



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

عدم تقارن اطلاعاتی و رفتار تجاری سرمایه گذار در برابر اطلاعاتی تغییر نرخ

اوراق قرضه

چکیده

این مطالعه، واکنش بازار سهام به نشریات عمومی (تغییرات نرخ اوراق قرضه شرکتی)، از جمله تغییر در قیمت سهام و رفتار سرمایه گذار براساس حجم و الگوهای معاملات تجاری را بررسی می کند. بازده غیر عادی، حجم غیر عادی و عدم تعادل سفارش خالص با استفاده از سهام با کیفیت بالا تخمین زده می شود داده های معامله ی شرکت های کره ای، که اوراق قرضه آنها توسط آژانس های نرخ های اعتباری پیشرو در کره بین سال های 2000 تا 2015 طبقه بندی شده است. ما بازده سهام غیر طبیعی مثبت (منفی) را سرتاسر ارتقا (کاهش) پیدا می کنیم، اگرچه واکنشهای قیمت سهام جهت کاهش از نظر آماری مهم تر از مواردی است که ارتقاء می یابد. حجم غیرمعمول قابل توجهی و عدم تعادل سفارش سرتاسر تغییرات نرخ وجود دارد و مقداری که هر گروه سرمایه گذار (افراد داخلی، موسسات داخلی، یاسرمایه گذاران خارجی) به تغییر نرخ واکنش نشان می دهند. تجزیه و تحلیل ما همچنین از سرمایه گذاران شرکتی خارجی و داخلی حمایت می کند که بهتر از سرمایه گذاران فردی هستند.

کلمات کلیدی: بازگشت غیرعادی؛ اثر اطلاع رسانی؛ تغییر نرخ اوراق قرضه؛ عدم تقارن اطلاعاتی؛ رفتار تجارت سرمایه گذار

1. مقدمه

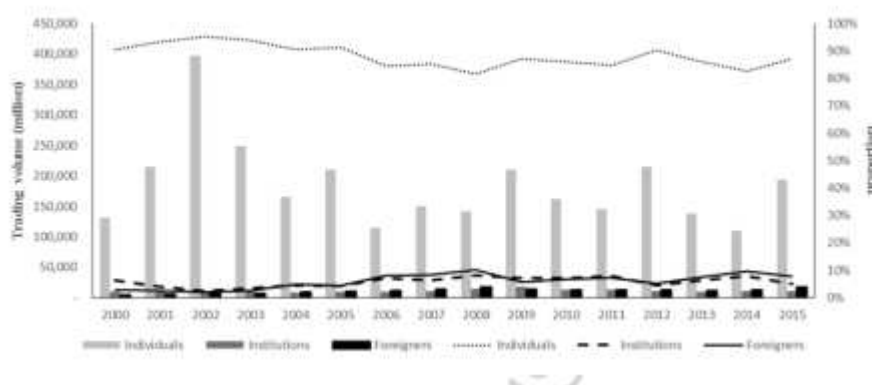
در زمینه اقتصاد مالی موضوع عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه گذاران برای مدت طولانی مورد بررسی و مستند قرار گرفته و شواهد نشان می دهد که نوع خاصی از سرمایه گذاران عملکرد سرمایه گذاری بهتری در اجرای طرح های سرمایه گذاری و پیش بینی های بیشتر از سهام سایرین به دست می آورند. جالب توجه است، به هر حال، مطالعات تجربی نتایج متفاوتی را ارائه داده اند. گروهی از مطالعات نشان می دهد که

سرمایه گذاران داخلی از همتایان خارجی خود با توجه به دسترسی سریع تر آنها به اطلاعات درباره شرکت های محلی، یعنی، آشنایی و نزدیکی آنها شرکت های محلی پیشی دارند (باع، استولز، تان 2008، گان، منکولد و یانگ 2007، چو، کو، و استولز 2005، دیوراک 2005، هائو 2001، لی، ریو، و کوتان 2016). گروه دیگری از مطالعات متوجه شدند که سرمایه گذاران خارجی مزایای اطلاعاتی بیشتر نسبت به معامله گران داخلی به دلیل مهارت های تجاری با تجربه و استراتژی های تجاری پیشرفته برخوردارند. (باع، یامادا، و ایتو 2006، چانگ، کیم، و ریو 2017، فروت و رامادورای 2008، گرین بلات، و کلوهارجو، 2000، هوآنگ و شیو 2009، کامساکا، نافسینگر، و کاواکیتا 2003، ریچاردز 2005، یانگ، ریو و ریو 2017). در بازارهای سهام جهانی، اکثریت مطالعات، اطلاع رسانی سرمایه گذاران شرکتی بیش از سرمایه گذاران فردی، را نشان می دهند و این یافته ها با این درک سازگار است که مؤسسات نسبتا دارای افراد با تجربه و مهارت بیشتری هستند، که تمایل به تصمیم گیری های سرمایه گذاری غیر منطقی دارند (باربر، لی، لیو و عدان، 2009؛ برنت، براو، گراهام و کومار، 2009، چوآنگ و ساسمل 2011؛ درن، هابرم، سنگمولر، ، 2008؛ ان جی و وو، 2007؛ نوفینگرو و سیاس، 1999)

این مطالعه واکنش بازار سهام به اطلاعیه تغییر نرخ (اعتبار) اوراق قرضه شرکت را بررسی می کند، شامل تغییر در قیمت سهام و رفتار سرمایه گذار از لحاظ حجم معاملات و الگوهای تجاری در بازار کره می باشد که برای نمایش عدم تقارن اطلاعاتی قابل توجه در گروه های مختلف سرمایه گذار نشان داده شده است. این مطالعه به ویژه در مورد سوال آیا عدم تقارن اطلاعاتی در میان گروه های مختلف سرمایه گذاران سرتاسر اطلاعیه های تغییر نرخ اوراق قرضه وجود دارد یا خیر، تحقیق می شود و اگر چنین است، آیا این مزیت اطلاع رسانی برای رسیدن به سهام غیر عادی استفاده می شود یا خیر. انگیزه این مطالعه سه مورد است. اول، تعدادی از مطالعات تأثیر تغییرات ارز در رفتار بازار سهام را بررسی می کنند (یعنی، بازده سهام و حجم معاملات)، اما تفاوت در رفتار سرمایه گذار به علت عدم تقارن اطلاعاتی بسیار کمتر مورد بررسی قرار گرفته است. این بازار مالی کره چارچوب مشخصی در افراد سرمایه گذاری داخلی افراد دارد که به طور کلی تاجران ناآگاه مورد نظر که تجارت های سنگین و سرنوشت ساز را انجام می دهند، شرکت کنندگان بازار عمده ای هستند، در حالی که بازارهای مالی توسعه یافته، مانند بورس اوراق بهادار نیویورک، عمدتا منجر به رهبری توسط سرمایه گذاران شرکتی می

شوند. شکل 1 فعالیت های تجاری افراد در شرکت های داخلی و خارجی در بازار سهام شاخص قیمت سهام مرکب کره (KOSPI) را نشان می دهد.

با توجه به بورس کره (KRX)، در طول دوره نمونه کلی (2000-2015)، معاملات توسط افراد داخلی 88.17٪ از کل معاملات انجام می شود، در حالی که آن ها توسط شرکت های داخلی و خارجی ها به ترتیب 5.58٪ و 6.00٪ از کل معاملات را تشکیل می دهند¹. این برتری بر سرمایه گذاران فردی در بازار کره یک حالت ایده آل برای تشخیص عدم تقارن اطلاعاتی در میان گروه های سرمایه گذاری را فراهم می کنند. (شکل 1).



شکل 1

دوم، اگر چه KRX دارای چهارمین بازار بزرگ اوراق بهادار در جهان از نظر حجم تجاری است، توجه کمی به رفتار بازار سهام در حال ظهور، از جمله KRX، سرتاسر اطلاعیه های تغییر سهام دارد. علاوه بر این، آژانس های نرخ اعتباری کره ای نیز به طور مداوم تلاش می کنند که کیفیت نرخ خود را از طریق استراتژی اتحادیه ها با آژانس های بین المللی اصلی مانند Moody's و Fitch افزایش دهند. با توجه به حجم بازار سهام و اوراق قرضه کره و کیفیت نرخ استاندارد طبقه جهانی آژانس های نرخ گذار، آن ارزش بررسی اثر اطلاع رسانی تغییرات نرخ اوراق قرضه در بازار کره، که نشانگر یک بازار پیشرو و در حال ظهور است. انگیزه دیگر این است که اکثر برتری های تست اطلاعاتی رویداد مطالعات بر روی اطلاعیه های درآمد به عنوان اطلاعیه های برنامه ریزی شده تمرکز می کنند (علی، کلاسا و لی، 2008؛ باربر و ادین، 2008؛ باتالیو و مندین

¹ تسلط سرمایه گذاران داخلی فردی در بازار کره ای و ویژگی های آنها همچنین در پیشینه تحقیق قبلی مستند شده است (ریو 2011، ریو، کانگ، و شاه، 2015؛ ریو، کیم، و یانگ، 2017؛ وب، ریو، ریو و هان، 2016). در بازار کره، سرمایه گذاران خارجی عمدتاً شامل شرکت های خارجی هستند.

² گزارش ماهانه فدراسیون جهانی بورس - دسامبر 2014

هول، 2005؛ برنارد و توماس، 1990؛ باتاتچاریا، 2001؛ کمپیل راماداهی و شوارتز، 2009؛ کانیل، لیو، سار، و تیتمان، 2012؛ کانیل، سار و تیتمان، 2008؛ اوتاما و کریدی (1997؛ Walther، 1997)، در حالی که اطلاعیه های غیر رسمی توجه نسبتاً کمی دریافت کرده اند. همانطور که اطلاعیه های برنامه ریزی نشده، زمان بندی یا هدف ثابتی ندارند، آن را قادر می سازد تا تجزیه و تحلیل واضحی از عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه گذاران از طریق تفاوت ها در حجم و الگوهای تجاری بین تاجران آگاه و ناآگاه قبل و بعد از اطلاعیه ها برنامه ریزی نشده داشته باشند. بنابراین، ما بر روی اطلاعیه های تغییر نرخ اوراق قرضه به عنوان اطلاعیه های برنامه ریزی نشده تمرکز می کنیم.

ریسک اعتباری به این احتمال اشاره دارد که صادر کننده نتواند تعهدات مالی خود را در ابزارهای مالی خود برآورده کند (به عنوان مثال، اوراق بهادار تجاری و اوراق قرضه شرکتی). سطح ریسک اعتباری معمولاً توسط "نرخ اعتباری"، نشان داده شده است که توسط شرکت های خارجی به نام سازمان های نرخ اعتبار اختصاص داده و منتشر شده است. نرخ اعتباری نه تنها به عنوان شاخصی از ظرفیت صادر کننده برای ایجاد سود و پرداخت اصلی به اوراق قرضه خود مطابق با شرایط توافق شده بهره می برد، اما آنها نیز اطلاعات مربوط به جریان نقدی آینده صادر کننده انتقال می دهند، به عنوان توانایی بازپرداخت اصل در زمان بلوغ نشان دهنده ظرفیت صادر کننده برای تولید جریان نقدی خاص در یک تاریخ ویژه در آینده است. بنابراین، نرخ اعتبار یک منبع اطلاعاتی مهمی در مورد شرکت هایی ارائه می دهد که ذینفعان، از جمله سرمایه گذاران، می توانند آن را برای کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی ارائه دهند که ممکن است به طور بالقوه در معرض آن باشد. از این رو، این ارزش مطالعه در مورد این که آیا و به چه میزان اعتبار می تواند توسط سرمایه گذاران به عنوان قابل اعتماد استفاده شود را دارا است و ابزارهای آموزنده برای تصمیمات سرمایه گذاری است.

با استفاده از داده های معامله سهام با کیفیت بالا از شرکت های کره ای ذکر شده که تغییرات نرخ اوراق قرضه را تجربه کرده اند، ما در مورد نحوه تغییرات نرخ اطلاعاتی با تجزیه و تحلیل پاسخ قیمت سهام و نیز در مورد رفتار معاملاتی سرمایه گذار در پاسخ به تغییرات نرخ تحقیق و بررسی می کنیم (یعنی، تغییر حجم معاملات و عدم تعادل سفارشات)، به ویژه تمرکز بر واکنش گروه های سرمایه گذار مختلف که به عنوان فرد داخلی، سرمایه گذار خارجی و سرمایه گذار خارجی تعلق دارند.

مشارکت ما به شرح زیر است: اول، ما نه تنها واکنش قیمت سهام را برای اطلاعات محرک به وسیله تغییر نرخ اوراق بهادار بلکه الگوهای معاملاتی متفاوت سرمایه گذاران را توسط بررسی حجم معاملات غیر طبیعی و عدم تعادل سفارش خالص گروه های سرمایه گذاری متفاوت مستند می کنیم. دوم، دسترسی به اطلاعات تجاری با کیفیت بالا طبقه بندی شده توسط نوع سرمایه گذار ما را قادر می سازد تا الگوهای مختلف معاملاتی هر گروه سرمایه گذار و به دست آوردن بینش بیشتر نسبت به عدم تقارن اطلاعاتی را تحلیل کنیم. بنابراین، ما دقیق تر بررسی می کنیم که آیا یک گروه خاص از سرمایه گذاران متوجه افزایش سرمایه از طریق اطلاعات برتر شده اند و تحلیل های پیچیده تر، تمایز رفتار تجاری هر گروه سرمایه گذار را انجام می دهند یا خیر (یعنی، افراد داخلی، موسسات داخلی یا سرمایه گذاران خارجی). توسط بررسی عدم تعادل سفارش خالص هر گروه برای سهام فردی، که در عمق آن با مطالعات موجود به علت محدودیت در مجموعه داده های خود پوشش داده نشده است.

ما نتایج زیر را با تجزیه و تحلیل تجربی در مجموعه داده های با کیفیت بالا پیدا می کنیم. اول، اگرچه بازده سهام غیر طبیعی سرتاسر هر دو کاهش و افزایش اطلاعاتی ها (امتیاز اوراق قرضه) مشاهده می شوند، واکنش های قیمت سهام برای کاهش اطلاعاتی ها از نظر آماری مهم تر از مواردی برای ارتقاء اطلاعاتی هستند. این نشان می دهد که بازار سهام حساس به کاهش نرخ از ارتقاء واکنش نشان می دهد.

دوم، حجم معاملات عموماً به شدت به کاهش نرخ نسبت به ارتقاء واکنش نشان می دهد. از طریق تجزیه و تحلیل در مجموعه داده های جمع آوری، ما متوجه شدیم که کاهش به طور قابل توجهی مرتبط با رفتار حجم معاملات غیر طبیعی است، در حالی که شواهد کمی از اثر حجمی همراه با ارتقاء وجود دارد. تجزیه و تحلیل نوع سرمایه گذار نشان می دهد که اطلاعاتی های ارتقاء افزایش قابل توجهی در حجم های غیرعادی برای نهادهای داخلی و سرمایه گذاران خارجی استنباط می کند.

در حالیکه افزایش قابل توجهی برای افراد داخلی مشاهده می شود نه تنها زمانی که اطلاعاتی های نزول رخ می دهد بلکه موارد مذکور نشان می دهند که پاسخ های تجاری نسبت به انواع رویدادهای مشابه (ارتقا یا کاهش) در میان گروه های سرمایه گذار متفاوت است، که نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه گذاران است. سوم، بیش از سفارشات فروش برای افراد داخلی سرتاسر ارتقاء مشاهده می شود، در حالی که

عدم تعادل سفارش مخالف برای سرمایه گذاران خارجی یافت می شود، به این معنی است که سرمایه گذاران خارجی سهام را با اطلاعیه های ارتقاء خریداری می کنند و سود سرمایه در طول افق بلند مدت را پیش بینی می کنند. موارد مذکور از اطلاعات برتر نسبی سرمایه گذاران خارجی در مقایسه با سرمایه گذاران شخصی داخلی پشتیبانی می کند.

از سوی دیگر، موسسات داخلی با سفارش دادن فروش بیشتر به کاهش واکنش نشان می دهند، در حالی که افراد، سفارشات خرید بیشتری داده اند این نتیجه نشان می دهد که سرمایه گذاران فردی احتمالاً در معرض تهدید زیان های سرمایه ای هستند و بنابراین، توسط اطلاعیه های پایین محروم هستند. بنابراین، سرمایه گذاران شرکتی داخلی و خارجی مزیت اطلاعاتی نسبت به سرمایه گذاران فردی در بازار کره دارند. بقیه مقاله به شرح زیر است: بخش 2، بررسی پیشینه تحقیق را ارائه می دهد. بخش 3 فرایند ارزیابی اوراق قرضه در بازار کره را توضیح می دهد، و بخش 4 داده های نمونه و روش شناسی را توصیف می کند. بخش 5 نتایج و بحث های تجربی اصلی را ارائه می دهد و بخش 6 نتیجه گیری می کند.

2. پیشینه تحقیق

پیشینه تحقیق قبلی از روش های مختلفی جهت بررسی واکنش بازار سهام برای تغییرات نرخ استفاده کرده است. هالتایوسن، لفتویچ (1986) و استیکل (1986) نرخ "سالم" اطلاعیه های تغییر را تشخیص می دهند، که شامل یک اثر مخدوش بالقوه به علت اخبار منتشر شده همزمان دیگر از اطلاعیه های "آلوده" نیست³ و آنها واکنش قیمت سهام قابل توجهی به اطلاعیه تغییر نرخ در خود نشان می دهند. دیشو و پیوتروسکی (2001) اثر قیمت طولانی مدت مرتبط با تغییرات اعتبار رتبه تجزیه و تحلیل می کند. نتایج آنها براساس بازده غیر عادی تجمعی (CARs) و بازده خرید و نگهداشت غیر عادی که برای دوره های سه و شش ماه تخمین زده می شود به ترتیب، یک، دو و سه ساله نشان می دهد که شرکت های کاهش یافته به طور

³ استیکل (1986) یک اطلاعیه آلوده (پاکیزه) را به عنوان اطلاعیه تغییر نرخ تعریف می کند که با اخبار منتشر شده شرکت های خاص همزمان دیگر در طول روز -1 تا +1 همراهی نمی شود (که در آن روز 0 تاریخ تغییر قیمت است) که ممکن است بر روی قیمت سهام تأثیر بگذارد. چنین اخباری می تواند شامل اطلاعیه های عمده باشد، مانند عملکرد و پیش بینی درآمد؛ تغییر سود سهام؛ تغییرات مدیر عامل، ادغام و کسب. به طور مشابه، هالتاسون و بفتویچ (1986) اطلاع رسانی تغییر نرخ را به عنوان "آلوده" تعریف می کنند اگر اخبار آلوده در طول روز از -1 به +2 رخ دهد.

متوسط بازده ضعیفی در سراسر نمونه‌ها با افق‌های زمانی مختلف دارند، به این معنی است کاهش انتظار می‌رود که سودآوری آینده یک شرکت زیان‌آور باشد.

جوریون، لیو و شی (2005) تأثیر افشای بی‌غرضانه مقررات در مورد محتوای اطلاعات نرخ بندی اعتبارات را بررسی و نشان می‌دهد که اثرات اطلاعاتی هر دو کاهش و ارتقاء در دوره نمونه افشای بی‌غرضانه بیشتر مشهود است. لی، شین و مور (2006) واکنش‌های قیمت سهام را برای تغییرات نرخ اعتبار توسط سازمان‌های نرخ جهانی با پاسخ آنها مقایسه می‌کند که توسط آژانس‌های نرخ محلی در بازار سهام ژاپن ساخته شده‌اند و متوجه می‌شوند که کاهش اعتبارات به طور قابل ملاحظه‌ای توسط ارزیابی ارزیابان جهانی نسبت به ارزیابی ارزیابان محلی تحت تاثیر قرار گرفته است. کوی، گری و راگانانان (2006) شرکت‌های استرالیایی را با استاندارد پور & مودی مقایسه می‌کنند و واکنش‌های بازار سهام قابل توجهی را تنها نسبت به کاهش نشان می‌دهد. آنها همچنین کاهش سرمایه قابل توجهی از بنگاه‌های کاهش یافته را تایید می‌کند که نشان می‌دهد نرخ‌های اعتباری محتوای اطلاعات بحرانی را انتقال می‌دهد. پوردا (2007) واکنش قیمت سهام به پیش‌بینی و تغییرات نرخ غیرمنتظره بررسی و تفاوت قابل توجهی بین آنها را نشان نمی‌دهد.

نتایج رگرسیون واکنش منفی قابل توجهی به هر دو مورد کاهش پیش‌بینی شده و پیش‌بینی نشده نشان می‌دهد، اما آنها هیچ واکنش قابل توجهی برای ارتقاء دادن نشان نمی‌دهند.

علاوه بر این، پوردا (2007) به درستی حدود 20 درصد از کاهش نرخ شامل زمان بندی و هدف تغییرات، با استفاده از اطلاعات مالی، اطلاعات بازار، و اطلاعات عمومی در دسترس ارائه شده توسط مودی و رقبای خود، را پیش‌بینی می‌کند که نشان می‌دهد مودی و استاندارد و پور یک سیگنال متقابل قوی از تغییرات نرخ را ارائه می‌دهند.

پیشینه تحقیق قبلی شواهد ترکیبی از واکنش‌های قیمت سهام به تغییرات نرخ، بسته به ترکیب نمونه و روش مورد استفاده فراهم کرده است. به طور کلی، به هر حال، بسیاری از مطالعات نشان داده‌اند که قیمت سهام واکنش‌های قابل توجه به کاهش می‌دهند، اما به ارتقاء واکنش نشان نمی‌دهد (بی سون دوپال-بی هینیک، 2004، چوی، گری و راگانانان، 2006، کرنل، لندزمان و شاپیرو، 1989، دیشو و پیوتروسکی، 2001، گریفین و

سانوی سنت، 1982، هند، هولتایوسن و لفتویچ 1992، هولتایوسن و لفتویچ 1986، جوریون و ژانگ (2007).⁴ از سوی دیگر مطالعات متعددی واکنش بازار سهام را بعد از اطلاعاتی های خواسته و ناخواسته و پیدا کردن واکنش قابل توجه بازار سهام به اطلاعاتی های نرخ های ناخواسته جدید، حاکی از آن است که نرخ های ناخواسته اطلاعات جدیدی به بازارهای سهام انتقال می دهند (بهر و گوئر 2008؛ بوئن، فولکرسون، هان، شین، 2014).

پیشینه اخیر شامل مطالعات با محتوای اطلاعات بررسی نرخ، یعنی "هشدار نرخ"، از فیچ، فهرست تحت نظراز موودی و اعتبار تحت نظر "از استاندارد & پور می باشد (فهرست تحت نظر Watch List به آن دسته از سهامی گویند که به دلایل مختلف فعالیت های مشکوک و نا متعارف داشته و توسط سازمان های نظارتی زیر نظر قرار می گیرند). بررسی نرخ جهت نشان دادن شدت تغییر نرخ آینده احتمالی صادر کننده مطلوب است. با استفاده از داده "فهرست تحت نظر" مودی از سال 1982 تا 2004، بانیر و هیرش (2010) نقش های متفاوتی از بررسی نرخ مربوط به ارزش امتیاز صادرکننده مستند می کند.

بررسی امتیازها به منظور حفظ کارایی اطلاعاتی برای صادرکنندگان با نرخ بالا انجام می شود، در حالیکه آنها برای اجرای قراردادهای ضمنی برای صادرکنندگان با نرخ پایین تر استفاده می شوند. چانگ، فراست و کیم (2012) یک مطالعه رویداد را با استفاده از انتشارات مطبوعاتی Moody انجام می دهد و نشان می دهد که بررسی نرخ (یعنی اقدامات اعتباری) اطلاعات قابل توجهی را انتقال می دهد.

به طور مشابه، گریر و کاتز (1976)، وینستین (1977)، هند، هولتاسن و لفتویچ (1992) و مه (2010) واکنش بازار اوراق قرضه را برای تغییرات نرخ با استفاده از قیمت اوراق قرضه بررسی می کند و آنها متوجه می شوند شواهد ترکیبی که تغییرات نرخ بر بازار اوراق قرضه تاثیر می گذارد، بسته به روش مورد

⁴ گو وادینگتون (1993) استدلال می کنند که تنزل نرخ واقعا می تواند خبر خوبی برای سهامداران باشند اگر تنزل نرخ انتقال ثروت مورد انتظار از سهام اوراق قرضه به سهامداران به دلیل افزایش در اهرم شرکت منعکس کند. آنها نشان می دهند که تنزل نرخ سیگنال های منفی به شرکت کنندگان در بازار ارسال می کند، بنابراین، تاثیر منفی قابل توجهی بر روی قیمت سهام دارد زمانیکه یک شرکت به دلیل بدتر شدن چشم انداز مالی تنزل نرخ به جای افزایش اهرم دارد.

استفاده دارد. با استفاده از بازده ماهانه اوراق قرضه، وینشتاین (1977) هیچ بازده غیر طبیعی را سرتاسر تغییرات نرخ پیدا نمی کند، در حالی که گریر و کاتز (1976) شواهدی از واکنش منفی قابل توجهی برای کاهش را به دست می آورند. اشتاینر و هینک (2001) روزانه بازده اوراق قرضه اروپا را و بازده های غیرمعمول قابل توجه مرتبط با اطلاعیه کاهش رتبه و نرخ منفی (به عنوان مثال، فهرست تحت نظارت) را بررسی می کنند اما شواهد کمی از هر اثر اطلاعیه ارتقاء و یا بررسی نرخ مثبت متوجه شدند.

از سوی دیگر، با استفاده از بازده اوراق قرضه روزانه، هند، هولتاسن و لفتویچ (1992) هر دو به طور قابل توجهی بازده غیر طبیعی منفی را حدوداً تنزل نرخ و به طور قابل توجهی بازده غیر طبیعی مثبت اگر چه به میزان کم، حدوداً افزایش نرخ را مستند می کنند. مه (2010) بطور مشابه نیز واکنش قابل توجهی برای هر دو ارتقاء و کاهش نرخ می دهد. کیلگر و ساریگ (2000) بررسی می کند اینکه آیا اطلاعات نرخ ارزشمند است یا خیر و نشان می دهد که اگر اطلاعیه آقای مودی بهتر از نرخ انتظار (بدتر از حد انتظار) باشد، ارزش بدهی افزایش می یابد (کاهش می یابد) و ارزش سهام کاهش می یابد (افزایش می یابد).

در نهایت، شاخه ای متفاوت از پیشینه تحقیق واکنش بازار معاوضه پیش فرض اعتباری یا مبادله ی نکول اعتبار (CDS) را تا اطلاعیه تغییر نرخ بررسی می کند. (فینرتی، میلر، و چن 2013، گالیل و سافر 2011، هال، پریدسو و وایت 2004، نردن و وبر 2004).

هال، پریدسو و وایت (2004) پویایی گسترش CDS را در رابطه با رویداد نرخ بررسی می کند شامل اطلاعیه تغییر نرخ، بررسی نرخ ها، و چشم انداز ها، و پیدا کردن یک رابطه قابل توجه بین رویدادهای نرخ منفی و تغییرات گسترش CDS است؛ علاوه بر این، رویدادهای نرخ منفی از رویدادهای نرخ مثبت بسیار مهم هستند.

گالیل و سافر (2011) یک پاسخ قوی بازار CDS را برای اخبار بد نسبت به اخبار خوب نشان می دهد و پیدا کردن آن خبر خوب نیز بیشتر از اخبار بد است. بنابراین، سهم باقیمانده از اطلاعیه

نرخ بندی مثبت تک هنوز قابل توجه است. کیلیزه (2016) CDS و پاسخ بازار سهام برای تغییرات نرخ در طی بحران مالی بررسی می کند و واکنش بازار سی دی اس به میزان قابل توجهی در اطلاعیه های نرخ در طول بحران نشان نمی دهد.

تاریخچه آژانس های نرخ اعتباری در کره، به سال 1985، برمی گردد زمانی که سرمایه گذاران کره ای، شرکت خدماتی ثبت شده، اولین آژانس رتبه بندی کره ای (که در فوریه 1985 تاسیس شد)، خدمات نرخ اعتباری را برای بازار های تجاری محلی در سپتامبر 1985 معرفی می کند. شرکت خدمات سرمایه گذاری NICE با مسئولیت محدود (که قبلا ارزیابی اعتبار و اطلاعات ملی) که در ماه سپتامبر 1986 آغاز کرد همراه با شرکت نرخ کره با مسئولیت محدود (قبلا شرکت نرخ اعتبار مشاوره مدیریت کره) در نوامبر سال 1987 بود. سیستم ارزیابی اعتبار برای اولین بار برای حق صدور اوراق بهادار تجاری را برای صادرکنندگان با رتبه اعتباری B یا بالاتر معرفی شد. از آنجا که پس از آن، طرح رتبه بندی اعتبار برای انتشار اوراق قرضه شرکتی، مانند اوراق قرضه مستقیم یا اوراق قرضه قابل تبدیل، با الزامات صدور منتشر شده است. سیستم صادرکنندگان را با رتبه اعتباری A یا بالاتر برای صدور اوراق قرضه مستقیم توانمند می سازد و کسانی که دارای رتبه BBB یا بالاتر برای صدور اوراق قرضه هستند، تبدیل می شوند. در ماه می و جولای 1994 چندین رتبه اعتباری برای انتشار اوراق مشارکت غیرقانونی و اسناد تجاری به ترتیب مورد نیاز بود.

در کره، بحران مالی آسیا در سال 1997 رشد نظام نرخ اعتبار در شیوع را تجربه می کند. در دسامبر 1997، دولت کره، موضوع محدودیت اوراق قرضه شرکتی را برای کمک به شرکت های بزرگ در افزایش سرمایه در پی بحران افزایش داد. در همین حال، موضوع اوراق قرضه ناامن افزایش یافت و صدور اوراق قرضه امن متوقف شد، زیرا بانک ها قصد داشتند از ضمانت مالی اوراق قرضه شرکت های بزرگ جلوگیری کنند، تا کمترین مقادیر کفایت سرمایه توسط بانک برای توازن بین المللی به خطر افتاده باشد.

علاوه بر این، رژیم آژانس های نرخ اعتباری کره ای به طور قابل ملاحظه ای در پی بحران مالی آسیا تغییر می یابد. اول، استانداردهای رتبه بندی اعتباری سخت تر برای صادر کنندگان برای افزایش نرخ خود آن را مشکل تر می سازد. دوم، آژانس های رتبه بندی اعتباری کره شروع به افزایش رقابت جهانی خود با ایجاد اتحاد و یا وابستگی به کسب و کار با آژانس های رتبه بندی بین المللی پیشرو کردند؛ برای مثال، شرکت سرمایه گذار کره ای، وابسته به آقای مودی در سال 1998، شرکت خدماتی سرمایه گذاری NICE با مسئولیت محدود وابسته

به DCR در سال 1998، و شرکت رتبه بندی کره، با مسئولیت محدود وابسته به Fitch IBCA در سال 1999 است.

سوم، محصولات ساختار یافته، از جمله اوراق بهادار با ارزش دارایی (ABS)، که به طور خاص برای افزایش اعتبار در نظر گرفته شده است، وارد بازار کره در سال 1999 می شود. چهارم، اجرای ساختار مناسب سرمایه پیشرفته جدید به نام بازل دوم، که در سال 2007 تصویب شد، مؤسسات بانکداری را مجبور می کند تا بیشتر بر ارزیابی ریسک اعتبار توسط آژانس های رتبه بندی خارجی تکیه کنند.

شرکت خدماتی سرمایه گذاری کره ای نظرات مستقل را در سه دسته ارائه می دهد: نرخ تعهدات طولانی مدت، نرخ کوتاه مدت و نرخ صادر کننده. نرخهای مذکور ارزش اعتبار یک صادر کننده خود یا یکی از مسائل مربوط به بدهی آن را ارزیابی می کند و می تواند یک نوع خاصی باشد. نرخ تعهدات بلندمدت نظرات مربوط به ریسک اعتباری نسبی ریسک تعهدات مالی با بلوغ اولیه یک سال یا بیشتر هستند. به طور کلی، نرخهای درازمدت به اوراق قرضه شرکتی، ABS و وام اختصاص داده می شود. نرخهای کوتاه مدت این امکان را بررسی می کند که تعهد مالی با بلوغ کمتر از یک سال به عنوان وعده داده شده افتخار داده نمی شود و به صورت اوراق بهادار تجاری حمایت می شود.

سه آژانس رتبه بندی اعتباری اصلی در نرخ های بلندمدت کره از AAA به D صادر می شود (شامل 10 دسته رتبه بندی عمومی می باشد، مانند AAA، AA، A، BBB، ...، CC، C، و D) در همان روش همانند آقایان استاندارد و پور. اصلاح کننده های سیگنال "+" و "-" می توانند به هر طبقه بندی نرخ عمومی از AA تا B (به عنوان مثال، AA، AA +، AA، و AA-) برای مجموع 20 دسته نرخ بندی، رتبه بندی شوند. اصلاح کننده "+" نشان می دهد که وظیفه نهایی بالاتر از رده بندی عمومی آن قرار دارد و اصلاح کننده "-" یک رتبه بندی را در انتهای پایین نشان می دهد. مسائل در چهار رده برتر (به عنوان مثال BBB- و بالاتر) به عنوان رتبه سرمایه گذاری نامیده می شوند و مسائل مربوط به BB + و پایین تر به عنوان درجه سودآوری به آنها اشاره می شود.

آستانه بین نرخها یا رتبه های درجه سرمایه گذاری و درجه سرمایه گذاری ریسکی دارای پیامدهای قابل توجه بازار برای ریسک پیش فرض صادرکنندگان می باشد. فرآیند برای اختصاص رتبه اعتباری به شرح ذیل است

"رتبه بندی های جدید" و "رتبه بندی مقدماتی" برای رتبه بندی اولیه انجام می شود، پیرو فرآیندهای دوره ای "رتبه بندی سالانه" و "بررسی در مورد رویداد اعتبار" می باشد. آژانس های کره ای به یک طرح بررسی رتبه بندی (همچنین به نام "فهرست پیگیری") اعتقاد دارد که وضعیت رتبه دهنده صادر کننده در شیوه های به موقع را به روزرسانی می کند. هنگامی که یک صادر کننده در "فهرست تحت نظر" برای بعضی دلایل قرار می گیرد، آژانس اعتقاد دارد که آیا تغییر در وضعیت رتبه به احتمال زیاد "ممکن است"، "کاهش احتمالی" یا "مسیر نامشخص" ارتقاء یابد. این سازمان همچنین "چشم انداز" شاخص ارائه می دهد، که هر تغییر نرخ احتمالی آینده صادر کننده را با پیشنهاد یک چشم انداز میان مدت (با افق دو ساله) یکی از چهار جهت: مثبت، پایدار، منفی و توسعه مشخص می کند.⁵

3. داده ها و روش شناسی

4.1 داده ها و انتخاب نمونه

این مطالعه از داده های معاملات سهام روزانه از 1 ژانویه 2000 تا 31 دسامبر سال 2015 برای شرکت ها در KOSPI استفاده می کند که توسط خدمات سرمایه گذاران کره ای، خدمات سرمایه گذاری NICE یا نرخهای کره نرخ بندی می شود.⁶

ما هر سابقه نرخ گذاری شرکت فردی را از پایگاه داده KIS-Value توسط خدمات سرمایه گذاران کره ارائه شده، از جمله تاریخ هر تغییر نرخ بندی، کلاس نرخ بندی مربوطه، بررسی نرخ بندی (به عنوان مثال فهرست تحت نظر)، چشم انداز نرخ، و غیره. برای بررسی اثرات تغییرات نرخ در قیمت سهام و حجم معاملات توسط نوع سرمایه گذار، ما قیمت سهام و حجم معاملات را (یعنی، حجم خرید و حجم فروش) هر شرکت از راهنمای FN را انتخاب می کند.

⁵ نمادهای مقیاس فهرست تحت نظر و چشم انداز در سراسر آژانس های نرخ بندی متفاوت هستند، اما به طور کلی، همه آنها از مقیاس سه بعدی برای فهرست تحت نظر و مقیاس چهار مورد برای چشم انداز استفاده می کند. جزئیات بیشتر در نمادها توسط سرویس سرمایه گذاران کره ارائه می شود (<http://www.kisrating.com>)، شرکت خدمات سرمایه گذاری NICE (<http://www.nicerating.com>) و شرکت رتبه بندی کره (<http://www.rating.co.kr>)

⁶ شرکت های مالی از نظر نمونه نسبت به اهرم های بالا حذف می شوند و ما این را تایید می کنیم نمونه ای که شامل شرکت های مالی می شود، نتایج بی طرفی را ایجاد می کند.

فرایند فیلترینگ زیر برای ساخت نمونه اولیه استفاده می شود. اول، در طول دوره نمونه، شرکت ها باید دارای شماره اوراق بهادار توسط یکی از سه سازمان نرخ بندی کره ای باشند. سپس یک شرکت در نمونه گنجانده شده تنها اگر مسائل مربوط به اوراق قرضه ناامن برجسته آن، یک تغییر نرخ را در طول دوره نمونه تجربه می کند. دوم، تاریخ رویداد تغییر نرخ به عنوان تاریخ انتشار مطبوعات تعریف می شود. علاوه بر این، اگر یک شرکت ارزیابی چندین نرخ بندی را توسط یک سازمان نرخ بندی مشابه در یک مدت زمان کوتاه تجربه کند، تنها اولین تاریخ انتشار مطبوعات و نرخ بندی مربوطه آن شامل می شود. سوم، اگر نرخ یک شرکت بیش از یک آژانس نرخ بندی در همان روز مورد ارزیابی قرار گیرد، این رویداد مشاهده شرکت با رعایت الزامات نرخ بندی اعتبار چندگانه نادیده گرفته می شود. در نهایت، نمونه به شرکت های فهرست شده در KRX محدود می شود که داده های بازده سهام از پایگاه داده ارزش KIS در دسترس است اگر تاریخ رویداد تغییر نرخ در خارج از روز معاملاتی سهام رخ دهد، مشاهده این رویداد از نمونه نادیده گرفته می شود.

ما یک اطلاعیه آلوده را به عنوان یک اطلاعیه تغییر نرخ تعریف می کنیم که با هر یک از دو شرایط زیر مطابقت دارد: (i) تغییر نرخ می تواند به بررسی نرخ قبلی (یعنی، "فهرست تحت نظر") نسبت داده شود یا (ii) تغییر نرخ همراه با یک اطلاعیه نرخ بندی قبلی توسط یکی از آژانس های رتبه بندی دیگر در عرض هفت روز دنبال می شود. مطالعات قبلی نشان می دهد که جایگاه صادر کننده در "فهرست تحت نظر" دارای یک اثر سیگنال است که شرکت کنندگان بازار اعتبار نرخ صادر کننده را درک می کنند که به شدت احتمال تغییر وجود دارد (هال، پردسو و وایت 2004، نردن و وبر 2004، پوردا 2007).

در انتها، "نمونه کامل" شامل همه رویدادهای نرخ بندی شناسایی شده از طریق فرایند فیلترینگ فوق الذکر است و نمونه "غیر مجاز" بیشتر اطلاعیه های آلوده را حذف می کند.

جدول 1 توزیع نمونه کامل و نمونه غیر مجاز را نشان می دهد. به طور کلی، نمونه کامل 963 رویدادهای تغییر نرخ باند را مشخص می کند: 583 ارتقاء و 380 کاهش. رویدادهای مذکور مربوط به 234 شرکت، از جمله 129 شرکت ارتقا یافته و 105 شرکت کاهش یافته است. در میان همه صنایع، صنعت ساخت و ساز بیش از 50 درصد از همه تغییرات نرخ اوراق قرضه را محاسبه می کند. این نمونه غیر مجاز شامل 703 تغییر نرخ بندی اوراق قرضه: 448 ارتقاء و 255 کاهش می باشد. سپس به جز رویدادهای آلوده، حجم کل نمونه به میزان 27

درصد کاهش و تعداد ارتقاء (کاهش) 23٪ (33٪) کاهش می یابد. پانل A جدول 1 توزیع نمونه را با تقویم سال نشان می دهد و به ویژه که، بیشترین تعداد رویدادهای تغییر نرخ در سال های 2001 و 2015 رخ داده است.

بر اساس گزارش ارائه شده توسط نرخ بندی های کره، تعدادی از شرکت های درجه سرمایه گذاری اعتبار خود را افزایش داده اند، توضیح می دهد که چرا ارتقاء در سال 2001 به میزان کمتری کاهش یافته است. از سوی دیگر، در سال 2015، رکود اقتصادی جهانی و عدم فعالیت موازی تجارت، به عملکرد شرکت آسیب می رساند، و به این ترتیب، کاهش تغییر نرخ چشمگیر است. علاوه بر این، با توجه به حجم تغییر رتبه (تعداد نمرات اصلاح شده که تغییرات نرخ را دارد)، تغییرات تنها یک درجه غالب است. علاوه بر این، شرکت هایی با نرخ A اکثریت نرخ تغییرات را تجربه می کنند.

	Full sample			Uncontaminated sample		
	Upgrades	Downgrades	Total	Upgrades	Downgrades	Total
Panel A: Sample distribution by year						
2000	14	17	31	13	13	26
2001	71	33	104	56	30	86
2002	44	14	58	36	13	49
2003	50	8	58	39	6	45
2004	50	10	60	37	8	45
2005	54	7	61	41	7	48
2006	30	7	37	26	6	32
2007	39	8	47	29	4	33
2008	39	16	55	29	10	39
2009	35	11	46	27	6	33
2010	56	6	62	37	3	40
2011	23	7	30	20	4	24
2012	31	26	57	24	16	40
2013	18	55	73	11	30	41
2014	20	63	83	16	40	56
2015	9	92	101	7	59	66
Panel B: Sample distribution by size of rating change						
1 grade	530	294	824	408	214	622
2 grades	25	51	76	14	25	39
3 grades	15	9	24	14	5	19
≥4 grades	13	26	39	12	11	23
Panel C: Sample distribution by pre-downgrade or pre-upgrade letter rating class						
AAA	0	3	3	0	2	2
AA	56	35	91	42	22	64
A	264	145	409	197	108	305
BBB	220	133	353	175	81	256
BB	35	49	84	28	35	63
B	6	13	19	4	7	11
≤CCC	2	2	4	2	0	2
Panel D: Number of rating changes that cross the investment-grade boundary						
Across investment-grade	27	47	74	20	26	46
Total	583	380	963	448	255	703

4.2 روش شناسی

این بخش نحوه برآورد بازده غیر طبیعی (AR)، حجم غیر عادی (AV) و عدم تعادل سفارش خالص (NOI) را سرتاسر اعلامیه های تغییر نرخ و شناسایی الگوهای معاملاتی از گروه های سرمایه گذاری مختلف را توضیح می دهد. پاسخ قیمت سهام به تغییرات اوراق قرضه با استفاده از AR از اوراق بهادار فردی بر اساس مدل تعدیل شده بازار ارزیابی می شود. میانگین بازده غیر عادی (AAR) برای به دست آوردن بازده غیر عادی تجمعی (CAR) در معادله (1) در یک دوره معین، جمع بندی می شود.

$$\begin{aligned}AR_{i,t} &= R_{i,t} - R_{m,t}, \\AAR_t &= \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}, \\CAR(t_1, t_2) &= \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t,\end{aligned}\quad (1)$$

جایی که $R_{i,t}$ و $R_{m,t}$ نرخ بازده سهام i و شاخص بازار KOSPI در روز رویداد t است. میانگین بازده غیر عادی در روز رویداد t است و n تعداد شرکتهای نمونه است. CAR سطح تغییر در بازده غیر طبیعی را قبل و بعد از رویداد امتیاز اوراق بهادار تغییر بررسی می کند و با استفاده از AAR به دست آمده در بالا برای یک پنجره چند روزه محاسبه می شود.

چا (2005) نشان می دهد که حجم معاملات یک پروکسی حیاتی برای عدم تقارن اطلاعاتی است. با توجه به حضور عدم تقارن اطلاعاتی در بازار مالی، ما بین تجارت آگاهانه و نقدینگی با بررسی حجم معاملات سرتاسر دوره های اطلاعاتی شرکت ها تمایز قائل می شویم، در طی آن عدم تقارن اطلاعاتی تمایل به حداکثر سازی دارد. برای بررسی اثر حجم معاملات مرتبط با تغییرات نرخ قرضه، حجم غیرطبیعی پس از زمان رویداد تجزیه و تحلیل می شود. AV پیرو هریس و گورل (1986) تخمین زده می شود که نشان می دهد تغییر در شدت تجارت با برآورد نسبت حجم معاملات در طول دوره رویداد به حجم معاملات در طول سال دوره پیش رویداد ارزیابی می شود:

$$AV_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{V_{m,t}} \times \frac{V_m}{V_i} \quad (2)$$

که V_m و V_i میانگین حجم معاملات سهام i و مجموع شاخص KOSPI، به ترتیب برای 160 روز معاملاتی از روز -180 به روز -21، با روز 0 به عنوان تاریخ انتشار مطبوعات $V_{i,t}$ ، $V_{m,t}$ حجم معاملات سهام i و کل شاخص KOSPI در روز رویداد t است. مقدار اندازه گیری انتظار می رود که بیشتر از یک باشد (با آمار t - قابل توجه از نظر آماری) اگر یک تغییر غیرطبیعی در حجم معاملات وجود داشته باشد. با استفاده از معادله (2) می توانیم حجم غیرطبیعی را با انواع سرمایه گذاران محاسبه کنیم (یعنی افراد داخلی، موسسات داخلی و سرمایه گذاران خارجی).

معادله (3) NOI روزانه را برای تجزیه و تحلیل الگوهای معاملاتی افراد داخلی، موسسات داخلی و سرمایه گذاران خارجی محاسبه می کند:

$$NOI_{i,t} = \left[\frac{BV_{i,t}}{BV_{i,t} + SV_{i,t}} \right] - 0.5, \quad (3)$$

جایی که BV_i ، $SV_{i,t}$ ، t حجم معاملات سهام i در روز رویداد t به ترتیب برای خرید و فروش سفارشات هستند. اگر $NOI_{i,t}$ بیشتر (کمتر) از 0 باشد، پس سهام i توسط یک گروه سرمایه گذار خاص در روز t زیاد خریداری یا فروخته می شود. این روش ها به بررسی اینکه آیا انواع سرمایه گذاران می توانند بهره برداری شوند یا خیر برای مزیت اطلاع رسانی آنها برای رسیدن به نتایج غیر طبیعی هدفمند است.

4. یافته های تجربی

5.1 واکنش بازار سهام به تغییر نرخ اوراق قرضه

جهت بررسی تأثیر تغییرات نرخ اوراق قرضه در قیمت سهام، CARها برای نمونه های ارتقاء و کاهش برای دوره 1 ژانویه 2000 تا 31 دسامبر 2015 برآورد می شوند. جدول 2 متوسط و میانگین CAR برای ارتقاء و کاهش با استفاده از نمونه کامل نشان می دهد. در برابر ستون های میزان- سرمایه گذاری، نتایج را برای نمونه های فرعی تغییرات ارزی از درجه سرمایه گذاری به درجه سودآوری یا برعکس تغییر می دهد.

اول، پنل A از جدول 2 نشان می دهد که بازده سهام بطور مثبت به ارتقاء اطلاعاتیه ها پاسخ می دهد. CAR از نظر آماری برای هر دو دوره های پیش-رویداد و پس از رویداد مهم هستند. سرتاسر دوره رویداد (روز -1 به +1)، CARها نسبتاً اندک هستند اما از لحاظ آماری در سطح 1٪ معنی دار است، که نشان می دهد اخبار مثبت وارد قیمت سهام پیش از اعلام رسمی شده است. از نظر آماری CARS پس از اطلاعاتیه روزانه مهم هستند، از طرفی دیگر، اثر تاخیر در ارتقاء در بازده سهام را نشان می دهد. پنل B از جدول 2 نشان می دهد که این بازده سهام (CARS) به طور منفی به کاهش اطلاعاتیه پاسخ می دهد و این نتیجه از نظر آماری در سطح 1٪ در دوره قبل از رویداد (روز -20 تا -11، روز -10 و -2) و سرتاسر دوره رویداد (روز -1 به +1) مهم است. سپس، با توجه به تغییرات نرخ در مرز درجه سرمایه گذاری، ارتقاء (کاهش) از درجه سوداگری (سرمایه گذاری) به درجه سرمایه گذاری (سوداگری) تاثیر مثبت (منفی) بیشتری بر CAR دارد. بازار قوی تر به تغییرات نرخ در سطح مرزی پاسخ می دهد که نشان دهنده تفاوت قابل توجه در ریسک اعتباری بین درجه سرمایه گذاری، درجه حدس و گمان شرکت می باشد.

Panel A: Upgrades								
Event window (days)	All (N=583)				Across investment-grade (N=27)			
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	2.37***	5.87	1.54***	48.5	1.57	0.88	0.84	2.5
[-20, -11]	1.37***	3.48	0.81**	30.5	1.8	0.88	-0.58	-2.0
[-10, -2]	2.81*	1.87	0.71**	26.5	4.64**	2.22	4.56	3.5
[-1, 1]	0.60***	2.95	0.39*	23.5	2.35*	1.81	1.32	2.5
[2, 10]	1.28***	3.19	0.70*	22.5	0.9	0.53	0.29	0.5
[11, 20]	2.88*	1.88	1.12**	36.5	2.6	1.61	0.58	0.5
[21, 30]	1.09***	2.78	1.10**	39.5	0.21	0.1	-1.91	-4.0

Panel B: Downgrades								
Event window (days)	All (N=380)				Across investment-grade (N=47)			
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	-0.87	-1.38	-1.38**	-20.0	-4.04*	-2.1	-2.48	-5.0
[-20, -11]	-2.27***	-3.46	-1.82***	-34.0	-1.23	-0.7	-1.17	-5.0
[-10, -2]	-2.20***	-3.06	-1.49**	-30.0	-6.19**	-2.7	-7.86***	-12.0
[-1, 1]	-2.48***	-4.36	-0.31*	-18.0	-8.87***	-3.6	-3.90**	-9.0
[2, 10]	1.11	1.26	-0.62	-13.0	1.61	0.45	-1	-5.0
[11, 20]	0.21	0.17	-2.12***	-28.0	7.29	0.82	-1.96	-2.0
[21, 30]	2.11	0.67	-0.23	-7.0	-2.62	-1.2	-1.77	-2.0

جدول 2

مطالعات پیشین نشان می دهد که بازده سهام مختلف به ارتقا و کاهش رتبه برای دلایل متعدد پاسخ می دهد. اول، چمبرز و پنمان (1984) دریافتند که شرکت ها تمایل دارند تا نسبتاً در مورد اطلاعاتیه های خبر خوب زودگذر باشند، در حالی که اعلام خبر های بد اغلب گزارش های ناگهانی را تجربه می کند.

در این زمینه، بازده سهام غیرمعمول در پاسخ به ارتقا به دنبال اخبار خوب از نظر آماری در طول دوره رویداد اعلام شده (روزها -1 به +1) مهم نیست، همانطور که این اطلاعات، هم اکنون در قیمت های بازار سهام قبل از اطلاعات منعکس شده است. در مقابل، از نظر آماری بازده های منفی غیرمعمول مهمی در سرتاسر کاهش پیرو اخبار بد در روزهای 1 تا 2 به علت تاخیر نسبی در گزارش مشاهده می شود.

دوم، حضور بی ثباتی نامتقارن از این استدلال حمایت می کند که نوسانات بازگشت سهام در بازارهای رکود (شوک منفی) بیشتر از بازارهای پررونق (شوک های مثبت) است. بنابراین، بازار سهام به کاهش نرخ بندی از ارتقاء حساس تر واکنش نشان می دهد به دلیل کاهش نرخ نشان می دهد که صادر کننده دارای یک ریسک اعتباری بالاتر است، که سیگنال های منفی را به بازار می فرستد.

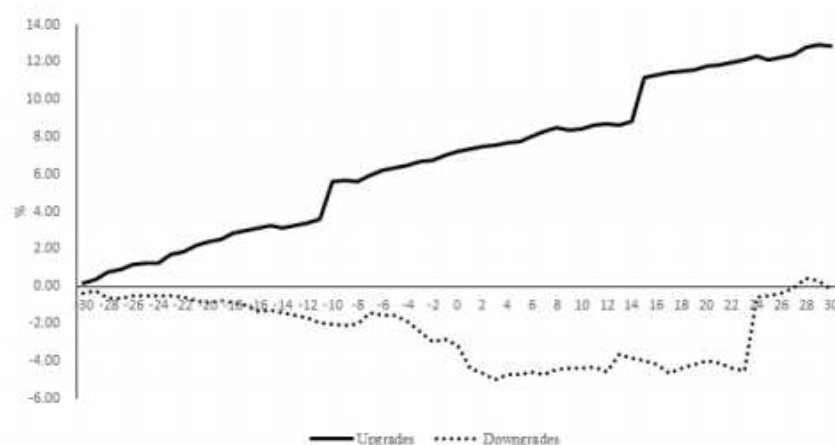
جدول 3 نتایج پاسخ بازار سهام به تغییر نرخ اوراق بهادار بر اساس نمونه غیر مجاز آماده ارائه می دهد. از نظر آمار بازده غیر طبیعی (CARs) قابل توجهی سرتاسر دوره رویداد (روز -1 به +1) برای هر دو ارتقاء و رتبه بندی، به جز زمانی که فقط با در نظر گرفتن ارتقاء از درجه سوداگری به درجه سرمایه گذاری اعلام می شود. به هر حال، بازده ها به طرز معقولی کوچکتر از آنهایی هستند که با استفاده از نمونه کامل یافت می شوند. شکل 2 مسیر CAR را با گذشت زمان از ارتقاء و به حداقل رساندن دوره رویداد با استفاده از نمونه های غیر مجاز نشان می دهد (روزهای -30 و 30).

این رقم بر واکنش بازار بورس قوی تر به کاهش قیمتتها نسبت به ارتقاء آن در روز اعلام تغییر نرخ تاکید می کند.

Panel A: Upgrades								
Event window (days)	All (N=448)				Across investment-grade (N=20)			
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	2.19***	4.75	1.64***	40.0	1.39	0.72	0.90	2.0
[-20, -11]	1.40***	3.10	0.76**	24.0	1.40	0.60	-0.67	-2.0
[-10, -2]	3.21	1.65	0.63*	18.0	4.83*	1.78	5.49	3.0
[-1, 1]	0.55**	2.29	0.37*	18.0	2.31	1.36	0.99	1.0
[2, 10]	1.12**	2.49	0.46	15.0	1.25	0.63	0.72	1.0
[11, 20]	3.34*	1.69	0.79*	21.0	1.54	0.84	-0.99	-1.0
[21, 30]	1.08**	2.38	1.12***	31.0	-1.91	-0.82	-2.57	-4.0

Panel B: Downgrades								
Event window (days)	All (N=255)				Across investment-grade (N=26)			
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	-0.76	-1.11	-1.65**	-17.5	-3.38	-1.23	-2.28	-3.0
[-20, -11]	-1.19*	-1.80	-1.29*	-14.5	0.70	0.39	-0.88	-1.0
[-10, -2]	-1.03	-1.30	-1.32*	-15.5	-1.71	-0.52	-3.05*	-5.0
[-1, 1]	-1.39**	-2.45	-0.01	-1.50	-6.55**	-2.52	-2.90	-4.0
[2, 10]	0.00	0.00	-0.77	-12.5	3.14	0.65	-0.55	-2.0
[11, 20]	0.39	0.29	-1.53	-13.5	6.07	0.52	-0.77	0.0
[21, 30]	3.80	0.82	-0.31	-7.5	-0.44	-0.20	-1.65	-1.0

جدول 3



شکل 2

دوره نمونه ما شامل بحران جهانی مالی اخیر 2008 (GFC) است.^۷ واکنش بازار سهام به کاهش، انتظار می رود که بطور قابل توجهی در طول رونق و پایدار دوره های ثابت از دوره های رکود اقتصادی منفی باشد، زمانی که تخفیفات بیشتر شایع هستند، که این نشان می دهد سرمایه گذاران ممکن است در طول دوره رونق به کاهش نرخ بهره برسند. جو ریون، لیو و شی (2005) واکنش های ضعیف تری به کاهش دوره های رکود اقتصادی به دلیل وقایع مکرر کاهش در طول رکود اقتصادی استناد می کنند. در مقابل، ارتقاء در طی رکود اقتصادی ممکن است منجر به تقویت مثبت شود از آنجایی که آنها نشان می دهد که شرکت ها از نظر مالی با وجود رکود اقتصادی قوی باقی می ماند. ما بنابراین امکان واکنش های متفاوتی را به تغییرات ریسک در بین روندهای بازار و رکود اقتصادی دوره نمونه به بخش های ذیل تقسیم شده است (i) دوره های رکود، از جمله سال 2001، زمانی که بازار همچنان نزولی است و سال 2008، زمانی که بازار پس از GFC در رکود بود، و (ii) دوره های دیگر، از جمله دوره های رونق زمانی که روند KOSPI به سمت دوره های بالا و پایدار بود.

جدول 4 شواهدی از بازده سهام غیر طبیعی در رابطه با شرایط مختلف بازار با استفاده از نمونه غیر مجاز ارائه می دهد. از 488 (255) حادثه ارتقاء (کاهش) در نمونه غیر مجاز، 199 (63) حوادث ارتقاء (کاهش) در دوره رکود رخ می دهد (رکود). CAR برای ارتقاء در طول رونق و دوره های ثابت (دیگر) مثبت هستند و از لحاظ

⁷ مطالعات دیگر بازار کره ای در دوره تجزیه و تحلیل GFC نشان می دهد که رفتار سرمایه گذار و واکنش های بازار در طول بحران و دوره های رکود می تواند الگوهای مختلفی را از مواردی در دوره های عادی یا رونق نشان دهد (هان، کوتان و ریو، 2015؛ کیم و ریو، 2015a، b؛ کیم، ریو و سئو، 2015؛ آهنگ، ریو و وب، 2016).

آماري برای پنجره های پیش رویداد (روز -30 تا -21 و -20 تا -11) قابل توجه است، رویداد پنجره سرتاسر روز (روز -1 به +1) و پنجره بعد از رویداد (روز +2 تا +10) اعلام می شود. بر خلاف پاسخ های بازگشت در دوره های رونق و ثابت، پاسخ بازگشت به ارتقاء در طول دوره های رکود اقتصادی از لحاظ آماری ناچیز است. برای کاهش رتبه، CARS در طول رونق و دوره های ثابت منفی و از نظر آماری برای پنجره قبل از رویداد ناچیز (روز -10 به -2) و پنجره رویداد سرتاسر روز اعلام (روز -1 به +1) هستند. از سوی دیگر، CARS در طول رکود اقتصادی، اهمیت آماری حاشیه ای را فقط برای پنجره پیش رویداد نمایش می دهد (21 تا 30 روز). همچنین اشاره شده است که واکنش به کاهش، بطور قابل توجهی در طول رونق و دوره های ثابت قبل از اعلام منفی است.

به طور کلی، ما متوجه می شویم که بازار سهام به طور مثبت (بطور منفی) به ارتقاء (کاهش) با اهمیت آماری در طول دوره های رونق و پایدار واکنش نشان می دهد، اما واکنش بازار سهام به کاهش از لحاظ آماری در طول دوره رکود اقتصادی نامطلوب است. این نتایج با یافته های مطالعات قبلی مطابقت دارد که ارتقا یا کاهش تاثیر قابل توجهی بر بازده سهام در طول دوره های رکود اقتصادی ندارد (باون، جانسون، و شولین 1989، جوریون لیو و شای 2005).⁸

Panel A: Upgrades									
Event window (days)	Recession (N=199)				Other (N=249)				
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	
[-30, -21]	1.24*	1.84	1.07**	14.5	2.94***	4.69	2.02***	25.5	
[-20, -11]	0.81	1.16	0.52	7.5	1.86***	3.16	1.00**	16.5	
[-10, -2]	0.3	0.52	-0.26	-7.5	5.53	1.59	1.43***	25.5	
[-1, 1]	0.07	0.18	0.19	4.5	0.93***	3.09	0.40*	13.5	
[2, 10]	0.48	0.69	0.36	5.5	1.62***	2.82	0.65	9.5	
[11, 20]	0.74	1.21	-0.03	-0.5	5.42	1.54	1.56**	21.5	
[21, 30]	1.38*	1.81	1.61*	13.5	0.85	1.54	0.8**	17.5	

Panel B: Downgrades									
Event window (days)	Recession (N=63)				Other (N=192)				
	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	CAR(%)	t-stat	Med	WSR	
[-30, -21]	-2.98*	-1.85	-4.16**	-8.5	-0.03	-0.04	-1.08	-9.0	
[-20, -11]	-2.33	-1.47	-2.00	-4.5	-0.81	-1.15	-1.15	-10.0	
[-10, -2]	3.29	1.36	1.72**	11.5	-2.45**	-3.7	-2.35***	-27.0	
[-1, 1]	-1.33	-1.03	-0.30	-2.5	-1.41**	-2.26	0.02	1.0	
[2, 10]	3.12	1.41	0.20	1.5	-1.03	-0.93	-1.25*	-14.0	
[11, 20]	0.48	0.27	-0.14	-0.5	0.36	0.21	-1.54**	-13.0	
[21, 30]	-2.3	-1.36	-1.77	-3.5	5.8	0.94	-0.07	-4.0	

⁸ بوئن، جانسون و شولین (1989) دوره مثبت کلی و از نظر آماری رابطه قابل توجهی بین عملکرد قیمت سهام و اعلامیه های کسب و کار خاص پیدا می کنند، اما آنها متوجه شدند چنین شواهدی برای دوره نمونه برداری از سقوط بازار سهام در سال 1987 وجود ندارد.

جدول 4

5.2 رفتار تجاری در واکنش به تغییر نرخ توسط نوع سرمایه گذار

بازار سهام کره چارچوب مشخصی دارد که سرمایه گذاران فردی داخلی شرکت کنندگان اصلی در بازار هستند. سرمایه گذاران فردی معمولاً فرض می شود بی اطلاع باشند معاملات سر و صدا و سودگرا انجام می دهند، در حالی که سرمایه گذاران شرکتی بیشتر آگاه و توانمند هستند. بنابراین، در این بخش، حجم معاملات و عدم تعادل سفارش خالص هر گروه سرمایه گذار سرتاسر اطلاعاتی های تغییر نرخ بررسی می شود برای تعیین اینکه آیا تقارن اطلاعات در گروه های مختلف سرمایه گذاران وجود دارد. به طور خاص، ما در مورد این اطلاعات نامتقارن تمرکز می کنیم که برای تحقق بخشیدن به سود سرمایه استفاده می شود. اولاً حجم معاملات غیر طبیعی سرتاسر اطلاعاتی ها مشاهده می شود. بیور (1968) و کارپ آف (1987) شواهدی را برای حجم معاملات غیرمعمول سرتاسر یک رویداد پیدا می کند که می توان آن را به این احتمال نسبت داد که شرکت کنندگان در بازار تفسیر های مختلفی دارند و بنابراین انتظارات متفاوتی از یک رویداد مشابه به علت عدم تقارن اطلاعاتی دارند.

اگر سرمایه گذاران نرخ اعتباری اختصاص داده شده به یک شرکت را درک کنند همانطور که اهمیت تصمیم گیری های سرمایه گذاری خود، واکنش سرمایه گذاران به ارتقاء و کاهش باید متفاوت باشند بنابراین، برای نشان دادن الگوهای مختلف معاملاتی (یعنی، حجم معاملات) از هر گروه سرمایه گذار، نمونه به گروه های زیر طبقه بندی می شود: الف) بازار به عنوان یک کل (سرمایه گذاران در مجموع) ب) افراد داخلی، ج) موسسات داخلی، د) سرمایه گذاران خارجی.

جدول 5 نتایج مقایسه پاسخ حجم معاملات به ارتقاء با آن را نشان می دهد که با استفاده از نمونه های غیر مجاز برای درک بهتر رفتار سرمایه گذار سرتاسر اطلاعاتی های تغییر نرخ کاهش می یابد. در کل برای بازار (سرمایه گذاران در مجموع)، از نظر آماری AVS قابل توجه مشاهده می شود که هر دو ارتقاء و کاهش را تجربه می کنند. ارتقاء AVS را افزایش می دهد که قابل توجه هستند و بیشتر از یک، اما نسبتاً کوچک است، که شواهد کمی برای حجم قوی اثر مرتبط با ارتقاء را ارائه می دهد. در مقابل، کاهش ها به طور قابل توجهی AVS قوی تر، سرتاسر روز اعلام (روز -1 به +1) و برای پنجره بعد از

رویداد مرتبط هستند (روزها +11 تا +20 و +21 تا +30). این نتیجه نشان می دهد که واکنش های حجم غیر طبیعی برای کاهش قوی تر از واکنش به ارتقاء است، که مطابق با شواهد قبلی، قیمت سهام حساسیت بیشتری برای کاهش نسبت به ارتقاء آن ها واکنش نشان می دهد.

Panel A: Upgrades								
Event window (days)	All		Individuals		Institutions		Foreigners	
	AV	t-stat	AV	t-stat	AV	t-stat	AV	t-stat
[-30, -21]	1.07**	-1.77	1.03	-0.92	1.21***	-3.64	1.49***	-3.17
[-20, -11]	1.15**	-2.12	1.13	-1.59	1.26***	-4.04	2.09**	-2.22
[-10, -2]	1.08**	-2.02	1.06	-1.44	1.29***	-4.14	1.43**	-2.86
[-1, 1]	1.13**	-2.48	1.12*	-1.93	1.26***	-3.7	1.43***	-3.51
[2, 10]	1.09*	-1.93	1.07	-1.39	1.51**	-2.29	1.68***	-3.14
[11, 20]	1.08*	-1.91	1.04	-0.96	1.43***	-2.96	1.59***	-4.07
[21, 30]	1.09**	-2.35	1.06	-1.41	1.33***	-3.41	1.78***	-3.27

Panel B: Downgrades								
Event window (days)	All		Individuals		Institutions		Foreigners	
	AV	t-stat	AV	t-stat	AV	t-stat	AV	t-stat
[-30, -21]	1.37**	-2.22	1.44**	-2.41	1.54	1.51	1.07	0.84
[-20, -11]	1.19***	-2.69	1.24***	-3.09	1.23	1.53	1.06	0.85
[-10, -2]	1.24***	-3.16	1.33***	-3.59	1.00	0.04	1.20**	2.09
[-1, 1]	1.60***	-3.54	1.68***	-3.86	21.82	1.05	1.17	1.41
[2, 10]	4.53	-1.23	4.79	-1.27	130.41	1.00	1.49**	2.38
[11, 20]	2.14*	-1.93	2.32**	-2.12	1.37	1.12	1.80*	1.92
[21, 30]	2.21*	-1.75	2.38*	-1.91	29.24	1.02	1.40*	1.90

{جدول 5}

بعد، ما در مورد حجم معاملات غیر طبیعی توسط نوع سرمایه گذار بحث می کنیم. اول، برای سرمایه گذاران فردی داخلی، حجم های غیر عادی از لحاظ آماری (AV بیشتر از 1) سرتاسر ارتقاء اطلاعیه ها معنی دار هستند. جالب توجه است، اطلاعیه های کاهش از نظر آماری حجم غیر عادی مهمی را در همه پنجره های رویداد استخراج می کند، و به ویژه، حجم های غیر طبیعی به نظر می رسد به سرعت سرتاسر روز اطلاعیه (روز -1 به +1) و برای پنجره بعد از رویداد (روز +11 تا +20 و +21 تا +30) رشد کنند، به این معنی است که سرمایه گذاران فردی نسبت به ارتقاء به شدت واکنش نشان می دهند.

دوم، برای موسسات داخلی، حجم های غیر طبیعی وجود دارد (AV بیش از 1) و از نظر آماری برای هردو قبل و بعد از ارتقاء اطلاعیه مهم است. قابل توجه است اگرچه تجارت حجم اطلاعات در طول آگهی های پایین تر افزایش می یابد، از لحاظ آماری ناچیز است. در آخر، برای سرمایه گذاران خارجی، AV ها از نظر آماری قبل و بعد از ارتقاء اطلاعیه مهم هستند، در حالی که از نظر آماری در واکنش به اطلاعیه های کاهش، عمدتاً در طول

پنجره بعد از رویداد مهم هستند. به طور کلی، این نتایج نشان می دهد که 1) حجم معاملات به شدت اندک نسبت به ارتقاء واکنش نشان می دهد، که با واکنش قیمت سهام سازگار است و 2) ارتقاء اطلاعیه ها باعث افزایش قابل توجهی در حجم معاملات (AV) از نظر آماری در کل گروه های سرمایه گذار می شود، در حالی که افزایش قابل توجه در حجم معاملات تنها در میان افراد داخلی مشاهده می شود که اطلاعیه های پایین تر را انجام می دهند. بنابراین، نتایج نشان می دهد که انواع مختلفی از سرمایه گذاران واکنش های مختلف به رویدادهای یکسان (ارتقا یا کاهش) دارند. دوم، برای بررسی بیشتر رفتار تجاری، عدم تعادل سفارش خالص هر گروه سرمایه گذار سرتاسر اطلاعیه های تغییر نرخ را محاسبه می کنیم. جدول 6 گزارش می دهد که در پاسخ به ارتقاء اطلاعیه، مازاد سفارشات فروش (NOI منفی) برای افراد داخلی و موسسات مشاهده می شود، در حالی که عدم تعادل سفارشات (بیش از سفارشات خرید، NOI مثبت) برای سرمایه گذاران خارجی ثبت می شود. هر دو NOI منفی برای سرمایه گذاران فردی و NOI مثبت برای سرمایه گذاران خارجی از نظر آماری مهم هستند. به ویژه، سرمایه گذاران خارجی محل خرید قابل توجه سفارشات قبل از اعلام ارتقا را بعد از اعلام بیشتر می کنند. منطق برای الگوهای تجاری مذکور مرتبط با ارتقاء ممکن است بازده سهام مثبت غیرطبیعی سرتاسر اطلاعیه ارتقا داشته باشد، همانطور که قبلا در این مطالعه یافت می شود. به نظر می رسد که افراد داخلی تمایل به دادن سفارشات بیشتر در تمام پنجره های مشاهده را دارند و به این ترتیب از طریق اطلاعیه ارتقاء محروم می شوند، در حالی که سرمایه گذاران خارجی سهام را پس از پیش بینی ارتقای سود سرمایه بیش از یک افق بلند مدت می خرند، که نشان دهنده مزیت اطلاعات (معایب) سرمایه گذاران خارجی (سرمایه گذاران فردی داخلی) است.⁹

⁹ هر دو لبه اطلاعات سرمایه گذاران خارجی و ضعف نسبی افراد داخلی در بازارهای مشتقات شاخص بورس کره، مشاهده می شود که بالاترین رتبه را در میان مشتقات بازارهای جهانی نشان می دهد. به عنوان مثال، یک سری مطالعات از جمله آن، کانگ و ریو (2008، 2010)، چانگ، پارک و ریو (2016)، هان، هوانگ و ریو (2015)، ریو (2013، 2015)، سیم، ریو و یانگ (2016) و یانگ، چوی و ریو (2017) گزارش دادند که سرمایه گذاران خارجی آگاه و پیچیده هستند، در حالی که افراد داخلی در آینده شاخص سهام کره، و بازار گزینه مشغول و بی اطلاع هستند، که یکی از نقدینه گی ترین و نمایندگی بازارهای مشتقات در جهان و دارایی اساسی آن شاخص بازار سهام KOSPI 2000 می باشد.

Panel A: Upgrades												
Event window (days)	Individuals				Institutions				Foreigners			
	NOI	t-stat	Med	WSR	NOI	t-stat	Med	WSR	NOI	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	-0.16***	-5.69	-0.11***	-46.0	0.02	0.37	0.12	16.5	0.16**	2.42	0.10**	23.5
[-20, -11]	-0.16***	-5.83	-0.08***	-48.0	0.04	0.68	0.03	2.0	0.25***	3.61	0.24***	39.0
[-10, -2]	-0.11***	-4.26	-0.07***	-37.5	0.02	0.36	0.03	6.5	0.16**	2.48	0.02	15.5
[-1, 1]	-0.04***	-3.72	-0.01*	-19.5	-0.03	-1.06	-0.02	-12.5	0.07**	2.26	0.01**	22.0
[2, 10]	-0.13***	-5.13	-0.07***	-31.5	-0.08	-1.38	-0.04	-10.5	0.17***	2.78	0.10**	21.0
[11, 20]	-0.12***	-4.20	-0.04*	-20.0	-0.04	-0.63	-0.02	-4.0	0.14**	2.01	0.09**	21.0
[21, 30]	-0.18***	-5.99	-0.10***	-42.5	-0.05	-0.74	-0.03	-9.5	0.17**	2.50	0.05*	18.0

Panel B: Downgrades												
Event window (days)	Individuals				Institutions				Foreigners			
	NOI	t-stat	Med	WSR	NOI	t-stat	Med	WSR	NOI	t-stat	Med	WSR
[-30, -21]	0.06**	2.56	0.02***	29.0	-0.39***	-4.45	-0.49***	-32.5	-0.02	-0.31	0.00	-5.0
[-20, -11]	0.07***	2.67	0.03***	29.5	-0.58***	-5.98	-0.50***	-42.0	-0.03	-0.39	0.00	2.0
[-10, -2]	0.03	1.14	0.01**	18.0	-0.46***	-5.29	-0.50***	-29.5	0.03	0.37	0.00	-2.5
[-1, 1]	0.00	0.39	0.00**	18.5	-0.20***	-5.02	-0.12***	-24.5	0.00	0.10	0.00	0.5
[2, 10]	0.05*	1.94	0.01***	21.5	-0.58***	-6.44	-0.45***	-38.0	-0.10	-1.40	-0.05	-14.0
[11, 20]	0.02	0.80	0.01**	20.0	-0.72***	-7.82	-0.50***	-49.0	-0.04	-0.47	0.00	-8.5
[21, 30]	-0.01	-0.26	0.00	8.50	-0.56***	-5.90	-0.40***	-26.5	-0.01	-0.13	0.00	-5.0

جدول 6

در واکنش به اطلاعیه های کاهش، موسسات داخلی و سرمایه گذاران خارجی به سفارشات فروش بیشتر (NOI منفی) واکنش نشان می دهند، که برخلاف تمایل افراد برای سفارشات خرید بیشتر است (NOI مثبت). NOI های منفی برای مؤسسات داخلی از نظر آماری در رویداد ویندوز هر دو قبل و بعد از اطلاعیه مهم هستند، اما برای سرمایه گذاران خارجی، از نظر آماری ناچیز هستند. NOI مثبت برای سرمایه گذاران فردی قبل از اطلاعیه (روز -30 تا -21 و -20 تا -11 و -10 تا -2 و -1، 1 و 2، 10 و 11، 20 و 21 تا -30 و 11 تا -) و بعد از اعلام (روزها +2 تا +10) از نظر آماری قابل توجه هستند. با در نظر گرفتن بازده سهام منفی غیرطبیعی سرتاسر اطلاعیه های پایین، الگوی معاملاتی که در آن افراد تمایل به خرید بیشتر دارند در حالیکه موسسات و سرمایه گذاران خارجی برای فروش بیشتر ترجیح می دهند به این معنی است که سرمایه گذاران فردی احتمال بیشتری دارند که به زیان های احتمالی سرمایه دچار شوند و بنابراین، از طریق آگهی های کاهش محروم هستند.

با توجه به شواهد الگوهای تجاری مختلف سرمایه گذار نسبت به این رویداد، می توان نتیجه گرفت که این تغییرات نرخ تاثیرمهمی نه تنها بر قیمت سهام، بلکه همچنین بر رفتار سرمایه گذار دارد، همانطور که توسط حجم معاملات و الگوهای تجاری نشان داده شده است.

5.3 تجزیه و تحلیل مقطعی از بازده سهام اضافی

در این بخش، تنوع مقطعی از بازده غیر طبیعی سرتاسر تاریخ اطلاعاتیه تغییر نرخ را با استفاده از رگرسیون زیر مورد بررسی قرار می دهیم:

$$CAR(-1,1)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CRDiff_{i,t} + \beta_2 Grade_{i,t} + \beta_3 Recession_t + \beta_4 AV_{i,t}^{IND} + \beta_5 AV_{i,t}^{INS} + \beta_6 AV_{i,t}^{FOR} + \beta_7 NOI_{i,t}^{IND} + \beta_8 NOI_{i,t}^{INS} + \beta_9 NOI_{i,t}^{FOR} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} CF_{i,t} + \beta_{13} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

جایی که $CAR(-1,1)$ را سرتاسر دوره اطلاعاتیه (رویداد) (روزها -1 به +1) نشان می دهد و $CRDiff$ نشان دهنده قدر مطلق تغییر رتبه است. برای برآورد $CRDiff$ ، درجه نرخ بندی طبقه بندی به متغیرهای اصلی ارزیابی شده در یک مقیاس 22 نمره تبدیل می شوند (1 نشان دهنده رتبه AAA، و 22 امتیاز D را نشان می دهد). درجه برابر با یک است اگر یک ارتقاء (کاهش) از درجه سوداگرانه (سرمایه گذاری) به درجه سرمایه گذاری (سوداگرانه) رخ می دهد و در غیر این صورت صفر است. رکود متغیر ساختگی برابر با یک است اگر تغییر نرخ در طول دوره رکود اقتصادی در نمونه ما رخ می دهد و در غیر این صورت صفر است. $AVINS$ ، $AVIND$ ، و $AVFOR$ بر عدم توازن سفارش خالص برای افراد داخلی، مؤسسات داخلی و سرمایه گذاران خارجی دلالت دارد، که به ترتیب در سراسر اطلاعاتیه دوره (روز -1 به +1) نشان می دهد.

$SIZE$ ، LEV ، CF و ROA متغیرهای کنترل هستند که مشخصات خاص شرکت را در بر می گیرند. $SIZE$ اندازه شرکت ارزیابی می شود توسط لگاریتم سرمایه بازار ارزیابی می شود و LEV نشان دهنده اهرم کتاب که توسط تقسیم کل بدهی ارزیابی شده و توسط ارزش دفتری کل دارایی ها تعیین می شود. CF نسبت جریان نقدی به ارزش دفتر دارایی های کل و ROA توسط تقسیم سود سهام درآمد خالص با ارزش دفتر دارایی کل اندازه گیری می شود.

جدول 7 برآورد پارامترهای مدل رگرسیونی را گزارش می کند که اثرات مجموعه داده شده از متغیرها در بازده غیر طبیعی ($CARS$) بررسی می شود. اول، سرتاسر آگهی ارتقاء (نگاه کنید به ارتقاء)، $NOIIND$ ($NOIFOR$) از نظر آماری تأثیر منفی (مثبت) در بازده غیر طبیعی دارد. این نتیجه نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بین انواع سرمایه گذاران وجود دارد که توسط جدول 6 پشتیبانی می شود. افراد داخلی سفارشات فروش بیشتر در زمان اطلاعاتیه می دهند، در حالی که سرمایه گذاران خارجی با خرید بیشتر برای بدست آوردن سود سرمایه برنامه ریزی می کنند. از سوی دیگر، سرتاسر اطلاعاتیه کاهش (به کاهش مراجعه

کنید)، از نظر آماری (NOIIND (NOIINS اثر منفی (مثبت) قابل توجه بر بازده غیر طبیعی دارد. این نتایج همگام با درک حاصل از جدول 6 تفسیر می شود که افراد داخلی احتمال خراب شدن سفارشات خرید خود را دارند (NOI) مثبت، در حالی که سرمایه گذاران شرکتی به احتمال زیاد با فروش (منفی NOI) بر روی کاهش اطلاعیه به بازده غیر طبیعی مثبتی دست می یابند. دوم، یک اثر اندازه آماری معنی دار سرتاسر ارتقاء اطلاعیه مستند می شود (نگاه کنید به ارتقاء). شرکت بزرگتر، بیشتر بازده غیر طبیعی است. با این حال، شواهد مشابهی برای اطلاعیه های کاهش یافت نشد، که نشان می دهد بازده منفی غیرعادی سرتاسر کاهش، به احتمال زیاد تحت تاثیر استراتژی ها تجاری سرمایه گذاران از طریق متغیرهای خاص شرکت قرار می گیرد.

جدول 7

	Upgrades				Downgrades			
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
Intercept	-7.25* (-1.75)	-8.43** (-2.00)	-8.31* (-1.93)	-8.13* (-1.78)	8.39 (1.25)	9.26 (1.37)	9.06 (1.35)	8.45 (1.29)
CRDiff	-0.22 (-0.91)	-0.14 (-0.58)	-0.11 (-0.36)	-0.10 (-0.34)	1.18 (0.99)	1.12 (0.99)	1.14 (0.99)	1.20 (1.03)
Grade	-0.87 (-0.86)	-0.98 (-0.98)	-1.06 (-0.94)	-1.08 (-0.94)	-5.35 (-1.58)	-5.57* (-1.67)	-5.63* (-1.66)	-5.74* (-1.69)
Recession	4.20** (2.50)	3.70** (2.13)	3.58** (2.05)	3.57** (2.03)	-2.80 (-0.99)	-3.13 (-1.01)	-3.10 (-1.02)	-3.07 (-0.99)
AV ^{IND}	0.41 (0.87)	0.41 (0.86)	0.56 (1.17)	0.56 (1.16)	0.37 (0.41)	0.23 (0.24)	0.21 (0.23)	0.14 (0.14)
AV ^{INS}	-0.95* (-1.88)	-0.90* (-1.76)	-0.98* (-1.92)	-0.10* (-1.92)	-1.60 (-1.37)	-1.56 (1.30)	-1.60 (-1.32)	-1.52 (-1.26)
AV ^{FOR}	0.73 (1.45)	0.74 (1.46)	0.69 (1.29)	0.70 (1.31)	-2.92*** (-2.85)	-3.05*** (-2.6)	-3.06** (-2.55)	-2.89** (-2.41)
NOI ^{IND}	-2.56*** (-5.38)	-2.46*** (-5.08)	-2.45*** (-4.98)	-2.43*** (-4.91)	-3.04*** (-2.72)	-3.07*** (-2.66)	-3.10*** (-2.65)	-3.10*** (-2.69)
NOI ^{INS}	0.64 (1.25)	0.69 (1.33)	0.71 (1.33)	0.71 (1.34)	2.92*** (2.61)	3.00*** (2.68)	3.07*** (2.70)	3.01*** (2.69)
NOI ^{FOR}	1.42*** (2.65)	1.29** (2.46)	1.32** (2.42)	1.32** (2.43)	-0.20 (-0.19)	-0.25 (-0.22)	-0.14 (-0.13)	-0.21 (-0.18)
SIZE	0.38** (1.99)	0.45** (2.3)	0.45** (2.24)	0.43** (2.02)	-0.21 (-0.7)	-0.27 (-0.87)	-0.26 (-0.85)	-0.26 (-0.85)
LEV		-0.00*** (-2.9)	-0.00*** (-2.99)	-0.00*** (-3.00)		0.00 (1.36)	0.00 (1.34)	0.00 (1.16)
CF			-0.00 (-0.10)	0.01 (0.21)			-0.02 (-0.29)	0.15 (1.19)
ROA				-0.02 (-0.31)				-0.19 (-1.51)
Adj. R ²	0.125	0.129	0.125	0.123	0.232	0.234	0.229	0.232

6. نتیجه گیری

این مطالعه رفتار سهام بازار کره در سراسر اطلاعیه تغییر نرخ اوراق قرضه با تجزیه و تحلیل یک مجموعه داده های منحصر به فرد سهام بررسی می کند. برای ارزیابی اینکه آیا تا چه حدی عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه های مختلف سرمایه گذاران، واکنش های قیمت سهام برای تغییرات نرخ وجود دارد و رفتار تجاری نوع سرمایه گذاران مختلف سرتاسر تغییرات نرخ (یعنی، پاسخ های حجم معاملات) پاسخ ها و پاسخ های عدم تعادل سفارش) مورد بررسی قرار می گیرند. نتایج تجربی نشان می دهد که بازده سهام غیر عادی بطور قابل توجهی در

سرتاسر ارتقاء مثبت و در سرتاسر کاهش منفی است. به هر حال، نگاهی دقیق تر به نتایج نشان می دهد که تاثیر تغییرات نرخ بر قیمت سهام در سرتاسر کاهش قوی تر است. علاوه بر این، حجم معاملات غیر طبیعی در سرتاسر تغییرات نرخ تعیین می شود و عدم تعادل سفارش خالص بر اساس نوع سرمایه گذار متفاوت است، که هر دو تفاوت در رفتار تجاری توسط انواع مختلف سرمایه گذاران در پاسخ به تغییر نرخ را منعکس می کنند. بویژه، سرمایه گذاران شرکتی خارجی، از طریق خرید (فروش) سفارشات در سراسر ارتقاء، سود سرمایه را به دست می آورند (کاهش)، در حالی که افراد داخلی نسبتاً عملکرد تجاری ضعیفی با سفارشات فروش بیشتر در سرتاسر اطلاعیه ارتقاء و کاهش نشان می دهند. الگوهای تجاری مقابل مذکور در سراسر گروه های متمایز سرمایه گذاری از برتری اطلاعات (نادیده گرفتن) سرمایه گذاران شرکتی (فردی) حمایت می کنند.



این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی