[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

سال نهم، شماره ۳۴، تابستان ۱۴۰۰، صفحات ۱۲۷–۱۰۳

تأثیرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار غیرواقعی در بورس اوراق بهادار تهران

احسان رجبی

استادیار گروه پژوهشی سیاست‌های کشاورزی و غذا، مؤسسه پژوهش‌های برنامه‌ریزی، اقتصاد کشاورزی و توسعه روستایی.
تهران، ایران (نویسنده مسئول)
rajabi.ehsan63@gmail.com

در بازار سهام، انواع مختلفی از اطلاعات (مرتبط و یا غیر مرتبط) و شایعات وجود دارد که منبع این اطلاعات می‌تواند گزارش‌ها حسابرسی شرکت‌ها، سهامداران، تحلیلگران (بنیادی و تکنیکی) و شبکه‌های اجتماعی باشد. با توجه به اهمیت این اطلاعات، افراد مختلف با ادراکات متفاوت، ممکن است واکنش‌ها و رفتارهای متفاوتی از خود نشان دهند. هدف اصلی از این پژوهش بررسی تأثیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی بر تصمیم سرمایه گذاران و خریداران سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. اخبار و اطلاعات در سه حوزه سیاسی، اقتصادی و صنعتی، طبقه‌بندی و داده‌های و اطلاعات مورد نیاز به‌وسیله پرسشنامه محقق‌ساخته (پس از اعتبارسنجی روایی و پایایی) در جامعه آماری با حجم ۲۹۵ نفر جمع‌آوری شده‌اند. در مرحله بعدی، تأثیر هر یک از انواع اخبار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در سهام به وسیله یک مدل رگرسیون چند متغیره با روش تخمین حداقل مربعات معمولی برآورد شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی، اقتصادی و صنعتی تأثیر معنی‌داری بر تصمیم سرمایه گذاران سهام دارد. همچنین مشخص گردید که بیشترین تأثیرپذیری تصمیم سرمایه‌گذاران در سهام ناشی از اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی نسبت به اخبار اقتصادی و اخبار صنعتی است. نااطمینانی اقتصادی و سیاسی، پیش‌بینی سودآوری و تصمیم‌گیری را در محیط‌های تجاری و غیرتجاری مشکل می‌کند، سبب اختلال تصمیم‌گیری در زمینه سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به تأثیر منفی نااطمینانی ناشی سیاست‌های اقتصادی و سیاسی بر سرمایه‌گذاری، لازم است دولت و بانک مرکزی با اتخاذ سیاست‌های مناسب ضمن کاهش نوسان‌ها، به ایجاد نهادها و ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش آشفتگی‌های ناشی از اخبار غیرواقعی اقتصادی و سیاسی و اعمال مدیریت ریسک در این رابطه اقدام کنند.

طبقه‌بندی JEL: D81, D91, G40, G11

واژگان کلیدی: نااطمینانی، سرمایه‌گذاری، تورش رفتاری، مالی رفتاری

---

* تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۵/۱۵

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

۱. مقدمه

اطلاعات جامع و فوری نقشی اساسی در تجزیه‌وتحلیل قیمت سهام دارد. اطلاعات یک وسیله و ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و به هنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد .در بازارهای مالی، این اطلاعات می‌تواند به صورت نشانه‌ها، علائم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهامداران قرار گیرد و باعث ایجاد واکنش‌ها و در نتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام می‌گردد. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نیست و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌گردد (قالیباف اصل و نادری، ۱۳۸۵).

با توجه به اهمیت و گسترش روزافزون بازارهای سرمایه در تجهیز و جمع‌آوری سرمایه‌های کوچک فردی به سمت فعالیت‌های تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است (بابائیان و عرب مازار، ۱۳۷۹). بدیهی است که سرمایه‌گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و بدون شک بیشترین میزان مبادلات سرمایه از طریق بازارهای بورس در سرتاسر جهان مبادله می‌شود و اقتصادهای ملی به شدت متأثر از عملکرد بازارهای بورس است (آذر و کریمی، ۱۳۸۸).

مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس، واسطه‌های مالی فعال در این بازارها، تحلیلگران مالی و مطبوعات منتشر می‌کنند. تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار منوط به انتشار اطلاعات به‌موقع، بااهمیت، قابل‌اتکا و نیز کامل و قابل‌فهم است. امروزه اکثر افراد باور دارند که اخبار روزانه، بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به دلیل پیشرفت روزافزون تکنولوژی، جزئیات رویدادهای جهانی و محلی در رأس فعالیت‌های بازار منعکس می‌شود. عملکرد صنعت،

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

تغییرات اقتصادی و سیاسی جملگی از اصلی‌ترین عوامل تأثیرگذار بر بازار سهام و تصمیم‌گیری سهامداران محسوب می‌شوند (گوناتیلاک و هراث[1]، ۲۰۰۷).

طبق تئوری قیمت‌گذاری دارایی، آن دسته از متغیرهایی که بر سطح مصرف یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، قطعاً بر قیمت دارایی‌ها تأثیر خواهند گذاشت. عوامل کلان اقتصادی، نمونه‌ای از چنین متغیرهایی محسوب می‌شوند. بنابراین اخبار مرتبط با متغیرهای کلان اقتصادی باید بر بازده سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خریداران سهام تأثیرگذار باشد (برز و لات[2]، ۲۰۱۱).

گسترش تأثیرگذاری اخبار سیاسی همچون اخبار اقتصادی آنچنان گسترده و عمیق است که بعید نیست، انتظار واکنش‌های پیاپی بازار سرمایه نسبت به چنین اخباری را داشته باشیم. سلمان[3] (۲۰۱۰) نشان داد که اخبار خوب سیاسی بر بازده شاخص سهام تأثیر مثبت و نوسان‌های آن را کاهش می‌دهد و از سوی دیگر اخبار بد سیاسی بر بازده تأثیر منفی و نوسانات را افزایش می‌دهد.

در بازار سهام، انواع مختلفی از اطلاعات (مرتبط یا غیرمرتبط) و شایعات وجود دارد منبع این اطلاعات می‌تواند گزارش‌های حسابرسی شرکت‌ها، سهامداران، تحلیلگران (بنیادی و تکنیکی) و فضای مجازی و شبکه‌های اجتماعی باشند که با توجه به اهمیت این اطلاعات، افراد مختلف با ادراکات متفاوت ممکن است واکنش‌ها و رفتارهای متفاوتی از خود نشان دهند. البته باید به این نکته نیز اشاره کرد که سرمایه‌گذاران باید از تأثیرات اخبار منتشره نسبت به تغییرات قیمت نیز آگاهی کافی داشته باشند تا بتوانند به‌موقع و صحیح در بازار بورس عمل نمایند. طی چند دهه گذشته، الگوی[4] فکری و مسلط مالی رفتاری، به عنوان مکملی جدی برای تئوری کارایی بازار در تشریح و تبیین بسیاری از ناقاعده‌مندی‌های مالی مشاهده‌شده مطرح است. مرکز ثقل مالی رفتاری، این ایده است که اشتباهات کوچک سرمایه‌گذاران در پردازش اطلاعات مرتبط با ارزش باعث

1. Goonatilake, R. and S. Herath
2. Birz, G. and J. R. Lott
3. Suleman
4. Paradigm

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

می‌شود، قیمت‌های بازار از آنچه که بر اساس یک مدل انتظارات عقلایی پیش‌بینی می‌شود، انحراف داشته باشد (رستمی و حکیمی فر، ۱۳۹۱).

اگر بتوان مشخص کرد که سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود تا چه میزان به اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌ها و سایر نهادها و سازمان‌ها اتکا می‌کنند و چقدر به این اطلاعات اعتماد دارند و در تصمیمات خود بیشتر به چه نوع اطلاعاتی اتکا می‌کنند، آن وقت می‌توان یک روش ثابتی را برای سازمان‌دهی ارائه اطلاعات جهت دست‌یابی مؤثر سرمایه‌گذاران به اطلاعات و تصمیم‌گیری سریع ارائه داد. در این شرایط می‌توان دعا کرد که بازار سرمایه، چقدر به اهداف خود در زمینه شفاف‌سازی اطلاعات و ایجاد اعتماد در سرمایه‌گذاران دست یافته است.

از سویی پایش مستمر شاخص بورس اوراق بهادار تهران در مواقع ورود اخبار غیرمنتظره در سالیان اخیر نشان می‌دهد که بسیاری از سرمایه‌گذاران در مواقع ورود اطلاعات جدید به بازار سرمایه، واکنش‌های غیرمنطقی نشان می‌دهند عمده شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی در معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار مطلوب (خوب) و چه در هنگام ورود اخبار نامطلوب (بد)، در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین جهت کارایی بازار سهام ایران از منظر واکنش هیجانی به اخبار اقتصادی و سیاسی جای تردید دارد و نیاز به شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران در این بازار احساس می‌شود. با این وجود به نظر می‌رسد که دانش مالی رفتاری به‌عنوان پارادایمی جدید در علوم مالی بتواند چنین رفتاری را توجیه نماید (دیانتی دیلمی، دین‌محمدی و معتمدی، ۱۳۹۱).

با بررسی سوابق پژوهش‌های انجام‌گرفته در این حوزه، بر نوع خاصی از سیاست‌های اقتصادی نظیر مالی یا پولی، یا اهرم‌های سیاستی مانند تحریم، مذاکرات متمرکز شده‌اند. نااطمینانی اقتصادی فقط با استفاده از متغیرهای کلان اقتصادی نظیر تورم، نرخ بهره و نرخ ارز، نااطمینانی سیاسی، با تحریم‌ها، مذاکرات و مناقشه‌های هسته‌ای و منطقه‌ای بررسی شده‌اند. این مطالعه در تلاش است که سنجه کامل‌تر برای انواع نااطمینانی ناشی از اخبار غیرواقعی سیاسی، اقتصادی و صنعتی معرفی

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

کند. موضوع پژوهش و تعداد متغیرها و دوره زمانی، طراحی پرسشنامه استاندارد و متمایز اخبار و اطلاعات ناقص و غیرواقعی در سه گروه سیاسی، اقتصادی و صنعتی از دیگر مؤلفه‌های نوآوری این مطالعه است.

با توجه به آنچه که بیان شد، پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا اخبار غیرواقعی و شایعه (سیاسی، اقتصادی و صنعتی) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در سهام مندرج در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد یا خیر و کدام‌یک چنین واکنش بیشتری را موجب می‌شود. با توجه به هدف، تعیین تأثیرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اخبار غیرواقعی، فرضیات پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شود.

۱. اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی به طور مثبت و معنی‌داری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.
۲. اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی به طور مثبت و معنی‌داری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.
۳. اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی به طور مثبت و معنی‌داری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در ادامه، پس از مروری بر تحقیقات مرتبط داخلی و خارجی و ارائه تئوری و روابط متغیرها، فرضیات تحقیق بیان می‌شود. سپس، پس از ارائه مدل تحقیق، یافته‌های تحقیق در قالب جداول و نمودارها بیان می‌شود و در نهایت نتیجه تحقیق اظهار می‌شود.

۲. مروری بر ادبیات تحقیق

۲-۱. مبانی نظری

شایعات بخشی از زندگی روزمره ما هستند. نظر عمومی یک جامعه یا بازار را با تحت تأثیر قرار دادن اطلاعات افراد عضو آن بازار یا جامعه شکل دهند. در بازارها، بخصوص بازار سهام می‌توان به بسیاری از مطالبی که عدم اطمینان در مورد آن‌ها وجود دارد اشاره کرد. از جمله می‌توان به خبر

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

تغییر مدیریت یک شرکت، خبر پرداخت سود نقدی سهام توسط مجمع یک شرکت، خبر ورشکستگی احتمالی یک شرکت، افزایش سرمایه یا طرح‌های توسعه‌ای اشاره نمود. در حوزه خبرهای کلان اقتصادی و سیاسی به عنوان نمونه می‌توان به پیش‌بینی صندوق بین‌المللی پول از وضعیت آتی یک کشور و اخبار مربوط به وضعیت سیاسی یک کشور و جهان مانند وقوع یک جنگ احتمالی، تحریم‌ها و حملات تروریستی،، یکسان‌سازی نرخ ارز، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، افزایش نرخ بهره بانکی، تأمین مالی دولت از بورس، توافقات و رفع یا اعمال تحریم‌ها اشاره نمود. شایعه باعث ایجاد حالتی از نگرانی و ترس در بازار مالی یا اوضاع اقتصادی یک کشور یا یک شرکت می‌شود. نکته دیگر در مورد شایعات، سرعت گردش آن‌ها در بازار سرمایه است. به طور سنتی این شایعات از طریق ارتباطات کلامی صورت می‌گرفت، اما با به وجود آمدن اینترنت و شبکه‌های اجتماعی آن روش‌های جدیدی برای گسترش آن‌ها به وجود آمده است.

اکثر نظریه‌های مالی اقتصادی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که با نظریه انسان اقتصادی عقلایی کاملاً منطبق است. سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمامی جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ می‌کنند. ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد که ناشی از ناکارایی بازارهای مالی است. بنابراین نداشتن اطلاعات صحیح منجر به بروز خطاهای ادراکی می‌شود و می‌توان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش می‌دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلندمدت را نیز کاهش داد و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک نمود (فرینو و همکاران[1]، ۲۰۱۴).

1. Frino et al

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

بارنا و چادهاری (۲۰۰۹) پژوهش خود اشاره می‌کنند که سرمایه‌گذاران همیشه منطقی عمل نمی‌کنند و زمانی که با تصمیم‌گیری‌های سخت مواجهند، غیرمنطقی و احساسی تصمیم می‌گیرند. تحلیلگران و مشاوران مالی بر این عقیده‌اند که سرمایه‌گذاران جزء به‌ویژه نیازمند یک راهنمایی دقیق و جامع برای پیشگیری از خطاهایی هستند که گرایش‌های طبیعی انسانی باعث آن می‌شود. این خطاها که منجر به واکنش‌های بیش از حد یا کمتر از حد می‌شوند، با طرح‌هایی که مشاوران برنامه‌ریزی می‌کنند، قابل پیشگیری هستند.

از سویی دیگر، در ادبیات مالی رفتاری، تورش‌های رفتاری به عنوان «اشتباهات سیستماتیک» در قضاوت تعریف شده است. این پدیده‌کی از موضوعات مورد مطالعه در دانش شناختی و روانشناسی اجتماعی است. انواع تورش‌های شناخت به خطای رفتاری در سطح فردی یا اجتماعی می‌انجامد. در مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد مؤثرند، مورد بررسی قرار می‌گیرند .این ویژگی‌ها «تورش‌های رفتاری» نامیده می‌شوند.

دی بونت و تالر (۱۹۸۵، ۱۹۸۷) اظهار می‌دارد که سرمایه‌گذاران در مقابل رخدادهای غیرمنتظره واکنش بیش از حد نشان می‌دهند، بدین صورت که در واکنش به اخبار نامطلوب، سهام را به ارزشی بسیار پایین و در واکنش به اخبار مطلوب، سهام را به ارزشی بسیار بالا ارزش‌گذاری می‌کنند. با گذشت زمان و به تدریج، ارزش اوراق بهادار نشان‌دهنده ارزش ذاتی آن‌ها است که در نتیجه دستیابی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید است. در نتیجه، علی‌رغم دلالت فرضیه بازار کارا مبنی بر تصحیح آنی قیمت در بازار اوراق بهادار، ارزش اوراق بهادار پس از واکنش بیش از حد به اخبار بد، به‌طور تدریجی افزایش و پس از واکنش بیش از حد به اخبار خوب، به‌طور تدریجی و مطابق با فرضیه واکنش بیش از اندازه کاهش خواهد یافت.

در هر صورت، اخبار غیرواقعی از نظر تاریخی به خبر یا جمله‌ای گفته می‌شود که بدون تائید یا اطمینانی با آن به عنوان یک واقعیت بیان می‌شود (نپ[1]، ۱۹۴۴) و بر اساس نظرات تائید نشده

1. Knapp

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

است و فرضیات و تردید افراد را نشان می‌دهند (کیمل[1]، ۲۰۰۸). طبق تئوری قیمت‌گذاری دارایی، آن دسته از متغیرهایی که بر سطح مصرف یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، قطعاً بر قیمت دارایی‌ها، تأثیر خواهند گذاشت. عوامل کلان اقتصادی نمونه‌ای از چنین متغیرهایی محسوب می‌شوند. بنابراین اخبار مرتبط با متغیرهای کلان اقتصادی باید بر بازده سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خریداران سهام تأثیرگذار باشد (برز و لات، ۲۰۱۱).

سیطره تأثیرگذاری اخبار سیاسی آنچنان گسترده و عمیق است که بعید نیست انتظار واکنش‌های پیاپی بازار سرمایه نسبت به چنین اخباری را داشته باشیم (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۲). سلمان (۲۰۱۰) نشان داد که اخبار خوب سیاسی بر بازده شاخص سهام تأثیر مثبت و نوسانات آن را کاهش می‌دهد و از سوی دیگر اخبار بد سیاسی بر بازده تأثیر منفی و نوسانات را افزایش می‌دهد.

۲-۲. پیشینه تحقیق

تحقیقات داخلی و خارجی متعددی در زمینه مالیه رفتاری و تأثیر انواع متغیرها بر روی رفتار سرمایه‌گذاران صورت گرفته است. در بیشتر این تحقیقات تأثیر متغیرهای خرد و کلان اقتصادی بر رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است. از آنجایی که پژوهش حاضر درصدد، بررسی ورود اخبار اقتصادی، سیاسی و صنعتی غیرواقعی به بازار سرمایه است، در ادامه به چند نمونه از تحقیقات داخلی و خارجی که از لحاظ موضوعیت به پژوهش حاضر نزدیک‌تر است اشاره می‌شود.

مرفوع و حسنی‌القار (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «رابطه کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط عدم اطمینان محیطی» پرداختند. نتایج نشان داد که عدم اطمینان محیطی منجر به تضعیف رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌شود. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین عدم اطمینان محیطی و عدم تقارن اطلاعاتی از یک سو و رابطه منفی و معنادار بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی از سوی دیگر

1. Kimmel

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

است. بابازاده (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «بررسی اثرات دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی و سیاست‌های افشای اطلاعات شرکت در تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران» پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی بر تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران اثر معنی‌داری دارد. همچنین، دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی در تصمیم‌گیری‌های افشای اختیاری مدیران تأثیر معنی‌داری دارد و دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی در تصمیم‌گیری‌های افشای اجباری مدیران تأثیر معنی‌داری ندارد. رحیمی باغی، عرب صالحی و واعظ (۱۳۹۸) در مقاله خود بیان کردند که در نظام مالی هر کشوری، شناسایی دقیق و به‌موقع عدم اطمینان و ریسک با هدف پیشگیری از وقوع بحرانِ مالی ضرورتی انکارناپذیر است. عدم اطمینان در بازار، افزایش استرس را موجب شده و این امر با افزایش هزینه اعتبار و ایجاد عدم اطمینان در مؤسسه‌های مالی و سرمایه‌گذاران به ایجاد روند نزولی در اقتصاد منجر می‌شود. منصورفر، جودی و پورسلیمان (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی نحوه اثرگذاری حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاکی از این بود که متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی (بیرونی و درونی) به ترتیب با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و مثبت دارند. محمدی و ستوده (۱۳۹۴)، در مقاله خود به طراحی و تبیین مدلی جامع از عوامل خرد و کلان مؤثر بر انگیزه سرمایه‌گذاری سهامداران در بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد، تمامی متغیرها به‌جز نتایج تحلیل‌های علمی (تکنیکال و بنیادی) دارای رابطه مثبت و معنادار با انگیزه سرمایه‌گذاری در سهام بوده‌اند.

عدم اطمینان سیاستی می‌تواند هزینه‌های مورد انتظار را افزایش و سرمایه‌گذاری و بازده بلندمدت را کاهش دهد (جئونگ[1]، ۲۰۰۲)؛ به‌ویژه در کشورهای درحال‌توسعه تا زمانی که عدم قطعیت مرتبط با سیاست رفع نشود، عوامل اقتصادی به تغییرات سیاستی واکنش نشان می‌دهند و رفتار عقلایی آن‌ها مانع افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود (رودریک[2] ۱۹۹۱). مدل نظری و

1. Jeong
2. Rodrik

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

یافته‌های تجربی پاستور و ورونسی[1] (۲۰۱۱) نشان می‌دهد عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی باعث می‌شود که ارزش حمایت‌های ارائه شده دولت برای بازارها کاهش پیدا کند. آکرون، دمیر، دیزاستبان و گارسیاگومز[2] (۲۰۱۹) با استفاده از تکنیک گشتاورهای تعمیم‌یافته و بررسی داده‌های ۳۰۵ شرکت در آمریکا طی دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ نشان دادند که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر منفی و معناداری دارد. در مطالعه ابیدو[3] (۲۰۱۹) متغیرهای کلان اقتصادی به بی‌ثباتی عملکرد شرکت تأیید شد؛ بدین معنا که نااطمینانی متغیرهای اقتصادی موجب شده است که رفتار شاخص‌های عملکردی شرکت‌های مورد بررسی بی‌ثبات شود. عباس، احمد و حسین[4] (۲۰۱۹) بررسی اثر نااطمینانی سیاسی و اقتصادی بر سرمایه‌گذاری، نشان دادند که محیط باثبات سیاسی و اقتصادی، بر سرمایه‌گذاری اثری مثبت و معناداری می‌گذارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف، این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف پژوهش کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر پژوهش کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می‌شود. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. پژوهش توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن‌ها توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. از بین تحقیقات توصیفی، این پژوهش از نوع تحقیقات پس‌رویدادی است. در پژوهش پس‌رویدادی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص که قبلاً وجود داشته یا رخ داده از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌هاست، لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آن‌ها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عمل است، به عبارت

1. Pastor and Veronesi
2. Akron, Demir, Díez-Esteban and García-Gómez
3. Abaidoo
4. Abbas, Ahmed and Husain

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

دیگر محقق در روش تحقیق علی- مقایسه‌ای به دنبال مطالعه و بررسی علل احتمالی متغیر وابسته است، زیرا متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنا این نوع تحقیق را غیرآزمایشی (تجربی) یا پس از وقوع (پس‌رویدادی) می‌نامند. از دیگر سو، این پژوهش از لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع استقرایی است. همچنین این پژوهش از نوع تحقیقات شبه‌تجربی در حوزه تحقیقات مالی رفتاری است. در واقع تحقیقات شبه تجربی به منظور نزدیک ساختن پژوهش به شرایط تجربیات حقیقی، در مواردی به کار گرفته می‌شود که امکان کنترل یا به‌کارگیری تمام متغیرهای مربوط وجود ندارد.

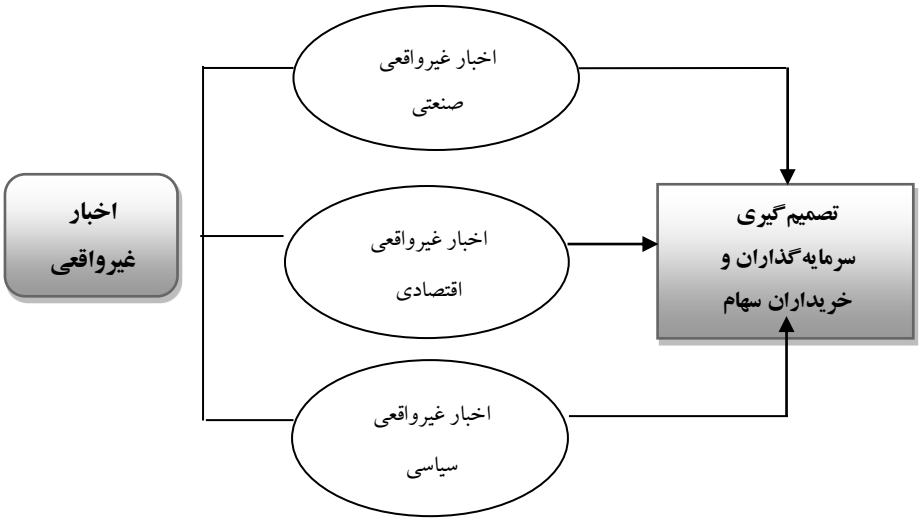
انجام این پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی- استقرائی است، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه‌ها در قالب استقرائی است.

همان‌طور که در شکل شماره (۱) ارائه شده است، در این پژوهش جهت تعیین تأثیر اخبار غیرواقعی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خریداران سهام از سه دسته اخبار در زمینه صنعتی و اقتصادی و سیاسی استفاده گردیده است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]



شکل (۱). مدل مفهومی پژوهش (دینگ، آیو، چیانگ[1]،۲۰۱۵)

در این پژوهش بعد از جمع‌آوری اطلاعات از طریق پرسشنامه که در ادامه به آن اشاره می‌شود، برای بررسی میزان تأثیرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اخبار غیرواقعی بر مبنای مقاله (دینگ، آیو، چنیانگ،۲۰۱۵) از یک مدل رگرسیون چند متغیره زیر که با استفاده از حداقل مربعات معمولی (OLS) برآورد می‌شود به شکل زیر استفاده می‌شود.

$$ID_i = \alpha + \beta_1 PN_i + \beta_2 EN_i + \beta_1 IN_i + \varepsilon_i \qquad (۱)$$

که در مدل شماره ۱ نمادهای متغیر وابسته و توضیحی (مستقل) به شرح زیر تعریف می‌شوند:

ID: شاخص تصمیمات سرمایه‌گذاران سهام (Investment Decision) به عنوان متغیر وابسته

PN: شاخص اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی به عنوان متغیر مستقل

EN: شاخص اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی به عنوان متغیر مستقل

IN: شاخص اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی به عنوان متغیر مستقل

1. Ding, Z., Au, K., & Chiang, F

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه در این پژوهش سرمایه‌گذاران و خریداران سهام در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۹ است. با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده از طریق پرسشنامه (محقق ساخته) حجم نمونه آماری ۲۷۱ نفر مشخص گردید که برای کاهش خطا به سطح ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵٪) در نهایت حجم نمونه‌ی کل برابر ۲۹۵ نفر تعیین گردید. روش انجام نمونه‌گیری و توزیع و تکمیل به این صورت بوده است که طی زمان جمع‌آوری داده‌ها، در هر هفته، ۲ روز به طور تصادفی انتخاب شده و در آن روز، ۱۰ عدد پرسشنامه در محل بورس اوراق بهادار تهران، توزیع و توسط افراد سرمایه‌گذار در اوراق بهادار تکمیل شده است. برای تعیین حجم نمونه، جهت جمع‌آوری آن‌ها و تحلیل داده‌ها، از طریق فرمول زیر حجم نمونه نهایی در سطح اطمینان ۹۵ درصد (برای تعمیم نتایج نمونه به جامعه)، تعیین شده است.

$$n = \left(\frac{1.96.\partial_x}{e} \right)^2 \qquad (۲)$$

که در این معادله فوق:

∂_x: انحراف معیار متغیر مورد نیاز در جامعه هدف

n: حجم نمونه و تعداد مشاهدات مورد نیاز

e: که دقت مدنظر محقق (خطای قابل قبول) در برآورد پارامتر است که اینجا، ۰/۲۵ در نظر گرفته شده است.

روش گردآوری اطلاعات در خصوص مبانی نظری و پیشینه پژوهش در این مقاله به‌صورت کتابخانه‌ای و تکمیل پرسشنامه و نمونه‌گیری و جمع‌آوری داده‌ها، میدانی است. چون قبلاً پرسشنامه استانداردی در خصوص موضوع پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها در پیشینه پژوهش موجود نبوده است، در این پژوهش حاضر، ابتدا به بر اساس مبانی نظری و تئوری‌های موجود، شاخص‌ها و مؤلفه‌های مهم شامل متغیرهای وابسته و مستقل تعیین، سپس برای طراحی پرسشنامه اقدام شده است. مطابق فرضیه‌های پژوهش برای هر یک از متغیر (اخبار اقتصادی، صنعتی و سیاسی)، پنج سؤال تعریف و برای سنجش اعتبار روایی، از نظرات صاحب‌نظران و نخبگان

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

موضوع صورت گرفته است. پس از تائید و تدوین نهایی به توزیع پرسشنامه و جمع‌آوری داده‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش صورت پذیرفته است. ضمناً در پرسشنامه از طیف ۵ گزینه‌ای لیکرت[1] استفاده شده است. و پاسخ به این شرح نمره‌گذاری شده‌اند که به گزینه «کاملاً مخالفم» نمره ۱، به گزینه «مخالفم» نمره ۲، به گزینه «نظری ندارم» نمره ۳، به گزینه «موافقم» نمره ۴ و به گزینه «کاملاً موافقم» نمره ۵ داده شده است.

برای سنجش اعتبار روایی پرسشنامه، ابتدا تعداد ۳۰ پرسشنامه را بین از نظرات صاحب‌نظران و نخبگان موضوع، توزیع شده است و طیف‌ها نیز مورد آزمون پایایی (قابلیت اعتماد) قرار می‌گیرد که به این منظور از ضریب آلفا کرونباخ استفاده شده است. در مرحله بعد ضریب پایایی کل طیف را مشخص و گویه‌های نامناسب که سبب کاهش پایایی طیف می‌شوند، حذف و سایر گویه‌ها که پایایی قابل‌قبول را نشان دادند، وارد پرسشنامه شده‌اند.

برای آزمون فرضیات پژوهش، در چهارچوب مدل و الگوی پژوهش (معادله شماره ۱)، متغیرهای متناظر هر یک از فرضیه‌ها، به ترتیب وارد مدل می‌شوند.

آزمون کولموگروف- اسمیرنوف[2] برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها را نیز استفاده می‌شود. در آمار ناپارامتری، یکی از روش‌های سنجش و آزمون مربوط به توزیع، آزمون کولموگروف اسمیرنوف است. به کمک این آزمون، می‌توان به‌وسیله یک نمونه تصادفی از جامعه آماری، مشخص کرد که آیا جامعه آماری از توزیع مورد نظر پیروی می‌کنند یا خیر. همچنین به‌وسیله این آزمون، امکان بررسی هم‌توزیعی در بین دو جامعه نیز وجود دارد. این آزمون بدون داشتن هیچ پیش‌فرضی، صورت می‌گیرد و به این ترتیب از گروه روش‌های ناپارامتری محسوب می‌شود. این آزمون در مواردی به کار می‌رود که متغیرها رتبه‌ای باشند و توزیع متغیر رتبه‌ای را در جامعه بتوان مشخص نمود. این آزمون از طریق مقایسه توزیع فراوانی‌های نسبی مشاهده شده در نمونه با توزیع فراوانی‌های نسبی جامعه انجام می‌گیرد.

1. Likert
2. Kolmogorov–Smirnov test

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

در این پژوهش، با توجه به جامعه مطالعاتی نسبت به گردآوری داده‌های خام تحقیق اقدام شده است. بدین منظور داده‌های جمع‌آوری شده از پرسشنامه‌ها، توسط نرم‌افزار SPSS پردازش می‌شوند و از آزمون همبستگی و رگرسیون چندگانه برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود.

٤. نتایج و یافته‌های پژوهش

برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها ابتدا به توصیف آماری داده‌های حاصل از اجرای پرسشنامه به پرداخت شده است و سپس سؤالات مطرح شده را مورد بررسی قرار گرفته شده است. داده‌ها، به طور کلی در دو سطح توصیفی و استنباطی تجزیه‌وتحلیل شده‌اند. تحلیل‌هایی که به منظور توصیف داده‌های مذکور انجام گردیده‌اند، شاخص‌هایی چون فراوانی، میانگین، انحراف معیار و غیره را شامل می‌شوند. در قسمت آمار استنباطی، از آزمون کولموگروف اسمیرنوف برای بررسی مفروضات تحقیق (نرمال بودن متغیرها) و از آزمون رگرسیون برای بررسی میزان تأثیر متغیرها مستقل بر متغیر وابسته استفاده می‌شود.

جدول (۱) به ارائه مهم‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی ابعاد متغیر وابسته و توضیحی می‌پردازد. همچنان که در جدول زیر قابل مشاهده است بالاترین میانگین مربوط به بعد اخبار سیاسی است.

جدول (۱). مشخصات آماری ابعاد اخبار و اطلاعات غیرواقعی

فهرست متغیرها	فراوانی و آماره‌ها							
	تعداد	میانگین	میانه	واریانس	انحراف استاندارد	حداقل نمره	حداکثر نمره
تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران	۲۹۵	۱۴.۹۸	۱۵	۱۳.۳۸	۳.۶۵	۵	۲۳
اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی	۲۹۵	۷.۹۶	۸	۱.۷۸	۱.۳۳	۵	۱۰
اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی	۲۹۵	۸.۰۲	۸	۱.۴۴	۱.۲۰	۵	۱۰
اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی	۲۹۵	۷.۹۵	۸	۱.۲۳	۱.۱۱	۵	۱۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

برای سنجش نرمال بودن توزیع متغیرهای موجود در مدل از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است که نتایج در جدول ۲ ارائه شده است. مطابق جدول زیر مشاهده می‌شود همه متغیرها با توجه به اینکه سطح معناداری آن‌ها بالای ۰.۰۵ هستند، لذا دلیلی برای رد فرضیه صفر که توزیع داده‌های مربوط به هر یک از متغیرها نرمال است، وجود نخواهد داشت و لذا از توزیع داده‌ها نرمال برخوردار هستند.

جدول (۲). آزمون نرمال بودن متغیرهای الگو با استفاده از آزمون کولموگروف- اسمیرنف

متغیر	تعداد	مقدار (K-S)	مقدار (sig)	نتیجه نرمال/غیرنرمال بودن توزیع
اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی	۲۹۵	۳.۲۳	۰.۲۵	نرمال
اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی	۲۹۵	۲.۶۳	۰.۳۴	نرمال
اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی	۲۹۵	۳.۷۳	۰.۲۱	نرمال
تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران	۲۹۵	۱.۴۵	۰.۱۷	نرمال

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه تحلیل، با استفاده از رگرسیون چندمتغیره تأثیر مجموع متغیرهای مستقل بر متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش، برای سنجش تأثیر متغیرهای مستقل (اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی، اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی و اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی) بر متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس)، متغیرهای مستقل با روش گام‌به‌گام و مرحله‌ای وارد معادله شده‌اند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

جدول (۳): برآورد تأثیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی بر تصمیم تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس

	متغیرهای مستقل واردشده	ضرایب خام		ضرایب استانداردشده	t	سطح معناداری
		B	خطای استاندارد	Beta		
مدل اول	مقدار ثابت	۵.۹۲	۱.۳۴		۴.۴۱	۰.۰۰
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی	۱.۱۱	۰.۱۶	۰.۳۶	۶.۷۶	۰.۰۰
	نتایج همبستگی	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	خطای انحراف معیار برآورد شده	
		۰.۳۶۸	۰.۱۳۵	۰.۱۳۲	۳.۴۰۸	
مدل دوم	مقدار ثابت	۲.۳۷	۱.۵۱		۰.۱۱۷	
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی	۰.۸۶	۰.۱۶	۰.۲۸	۵.۱۴	۰.۰۰۰
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی	۰.۶۹	۰.۱۵	۰.۲۵	۴.۵۷	۰.۰۰۰
	نتایج همبستگی	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	خطای انحراف معیار برآورد شده	
		۰.۴۳۹	۰.۱۹۳	۰.۱۸۷	۳.۲۹۸	
مدل سوم	مقدار ثابت	-۰.۲۷	۱.۶۹		-۰.۱۶	۰.۸۷
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی	۰.۷۳	۰.۱۷	۰.۲۴	۴.۲۶	۰.۰۰۰
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی	۰.۵۴	۰.۱۵	۰.۲۰	۳.۴۹	۰.۰۰۱
	اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی	۰.۶۲	۰.۱۸	۰.۱۸	۳.۲۹	۰.۰۰۱
	نتایج همبستگی	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	خطای انحراف معیار برآورد شده	
		۰.۴۷۱	۰.۲۲۲	۰.۲۱۴	۳.۲۴۳	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

مدل یک متناظر فرضیه یک، مدل دوم متناسب فرضیه دوم و مدل سوم متناظر فرضیه سوم است. در مدل مشاهده شده به ترتیب متغیرها بر اساس بالاترین میزان تأثیر وارد رگرسیون شده و در نهایت سه مدل رگرسیونی حاصل شد.

همان‌طور که در جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود، از متغیرهای مستقل (اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی، اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی و اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی) که در رابطه با متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس) وارد رگرسیون شدند. در مدل اول، اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی با ضریب برآوردی ۰.۳۶۸ در مرحله‌ی اول، وارد معادله‌ی رگرسیون می‌شود. ضریب همبستگی چندگانه‌ی مدل اول برابر ۰.۳۶۸، ضریب تعیین برابر ۰.۱۳۵ و ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰.۱۳۲ به دست آمده است. ضریب تعیین، ذکر شده بیانگر آن است که حدود ۱۳ درصد از تغییرات تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران توسط متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی در مدل اول تبیین می‌شود.

در مدل دوم، علاوه بر متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی، متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی هم وارد معادله‌ی رگرسیون شده است. در این مرحله اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی با ضریب برآوردی ۰.۲۸۶ و متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی با ضریب ۰.۲۵۴، به ترتیب بیشترین میزان تأثیر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران دارند. ضریب همبستگی چندگانه‌ی مدل دوم برابر ۰.۴۳۹، ضریب تعیین برابر ۰.۱۹۳ و ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰.۱۸۷ به دست آمده است. ضریب تعیین ذکر شده، بیانگر آن است که حدود ۱۹ درصد از تغییرات تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران توسط دو متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی و متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی در مدل دوم تبیین می‌شود. شکل کلی این مدل به‌صورت مدل (۲) و به شرح زیر است (خطای برابر با ۰.۱۶ برای اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی و خطای برابر با ۰.۱۵ برای اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی).

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

در مرحله آخر و مدل سوم علاوه بر متغیرهای اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی و متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی، متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی با مقدار ۰.۱۸۹ نیز وارد معادله‌ی رگرسیون می‌شود. این مدل با میزان ضریب تعیین ۰.۲۲۲، بیانگر این است که تقریباً ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران) توسط سه متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی، اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی و متغیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی تبیین می‌شود.

در نهایت در مدل یا مرحله‌ی سوم، ملاحظه‌ی مقادیر ضرایب متغیرهای مستقل که نشان‌دهنده سهم نسبی هر متغیر مستقل در مدل است، بیانگر این است که اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی با مقدار ۰.۲۴۰، بیشترین میزان تأثیر را بر متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران) دارد. اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی با مقدار ۰.۲۰۰ و اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی با میزان ۰.۱۸۹ بعد از اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی به ترتیب بیشترین تأثیر را در پیش‌بینی میزان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار را دارا هستند. بدین معنی که افرادی که احتمال واقعی بودن اخبار و اطلاعات غیرواقعی را بیشتر از کسانی که این اخبار را غیرواقعی می‌دانند، برای خرید سهام از بورس اوراق بهادار، تحت تأثیر این اخبار قرار می‌گیرند.

جدول (۴). تحلیل واریانس رگرسیون چند متغیره متغیر وابسته از طریق متغیرهای مستقل

	منبع تغییرات	مجموع مربعات (Sum of square)	درجه‌ی آزادی df	میانگین مربعات (Mean square)	کمیت f	سطح معناداری
میزان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در سهام بورس در اوراق بهادار	اثر رگرسیون	۸۷۳.۴۶	۳	۲۹۱.۱۵	۲۷.۶۶	۰.۰۰۰
	باقیمانده	۳۰۶۲.۲۷	۲۹۱	۱۰.۵۲		
	مجموع	۳۹۳۵.۷۴	۲۹۴			

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

طبق آزمون تحلیل واریانس انجام شده،، مقدار آماره F، برای تبیین معناداری اثر متغیرهای مستقل برابر ۲۷.۶۶ با سطح معناداری ۰.۰۰۰ است. سطح معناداری آن بیانگر این است که حداقل یکی از متغیرهای مستقل واردشده در مدل رگرسیونی دارای رابطه‌ی معناداری با متغیر وابسته است و همچنین نشان می‌دهد متغیرهای مستقل از قدرت تبیینی بالایی برخوردار بوده و قادرند به‌خوبی میزان تغییرات واریانس متغیر وابسته را توضیح دهند. به عبارتی دیگر، مدل رگرسیونی پژوهش، مدل خوب و مناسب است و به کمک آن می‌توان تغییرات متغیر وابسته‌ی میزان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار را بر اساس متغیرهای مستقل تبیین کرد. همچنین، سطح معناداری F، بیانگر این است که رابطه‌ی بین متغیرها خطی و معنادار است و می‌توان از رگرسیون خطی برای بیان اثرات مستقیم و غیرمستقیم متغیرهای مستقل بر وابسته استفاده کرد.

بر اساس تجزیه‌وتحلیل داده‌ها در این پژوهش مشخص گردید که هر سه فرضیه پژوهش، مورد تائید قرار گرفته است. یعنی در حالت کلی اخبار و اطلاعات غیرواقعی در بخش‌های صنعت، سیاست و اقتصاد تأثیر معنی‌داری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و خریداران سهام دارد. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون بیانگر این است که اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی با مقدار ضریب برآوردی ۰.۲۴۰، بیشترین میزان تأثیر را بر متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار تهران) دارد. اخبار و اطلاعات غیرواقعی اقتصادی با مقدار ۰.۲۰۰ و اخبار و اطلاعات غیرواقعی صنعتی با میزان ۰.۱۸۹، بعد از اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی به ترتیب بیشترین تأثیر را در پیش‌بینی میزان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس در اوراق بهادار را دارا می‌باشند. بدین معنی که افرادی که احتمال واقعی بودن اخبار و اطلاعات غیرواقعی را بیشتر از کسانی که این اخبار را غیرواقعی می‌دانند، برای خرید بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر این اخبار قرار می‌گیرند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تبیین تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با رویدادهای مهم از جمله اخبار و اطلاعات غیرواقعی از جمله مسائل روز در ادبیات سرمایه‌گذاری است. هرچند مدل‌های کلاسیک سرمایه‌گذاری کماکان از مقبولیت برخوردارند ولیکن توسعه ادبیات مالی رفتاری منجر به بسط تحقیقات در زمینه شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران شده است. در طی سالیان اخیر روند انتشار اخبار غیرواقعی اقتصادی (مثل یکسان‌سازی نرخ ارز، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، افزایش نرخ بهره بانکی، تأمین مالی دولت از بورس)، سیاسی (مثل اخبار مرتبط با روند مذاکرات هسته‌ای و اعمال یا رفع تحریم‌ها) و صنعتی (مثل افزایش سرمایه‌ها، ورشکستگی و طرح‌های توسعه) و مسائل آن از جمله عوامل مؤثر بر بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بوده است. از سویی دیگر، وجود نااطمینانی در محیط اقتصادی و سیاسی کشور ایران طی سال‌های اخیر، از قبیل کسری بودجه دولت، سیاست‌های شتاب‌زده فراوانی در حوزه پولی و مالی توسط دولت و مقامات پولی کشور، موجب سردرگمی فعالان اقتصادی شده و بر شکل‌گیری انتظارات و میل به سرمایه‌گذاری، اثر روانی منفی ایجاد نموده است. در این پژوهش هدف اصلی، بررسی تأثیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. این پژوهش به لحاظ نوع روش از نوع تحقیقات توصیفی-تحلیلی محسوب می شود و به لحاظ کاربرد نتایج از نوع تحقیقات کاربردی به شمار می‌رود. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش به‌صورت کتابخانه‌ای (پیشینه تجربی و نظری) و میدانی (پرسشنامه و نمونه‌گیری) با جامعه آماری ۲۹۵ نفری و مدل پژوهش، بر مبنای مقاله دینگ، آیو، چنیانگ (۲۰۱۵) است.

نتایج آزمون فرضیات نشان‌دهنده آن است که هر سه فرضیه پژوهش، مورد تائید قرار گرفته است. یعنی در حالت کلی اخبار و اطلاعات غیرواقعی در بخش‌های صنعت، سیاست و اقتصاد، تأثیر معنی‌داری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و خریداران سهام دارد. نتایج پژوهش نیز نشان می‌دهد، واکنش سرمایه‌گذاران بورس ایران به اطلاعات اقتصادی و سیاسی به نسبت اطلاعات صنعتی شرکت‌ها، بیشتر است که نشان‌دهنده توجه بیشتر سرمایه‌گذاران به این دسته از اطلاعات

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

است. سیطره تأثیرگذاری اخبار سیاسی همچون اخبار اقتصادی آنچنان گسترده و عمیق است که بعید نیست انتظار واکنش‌های پیاپی بازار سرمایه نسبت به چنین اخباری را داشته باشیم. نتایج این تحقیق با پژوهش‌های تاجمیر ریاحی و دژدار (۱۳۹۶)، دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱)، زارع (۱۴۰۰) و لونی، سمیه؛ عباسیان، عزت اله؛ حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰) است

نااطمینانی اقتصادی و سیاسی، پیش‌بینی سودآوری و تصمیم‌گیری را در محیط‌های تجاری و غیرتجاری مشکل می‌کند، سبب اختلال در سیستم قیمت‌ها و تصمیم‌گیری در زمینه تولید و سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به تأثیر منفی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری، لازم است دولت و بانک مرکزی با اتخاذ سیاست‌های مناسب ضمن کاهش نوسان‌ها، به ایجاد نهادها و ابزارهای پوشش ریسک برای کاهش آشفتگی‌های ناشی از اخبار غیرواقعی اقتصادی و سیاسی و اعمال مدیریت ریسک در این رابطه اقدام کنند.

با توجه به اینکه یکی انواع از اخبار غیرواقعی تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه گذران و خریداران سهام اخبار صنعتی است، لذا پیشنهاد می‌گردد که شرکت‌های عضو بورس ملزم به افشای دقیق اطلاعات شوند و سازمان بورس اوراق بهادر نیز بر افشای اطلاعات شرکت‌های مذکور نظارت مداوم داشته باشد تا این اخبار با صحت کامل که توسط مراکز اطلاع‌رسانی و تحلیل علمی بازار سرمایه معتبر بررسی و با توسعه دانش تصمیم‌گیری سهامداران، سرمایه‌گذاران و خریداران سهام بتوانند در خصوص خرید و سرمایه‌گذاری در بورس تصمیمات درستی بگیرند.

با توجه تأثیر اطلاعات محرمانه و رانت‌های انحصاری بر عملکرد بازار سرمایه، می‌شود، بررسی نقش اطلاعات محرمانه و رانت‌های انحصاری بر روی واکنش بازار، شدت واکنش و مدت اثرگذاری اخبار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، در نظر گرفتن تفکیک اخبار مطلوب و نامطلوب و نقش آن بر تصمیم‌گیری سهامداران و بازار بورس، از پیشنهادهای پژوهشی برای تحقیقات آتی است.

انجام این تحقیق محدودیت‌هایی نیز وجود داشته است برای مثال، محدودیت نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به تنظیم و مداخلات دولتی نمی‌تواند از یک حدود

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

مشخصی فراتر رود. این محدودیت در بسیاری از مواقع می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران را در یک چارچوب مشخص کنترل کرده و مانع می‌شود که شاخص بورس اوراق بهادار از یک حد مشخصی تجاوز نماید.

منابع

آذر، عادل، کریمی، سیروس (۱۳۸۸). پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های حسابداری با رویکرد شبکه‌های عصبی. *تحقیقات مالی*. (۲۸)۲۰.۱۱-۳.

بابائیان، علی، عرب مازار، محمد (۱۳۷۹). بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات اقلام ترازنامه با تغییرات بازده سهام در شرکت‌های بورس تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.

بابازاده، امید (۱۳۹۷). بررسی اثرات دیدگاه سرمایه‌گذاران منطقی و سیاست‌های افشای اطلاعات شرکت در تصمیم‌گیری‌های افشای مدیران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ماکو.

تاجمیر ریاحی، حامد، دژدار، محمدمهدی (۱۳۹۶). رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با اخبار و شایعات مهم سیاسی با تأکید بر دوره مذاکرات هسته‌ای. *دانش سرمایه‌گذاری*. (۲۴)۶، ۲۰-۱.

دیانتی دیلمی، زهرا، دین‌محمدی، مصطفی، معتمدی، سعید (۱۳۹۱). بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در مقابل خبرهای اقتصادی و سیاسی غیرمنتظره در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*. (۷)۲، ۷۲-۵۵.

رستمی، محمدرضا، حکیمی‌فر، نازنین (۱۳۹۱). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار نسبت به اطلاعات حسابرسی تداوم فعالیت شرکت‌ها، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*. (۱۳)۵،۳۱- ۴۴.

زارع، هاشم (۱۴۰۰). عدم اطمینان سیاسی و نوسانات بازار سهام در ایران: با توجه به تحولات بین‌المللی، *توسعه و سرمایه (۱)۶، ۱۴۵-۱۲۳*. doi: 10.22103/jdc.2021.15440.1091 .

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

قالیباف اصل، حسن، نادری، معصومه (۱۳۸۵). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق، *تحقیقات مالی*. (۲۱)۸، ۱۱۲-۹۰.

لونی، سمیه، عباسیان، عزت اله، حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی* (۲)۲۳، ۲۶۸-۲۴۹. doi: 10.22059/frj.2021.310437.1007069.

محمدی، علی، ستوده، فیروز (۱۳۹۴). طراحی و تبیین مدلی جامع از عوامل خرد و کلان مؤثر بر انگیزه سرمایه‌گذاری سهامداران در بورس اوراق بهادار. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. (۲۶)۸، ۱۱۴-۱۰۳.

مرفوع، محمد، حسنی‌القار، مسعود (۱۳۹۶). رابطه کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط عدم اطمینان محیطی. *دانش حسابرسی*. (۶۸)۱۷. ۱۶۸-۱۴۹.

منصورفر، غلامرضا، جودی، سمیرا، پورسلیمان، احسان (۱۳۹۹). نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری. *تحقیقات مالی*. (۲)۲۲. ۲۴۸-۲۲۷.

Abaidoo, R. (2019). Corporate performance volatility and adverse macroeconomic conditions: A causal interaction perspective. *Journal of Financial Economic Policy*, 11(4), 533-547.

Abbas, A., Ahmed, E., Husain, F. (2019). Political and Economic Uncertainty and Investment Behaviour in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 58(3), 307-331.

Akron, S., Demir, E., Díez-Esteban, J. M. & García-Gómez, C. D. (2020). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry. *Tourism Management*, 77, 104019.

Birz, G., & Lott Jr, J. R. (2011). The effect of macroeconomic news on stock returns: New evidence from newspaper coverage. *Journal of Banking & Finance*, *35*(11), 2791-2800.

DeBondt, W.F., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of finance*, 40, 793-805.

DeBondt, W.F., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor over reaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42, 557-581.

Ding, Z., Au, K., & Chiang, F. (2015). Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. *Journal of Business Venturing*, *30*(2), 307-321.

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]

Frino, A., Jones, S., Lepone, A., & Wong, J. B. (2014). Market behavior of institutional investors around bankruptcy announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, *41*(1-2), 270-295.

Goonatilake, R., & Herath, S. (2007). The volatility of the stock market and news. *International Research Journal of Finance and Economics*, *3*(11), 53-65.

Jeong, B. (2002). Policy uncertainty and long-run investment and output across countries. *International Economic Rev*iew, 43, 363–392.

Kimmel, A. J. (2008). Marketplace rumors and consumer behavior. *Esic Market Economic and Business Journal*, *131*, 189-208.

Pastor, L. & Veronesi, P. (2011). Political uncertainty and risk premia. *NBER Working Paper*, 17464.

Rodrik, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36, 229–242.

Suleman, M. T. (2012). Stock market reaction to good and bad political news. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *4*(1), 299-312.

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103] [DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7] [Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[Downloaded from qjfep.ir on 2025-11-05]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1400.9.34.4.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.9.34.103]