادار و منفی دارند.

واژه های کلیدی: توجه سرمایه گذاران، واکنش های بازار، اعلان های اولیه، فرایند ادغام و اکتساب.

مقدمه

ادبیات پژوهشی پیشین تصریح کرده اند که افشای تلاش برای مناقصه پیش از دستیابی به توافق قطعی با هدف (که به عنوان "اعلامیه (اعلان) زود هنگام" نامیده می شود؛ معامله با اطلاعیه زود هنگام و به عنوان "معامله زود هنگام اعلام شده")، به دلیل افشای اطلاعات خصوصی به رقبا و افزایش قیمت بالقوه هدف، برای خرید شرکت ها پرهزینه خواهد بود؛ با این حال، به عنوان نوعی افشای داوطلبانه توسط مدیران، اعلان های اولیه هر از گاهی در تجارت واقعی اتفاق می افتد (مرادقلو و همکاران^۱، ۲۰۲۴). برخی از اعلان ها ممکن است مانند اعلان سود سهام یا گزارش درآمد معمولی باشند. انواع دیگر اعلامیه ها ممکن است شامل اقدامات شرکتی منحصر به فرد مانند «ادغام یا اکتساب»^۲ باشند (لیو و همکاران^۳، ۲۰۲۴). ادغام و اکتساب، ابزار اصلی رشد، تجدید ساختار و تنوع برای شرکت ها بوده است که چندین ذینفع، مانند خریداران (تصاحب کنندگان)، فروشندگان (هدف)، مشاوران (بانک داران سرمایه گذاری و وکلا)، و تنظیم کنندگان (دولت ها،

¹ Early announcement

² Muradoglu et al.

³ Mergers and acquisitions

⁴ Liu et al.

تنظیم کنندگان بازار اوراق بهادار، ناظران ضد انحصار و غیره) را درگیر می‌کنند (کومینگ و همکاران^۱، ۲۰۲۳). شرکت‌ها همچنین اعلان‌های مرتبط با سرمایه مانند صدور بدهی جدید، انتشار سهام جدید یا بازخرید را نیز اعلام می‌کنند (لیو و همکاران، ۲۰۲۴).

در این بین، مجموعه وسیعی از مطالعات وجود دارد که کیفیت و زمان‌بندی اعلامیه‌های عمومی (به عنوان مثال، فولر و همکاران^۲، ۲۰۰۲؛ لوئیس و سان^۳، ۲۰۱۰؛ ماسولیس و همکاران^۴، ۲۰۰۷؛ روزن^۵، ۲۰۰۶) و همچنین پیامد بازار سرمایه از تغییر توجه سرمایه‌گذاران را بررسی می‌کنند (به عنوان مثال، دا و همکاران^۶، ۲۰۱۱؛ دریک و همکاران^۷، ۲۰۱۲؛ ریس^۸، ۲۰۱۸). با این حال، ادبیات پژوهشی موجود در داخل کشور به منظور توسعه درک تأثیر اطلاعیه‌های اولیه شرکت‌ها بر «توجه سرمایه‌گذاران»^۹ و اینکه چگونه این توجه بر ادراکات بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد، با کمبود قابل توجهی روبروست. نظریه مالی رفتاری معتقد است که توجه، یک منبع شناختی کمیاب می‌باشد که به دلیل ظرفیت پردازش شناختی مرکزی مغز انسان محدود است. توجه سرمایه‌گذاران یک پیش نیاز ضروری برای شناخت و کسب اطلاعات در مورد دارایی‌ها است. زمانی که سرمایه‌گذاران با دارایی‌های جایگزین متعدد مواجه می‌شوند، تمایل دارند دارایی‌ها را با اطلاعات بیشتر و آشنایی بیشتر اولویت‌بندی کنند (یائو و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۴). از لحاظ نظری، توجه سرمایه‌گذار به دلیل محدودیت‌های منابع شناختی محدود است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران تمایل دارند توجه خود را بر اساس اهمیت یا علاقه به اطلاعات اختصاص دهند و متعاقباً پرتفوی خود را تنظیم کنند (شیائو و همکاران^{۱۱}، ۲۰۲۳). در این راستا، پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران به رویدادهای مختلف شرکتی مهم، مانند عرضه‌های عمومی اولیه (باجو و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۶؛ دا و همکاران، ۲۰۱۱)، اعلامیه‌های سود (دلایوگنا و پولت^{۱۳}، ۲۰۰۹)، سیاست‌های پرداخت (بودناروک و اوتسبرگ^{۱۴}، ۲۰۱۳)، و تصاحب شرکت‌ها (لوئیس و سان، ۲۰۱۰)، توجه بسیار زیادی دارند.

در مقایسه با تلاش برای انتشار عمومی مناقصه پس از دستیابی به توافق قطعی با هدف ("اعلام دیرهنگام" نامیده می‌شود، معامله با اعلام دیرهنگام به عنوان "معامله دیر اعلام شده" شناخته می‌شود)؛ اعلام اولیه حاوی اطلاعات غیرمنتظره بیشتر برای سرمایه‌گذاران بازار و عدم اطمینان بیشتر (از نظر امکان دستیابی به توافق قطعی معامله) است. اطلاعات غنی و غیر تکراری در مورد پتانسیل هم‌افزایی و رویدادهای منحصربفرد یک شرکت، باعث می‌شود که اعلام زودهنگام، توجه شرکت‌ها را سریع‌تر به مناقصه عمومی جلب کند و انتظار می‌رود که به طور قابل ملاحظه‌ای تمایل و توجه سرمایه‌گذاران را افزایش دهد؛ بنابراین، می‌توان پیش‌بینی نمود که معاملات زودهنگام با توجه بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به معاملات دیر اعلام شده همراه باشد (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴).

مطالعات پیشین، در مورد توجه سرمایه‌گذاران نشان داده است که توجه سرمایه‌گذاران بازار سهام می‌تواند اثر قیمت «افشای رویداد شرکتی»^{۱۵} را تشدید کند (باربر و اودین^۱، ۲۰۰۸؛ دا و همکاران، ۲۰۱۱). دو مکانیسم رقابتی وجود دارد که

¹ Cumming et al.

² Fuller et al.

³ Louis & Sun

⁴ Masulis et al.

⁵ Rosen

⁶ Da et al.

⁷ Drake et al.

⁸ Reyes

⁹ Investor attention

¹⁰ Yao et al.

¹¹ Xiao et al.

¹² Bajo et al.

¹³ DellaVigna & Pollet

¹⁴ Bodnaruk & O'stberg

¹⁵ Corporate event disclosure

می‌تواند نحوه تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر واکنش بازار سرمایه به اعلامیه‌های اولیه شرکت‌ها را توضیح دهد: «استدلال فشار قیمت^۱» (باربر و اودین، ۲۰۰۸) و «استدلال کشف قیمت^۲» (دلایوگنا و پولت، ۲۰۰۹؛ دریک و همکاران، ۲۰۱۲). استدلال فشار قیمت ادعا می‌کند که به عنوان یک منبع شناختی کمیاب، توجه و دقت زیاد، بر چگونگی رفتار خرید سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد (هارتزمارک و سولومون^۴، ۲۰۲۲).

واکنش بازار به واکنش سرمایه‌گذاران و معامله‌گران به اطلاعات جدید اشاره دارد، به ویژه در رابطه با عملکرد مالی و چشم‌انداز یک شرکت (فودرر و شوئتر^۵، ۲۰۲۲). همانطور که باربر و اودین (۲۰۰۸)، بیان کردند، با زمان و منابع محدود، سرمایه‌گذاران بیشتر احتمال دارد سهامی را بخرند که بتوانند به سرعت بفروشند که با عقلانیت محدود توجه آنها را جلب می‌کند. این مساله منجر به فشار قیمتی مثبت بر قیمت سهام و قیمت‌گذاری اشتباه کوتاه‌مدت این سهام می‌شود. بر اساس استدلال فشار قیمت، زمانی که یک شرکت خریدار تلاش خود را برای مناقصه قبل از دستیابی به توافق قطعی اعلام می‌کند، اطلاعات با اهمیت غیرمنتظره‌ای را به بازار ارسال می‌کند که به احتمال زیاد توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب می‌کند و در نتیجه بر تصمیمات خرید سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد (به ویژه در مورد سرمایه‌گذاران خرد با میزان توجه و قدرت پردازش محدود).

افزایش کوتاه‌مدت قیمت می‌تواند به معنی قیمت‌گذاری نادرست موقتی دارایی‌ها باشد (به عنوان مثال، افزایش ارزش همزمان سهام در زمینه ادغام و اکتساب، که حداقل تا حدی نشان‌دهنده وجود ناکارآمدی بازار است). واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران در درازمدت پس از یکپارچه‌سازی قرارداد اعلام شده زود هنگام تکمیل خواهد شد. بنابراین، می‌توان پیش‌بینی نمود که اعلامیه‌های اولیه پیشنهاددهنده با توجه بیشتر سرمایه‌گذار به بازده غیرعادی بالاتر اعلامی در کوتاه‌مدت، و برگشت‌های بازده بیشتر در بلندمدت مرتبط است که این مفروضه، فشار قیمت برای اعلام زود هنگام، نام‌گذاری شده است (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴). برعکس، استدلال کشف قیمت بیان می‌کند که توجه سرمایه‌گذار با کمک به سرمایه‌گذاران برای تقاضا و کسب اطلاعات دقیق‌تر، کارایی بازار را بهبود می‌بخشد (دریک و همکاران، ۲۰۱۲)، و در نتیجه کشف اطلاعات را توسعه می‌دهد (دلایوگنا و پولت، ۲۰۰۹).

بر اساس استدلال کشف قیمت، اعلان‌های اولیه در خصوص تصاحب، پاسخ‌های آگاهانه و منطقی را برای افشای اطلاعات با توجه به چنین اطلاعاتی جذب می‌کنند. با احتمال کمتر ارزیابی نادرست سرمایه‌گذار یا واکنش بیش از حد به معامله اعلام شده اولیه، کارایی بازار بهبود می‌یابد. در نتیجه، انتظار نمی‌رود در بلندمدت، تعدیل قیمت‌های شرکت‌های ادغام شونده ایجاد شود. در کل، پیش‌بینی می‌شود که اعلامیه زود هنگام مناقصه‌گزار با توجه زیاد سرمایه‌گذاران، بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت بیشتری را در بازار سرمایه به همراه دارد که این مفروضه را می‌توان کشف قیمت برای اعلامیه اولیه تعریف نمود (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴).

در راستای مباحث جامع فوق، مسأله (های) اصلی پژوهش حاضر که بر آن متمرکز می‌شویم بر این مبنا است که در گام نخست، تأثیر توجه سرمایه‌گذاران در معاملات زود هنگام با چارچوب شناسایی واکنش‌های بازار سرمایه کوتاه‌مدت و بلندمدت برای مقابله با اعلامیه‌های اولیه بحث و بررسی می‌شود که بیشتر بدان پرداخته نشده است و از این رو، فهم و بینش‌های مورد نیاز در خصوص سازوکارهای اطلاعاتی اولیه را تکمیل می‌کنیم. همچنین، نه تنها تأثیر توجه اعلام اولیه را مستند می‌کنیم، بلکه توجه سرمایه‌گذاران را به عملکرد بازار سهام در اعلام زود هنگام مرتبط می‌کنیم. جدا از ارسال اطلاعات هم‌افزایی به سهامداران، معاملات زود هنگام اعلام شده می‌تواند توجه بیشتری را از سوی سرمایه‌گذاران

¹ Barber & Odean

² Price pressure argument

³ Price discovery argument

⁴ Hartzmark & Solomon

⁵ Foerderer & Schuetz

جلب کند (به ویژه برای آن دسته از سرمایه‌گذاران خرده فروشی که پیچیدگی کمتری دارند). دوم اینکه، ادبیات پژوهشی پیشین در مورد توجه سرمایه‌گذار، مسأله توجه سرمایه‌گذاران به خریدهای زود هنگام اعلام شده و تأثیر آن‌ها بر اثر ارزش در بازار سرمایه را تا حد زیادی نادیده گرفته است. پیش‌بینی ما این است که معاملات زود هنگام اعلام شده که توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب می‌کند ممکن است به طور موقت قیمت سهام را بالا ببرد، اما در درازمدت برای سهامداران شرکت‌های خریدار مضر باشد. از این رو در پژوهش حاضر، مسأله اثر گذاری توجه سرمایه‌گذاران به اعلام اولیه را تبیین خواهیم نمود؛ به دنبال تبیین این مسأله، در صدد هستیم تا ادبیات پژوهشی مربوط به رابطه بین رویدادهای شرکت و توجه سرمایه‌گذار و ادبیات مربوط به رابطه بین توجه سرمایه‌گذار و قیمت سهام را تکمیل نماییم. در نهایت به دنبال پاسخ به این پرسش‌ها برخورد خواهیم آمد که چگونه توجه سرمایه‌گذار با اعلامیه‌های اولیه تصاحب مرتبط است؟ و اینکه چگونه توجه سرمایه‌گذار به معاملات زود هنگام بر واکنش موقت بازار سهام و ارزش شرکت در بلندمدت تأثیر می‌گذارد؟

پیشینه پژوهش

حمیدیان و همکاران (۱۴۰۳)، پژوهشی تحت عنوان « تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام » انجام دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که نوسان نامتعارف سهام بر بازده آتی سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. علاوه بر این، توجه سرمایه‌گذار تأثیر منفی نوسان نامتعارف بر بازده آتی سهام را تقویت می‌کند که این موضوع ممکن است ناشی از تورش رفتاری توجه محدود سرمایه‌گذاران باشد. عیسی راوندی و همکاران (۱۴۰۳)، پژوهشی تحت عنوان « بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بر بازده سهام بورس ایران » انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که احساسات خوشبینانه سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام دارد، در حالی که عدم نقدشوندگی تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد. این یافته‌ها نشان‌دهنده اهمیت مدیریت اطلاعات و اخبار مرتبط با بازار برای هدایت احساسات سرمایه‌گذاران به سمت مثبت است. رحمانیان کوشکی و همکاران (۱۴۰۲)، پژوهشی با عنوان « تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران » انجام دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. ضمن اینکه تعامل عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات مالی با واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار نمی‌باشد. حاجیان نژاد و همکاران (۱۴۰۱)، پژوهشی با عنوان « تحلیل تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران » انجام دادند. یافته‌ها نشان دادند در شرکت‌های با احساسات بالا، حساسیت بازده نسبت به اخبار خوب سود بیشتر و در شرکت‌های با احساسات پایین، حساسیت بازده نسبت به اخبار بد سود بیشتر بوده است. همچنین، نتایج حاکی از محتوای اطلاعاتی اخبار سود بوده است. این یافته‌ها به سرمایه‌گذاران یادآوری می‌کند مراقب جو غیرمنطقی بازار، باشند و توجه بیشتری به واکنش بیش از اندازه به اخبار سود، هم از جنبه منفی و هم از جنبه مثبت بر تغییر قیمت‌ها کنند. محمدشریفی و همکاران (۱۴۰۰)، پژوهشی با عنوان « نقش مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد شرکت در فرآیند ادغام و اکتساب با استفاده از الگوی دو مرحله‌ای حکمن » انجام دادند. نتایج مرحله اول نشان داد که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و متغیر کنترل صنعت رابطه معنی داری در مدل عوامل تعیین‌کننده مدیریت ریسک سازمانی دارد. در مرحله دوم تأیید شد که مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فرآیند ادغام و اکتساب اثر معناداری دارد. محمدزاده (۱۴۰۰)، پژوهشی با عنوان « رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت » انجام دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با رویکرد داده‌های تابلویی و رگرسیون چند متغیره نشان داد بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت رابطه وجود دارد.

مراذقلو و همکاران (۲۰۲۴)، پژوهشی با عنوان « توجه سرمایه گذاران و واکنش های بازار به اطلاعیه های اولیه در ادغام و اکتساب» انجام دادند. در این پژوهش بر واکنش بازار به اطلاعیه های اولیه در ادغام و اکتساب تمرکز شده و نتایج نشان می دهد که شرکت های خریدار با اعلامیه های اولیه خود توجه سرمایه گذاران قابل توجهی را به خود جلب می کنند. رابطه مثبت بین اعلان های اولیه و اثر ارزش کوتاه مدت تصاحب برای معاملات زود هنگام با توجه بیشتر سرمایه گذاران به اعلان های معامله، بارزتر است. با این حال، این رابطه پس از ادغام و اکتساب معکوس و منجر به کاهش ارزش بلندمدت شرکت می شود. برای معاملات زود هنگام اعلام شده با توجه کم سرمایه گذار، نه اثر تقویتی اثر ارزش کوتاه مدت و نه معکوس شدن قیمت در بلندمدت وجود ندارد. یافته ها از فرضیه فشار قیمت برای اطلاعیه های اولیه پشتیبانی می کند. ژبو و همکاران^۱ (۲۰۲۳)، پژوهشی با عنوان « توجه محدود سرمایه گذار و واکنش های جانبدارانه به اطلاعات: شواهدی از همه گیری کووید ۱۹» انجام دادند. نتایج نشان داد که همه گیری کووید ۱۹ حساسیت بازده سهام را نسبت به اخبار بازار (ویژه شرکت) افزایش (کاهش) می دهد، که با معکوس بازده (واکنش های تاخیری) همراه است. این نتایج با توجه محدود سرمایه گذاران و توجه بیشتر (کاهش) سرمایه گذاران به اطلاعات کلان (خرد) پس از شیوع سازگار است. هنگامی که شیوع بیماری همه گیر بیشتر است، به اخبار خوب تا اخبار بد، برای شرکت هایی که مقر آنها در کانون های همه گیر هستند و برای سهام های بزرگتر، واکنش های جانبدارانه بیشتری وجود دارد. همچنین معاملات نامتعادل بالاتر (کمتر)، جریان اطلاعات و کارایی قیمت مرتبط با اخبار بازار (ویژه شرکت) در طول همه گیری یافت شد. بالیناری و همکاران^۲ (۲۰۲۲)، پژوهشی با عنوان « چه زمانی توجه اهمیت دارد؟ تأثیر توجه سرمایه گذار بر نوسانات بازار سهام پیرامون انتشار اخبار» انجام دادند. به طور تجربی بررسی شده است که چگونه توجه سرمایه گذاران نهادی و خرده فروشی با نحوه پردازش اطلاعات بازارهای سهام مرتبط است. با تمرکز بر ۳۶۰ سهام ایالات متحده در جهان، نتایج نشان می دهد که توجه بیشتر سرمایه گذاران خرد به انتشار اخبار، نوسانات بازده سهام پس از اعلام را افزایش می دهد، در حالی که توجه سرمایه گذاران نهادی تأثیر کوچک اما منفی بر نوسانات روزهای پس از اخبار دارد. به طور متوسط در بخش های مختلف شرکت ها منتشر می شود. لیو و کریستینیاک^۳ (۲۰۲۲)، پژوهشی با عنوان « توجه سرمایه گذاران و اطلاعیه های ادغام» انجام دادند. این مقاله توجه سرمایه گذاران را در مورد اعلامیه های ادغام و تأثیر آن بر واکنش های قیمت و فعالیت تجاری سرمایه گذار تجزیه و تحلیل می کند. نویسندگان دریافته اند که (۱) توجه سرمایه گذاران به شرکت های هدف به طور قابل توجهی در طول دوره پیش اعلان افزایش می یابد، به ویژه زمانی که اخبار مرتبط با ادغام وجود دارد. (۲) توجه سرمایه گذار به هر دو شرکت خریدار و هدف در روز اعلام افزایش می یابد، اما برای شرکت های هدف و معاملات بزرگ بیشتر می شود. و (۳) پاسخ های بازده سهام و حجم معاملات غیرعادی مربوط به اعلام زمانی که توجه سرمایه گذار بیشتر باشد، بارزتر است. به طور کلی، نتایج نشان می دهد که سرمایه گذاران اعلامیه های ادغام را پیش بینی می کنند و توجه سرمایه گذاران بر نحوه ترکیب اطلاعات توسط سرمایه گذاران در قیمت دارایی ها تأثیر می گذارد. فرینوس و همکاران (۲۰۲۱)، پژوهشی با عنوان « بی توجهی سرمایه گذار به اعلامیه های خرید تمام نقدی: تحلیل مشترک روزانه در بازار اسپانیا» انجام دادند. در این مطالعه، وجود بی توجهی سرمایه گذار برای نمونه ای از اعلان های خرید تمام نقدی شرکت های هدف فهرست شده و غیر بورسی که توسط شرکت های اسپانیایی فهرست شده از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۸ منتشر شده اند، بررسی شده است. خریدهای نقدی امکان می دهد رفتار استراتژیک شرکت های دارای ارزش بیش از حد کنترل شوند. خریدهای تامین مالی شده توسط سهام ما تجزیه و تحلیل مشترک روز هفته و زمان معامله از منظر تک متغیره و چند متغیره، پس از کنترل چندین عامل مرتبط با واکنش بازار به اعلامیه های خرید، انجام گرفت. مطابق با این تصور که

¹ Xu et al.

² Ballinari et al.

³ Liu and krystyniak

سرمایه گذاران توجه کمتری به اطلاعاتی های جمعه دارند، در این پژوهش واکنش کمتر بازار نسبت به اطلاعاتی های خرید منتشر شده در ساعات معاملاتی بازار هم از نظر قیمت و هم از نظر حجم معاملات یافت شد.

مبانی نظری پژوهش

ارتباط بین معاملات داخلی و ریسک سقوط قیمت سهام
اعلامیه زود هنگام و توجه سرمایه گذار

مطالعات قبلی نشان داده اند که سرمایه گذاران اطلاعات مورد نیاز را طلب می کنند و به زمان بندی رویدادهای شرکتی مهم مانند عرضه های عمومی اولیه (باجو و همکاران، ۲۰۱۶)، اعلان های سود (دلایوگنا و پولت، ۲۰۰۹)، سیاست های پرداخت (بودناروک و اوتسبرگ، ۲۰۱۳)، و تصاحب شرکتها (لوئیس و سان، ۲۰۱۰) توجه زیادی دارند. برای اطلاعاتی های اولیه، می توان آن را به عنوان یک سیگنال غیرعادی از تصاحب احتمالی بازار، که توسط سرمایه گذاران تسخیر می شود، تلقی کرد. همچنین می تواند سرمایه گذاران را به درخواست اطلاعات بیشتر در مورد معامله و ادغام شرکتها برانگیزد. بنابراین، با ماهیت غیرمنتظره بالا و عدم اطمینان بالا از نظر دستیابی به توافق قطعی و نتیجه نهایی معامله، معاملات زود هنگام اعلام شده احتمالاً توجه غیرعادی بیشتری را از سوی سرمایه گذاران نسبت به معاملات دیر اعلام شده به خود جلب می کند. بنابراین، فرضیه اول ما به شرح زیر است:

فرضیه (۱): معاملات زود هنگام اعلام شده تاثیر معناداری بر توجه بیشتر سرمایه گذاران دارد.

توجه سرمایه گذار و عملکرد بازار سهام

ادبیات پژوهشی نشان می دهد که توجه سرمایه گذاران در بازارهای سهام می تواند اثر قیمتی افزایش رویدادهای شرکتی مانند اعلان های سود (دریک و همکاران، ۲۰۱۲)، و عرضه های عمومی اولیه (دا و همکاران، ۲۰۱۱)، را تشدید کند. با بررسی مکانیسم اساسی چگونگی تشدید توجه سرمایه گذار بر اثر قیمت، مطالعات قبلی به طور کلی دو استدلال را مستند کرده اند: استدلال مبتنی بر فشار و استدلال مبتنی بر کشف قیمت (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴).

بر اساس استدلال مبتنی بر فشار قیمت، افزایش توجه سرمایه گذاران به افزایش موقت قیمت سهام تمایل دارد. باربر و اودین (۲۰۰۸)، خاطرنشان می کنند که توجه نقش مهمی در تصمیم گیری های خرید سرمایه گذاران ایفا می کند، زمانی که سرمایه گذاران زمان و منابع کافی برای یافتن یک سهام خوب فهرست شده برای هدف ندارند. از آنجایی که توجه یک منبع شناختی محدود است؛ سرمایه گذاران معمولاً سرمایه گذاری در سهامی را در نظر می گیرند که هنگام تصمیم گیری خرید توجه آن ها را جلب می کند، در حالی که آن ها سهامی را که قبلاً در هنگام تصمیم گیری برای فروش در اختیار دارند، در نظر می گیرند. این اثر نامتقارن توجه باعث می شود سرمایه گذاران بیشتر به خریدار خالص سهام جلب توجه تبدیل شوند، که منجر به فشار قیمتی مثبت بر این سهام می شود که در کوتاه مدت در معرض قیمت گذاری نادرست قرار می گیرند.

جریانی از ادبیات شواهد حمایتی برای استدلال مبتنی بر فشار قیمت با اتخاذ گزینه های مختلف برای توجه سرمایه گذاران پیدا کرده است. جروایس و همکاران^۱ (۲۰۰۱)، دریافتند که حجم معاملات غیرعادی باعث افزایش دید سهام و توجه سرمایه گذاران می و در نتیجه افزایش قیمت متعاقب آن افزایش می یابد.

در همین حال، لو^۲ (۲۰۱۴)، نشان می دهد که مدیران هزینه های تبلیغات شرکتها را برای جلب توجه سرمایه گذاران افزایش می دهند، که منجر به افزایش همزمان سفارش های خرید خرده فروشی و عملکرد غیرعادی سهام می شود، اگرچه

¹ Gervais et al.

² Lou

اثر قیمت در دراز مدت در نهایت معکوس می‌شود. دا و همکاران (۲۰۱۱)، از «حجم جستجوی گوگل» به عنوان شاخصی برای توجه سرمایه‌گذاران استفاده کردند و دریافته‌اند که افزایش حجم جستجوی گوگل با بازده سهام بالاتر در دو هفته آینده و به دنبال آن معکوس شدن قیمت همراه است. در زمینه ادغام و اکتساب لوئیس و سان (۲۰۱۰)، نشان دادند اعلامیه‌های ادغام و اکتساب که در روزهای جمعه (جایی که توجه سرمایه‌گذار کمتر به آن توجه می‌شود) انجام می‌شود، حجم معاملات غیرعادی کمتر و بازده منفی کمتری را برای خرید مبادله سهام نشان می‌دهد. ریس (۲۰۱۸)، نقش توجه سرمایه‌گذاران را در اعلامیه‌های ادغام و اکتساب و اسنادی را بررسی کردند و نشان دادند که فشار قیمت باعث افزایش ارزش سهام و بازده اعلامی بالاتر در کوتاه‌مدت می‌شود. در جای دیگر، باربوپولوس و همکاران^۱ (۲۰۲۰)، بیان نمودند که تصاحب‌های (به ویژه موارد کوچک) اعلام شده در روز انتشار اخبار کلیدی، توجه نسبتاً بالایی از بازار را به خود جلب می‌کنند و در نتیجه شرکت‌ها بازده اعلامی غیرعادی بالاتری دارند و در بلندمدت کاهش قیمت کمی را تجربه می‌کنند.

بر مبنای مطالعات قبلی، ما فرض می‌کنیم که افزایش توجه سرمایه‌گذاران در تاریخ اعلام اولیه خریدار نیز بر واکنش بازار به معاملات اعلام‌شده زود هنگام به دلیل قیمت‌گذاری نادرست کوتاه‌مدت بازار تأثیر مثبت خواهد داشت. اخبارهای غیرمنتظره، توجه سرمایه‌گذاران را جلب می‌کند و بر تصمیمات خرید آن‌ها تأثیر می‌گذارد، به ویژه در مورد سرمایه‌گذاران خرد با توجه و قدرت پردازش محدود. در کوتاه مدت، این سرمایه‌گذاران ممکن است نتوانند به ارزیابی منصفانه‌ای از کیفیت معامله برسند و ممکن است اعلام زود هنگام را به عنوان سیگنالی معتبر از یک معامله بسیار هم افزایی در نظر بگیرند و سپس بیش از حد خوش بینانه پاسخ دهند. بنابراین، اعلام زود هنگام می‌تواند به معنای قیمت‌گذاری نادرست موقتی دارایی(ها) و افزایش ارزش‌گذاری سهام همزمان باشد. در بلندمدت، این افزایش موقت قیمت برای معاملات زود هنگام اصلاح و سپس معکوس می‌شود. بنابراین، ما فرضیه فشار قیمت را برای اعلام زود هنگام به شرح زیر مطرح می‌کنیم:

فرضیه (۲ الف): معاملات زود هنگام اعلام شده تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی بالاتر در کوتاه‌مدت، دارد.

روش دیگر، استدلال مبتنی بر کشف قیمت است که ادعا می‌کند که توجه سرمایه‌گذار با کمک به سرمایه‌گذاران برای به‌دست‌آوردن اطلاعات دقیق‌تر، کارایی بازار را بهبود می‌بخشد و از این رو کشف اطلاعات را ترویج می‌کند. هیرشلایفر و تئو^۲ (۲۰۰۳)، نشان دادند که توجه محدود سرمایه‌گذار باعث کاهش کشف قیمت و کارایی بازار می‌شود. در همین حال، دلاویگنا و پولت (۲۰۰۹)، به طور مداوم استدلال نمودند که توجه کمتر باعث می‌شود سرمایه‌گذاران زمان بیشتری را برای واکنش به اطلاعات بازار صرف کنند. آن‌ها دریافته‌اند که در مقایسه با سایر روزهای هفته، توجه محدود سرمایه‌گذاران به اعلامیه‌های درآمدی که در روزهای جمعه منتشر می‌شود، منجر به واکنش ناکافی نسبت به اطلاعیه‌ها و انحرافات قوی‌تر پس از اعلامیه می‌شود. در واقع، هو و همکاران^۳ (۲۰۰۹)، نشان دادند که توجه کمتر منجر به انحراف بیشتر پس از اعلام سود می‌شود.

در فرایندهای ادغام و اکتساب، توجه بیشتر سرمایه‌گذار می‌تواند روند کشف هم افزایی را تسریع بخشد و قیمت بازار را به منعکس کردن دقیق‌تر ارزش معامله ادغام و اکتساب سوق دهد. از آنجایی که بازار به طور کلی ارزش معاملات ادغام و اکتساب را بیشتر می‌کند، توجه بیشتر سرمایه‌گذار باید با اضافه ارزش‌گذاری کمتر و در نتیجه بازده اعلامی کمتر همراه باشد (ریس، ۲۰۱۸). این موضوع نشان می‌دهد که واکنش‌های کوتاه‌مدت مثبت بازار به افزایش توجه سرمایه‌گذاران در بلندمدت ناپدید نخواهد شد. در همین راستا، دریک و همکاران (۲۰۱۲)، نشان می‌دهند که افزایش توجه سرمایه‌گذار به

¹ Barbopoulos et al.

² Hirshleifer and Teoh

³ Hou et al.

احتمال زیاد حجم معاملات بالاتر و کسب اطلاعات سریعتر را در حوالی تاریخ اعلام عمومی ادغام و اکتساب نشان می‌دهد که کیفیت معامله را با دقت بیشتری منعکس می‌کند. در زمینه معاملات زود هنگام اعلام شده، به عنوان افشای بااهمیت، اعلامیه‌های اولیه خریدها با ارسال سیگنال‌های معتبر در مورد شرکت و کیفیت معاملات به بازار، توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب می‌کند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران قادر به جستجوی اطلاعات معامله و ارائه پاسخ‌های آگاهانه‌تر و منطقی‌تر به افشای اطلاعات معامله هستند. از آنجایی که احتمال ارزش‌گذاری نادرست سرمایه‌گذاران یا واکنش بیش از حد به معامله اعلام شده زود هنگام کمتر است، انتظار داریم در درازمدت، احتمال بازگشت قیمت کمتری برای شرکت‌های ادغام شونده وجود داشته باشد. در مجموع، ما فرضیه کشف قیمت خود را برای اعلام زود هنگام پیشنهاد می‌کنیم:

فرضیه (۲ ب): معاملات زود هنگام اعلام شده تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی بالاتر در بلندمدت، دارد.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های مستخرج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. پژوهش همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. از نظر هدف این پژوهش جزء پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود. پژوهش‌های کاربردی، پژوهش‌هایی هستند که با استفاده از نتایج تحقیقات بنیادی به منظور بهبود و به کمال رساندن رفتارها، روش‌ها، ابزارها، وسایل، تولیدات، ساختارها و الگوهای مورد استفاده جوامع انسانی انجام می‌شود. همچنین پژوهش‌های کاربردی پژوهش‌هایی هستند که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنونی که در تحقیقات پایه تدوین می‌شوند را برای مسایل اجرایی و واقعی بکار می‌گیرد. این تحقیقات بیشتر بر موثرترین اقدام تاکید دارند و علت‌ها را کمتر مورد توجه قرار می‌دهند. این تاکید بیشتر به واسطه آن است که تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می‌شود. در تحلیل داده‌ها از روش‌های همبستگی و رگرسیون داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت به وسیله نرم‌افزار ایویوز ۱۱ استفاده شده است. نوع داده‌ها دست دوم می‌باشد و برای جمع‌آوری اطلاعات مالی از اطلاعات و ارقام موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. به همین جهت اطلاعات مورد نیاز، از گزارش‌های مالی منتشر شده از سوی شرکت‌ها، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از نرم‌افزار بانک اطلاعاتی ره آورد نوین استخراج می‌شود. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ می‌باشد.

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته:

(۱): عملکرد کوتاه مدت سهام (Short-IR)

ریسک به منظور دریافت واکنش کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران بازار به اعلام عمومی خریدار، در گام نخست از اختلاف بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت‌های فعالیته‌کننده در بازار طی دوره مشابه استفاده می‌کنیم. برای اندازه‌گیری این اختلاف بازده، قیمت سهام شرکت تازه وارد در زمان ورود با قیمت سهام آن در سه ماه پس از شروع فعالیت آن در بازار مقایسه شده و بازده کوتاه مدت شرکت تازه وارد به دست می‌آید. در مقابل بازده کوتاه مدت بازار نیز با استفاده از شاخص قیمت بورس طی دوره متناظر با دوره ورود شرکت به بازار محاسبه شده و تفاوت بین

بازده کوتاه مدت شرکت جدید و بازده کوتاه مدت بازار از لحاظ آماری با استفاده از روش آماری آزمون تی مستقل مورد سنجش و بررسی قرار می‌گیرد. به این منظور تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سهام به صورت زیر تعریف می‌شود: معادله (۱):

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{ij}}$$

که در معادله فوق:

IRi: نشان دهنده بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار است.

Pi1: نشان دهنده قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار است.

Pi: نشان دهنده قیمت پیشنهادی برای معامله سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن در بورس اوراق بهادار تهران است. پس از محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت تازه وارد به بازار با استفاده از معادله (۲) بازده کوتاه مدت بازار در زمان متناظر با دوره مورد استفاده برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت مورد نظر محاسبه می‌شود. این فرمول به شرح زیر است:

$$IR_m = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

که در معادله فوق:

IRm: عبارت از بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت کلی شرکت‌ها در بازار سرمایه است.

Pm1: شاخص قیمت در پایان دوره سه ماهه معامله سهام شرکت تازه وارد به بازار سرمایه است.

Pm0: شاخص قیمت در ابتدای دوره معامله سهام شرکت تازه وارد به بازار سرمایه است.

(۲): عملکرد بلند مدت سهام (Long-IR)

به منظور اندازه گیری عملکرد بلندمدت سهام یک شرکت خریدار با بازده غیرعادی خرید و نگهداشت، از پژوهش هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹)، و معادله (۳) پیروی می‌کنیم:

$$Long - IR_{i,t} = \prod_t^T (1 + R_{ft}) - \prod_t^T (1 + R_{pt})$$

که در معادله فوق:

Rit: بازده شرکت خریدار است.

Rpt: بازده پرتفوی معیار در ماه t است.

T: دوره برگزاری مناقصه است.

(۳): توجه سرمایه گذاران (Attention)

هو و همکاران (۲۰۰۹)، نشان دادند که سرمایه‌گذاران به سهامی که حجم معاملات بیشتری دارند توجه می‌کنند. در همین حال، لو و وانگ (۲۰۰۰)، شواهد تجربی ارائه نمودند که نشان می‌دهد حجم معاملات برای سهامی که تمایل به جلب توجه سرمایه‌گذار دارند، بیشتر است. کوردیا و سوامیناتان (۲۰۰۰)، مستند کردند که حجم معاملات می‌تواند معیار بهتری برای توجه نسبت به اندازه شرکت باشد. باربر و اودین (۲۰۰۸)، از حجم معاملات روزانه غیرعادی سهام به عنوان عاملی برای توجه سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. بر این اساس، معیاری برای سنجش توجه غیرعادی سرمایه‌گذار بر اساس حجم معاملات غیرعادی ایجاد می‌کنیم. حجم معاملات غیرعادی با استفاده از معادله (۴) محاسبه می‌شود (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴):

$$AbVOL_{i,t} = \frac{VOL_{i,t} - AVOL_{i,t}}{AVOL_{i,t}}$$

که در آن:

$VOL_{i,t}$: حجم معاملات دلار برای یک شرکت i در روز t است و

$AVOL_{i,t}$: میانگین حجم معاملات در همان روز برای شرکت i در ۱۰ هفته گذشته است.

ما معیار توجه سرمایه گذار مبتنی بر حجم معاملات، $Attention_AbVOL$ ، را به عنوان لگاریتم طبیعی $(1+AbVOL_{i,t})$ برای نرمال سازی توزیع ایجاد می نماییم.

متغیرهای مستقل:

(۱): اطلاعیه های اولیه (Early-Announc)

متغیر مستقل کلیدی ما اعلام های اولیه است که اگر معامله به عنوان یک معامله زودهنگام شناسایی شود برابر است با یک و در غیر این صورت صفر (دیرهنگام) است (مرادقلو و همکاران، ۲۰۲۴).

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE): که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها بدست می آید.

اهرم مالی (LEV): از طریق اندازه گیری کل بدهی ها تقسیم بر دارایی کل اندازه گیری محاسبه می شود.

بازده دارایی ها (ROA): که از طریق تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری دارایی ها بدست می آید.

عمر شرکت (AGE): تعداد دوره های مالی که اطلاعات شرکت در دسترسی عموم (سایت کدال) قرار گرفته است.

نسبت گردش دارایی ثابت (Fixed): از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی (فروش خالص تقسیم بر میانگین دارایی های ثابت) بدست می آید.

دارایی ثابت مشهود (PPE): که از طریق اندازه گیری نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها در سال مالی t محاسبه می شود.

نسبت ارزش بازاری سهام بر ارزش دفتری سهام (MB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از تقسیم حاصلضرب قیمت پایانی سهام در تعداد سهام منتشر شده در دست سهامداران به ارزش دفتری جمع کل حقوق صاحبان سهام شرکت بدست می آید.

مدل رگرسیونی پژوهش

با توجه به تشریح و تبیین متغیرهای پژوهش در قسمت پیشین، مدل های رگرسیونی پژوهش به شرح زیر مطرح می گردند:

مدل (۵): سنجش فرضیه اول پژوهش

$$Attention_{i,t} = \beta_1 \text{Early-Announc} + \beta_k \text{Controls} + \epsilon_{i,t}$$

مدل (۶) و (۷) سنجش فرضیه (های) دوم پژوهش

$$\text{Short-IR} = \beta_1 \text{Early} + \beta_k \text{Controls} + \epsilon_{i,t} \quad \text{Long-IR} = \beta_1 \text{Early} + \beta_k \text{Controls} + \epsilon_{i,t}$$

تجزیه و تحلیل داده های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
-----------	------------	-------	---------	-------	---------------	--------------	--------------	-------	--------

۳.۶۵	۰.۳۲	۱.۸۱	۷.۲۹	۱۹.۵۱	۱۴.۴۱	۱۳.۷۳	۱۰.۸۰	SIZE	اندازه شرکت
۳.۵۹	۰.۲۶	۰.۲۴	۰.۰۳۴	۱.۴۵	۰.۵۹	۰.۶۴	۱۰.۸۰	Lev	اهرم مالی
۲.۴۹	-۰.۵۱	۰.۳۹	۲.۵۶	۴.۵۴	۳.۷۶	۲.۸۹	۱۰.۸۰	Age	عمر شرکت
۴.۳۶	۰.۳۱	۰.۱۷	-۰.۵۹	۰.۶۱	۰.۱۴	۰.۱۶	۱۰.۸۰	ROA	بازده کل دارایی شرکت
۱۴.۱۲	۲.۳۲	۹.۲۱	-۳۹.۷۴	۵۷.۸۱	۴.۰۹	۷.۱۵	۱۰.۸۰	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۳.۴۵	۰.۹۱	۰.۲۰	۰.۰۰۰۲	۰.۸۷	۰.۱۹	۰.۲۳	۱۰.۸۰	PPE	دارایی ثابت مشهود
۳.۴۵	-۰.۴۱	۱.۱۳	-۲.۷۴	۴.۶۱	۱.۶۱	۱.۵۴	۱۰.۸۰	Fixed	نسبت گردش دارایی ثابت
۱.۵۱	۰.۲۷	۲۹	۰.۰۰۰	۰.۹۱	۰.۵۲	۰.۴۱	۱۰.۸۰	Short-IR	عملکرد کوتاه مدت سهام
۱.۵۶	۰.۰۸۱	۰.۲۳	۰.۱۲	۰.۹۱	۰.۴۹	۰.۵۱	۱۰.۸۰	Short-IR	عملکرد کوتاه مدت سهام
۱.۳۴	۰.۲۲	۰.۳۲	۰.۰۰۰	۰.۹۱	۰.۳۱	۰.۳۴	۱۰.۸۰	Attention	توجه سرمایه‌گذاران
۱۲.۸۷	۲.۴۹	۰.۰۴۱	۰.۰۰۰۳	۰.۴۱	۰.۰۶	۰.۰۶	۱۰.۸۰	Early-Announc	اطلاعیه‌های اولیه

جدول (۲): تحلیل فراوانی داده‌های اسمی پژوهش

متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
اطلاعیه‌های اولیه	Early-Announc	۱۰۸۰	بلی (۱)	۲۹۴	۳۴/۴۵
			خیر (۰)	۷۸۶	۶۵/۵۵

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیر تنوع جنسیتی اندازه شرکت، برابر ۱۳.۷۳ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

قبل اولین گام در برآوردهای تجربی پژوهش بررسی مانایی متغیرهای پژوهش است. در این قسمت به بررسی مانایی یا ایستایی متغیرهای پژوهش، از آزمون ریشه واحد دقیق فیشر استفاده شد.

جدول (۳): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
اندازه شرکت	SIZE	-۷.۵۱	۰.۰۰۰
اهرم مالی	Lev	-۸.۰۷۱	۰.۰۰۰
عمر شرکت	AGE	-۲.۴۹	۰.۰۰۵

۰.۰۰۰	-۶.۲۲	ROA	بازده کل دارایی شرکت
۰.۰۰۰	-۱۳.۰۲	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۰.۰۰۰	-۴.۷۱	PPE	دارایی ثابت مشهود
۰.۰۰۰	-۹.۱۳	Fixed	نسبت گردش دارایی ثابت
۰.۰۰۰	-۶.۵۴	Short-IR	عملکرد کوتاه مدت سهام
۰.۰۰۰	-۷.۸۷	Long-IR	عملکرد بلند مدت سهام
۰.۰۱۱	-۳.۲۵	Attention	توجه سرمایه گذاران
۰.۰۰۰	-۴.۴۷	Early-Announc	اطلاعیهای اولیه

همانطور با توجه به جدول فوق مشاهده می شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته از آزمون جاک برا استفاده شده است. این آزمون برای متغیر متغیر وابسته پژوهش انجام شد، و نتیجه آن حاکی از عدم نرمال بودن توزیع متغیر وابسته بود. جدول خروجی آزمون جاک برا در نرم افزار ایویوز برای این متغیر به شرح جدول (۴) است:

جدول (۴): آزمون جاک برا

متغیر	مقدار جاک برا	احتمال جاک برا
اندازه شرکت	۴۱.۵۲	۰/۰۰۲
اهرم مالی	۶۲.۸۱	۰/۰۰۲
عمر شرکت	۱۷۱.۰۵	۰/۰۲۸
بازده کل دارایی شرکت	۱۶۴.۰۷	۰/۰۳۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۱۸۲.۸۱	۰/۰۰۴
دارایی ثابت مشهود	۳۲/۴۲	۰/۰۰۰
نسبت گردش دارایی ثابت	۵۶/۸۴	۰/۰۰۰
عملکرد کوتاه مدت سهام	۴۶/۶۱	۰/۰۰۰
عملکرد بلند مدت سهام	۱۴۷/۳۹	۰/۰۰۰
توجه سرمایه گذاران	۱۶۱/۵۱	۰/۰۰۰
اطلاعیهای اولیه	۸۷/۹۲	۰/۰۰۰

نتایج آماره جاک برا حاکی از نرمال نبودن متغیرهای پژوهش طی دوره پژوهش است، که سطح معنی داری در هر کدام از متغیرها همگی کوچکتر از ۰/۰۵ می باشند، پس با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نمی باشند. ولی طبق نظریه استیونس (۲۰۰۲)، هرگاه در پژوهش حجم نمونه بالا باشد، بالا بودن حجم نمونه، مشکل غیرنرمال بودن ویژگی مورد پژوهش را حل کرده است. استیونس معتقد است که براساس قضیه حد مرکزی حتی جامعه هایی که دارای توزیع نرمال نیستند در شرایطی که نمونه هایی با حجم بالا از آن ها انتخاب شود، توزیع نمونه گیری آن ها توزیع نرمال می شود. در نتیجه می توان از آزمون های پارامتری برای تحلیل همه فرضیه های پژوهش حاضر استفاده نمود.

تجزیه و تحلیل مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون انتخاب نوع داده‌ها در جدول (۵) ارائه شده است:

جدول (۵): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	آماره	آزمون
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	(۰.۰۰۰)	۳.۸۷۱	آزمون F- لیمیر (چاو)
تایید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی	۰.۰۰۰	۲۳۹.۴۴	آزمون هاسمن
تایید مدل ترکیبی (پانل) در برابر مدل تلفیقی	۰.۰۰۰	۲.۸۹۱	آزمون F- لیمیر (چاو)
تایید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی	۰.۰۰۰	۲۳۹.۴۱	آزمون هاسمن

نتایج آزمون لیمیر که در جدول (۵) ارائه شده است، نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون F لیمیر کمتر از ۵ درصد می‌باشد و لذا برای تخمین مدل از روش ترکیبی (پانل) استفاده می‌شود. به این منظور مدل با استفاده از روش اثرات ثابت تخمین زده شد لیکن قبل از بررسی ضرایب ضروری است از تامین فروض کلاسیک در این مدل مطمئن شویم.

آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

یکی از فروض کلاسیک، آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی این موضوع از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. همچنین باتوجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسأله‌ی استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، درمورد وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس نیز پژوهش شود. نتایج این دو آزمون در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

احتمال	مقدار	آزمون ناهمسانی واریانس	احتمال	مقدار	آزمون خودهمبستگی
۰.۰۰۰	۲۰.۸۴	وایت	۰/۰۰۰	۱۵.۸۸	گادفری
۰.۰۰۰	۲۱.۸۹	وایت	۰.۰۰۰	۱۸.۵۱	گادفری

نتایج آزمون گادفری و وایت برای فرضیه‌ها به ترتیب حاکی از وجود خودهمبستگی سریالی (نوع دوم) و وجود ناهمسانی واریانس در مدل رگرسیونی است. که به منظور رفع خودهمبستگی از AR(۱) و برای رفع ناهمسانی از GLS استفاده شده است. و در نهایت مدل نهایی آزمون فرضیه‌ها تخمین زده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

فرضیه (۱): معاملات زود هنگام اعلام شده تأثیر معناداری بر توجه بیشتر سرمایه‌گذاران دارد.

جدول (۷): نتایج آزمون فرضیه نخست

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	α	۵.۲۲	۶.۲۱	۰.۰۰	-----
معاملات زود هنگام اعلام شده	Early-Announc	۰.۱۶	۱.۹۷	۰.۰۲۲	۱.۰۱۹

۱.۰۲۰	۰.۰۷۹	-۱.۷۴	-۳.۴۱	SIZE	اندازه شرکت
۱.۱۲۱	۰.۰۷۹	۱.۸۳	۰.۰۶۳	Lev	اهرم مالی
۱.۰۱۹	۰.۴۹	-۰.۶۴۷	-۰.۰۰۵	AGE	عمر شرکت
۲.۹۲	۰.۹۱	۰.۰۲۱	۰.۰۰۳	ROA	بازده کل دارایی شرکت
۱.۱۷۹	۰.۰۹	۱.۷۹۶	۰.۰۰۴	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۱.۰۳۹	۰.۷۹	-۰.۳۲۹	-۰.۰۸۱	PPE	دارایی ثابت مشهود
۲.۰۷۹	۰.۷۱	-۰.۴۵	-۰.۰۰۸	Fixed	نسبت گردش دارایی ثابت
	۰.۰۰۰	۳.۰۸۹	۰.۱۹	AR(1)	مقدار ثابت
R2 AdjR2		(D-W)	P-Value	آماره F	کل مدل رگرسیون
R2 = ۰.۷۹ AdjR2 = ۰.۸۲		۲.۲۸۷	۰.۰۰۰	۲۹.۸۲	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۷) ارائه شده است، نتایج نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با ۲۹.۸۲ Prob محاسبه شده که برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است.

ضریب متغیر معاملات زود هنگام اعلام شده برابر با ۰.۱۶ می‌باشد و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۲۲ که کمتر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد؛ لذا نتایج نشان می‌دهد که معاملات زود اعلام شده نسبت به معاملات دیر اعلام شده، توجه سرمایه‌گذاران را بیشتر جلب می‌کنند.

مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲.۲۸۷ است که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است.

با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

نتایج برآورد مدل فرضیه (های) دوم پژوهش

فرضیه (۲ الف): معاملات زود هنگام اعلام شده تاثیر معناداری بر بازده غیرعادی بالاتر در کوتاه مدت، دارد.

جدول (۸): نتایج آزمون فرضیه دوم (الف)

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	α	۶.۲۲	۵.۳۳	۰.۰۰۰	-----
معاملات زود هنگام اعلام شده	Early-Announc	۰.۱۴	۱.۹۲	۰.۰۲۰	۱.۰۱۷
اندازه شرکت	SIZE	-۳.۴۹	-۱.۸۱	۰.۰۸۱	۱.۰۱۸
اهرم مالی	Lev	۰.۰۶۶	۱.۸۱	۰.۰۸۲	۱.۱۲۶
عمر شرکت	AGE	-۰.۰۰۳	-۰.۵۵۹	۰.۴۷	۱.۰۲۳
بازده کل دارایی شرکت	ROA	۰.۰۰۴	۰.۰۲۳	۰.۹۳	۳.۸۷

۱.۱۷۷	۰.۰۸	۱.۸۱۴	۰.۰۰۳	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۱.۰۳۱	۰.۷۱	-۰.۳۲۱	-۰.۰۷۷	PPE	دارایی ثابت مشهود
۲.۰۵۴	۰.۷۳	-۰.۴۳	-۰.۰۰۹	Fixed	نسبت گردش دارایی ثابت
	۰.۰۰۰	۳.۰۷۷	۰.۰۱۷	AR(1)	مقدار ثابت
R2 AdjR2		(D-W)	P-Value	آماره F	کل مدل رگرسیون
R2 = ۰.۷۷ AdjR2 = ۰.۸۰		۲.۲۴۷	۰.۰۰۰	۲۸.۷۷	

ضریب متغیر معاملات زود هنگام اعلام شده برابر با ۰.۱۴ می باشد و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۲۰ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ لذا نتایج نشان می دهد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش های کوتاه مدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در کوتاه مدت تاثیر گذاری معنادار و مثبتی دارد.

فرضیه (۲ ب): بین معاملات زود هنگام اعلام شده و بازده غیرعادی بالاتر در بلندمدت، رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۹): نتایج آزمون فرضیه دوم (ب)

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	P-Value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	α	۶.۳۱	۴.۴۹	۰.۰۰۰	-----
معاملات زود هنگام اعلام شده	Early-Announc	۰.۱۷	۱.۹۶	-۰.۰۲۳	۱.۰۲۲
اندازه شرکت	SIZE	-۲.۵۸	-۲.۷۶	۰.۰۷۱	۱.۰۲۳
اهرم مالی	Lev	۰.۰۶۹	۱.۹۳	۰.۰۹۰	۱.۱۳۱
عمر شرکت	AGE	-۰.۰۰۴	-۰.۴۹۵	۰.۳۹	۱.۰۱۹
بازده کل دارایی شرکت	ROA	۰.۰۰۵	۰.۰۲۴	۰.۸۹	۳.۷۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۰.۰۰۴	۱.۷۸۵	۰.۰۰۹	۱.۱۴۹
دارایی ثابت مشهود	PPE	-۰.۰۶۹	-۰.۴۱۰	۰.۸۲	۱.۰۲۴
نسبت گردش دارایی ثابت	Fixed	-۰.۰۰۸	-۰.۵۱	۰.۸۲	۲.۰۲۲
مقدار ثابت	AR(1)	۰.۰۱۹	۳.۰۶۶	۰.۰۰۰	
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	(D-W)	R2 AdjR2	
	۲۹.۸۲	۰.۰۰۰	۲.۳۲۸	R2 = ۰.۷۷ AdjR2 = ۰.۸۰	

ضریب متغیر معاملات زود هنگام اعلام شده برابر با ۰.۱۷ می باشد و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰.۰۲۳- که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ لذا نتایج نشان می دهد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش های بلندمدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در بلندمدت تاثیر گذاری معنادار ولی منفی دارد.

بحث و نتیجه گیری پژوهش

بحث و نتیجه گیری فرضیه اول

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که معاملات زود اعلام شده نسبت به معاملات دیر اعلام شده، توجه سرمایه‌گذاران را بیشتر جلب می‌کنند. در این راستا می‌توان گفت که به دلیل عدم انتظار و عدم قطعیت بالای معاملات زود اعلام شده، سرمایه‌گذاران توجه بیشتری به معاملات زود اعلام شده دارند و اطلاعات بیشتری در مورد معامله و شرکت‌های در حال ادغام مطالبه می‌کنند. یافته‌های عنوان شده، با نتایج پژوهش‌های مرادقلو و همکاران (۲۰۲۴)؛ بالیناری و همکاران (۲۰۲۲)، و (باجو و همکاران، ۲۰۱۶)، مطابقت دارد.

بحث و بررسی فرضیه دوم

نتایج تحلیلی فرضیه دوم نشان داد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش‌های کوتاه‌مدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در کوتاه‌مدت تاثیرگذاری معنادار و مثبتی دارند. در مجموع، شواهد نشان می‌دهد که میانگین اثر مثبت اعلام زود هنگام بر واکنش کوتاه‌مدت بازار عمدتاً توسط معاملات زود اعلام شده‌ای هدایت می‌شود که توجه بالای سرمایه‌گذار را نیز به خود جلب می‌کنند. در این بین، نقش مثبت توجه سرمایه‌گذار توسط میانگین بازده غیرعادی به اعلام زود هنگام پنهان می‌شود. بازار تنها زمانی به معاملات زود اعلام شده واکنش مثبت نشان می‌دهد که معامله توجه بالایی را از سوی سرمایه‌گذاران به خود جلب کرده باشد. یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های حمیدیان و همکاران (۱۴۰۳)؛ مرادقلو و همکاران (۲۰۲۴)؛ ژبو و همکاران (۲۰۲۳)؛ همسویی دارد.

بحث و بررسی فرضیه سوم پژوهش

نتایج تحلیلی فرضیه سوم نشان داد که معاملات اعلام شده زود هنگام بر واکنش‌های بلندمدت بازار از منظر بازده غیرعادی بالاتر در بلندمدت تاثیرگذاری معنادار و منفی دارند. این موضوع نشان می‌دهد که پیشنهاددهندگان (پیشنهاد خرید کننده) که در معاملات زود اعلام شده شرکت می‌کنند، به طور متوسط در مقایسه با معاملات دیر اعلام شده، عملکرد نسبتاً ضعیف‌تری در درازمدت ایجاد می‌کنند. تا حدودی، این شواهد با اعلام زود هنگام سیگنال‌هایی در مورد سود هم‌افزایی و آشکار شدن آن در درازمدت به طور متوسط، سازگار است.

اگرچه هم فرضیه فشار قیمت برای اعلام زود هنگام و هم فرضیه کشف قیمت برای اعلام زود هنگام، رابطه مثبتی بین بازده غیرعادی کوتاه‌مدت و اعلام زود هنگام با توجه بالای سرمایه‌گذاران پیش‌بینی می‌کنند، اما در پیش‌بینی‌های خود در مورد عملکرد بلندمدت متفاوت هستند. اگر فشار قیمت، واکنش مثبت کوتاه‌مدت بازار را هدایت کند، انتظار داریم که اثر زمانی در بازار اصلاح شود و در نهایت در بلندمدت معکوس شود. از طرف دیگر، اگر توجه غیرعادی بالای سرمایه‌گذاران، کارایی بازار و کشف قیمت را افزایش دهد، الگوهای بازده غیرعادی ثابتی را در بلندمدت مشاهده خواهیم کرد. یافته‌های عنوان شده، با نتایج پژوهش‌های مرادقلو و همکاران (۲۰۲۴)؛ بالیناری و همکاران (۲۰۲۲)، و (باجو و همکاران، ۲۰۱۶)، مطابقت دارد.

نتیجه گیری نهایی

بحث‌های مداومی در مورد اینکه آیا توجه سرمایه‌گذار می‌تواند کارایی بازار را در گنجاندن اطلاعات اطلاعیه‌های خبری شرکت‌ها افزایش یا کاهش دهد، وجود داشته است. مطالعات تجربی موجود، فرضیه توجه سرمایه‌گذار را در زمینه خریدهای شرکتی، به ویژه در اطلاعیه‌های ادغام و اکتساب، آزمایش می‌کنند. با این حال، ادبیات موجود تا حد زیادی تأثیر اطلاعیه‌های زود هنگام تصاحب بر توجه سرمایه‌گذار را نادیده می‌گیرد. پژوهش حاضر با بررسی میزان توجه سرمایه‌گذار به معاملات زود اعلام شده و چگونگی تأثیر توجه به اطلاعیه زود اعلام شده بر ارزش بازار شرکت‌های خریدار، این شکاف را پر می‌کند.

پیشنهادات مبتنی بر یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش حاضر پیامدهای مهمی نه تنها برای مدیران و هیئت مدیره شرکت‌ها، بلکه برای کاربران اطلاعات مانند سرمایه‌گذاران، و تنظیم‌کنندگان و سیاست‌گذاران دارد. تصمیم‌گیرندگان شرکتی که تصمیم می‌گیرند زمان‌بندی استراتژیکی برای اعلام معاملات ادغام و تملک داشته باشند، باید نقش توجه سرمایه‌گذار را در هنگام انتشار اطلاعات رویدادهای شرکتی و ارزش سهام به دقت در نظر بگیرند. مهم‌تر از آن، از دیدگاه سرمایه‌گذاران به عنوان کاربران اطلاعات، یافته‌های ما نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ممکن است نسبت به معاملات ادغام و تملک زود اعلام شده که توجه قابل توجهی را به خود جلب می‌کنند، بیش از حد واکنش نشان دهند. بنابراین، به سرمایه‌گذاران بازار مالی، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد با ظرفیت توجه و توانایی پردازش محدود، پیشنهاد می‌شود که مراقب باشند که آیا نسبت به اطلاعیه‌های اولیه شرکت‌ها بیش از حد واکنش نشان می‌دهند یا خیر. تنظیم‌کنندگان بازار مالی باید هنگام تنظیم بازار برای کنترل شرکت‌ها و بررسی موارد زود اعلام شده که توجه بالای سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرده‌اند، عمداً حفاظت از سرمایه‌گذاران را در نظر بگیرند.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، از شاخص‌هایی نظیر احساسات سرمایه‌گذار با سنجش‌هایی متفاوت نیز استفاده شود. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، به منظور سنجش عملکرد شرکت از شاخص‌هایی نظیر کیوتوبین و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز استفاده شود.

منابع

- ✓ حاجیان نژاد، امین، امیری، هادی، خرم کوهی، علی، (۱۴۰۱)، تحلیل تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۴، شماره ۱، صص ۱-۲۰.
- ✓ حمیدیان، نرگس، فتاحی نافچی، حسن، رستمی امین، اسحق‌قی، گلناز، (۱۴۰۳)، تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام، مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۱-۱۶.
- ✓ رحمانیان کوشکی، عبدالرسول، صفار، آرمین، (۱۴۰۲)، تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۱۴۷-۱۷۴.

- ✓ عیسی راوندی، محسن، معین الدین، محمود، تفتیان، اکرم، رستمی بشمینی، مجید، (۱۴۰۳)، بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران و نقدشوندگی بر بازده سهام بورس ایران، مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، دوره ۳، شماره ۱، صص ۴۰-۵۲.
- ✓ محمدزاده، حمیده، (۱۴۰۰)، رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و پیش بینی های سود توسط مدیریت، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۰، صص ۵۱-۶۴.
- ✓ محمدشریفی، نیکو، نبوی چاشمی، سیدعلی، یداله زاده طبری، ناصرعلی، (۱۴۰۰)، تأثیر توجه سرمایه گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام، مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۱-۱۶.
- ✓ Bajo, E., Chemmanur, T. J., Simonyan, K., & Tehranian, H. (2016). Underwriter networks, investor attention, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 122, 376–408.
- ✓ Ballinari, D., Audrino, F., & Sigrist, F. (2022). When does attention matter? The effect of investor attention on stock market volatility around news releases. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102185.
- ✓ Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 21, 785–818.
- ✓ Barbopoulos, L. G., Adra, S., & Saunders, A. (2020). Macroeconomic news and acquirer return in M&As: The impact of investor alertness. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101583.
- ✓ Bodnaruk, A., & Ostberg, P. (2013). The shareholder base and payout policy. *Journal of Cumming, D., Jindal, V., Kumar, S., & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. European Financial Management*, 29(5), 1464-1504.
- ✓ Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66, 1461–1499.
- ✓ DellaVigna, S., & Pollet, J. M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *The Journal of Finance*, 64, 709–749.
- ✓ Drake, M. S., Roulstone, D. T., & Thornock, J. R. (2012). Investor information demand: Evidence from Google searches around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 50, 1001–1040.
- ✓ Farinós, J. E., Herrero, B., & Latorre, M. Á. (2021). Investor inattention to all-cash acquisition announcements: A joint day-time analysis in the Spanish market. *Sustainability*, 13(2), 721.
- ✓ *Financial and Quantitative Analysis*, 48, 729–760.
- ✓ Foerderer, J., & Schuetz, S. W. (2022). Data breach announcements and stock market reactions: a matter of timing? *Management Science*, 68(10), 7298-7322.
- ✓ Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57, 1763–1793.
- ✓ Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The high-volume return premium. *The journal of finance*, 56(3), 877-919.
- ✓ Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2022). Predictable price pressure (No. w30688). National Bureau of Economic Research.
- ✓ Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 36(1-3), 337-386.
- ✓ Hirshleifer, D., Lim, S. S., & Teoh, S. H. (2009). Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *The journal of finance*, 64(5), 2289-2325.

- ✓ Hou, K., Peng, L., & Xiong, W. (2009). A tale of two anomalies: The implications of investor attention for price and earnings momentum. Available at SSRN 976394.
- ✓ Liu, H., & Krystyniak, K. (2021). Investor attention and merger announcements. *Journal of Behavioral Finance*, 22(1), 97-112.
- ✓ Liu, W., Hou, J., Yuan, C., & He, Y. (2024). Effects of smart manufacturing announcements on companies' stock market value: a perspective of supply chain collaboration. *International Journal of Logistics Research and Applications*, 1-25.
- ✓ Lou, D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1797-1829.
- ✓ Louis, H., & Sun, A. (2010). Investor inattention and the market reaction to merger announcements. *Management Science*, 56, 1781-1793.
- ✓ Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance*, 62, 1851-1889.
- ✓ Muradoglu, G., Peng, N., Qin, H., & Xia, C. (2024). Investor attention and market reactions to early announcements in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102993.
- ✓ Reyes, T. (2018). Limited attention and M&A announcements. *Journal of Empirical Finance*, 49, 201-222.
- ✓ Rosen, R. J. (2006). Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *The Journal of Business*, 79, 987-1017.
- ✓ Xiao, J., Wen, F., & He, Z. (2023). Impact of geopolitical risks on investor attention and speculation in the oil market: Evidence from nonlinear and time-varying analysis. *Energy*, 267, 126564.
- ✓ Xu, L., Zhang, X., & Zhao, J. (2023). Limited investor attention and biased reactions to information: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Markets*, 62, 100757.
- ✓ Yao, S., Sensoy, A., Nguyen, D. K., & Li, T. (2024). Investor attention and cryptocurrency market liquidity: a double-edged sword. *Annals of Operations Research*, 334(1), 815-856.