Archive of SID.ir

*Publisher: Shahid Beheshti University*
*Journal of Financial Management Perspective*
**2024, Vol. 14, No.45**
PP: 9-36
DOI: 10.48308/jfmp.2024.104664
P-ISSN: 2645-4637
E-ISSN: 2645-4645
**Copyright:** © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (https://creativecommons.org/licenses/by /4.0/)

# The effectiveness of investors' decision-making from legal requirements in the capital market

**Hadis Javanmard*, Ahmad Khodamipour** , Omid Pourheidari*****

Research Paper

## Abstract

**Purpose:** Most economic and financial theories rest on the premise that investors act rationally when making decisions, adhering to the rational economic man theory. Investors are expected to thoroughly assess all aspects of their investments and select the most logical and beneficial course of action. However, inefficiencies in financial markets can sometimes trigger irrational behavior, which negatively influences investors' decision-making processes. Supervisory bodies in the capital market play a crucial role in mitigating such inefficiencies and controlling market fluctuations by implementing various tools and regulatory measures. The Tehran Stock Exchange and Securities Organization, as the supervisory authority, oversees companies through structured mechanisms. This study seeks to evaluate the effectiveness of specific mechanisms, including holding news conferences, issuing clarification announcements regarding stock price fluctuations, addressing rumors, and suspending trading symbols, on the decision-making behaviors of investors.

**Method:** The statistical population of this research encompasses all companies listed on the Tehran Stock Exchange during a seven-year period from 2015 to 2022. The required data were obtained from the information repository of the Tehran Stock Exchange and Securities

Received: 2023. Desember. 09 Accepted: 2024. July. 13.
* Ph.D Candidate of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.
Email: Hadis.Javanmard@aem.uk.ac.ir
**Professor, Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran (Corresponding Author). Email: khodamipour@uk.ac.ir
*** Professor, Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.
Email: Opourheidari@uk.ac.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



Organization (Codal) and Rahvard Novin software. Data were initially collected and organized using Excel, and subsequently analyzed using SPSS and EViews software. Employing an event study methodology, this research applies t-tests, which are widely regarded as the standard statistical method for such studies. The study focuses on evaluating the legal requirements and their effects on the capital market by examining transaction volumes around the release of announcements for news conferences, clarification notices addressing stock price fluctuations, clarification notices dispelling rumors, and trading symbol suspensions.

**Findings:** The results of hypothesis testing revealed that neither the holding of news conferences nor the issuance of clarification announcements to address rumors significantly influenced investors' decision-making behaviors. Conversely, clarification announcements concerning stock price fluctuations and trading symbol suspensions were found to have a notable impact on investor decisions. This indicates that some regulatory mechanisms, while well-intentioned, may not effectively guide investor behavior, particularly in a market environment characterized by structural inefficiencies and information gaps.

**Conclusion:** A key factor contributing to the limited influence of news conferences and certain clarification announcements on investor decisions is the inefficiency of the information dissemination system within the Tehran Stock Exchange. The market's overall low operational efficiency further compounds the issue. Another critical factor is the lack of specialized knowledge among many investors, which inhibits their ability to process and act on publicly available information. Stock market investors often prioritize direct financial data, such as stock prices, returns, and company performance, over broader information disseminated through media or regulatory announcements. To enhance investment levels in the capital market, it is essential for countries to provide higher-quality and more accessible information to investors. This can be achieved by enhancing the regulatory frameworks established by supervisory bodies and instituting robust mechanisms for evaluating market policies and procedures, supported by governmental oversight. Based on the findings of this study, it is recommended that the Tehran Stock Exchange and Securities Organization, as the regulatory authority, and the Tehran Stock Exchange Company, as the market operator, undertake a comprehensive review and revision of existing rules and regulations to better align them with the needs of investors and the broader market.

**Keywords: News conferences, Clarification announcements, Trading symbol suspension, Investor decision-making**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

ناشر: دانشگاه شهیدبهشتی
نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی
۱۴۰۳، دوره ۱۴، شماره ۴۵
ص‌ص. ۹- ۳۶

شاپای چاپی: ۴۶۳۷- ۲۶۴۵
شاپای الکترونیکی: ۴۶۴۵- ۲۶۴۵

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

# اثرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از الزامات قانونی در بازار سرمایه

حدیث جوانمرد*، احمد خدامی پور**، امید پورحیدری***

مقاله پژوهشی

## چکیده

**هدف:** اکثر نظریه‌های مالی اقتصادی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به‌صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که با نظریه انسان اقتصادی عقلایی کاملاً منطبق است. سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمام 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. یکی از مهم‌ترین وظایف نهادهای ناظر بازار سرمایه، کنترل نوسان‌ها است که این کنترل با استفاده از ابزارها و قوانین مختلف انجام می‌شود. نظارت سازمان بورس بر شرکت‌ها از طریق مکانیزم‌های نظارتی انجام می‌شود. هدف از این پژوهش بررسی مکانیزم‌های برگزاری کنفرانس‌های خبری، اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام، اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه و توقف نماد معاملاتی می‌باشد.

**روش:** جامعه‌ی آماری این پژوهش، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره‌ی ۷ ساله، از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. داده‌های مورد نیاز برای اجرای این پژوهش، از طریق بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (کدال) و نرم‌افزار رهاورد نوین جمع‌آوری شده است. علاوه بر این، با استفاده از نرم‌افزارهای اکسل (به منظور جمع‌آوری و مرتب‌سازی داده‌ها)، اس پی اس اس و ایویوز به آزمون فرضیه‌ها و تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها پرداخته

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۰۹/۱۸، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۳/۰۴/۲۳

* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. E-Mail: Hadis.Javanmard@aem.uk.ac.ir
** استاد، گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران (نویسنده مسئول). E-Mail: khodamipour@uk.ac.ir
*** استاد، گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. E-Mail: Opourheidari@uk.ac.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



شده است. پژوهش حاضر از نوع پژوهش رویدادی است که مرسوم‌ترین آزمون آماری برای مطالعات رویداد پژوهی آزمون t است. در این پژوهش برای ارزیابی الزامات قانونی در بازار سرمایه، حجم معاملات پیرامون زمان انتشار اطلاعیه‌های برگزاری کنفرانس‌های خبری، شفاف‌سازی خصوص نوسان قیمت سهام، شفاف‌سازی در خصوص شایعه و توقف نماد معاملاتی مورد مطالعه قرار گرفت.

**یافته‌ها:** نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که برگزاری کنفرانس خبری و اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیری ندارد. علاوه بر این، تجزیه‌وتحلیل داده‌های پژوهش حاکی از این است که اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام و اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه و توقف نماد معاملاتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

**نتیجه‌گیری:** یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر در عدم تأثیر کنفرانس‌های خبری و اطلاعیه‌های شفاف‌سازی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، نقص در سیستم اطلاعاتی و کارایی ضعیف بازار بورس تهران است. علاوه بر این، عدم دانش تخصصی سرمایه گذاران نیز در این پدیده نقش دارد. سرمایه‌گذاران در بازار سهام تمایل دارند اطلاعات مربوط به قیمت، بازده و عملکرد سهام شرکت‌ها را بر اخبار منتشر شده توسط رسانه ها اولویت دهند. برای ترویج سرمایه گذاری در بازارهای سهام، کشورها باید اطلاعات بهتری را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهند. این امر می تواند با افزایش الزامات تعیین شده توسط سازمان های نظارت بر بازار سهام و ایجاد چارچوبی برای ارزیابی سیاست‌ها و رویه ها با حمایت دولت ها محقق شود. بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی و شرکت بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد اجرایی بازار سرمایه، قوانین و مقررات حاکم بر بازار را بررسی و بازنگری کنند.

**کلیدواژه‌ها: برگزاری کنفرانس، اطلاعیه شفاف‌سازی، توقف نماد معاملاتی، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران.**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



## ۱. مقدمه

ماهیت بازارهای سرمایه ریسک‌پذیر هستند و این ریسک‌های متنوع می‌تواند به شرکت‌ها نیز منتقل شود. مکانیزم‌های انتقال ریسک و قیمت‌گذاری در بازار به واحدهای تجاری اجازه مدیریت می‌دهد. بازار سهام هر کشوری نماد یک بازار رقابتی کامل است؛ زیرا تعداد خریداران و فروشندگان در آن بسیار زیاد است، اطلاعات به‌طور کامل در دسترس همگان قرار دارد و مهم‌تر از همه قیمت توسط افراد فعال بازار بر اساس مکانیسم عرضه و تقاضا تعیین می‌گردد (کمپل[1]، ۲۰۱۶؛ فلورس[2]، ۲۰۱۱). یکی از مهم‌ترین وظایف نهادهای ناظر بازار سرمایه، کنترل نوسان‌ها است که این کنترل با استفاده از ابزارها و قوانین مختلف انجام می‌شود. استفاده از توصیف رفتاری در تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری، معیارهای دقیق‌تری به منظور خریدوفروش سهام برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. با مرور روانشناسی شناختی می‌توان به تحقیقات زیادی برخورد که موضوع آن اشتباهات سیستماتیک انسان در نحوه فکرکردن یا پردازش اطلاعات است (هو و چای[3]، ۲۰۱۲). به عنوان مثال گاهی اعتماد بیش از حد، اهمیت بیشتر دادن به آخرین اطلاعات دریافت شده و از این قبیل ممکن است افراد را به تصمیم‌گیری‌های نادرست هدایت کند. از آنجایی‌که مبنای هر سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری است و اینکه تقریباً تمامی تصمیم‌گیری‌ها در شرایط غیرمطمئن انجام می‌شوند، لذا بررسی این فرآیند در درک مکانیسم آن مؤثر است و می‌تواند آموزه‌های گسترده‌ای داشته باشد تا از آن در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری چه در بازارهای سرمایه و چه در شرکت‌های تولیدی استفاده کرد (لی و همکاران[4]، ۲۰۱۶). با استفاده از توصیف رفتاری در تصمیم‌گیری‌های مالی، معیارهای دقیق‌تری برای توصیف و پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود و ضمناً سوگیری‌ها و پدیده‌های غیرمعمول که سال‌ها ذهن محققین را به خود اختصاص داده است پاسخ داده می‌شوند (وو[5] و همکاران، ۲۰۱۸).

یکی از عواملی که می‌تواند به جریان مطلوب معاملات در بازارهای مالی کمک نماید ایجاد چارچوبی است که به وسیله آن تمام طرف‌های موجود از جمله ناشران، کارگزاران و اشخاص حقیقی یا حقوقی فعال در بازار سهام بتوانند به راحتی و با حداکثر امنیت به معامله بپردازند. به همین دلیل است که در تمامی بازارهای اوراق بهادار از جمله بورس نیویورک، شانگ‌های، توکیو و ... نهادهایی برای حفظ چارچوب معاملات و کنترل بر شیوه انجام آن فعالیت می‌کنند. در ایران نیز سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان متولی انجام معاملات در بازار سرمایه از طریق شرکت‌های عضو این سازمان بر انجام معاملات سهام نظارت دارد. هدف از اجرای قوانین نظارتی در بازار

[1] Campbell
[2] Floros
[3] Hu and Chi
[4] Lei and Yang
[5] Wu

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



سرمایه، جلوگیری از مسائل و مشکلات به وجود آمده و افزایش حداکثری ثروت سهامداران و ایجاد یک محیط رقابتی پویا است (شیرازیان، ۱۳۹۷). اولین عنصر اصلی که برای همه اعضای بازار سهام مشترک است تعیین قوانین پذیرش یا واجد شرایط بودن است و دومین عنصر مهم در بازار سرمایه جهت مشارکت حداکثری سرمایه‌گذاران قوانین و چارچوب‌های مربوط به معاملات است که شامل مواردی همچون حجم مبنا، نوسان قیمت و شفافیت در اطلاعات ارائه شده توسط اعضای سازمان بورس می‌باشد. هدف از ایجاد مقررات در معامله، تضمین تجارت منصفانه، منظم و کارآمد است. بطور کلی مکانیسم‌هایی که بازار برای کنترل شرکت‌ها تعریف می‌کند سرمایه‌گذاران و مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۹۱). کارکرد نظارتی بورس در گذشته بیشتر به صدور قوانین و شفاف‌سازی محدود می‌شد اما امروزه بورس وظایف نظارتی بیشتری را با نظارت بر بازار سرمایه بر عهده دارد. بازارهای مالی از جمله بازار سهام با تمام خصوصیات مثبتی که بر رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارند تحت تأثیر عوامل خرد و کلانی هستند که ریسک ذاتی این بازار را افزایش داده و دارایی‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این عوامل در ادبیات نظری شامل طیف وسیعی از متغیرها است که به تازگی نیز کیفیت حاکمیتی به جمع این متغیرها افزوده شده، به‌طوری‌که تأثیرات آن به مراتب مخرب‌تر از سایر عوامل دیگر است. به همین علت افزایش کیفیت حاکمیتی دولت‌ها به‌عنوان متولیان اقتصادی خواهد توانست بازارهای مالی از جمله بازار بورس و اوراق بهادار که یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی است را تقویت نماید (بدری و اصیل‌زاده، ۱۳۹۰).

بدون تردید سرمایه‌گذاری در بورس بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سراسر جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بورس است. مسئله‌ای که در حال حاضر در بورس تهران خودنمایی می‌کند تصمیم‌گیری نادرست سرمایه‌گذاران است. این تصمیم‌گیری نادرست سبب می‌شود که کارایی بازار کاهش پیدا کند و منابع مالی به درستی تجهیز و تخصیص پیدا نکنند و در نهایت سبب اتلاف منابع در این بازار می‌گردد. یکی از علت‌های تصمیم‌گیری نادرست سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار را می‌توان به ضعف در ابزارها و قوانین نهادهای ناظر بازار سرمایه نسبت داد. به دلیل پیچیدگی در بازار سرمایه نظارت سازمان بورس بر شرکت‌ها موضوعی ضروری است و این سازمان‌ها همواره باید بر زیر مجموعه‌های خود نظارت داشته باشد چراکه عدم نظارت و کنترل سبب به وجود آمدن مشکلات و چالش‌های فراوانی برای فعالان بازار سرمایه می‌شود. نظارت سازمان بورس بر شرکت‌ها از طریق مکانیزم‌های نظارتی انجام می‌شود. مکانیزم‌های نظارتی می‌تواند به دو بخش مکانیزم درون‌سازمانی و مکانیزم برون‌سازمانی، تقسیم می‌شود. مکانیزم درون‌سازمانی شامل بخش‌هایی در درون سازمان از قبیل اعضای هیئت مدیره و کمیته حسابرسی داخلی، است و مکانیزم‌های برون‌سازمانی شامل نظارت سازمان بورس و الزامات قانونی این سازمان جهت حفظ

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



منافع ذینفعان است. در این پژوهش مکانیزم‌های نظارتی برگزاری کنفرانس خبری، اطلاعیه شفاف‌سازی و توقف نماد معاملاتی مورد مطالعه قرار گرفته است. از این رو با انجام این پژوهش می‌توان عواملی که باعث تصمیمات غلط سرمایه‌گذاران شود را شناسایی کنیم و با ارائه پیشنهاد به منجر به تصمیمات درست سرمایه‌گذاران شویم. چراکه تصمیمات درست سرمایه‌گذاران در عملکرد بازار سهام بسیار نقش اساسی ایفا می‌کند. با توجه مطالب ارائه شده هدف اصلی مطالعه‌ی حاضر یافتن پاسخی تجربی برای سؤال اصلی پژوهش است که آیا الزامات قانونی در بازار سهام بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد؟

چارچوب پژوهش در ادامه به این شرح است: ابتدا مبانی نظری و سپس پیشینه پژوهش بیان می‌شود؛ در بخش سوم فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش ارائه می‌شوند و پس از بحث و نتیجه‌گیری، پیشنهادهای پژوهش ارائه می‌شوند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌گیری‌هایی که در دنیای امروزی به صورت وسیع صورت می‌گیرد، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است (ودیعی و شکوهی‌زاده، ۱۳۹۱؛ ووکوویچو پیواک[1]؛ ۲۰۲۴). میلر و بایرنز[2] (۲۰۰۱) تصمیم‌گیری را به عنوان فرآیند انتخاب، بین شقوق متفاوت برای رسیدن به هدف خاصی تعریف می‌کنند. مردم روزبه‌روز پیچیده‌تر و پرمخاطره‌تر می‌شود درحالی‌که نتایج این تصمیمات بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است. تصمیمات مالی مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس، واسطه‌های مالی فعال در این بازارها، تحلیلگران مالی و مطبوعات منتشر می‌کنند. تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق منوط به انتشار اطلاعات به‌موقع، بااهمیت، قابل اتکا و نیز کامل و قابل فهم 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، تغییرات اقتصادی و سیاسی جملگی از اصلی‌ترین عوامل تأثیرگذار بر بازار سهام و تصمیم‌گیری سهامداران محسوب می‌شوند (گوناتیلاک و هراث[3]، ۲۰۰۷؛ میلر و بیرنز[4]، ۲۰۰۱).

اکثر نظریه‌های مالی اقتصادی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به‌صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که با نظریه انسان اقتصادی عقلایی کاملاً منطبق است. سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمام جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را

[1] Vuković & Pivac
[2] Miller and Byrnes
[3] Goonatilake and Herath
[4] Miller & Byrnes

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



اتخاذ می‌کنند. ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیر عقلایی 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 (فرین[۱] و همکاران، ۲۰۱۴؛ فام[۲]، ۱۹۹۸). تصمیم مالی، یکی از مهم‌ترین تصمیماتی است که مردم اتخاذ می‌کنند. به دلیل محدودیت‌های شناختی و سطح پایین سواد مالی، بسیاری از تصمیمات افراد، اصول صحیح مالی را نقض می‌کند (فریدمن و کامرر[۳]، ۲۰۱۶؛ قاضی عسگری[۴] و همکاران، ۲۰۲۲). از آنجا که اطلاعات یک وسیله و ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و بهنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی این اطلاعات می‌تواند به‌صورت 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 قیمت سهام می‌گردد (مادورا[۵] و همکاران، ۲۰۰۶؛ طاهری و حدادی[۶]، ۲۰۲۲). در بازارهای مالی نیز تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران با اخبار و اطلاعات متنوعی روبرو می‌شوند. این اطلاعات به‌صورت نشانه‌ها، علائم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهامداران قرار گیرد و باعث ایجاد واکنش‌ها و درنتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام گردد. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار منتشر شده متفاوت است. میلر[۷] (۲۰۰۶) دریافت که رسانه‌های جمعی می‌توانند هر نوع امکان عدم تقارن و همخوانی مابین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را از طریق تحقیقات بنیادی و اساسی و همچنین نشر و پخش مجدد اطلاعات افشا شده توسط شرکت تسکین دهند. در واقع رسانه می‌تواند نقش اقتصادی ارائه‌کننده اطلاعات را به وسیله توزیع اطلاعات از سایر منابع (شرکت‌ها، تحلیل‌گران و غیره) داشته باشد. در این زمینه، اگر توزیع مجدد توسط رسانه توجه سرمایه‌گذاران را جلب کند، قیمت‌گذاری سهام ممکن است تأثیر بیشتری از طریق انعکاس بیشتر اطلاعات داشته باشد (میلر، ۲۰۰۷).

[1] Frino
[2] Fama
[3] Frydman & Camerer
[4] GhaziAskari
[5] Madura
[6] Taheri & Hadadi
[7] Miller

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



کنفرانس‌های خبری[1] به یک کانال گسترده و رایج تبدیل شده است که مدیران ارشد شرکت‌ها از آن برای انتقال مقدار زیادی از اطلاعات به تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران نهادی استفاده می‌کنند (کیمبروو[2]، ۲۰۰۵). نوآوری‌های اخیر در فناوری اطلاعات شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا به همه سرمایه‌گذاران دسترسی بی‌درنگ به کنفرانس‌های خبری که قبلاً فقط توسط گروه منتخبی از متخصصان سرمایه‌گذاری قابل دسترسی بود، فراهم کنند (بوشی[3] و همکاران، ۲۰۰۳). بر اساس ماده ۱۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در صورتی که قیمت پایانی سهم طی ۱۵ روز معاملاتی در دامنه عادی نوسان قیمت، بیش از ۵۰ درصد افزایش یا کاهش داشته باشد، بورس موظف است نماد معاملاتی را متوقف کرده که هم‌زمان با توقف نماد معاملاتی، معاملات کلیه اوراق بهادار مرتبط با آن نماد شامل حق تقدم سهام و اوراق مشتقه متوقف می‌شود و از ناشر مطابق با رویه تصویب شده در بورس اوراق بهادار تهران درخواست برگزاری کنفرانس اطلاع‌رسانی نماید (حداد بیگی و همکاران، ۱۴۰۰).

در طی کنفرانس‌های خبری که توسط شرکت‌ها برگزار می‌شود، مدیران پاسخگویی تحلیلگران مالی بوده و به سؤالات آن‌ها پاسخ می‌دهند. مطالعات قبلی در رابطه با کنفرانس خبری نشان می‌دهد که کنفرانس‌های خبری برای تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران سودمند می‌باشد. به عنوان مثال، مدیران از کنفرانس‌های خبری برای توضیح پیامدهای موارد غیرمعمول برای تحلیلگران استفاده می‌کنند یا می‌توانند توسط تحلیلگران مورد استفاده قرار گیرد تا مشخص شود که تغییرات سود، دائمی یا زودگذر است (براون[4] و همکاران، ۲۰۰۴). مطالعات اخیر در مورد کنفرانس‌های خبری برای محتوای متن نامه‌های کنفرانس خبری متمرکز شده است (لارچکر و زاکولیکونا[5]، ۲۰۱۲). کیمبرو[6] (۲۰۰۵)، اقدام به بررسی این موضوع نمود که آیا کنفرانس‌های خبری، اطلاعات مربوط به پیامدهای آینده مؤلفه‌های تعهدی سود گزارش شده فعلی را منتقل می‌کند یا خیر. وی دریافت که آغاز کنفرانس‌های خبری با کاهش چشم‌گیر فشار اولیه تحلیلگران و سرمایه‌گذاران همراه است. کیمبرو ارتباط سریال خطاهای پیش‌بینی سه ماهه قبل و بعد از کنفرانس خبری را بررسی نمود. این مطالعه شواهد مستقیمی در مورد تغییر در خطاهای پیش‌بینی سالانه برای ۱۲ ماه پس از اعلامیه سود ارائه می‌دهد. در طی کنفرانس خبری، مدیران اغلب در مورد عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده بحث می‌کنند و سپس جلسه و پرسش و پاسخ برگزار می‌کنند. ماهیت تعاملی کنفرانس خبری امکان افشای پاسخ‌ها به نگرانی‌های خاص تحلیل‌گران را فراهم می‌آورد

[1] Conference calls
[2] Kimbrough
[3] Bushee
[4] Brown
[5] Larcker and Zakolyukina
[6] Kimbrough

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



(بروان[1] و همکاران، ۲۰۰۴؛ کیمبرو[2]، ۲۰۰۵). این ماهیت تعاملی کنفرانس‌های خبری همچنین می‌تواند خطرات خاصی را برای شرکت‌کنندگان در بازار ناشی از افشای گمراه کننده عمدی یا ناخواسته توسط مدیران ایجاد کند. برای کاهش این خطرات، کمیسیون نظارت مالی (FSC) از مدیران می‌خواهد که تخمینی برای عملکرد مالی آینده شرکت در یک کنفرانس گزارش ندهند. در عوض، یک شرکت باید یک پیش‌بینی رسمی مالی را صادر کند. به نوبه خود، شرکت‌کنندگان در کنفرانس‌های خبری بیشتر به صورت‌های مالی تاریخی و سایر اطلاعات عمومی دسترسی دارند تا چشم‌انداز یک شرکت را ارزیابی کنند، زیرا مدیران معمولاً از ارائه پیش‌بینی صریح در مورد آینده خودداری می‌کنند. در مورد سؤالات تحلیلگران نیز که مربوط به صورت‌های مالی می‌باشد، مدیران بهتر می‌توانند از قبل برای پاسخ‌گویی آماده شوند زیرا این نوع سؤالات از سایر سؤالات مربوط به استراتژی عملیاتی قابل پیش‌بینی است. علاوه بر این، مدیران غالباً سعی می‌کنند به‌طور خودجوش به سؤالات تحلیلگران بر اساس داده‌های واقعی به عنوان سیگنالی مبنی بر اینکه مدیر بر اطلاعات تسلط کامل دارد و اطلاعات واقعی می‌باشد پاسخ دهند (کاپلان[3] و همکاران، ۲۰۱۲). این مهم است که مدیران قبل از کنفرانس خبری، گزارش مالی را درک کنند و سپس اطلاعات کمی و کیفی را پردازش کنند تا به سؤالات تحلیلگران مربوط به عملکرد مالی آینده یا جریان پول نقد آینده در طی یک کنفرانس پاسخ دهند. مطالعات قبلی تأیید می‌کنند که تعهدات سال جاری ارتباط مثبتی با سال‌های پیش رو داشته است (کیم[4] و همکاران، ۲۰۱۵).

کنفرانس خبری می‌تواند به دلایل مختلف درک تحلیلگران از پیامدهای عملکرد آینده شرکت را بهبود ببخشد. اول، معمولاً در کنفرانس خبری، درباره موضوعاتی مانند تفکیک سود، اطلاعات مفصلی را برجسته‌تر می‌کنند. اطلاعات دقیق در مورد مسائل مالی به تحلیلگران کمک می‌کند تا روندهای در حال توسعه را که ممکن است توسط فرآیند جمع‌آوری سیستم حسابداری مالی پوشانده شود شناسایی کند و این ممکن است پیامدهایی برای عملکرد آینده شرکت داشته باشد (بوشمن و اسمیت[5]، ۲۰۰۱). دوم، کنفرانس‌های خبری به تحلیلگران کمک می‌کند تا ببینند مواردی که در صورت‌های مالی آورده می‌شوند دائمی یا زودگذر هستند. اطلاعات دقیق مالی که توسط مدیریت در کنفرانس‌های خبری ارائه می‌شود، به تحلیلگران کمک می‌کند تا پیامدهای عملکرد آینده درآمد فعلی را درک کنند. سوم، تحلیلگران معمولاً به دنبال راهنمایی مدیریت درباره اطلاعات غیرمالی هستند که ممکن است نتایج مالی آینده را پیش‌بینی کند. کنفرانس خبری این بستر را برای تحلیلگران مالی فراهم می‌کند. به عنوان مثال، یک تحلیلگر می‌پرسد، چرا موجودی قابل‌توجهی در مقایسه با سه ماهه قبل افزایش یافته است؟ آیا شرکت برای افزایش سفارش یا مورد دیگری

[1] Brown
[2] Kimbrough
[3] Kaplan
[4] Kim
[5] Bushman and Smith

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



موجودی برای خود ایجاد کرده است؟ «یک مدیر پاسخ می‌دهد، بله. ما برای سفارش فوری مشتری اقدام به ایجاد موجودی کردیم و موجودی در این سه ماهه به سطح عادی باز خواهد گشت». علاوه بر این، به دلیل اینکه ممکن است تحلیلگران می‌توانند سؤالات گسترده‌های بپرسند. یک تحلیلگر سؤالی می‌کنند. به عنوان مثال، تحلیلگران می‌توانند سؤالات گسترده‌ای بپرسند. یک تحلیلگر سؤالی را در رابطه با سیاست سود سهام شرکت می‌پرسند: «چرا سود سهام با سود خالص سال گذشته رشد نکرد؟ ما سود خود را حفظ می‌کنیم زیرا افزایش فروش ممکن است منجر به گسترش ظرفیت شود و نرخ بهره معیار بسیار بهتری است. ما معتقدیم که پول در چنین کشورهایی می‌تواند ثروت بیشتری را برای سهامداران ایجاد کند». با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه اول پژوهش حاضر به‌صورت زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه اول:** برگزاری کنفرانس‌های خبری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

در بازار سهام، انواع مختلفی از اطلاعات (مرتبط و یا غیرمرتبط) و شایعات وجود دارد منبع این اطلاعات می‌تواند گزارش‌های حسابرسی شرکت‌ها، سهامداران، تحلیگران (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 منتشر نسبت به تغییرات قیمت نیز آگاهی کافی داشته باشند تا بتوانند به موقع و صحیح در بازار بورس عمل نمایند. طی چند دهه گذشته، الگوی[1] فکری و مسلط مالی رفتاری، به عنوان مکملی جدی برای تئوری کارایی بازار در تشریح و تبیین بسیاری از قاعده‌مندی‌های مالی مشاهده شده مطرح است. مرکز ثقل مالی رفتاری، این ایده است که اشتباهات کوچک سرمایه‌گذاران در پردازش اطلاعات مرتبط باارزش باعث می‌شود، قیمت‌های بازار از آنچه که بر اساس یک مدل انتظارات عقلایی پیش‌بینی می‌شود، انحراف داشته باشد (رستمی و حکیمی‌فر، ۱۳۹۱). 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 می‌دهد. 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 تغییر مدیریت 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

[1] Paradigm

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



اوضاع اقتصادی یک کشور یا یک شرکت می‌شود. نکته دیگر در مورد شایعات، سرعت گردش آن‌ها در بازار سرمایه است. به‌طور 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 (رجبی، ۱۴۰۰).

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از این علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعاتی است (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). ویشواناث و کافمن[1] (۲۰۰۱) سه معیار برای شفاف بودن اطلاعات عنوان کردند که شامل ۱- دسترسی یا در دست بودن اطلاعات ۲- مربوط بودن ۳- کیفیت و قابلیت اعتماد است. جکسون تئوری کارایی بازار سرمایه را بسط داده و این تئوری را برای دو گروه متفاوت از افراد تقسیم می‌کند. گروه اول شامل کارشناسان بازار سرمایه می‌شود این گروه اغلب می‌توانند مزایایی که به وسیله اطلاعات کامل مالی که بر پایه پیشینه آموزش خود فراهم می‌کنند، داشته باشند. گروه دوم شامل مدل بازار یا همان متوسط سرمایه‌گذاران است. این گروه اغلب دانش کمتری درباره اطلاعات مالی دارند و یا زمان خواندن و یا درک اطلاعات مالی منتشره شده را ندارند. این گروه از نظریات فنی تحلیل‌گران بازار استفاده می‌کنند (ویشوانات[2] و همکاران، ۲۰۰۱؛ ضیاء الرحمن[3]، ۲۰۲۱). مطابق با مطالب ارائه‌شده فوق فرضیه دوم و فرضیه سوم به‌صورت زیر ارائه و تدوین شده است:

**فرضیه دوم:** اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

**فرضیه سوم:** اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

نحوه برخورد مسئولان بورس با نوسانات غیرمنطقی قیمت سهام در بازارهای توسعه یافته و همچنین بازارهای نوظهور در سراسر جهان، توجه زیادی را به خود جلب نموده است. مخصوصاً پس از بحران مالی ۱۹ اکتبر ۱۹۸۷ این مسئله بصورت جدی‌تری مطرح گردیده است. در این میان رایج‌ترین و شاید ابتدایی‌ترین نوع متوقف کننده‌های خودکار، حد نوسان قیمت سهام است که بیشتر در بازارهای نوظهور اوراق بهادار و در بازارهای معاملات آتی از آن استفاده می‌شود. در

[1] Vishwanath and Kaufmann
[2] Vishwanath
[3] Zia-ur-Rehman

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



بورس‌های اوراق بهادار بازارهای توسعه یافته، بیشتر از توقف معاملات استفاده می‌شود[۱]. بسیاری از کشورهای اروپایی و آسیایی نیز محدودیت‌های قیمتی را در بازارهای سهام خود اعمال می‌کنند (کیو و یانگ[۲]، ۲۰۰۸). توقف معاملات در واقع توقف در معاملات رسمی سهمی خاص یا کل بازار است. مقامات نظارتی بازار از این مکانیزم در جهت فراهم نمودن فرصت بیشتر برای سرمایه‌گذاران برای ارزیابی اطلاعات ارائه شده جدید درباره شرکتی خاص استفاده می‌نمایند. همچنین این مکانیزم برای ملزم کردن شرکت‌ها به افشاء اطلاعات جدید مورد استفاده قرار می‌گیرد. توقف معاملات مکانیزمی رایج بوده و به‌صورتی گسترده در بورس‌های مختلف جهان به‌کار می‌رود. توقف نماد، سیاست‌گذاران را قادر می‌سازد تا اطلاعات بیشتری (مثل نقدشوندگی بازار و نوسان‌پذیری) را به صلاحدیدشان به سیستم آورند در حالی‌که نوسان حد قیمت نوسان قیمت تنها به اندازه حرکات قیمت وابسته است. مهم‌تر اینکه در مدت توقف نماد، شرکت‌ها ملزم هستند تا اطلاعات مربوط به توقف معاملات را منتشر کنند تا درجه عدم تقارن اطلاعات را در بازار کاهش دهد. چنین الزامی برای حد نوسان قیمت وجود ندارد؛ بنابراین بعد از توقف معاملات قیمت‌ها حاوی اطلاعات مفیدتری می‌شوند و در نتیجه سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای فراهم کردن نقدشوندگی به بازار دارند؛ بنابراین توقف معاملات نسبت به حد نوسان قیمت در بهبود نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعات مؤثرتر است و به کشف قیمت نوسان کمک می‌کند (کیم[۳] و همکاران، ۲۰۰۴).

توقف نماد به‌طور گسترده، به عنوان مکانیسمی برای انتشار اطلاعات جدید در بازار سرمایه استفاده می‌شود. مؤثر بودن توقف نماد منوط به مباحث میان قانون‌گذاران، فعالان بازار و دانشگاهیان است (فرینو[۴] و همکاران، ۲۰۱۱). دموری و زارع (۱۳۹۳)، ادعا می‌کند که توقف نماد، برای سرمایه‌گذاران فرصتی فراهم می‌کند تا اطلاعات جدید را پردازش کند، بازار منظم را ترویج دهد، ثبات قیمت‌ها را حفظ کند و هزینه‌ی معاملات را به حداقل برساند. استدلال کیم[۵] و همکاران (۱۹۹۷) برای توقف نماد معاملاتی، تعدیل قیمت سهام را به تأخیر می‌اندازد، هزینه‌ی فرصت معاملات را افزایش می‌دهد و نوسان معاملات را بعد از توقف افزایش می‌دهد. کروین و لیپسون[۶] (۲۰۰۰) با بررسی بورس سهام نیویورک که تعداد معاملات بعد از وقفه‌های معاملاتی افزایش می‌یابد و همچنین قیمت اولیه بعد از وقفه، یک پیشگویی خوب از قیمت‌های بعدی می‌باشد (مادورا[۷] و همکاران، ۲۰۰۶). موافقان توقف نماد معاملاتی، ادعا می‌کنند که وجود چنین مکانیزمی، از یک‌سو موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران زمان بیشتری را برای ارزیابی اطلاعات جدید منتشرشده

---

[۱] علاوه بر ایالات متحده، بورس های سهام استرالیا، کانادا، آلمان، هنگ کنگ، اسرائیل، بریتانیا و غیره نیز به جای محدودیت قیمت، توقف معاملات را انتخاب می کنند.

[2] Kau and Wan
[3] Kim
[4] Frino
[5] Kim
[6] Corwin and Lipson
[7] Madura

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



داشته‌باشند و از سوی دیگر موجب کارایی بیشتر قیمت شده و عدم اطمینان را کاهش می‌دهد، در نتیجه، کشف قیمت بهتر انجام شده و نوسان‌پذیری کاهش می‌یابد. در مقابل، منتقدان توقف نماد، عقیده دارند که توقف معاملات موجب به تأخیر انداختن فرآیند کشف قیمت شده و در نهایت موجب کاهش جذابیت بازار نزد سرمایه‌گذاران خواهد شد. لازم به ذکر است که یافته‌های تجربی، حکایت از آن دارد که غالباً توقف معاملات، باعث کارایی بیش‌تر بازار شده است. از آنجایی که بورس اوراق بهادار تهران، جزء بازارهای نوظهور محسوب می‌شود و از کارایی لازم و تعریف شده توسط فاما[1] (۱۹۸۹) برخوردار نیست، ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار، نسبت به اطلاعات جدید بیش‌تر یا کمتر از حد مورد انتظار باشد (دموری و زارع، ۱۳۹۳). مخالفان وقفه‌ها معتقدند که وقفه‌ها یک ثبات موقت را نشان می‌دهند و حتی ممکن است مضر باشند زیرا آن‌ها، قیمت را از حرکت سریع و مؤثر برای رسیدن به تعادل جدید به تأخیر می‌اندازند. همچنین وقفه‌ها می‌توانند مفید باشند و مانع سرمایه‌گذارای در موقعیت‌های نامطلوب شوند، به‌طور کلی وقفه‌ها صرفاً با نیروهای اصلاحی که موجب برگشت بازار و رسیدن به تعادل می‌شوند، تداخل دارند (مادورا و همکاران، ۲۰۰۶). با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه چهارم پژوهش حاضر به‌صورت زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه چهارم:** توقف نماد معاملاتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

## پیشینه‌ی پژوهش

پروین[2] و همکاران (۲۰۲۳) برآورد احساسات سرمایه‌گذاران، رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در دوران کووید ۱۹ در بازار سهام نوظهور پاکستان را، بررسی کردند. نتایج نشان داد که کشف قیمت، بیش اعتمادی و موقعیت اثر منفی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد. تپلوا و تومتسو[3] (۲۰۲۱) به مطالعه‌ی حجم مبنا و تغییر نوسان قیمت سهام بر نمایش عدم کارایی اقتصادی در بازارهای نوظهور و ارتباط آن با فاکتور سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. که شواهد حاصل از تحلیل نشان داد که ویژگی‌های عدم نقدینگی و ثبات در مومنتوم موجب بهبود و افزایش در دامنه نوسان قیمت سهام شده است و این امر معیار اصلی برای سرمایه‌گذاری است. باربریز[4] و همکاران (۱۹۹۸) نیز معتقدند سرمایه‌گذاران از قاعده اکتشافی همانندی پیروی کرده و انتظارات خود از سودهای آتی را بر اساس یافته‌های قبلی می‌سازند و در نتیجه سرمایه‌گذار بر مبنای اطلاعات قبلی خود نسبت به یک اخبار واکنش بیش‌ازحد یا کمتر از حد واقع نشان می‌دهد. نظریه دیگری نیز توسط هانگ[5] و همکاران (۲۰۰۰) در رابطه با استفاده‌کنندگان از این اخبار منتشر شده که ارتباط متقابل بین دو گروه از افراد با رفتار غیر عقلایی را نشان می‌دهد؛ بینندگان خبری و معامله‌گران لحظه‌ای. در این راستا اگر

[1] Fama
[2] Parveen
[3] Teplova and Tomtosov
[4] Barberis
[5] Hong

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



اطلاعات مبهمی وارد بازار سرمایه شود بینندگان خبری قادر نیستند به‌طور کامل و سریع این اطلاعات را از اوراق بهادار استخراج کنند و به این اطلاعات کمتر از حد واکنش نشان می‌دهند. از سوی دیگر معامله‌گران لحظه‌ای سعی می‌کنند از این واکنش گروهی قبل استفاده کرده و قیمت‌ها را بیش‌ازحد مورد انتظار تخمین می‌زنند. شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی در معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار و چه پیش‌تر از آن، هنگام انتشار اخبار بروز بحران‌های مالی به اخبار اقتصادی و مالی جای تردید دارد و نیاز به شناسایی رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در این بازار احساس می‌شود. دیانتی دیلمی و حشمتی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین انتشار اخبار فساد مالی بر قیمت سهام بانک‌ها و شرکت‌ها تابعه آن‌ها پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که بین انتشار اخبار فساد با قیمت سهام بانک‌های و نیز قسمت سهام تابعه بانک‌ها و سایر بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. برزگری خانقاه و همکاران (۱۳۹۶) تأثیر رسانه‌های جمعی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش رسانه‌های جمعی شامل رسانه‌های نوشتاری، دیداری، شنیداری و دیجیتالی بوده و شاخص‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، مشارکت در بورس و انتخاب سهام اتخاذ شده است. نتایج این پژوهش شامل نتایج توصیفی و تحلیلی نشان دهنده وجود رابطه معنی‌دار میان استفاده از رسانه‌های جمعی و مشارکت در بورس و انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران بوده است. همچنین بر اساس نتایج این پژوهش، سرمایه‌گذاران جهت مشارکت و انتخاب نوع سهام بیشتر از رسانه‌های جمعی اینترنت و تلویزیون استفاده نموده‌اند (برزگری خانقاه و همکاران، ۱۳۹۶).

با توجه به بررسی پیشینه‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش حاضر، شواهد و یافته‌ها بیانگر این مطلب است که در با توجه به بررسی‌های به عمل آمده در پایگاه داده‌های علمی و معتبر کشور چنین موضوعی که در زمینه اثربخشی مکانیزم‌های نظارتی سازمان بورس بر شرکت‌های عضو این سازمان یافت نشد و همچنین چون از دستورالعمل‌های نظارتی سازمان بورس در تدوین فرضیه‌ها استفاده شده است؛ بنابراین می‌توان موضوع مورد نظر را حائز نوآوری و جدید بودن در بازار سهام کشور دانست.

## ۳. روش‌شناسی پژوهش

از نظر رابطه بین متغیرها پژوهش حاضر از نوع «علی- مقایسه‌ای» است. که به دنبال بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده است و از نظر هدف، کاربردی است. داده‌های مورد نیاز برای اجرای این پژوهش، از طریق بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (کدال[1]) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده

[1] codal.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



است. علاوه بر این، با استفاده از نرم‌افزارهای اکسل (به منظور جمع‌آوری و مرتب‌سازی داده‌ها)، اس‌پی‌اس‌اس[1] و ایویوز[2] به آزمون فرضیه‌ها و تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها پرداخته شده است. پژوهش حاضر از نوع پژوهش رویدادی است. که مراحل روش رویداد پژوهی[3] به شرح زیر است:

۱) تعیین نمونه‌ای از شرکت‌ها که یک رویداد مشترک را تجربه کرده‌اند: رویداد مشترک به معنای رویدادی است که انتظار می‌رود روی متغیرهای شرکت (مثل قیمت، حجم مبادلات سهام و عملکرد مالی) اثر داشته باشد یا حداقل سنجش میزان اثر آن مورد توجه است.

۲) مشخص کردن زمان رویداد و تعیین آن به عنوان زمان صفر (مبدأ)

۳) تعریف محدوده زمانی مورد بررسی

۴) سنجش متغیر وابسته مورد نظر برای هر یک از نمونه‌ها در هر یک از روزها یا دوره‌های مورد بررسی: هدف از سنجش متغیر وابسته تعیین اثر رویداد است. اثر رویداد در قالب تغییر قیمت (بازده) سهام، حجم دادوستد، عملکرد مالی و غیرمالی شرکت و این قبیل متغیرها قابل مشاهده است.

۵) انباشته کردن اثرات رویداد در محدوده زمانی مورد بررسی

۶) آزمون آماری: آزمون‌های آماری مستلزم تعیین سطح اهمیت مورد نظر و آماره مناسب برای آزمون است. مرسوم‌ترین آزمون فرض صفر در پژوهش‌های رویدادی، آزمون تی–استیودنت[4] است (قائمی و معصومی، ۱۳۹۷).

### ۱-۳ جامعه آماری و نمونه پژوهش

***جدول ۱. نمونه آماری***

| شرح | تعداد شرکت | |
|---|---|---|
| تعداد کل شرکت‌های عضو بورس تهران در پایان سال ۱۴۰۱ | – | ۵۴۰ |
| شرکت‌هایی که طی بازه زمانی پژوهش حاضر در بورس تهران عضویت نداشته‌اند | ۱۱۰ | |
| شرکت‌هایی که دارای سال مالی منتهی به پایان اسفند نبوده‌اند | ۹۸ | |
| شرکت‌هایی که داده‌های لازم برای محاسبه متغیرها در آن‌ها در دسترس نبوده است | ۱۰۳ | |
| شرکت‌های از نوع تأمین کننده‌ی مالی، سرمایه‌گذاری و بیمه‌ای | ۸۹ | ۴۰۰ |
| تعداد کل شرکت‌های نمونه آماری | | **۱۴۰** |

[1] Spss
[2] Eviews
[3] Event Study
[4] T student

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



جامعه‌ی آماری این پژوهش، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره‌ی ۷ ساله، از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است. در این پژوهش به دلیل استفاده از روش رویداد پژوهی در آزمون فرضیه‌ها برای رویدادهای برگزاری کنفرانس خبری، اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام و اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه، ۷ روز قبل و ۷ روز بعد از رویداد در نظر گرفته شده است که تعداد مشاهدات برای هر یک از متغیرهای فوق برابر با ۱۹۶۰ است. با توجه به اینکه برای رویداد توقف نماد معاملاتی ۱۰ روز قبل و ۱۰ روز بعد از رویداد در نظر گرفته شده است به همین دلیل تعداد مشاهدات برای متغیر توقف نماد معاملاتی برابر با ۲۸۰۰ است. بنابراین تعداد کل مشاهدات برابر با ۸۶۸۰ است.

## ۲-۳ متغیرهای پژوهش

### تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران[1] (IDM)

مطابق با پژوهش پروین[2] و همکاران (۲۰۲۰) تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از رابطه زیر و مطابق با حجم معامله استفاده می‌شود:

$V_2/V_1$= میانگین حجم معامله دوره جاری تقسیم بر میانگین حجم معامله دوره گذشته

$$InvsDec = dln\left(\frac{V2}{V1}\right)$$

InvsDec = تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

$V_2$ = میانگین حجم معامله دوره جاری

$V_1$ = میانگین حجم معامله دوره گذشته

### برگزاری کنفرانس خبری (Conf)

در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که با برگزاری کنفرانس در یک شرکت، سرمایه‌گذاران و سهامداران، تحلیلگران بازار سرمایه به تبعیت از این قانون، عواقب انتشار این خبر را به سایر شرکت‌های موجود در بازار بورس و فرابورس مرتبط نموده و با سلب یا عدم سلب اعتماد عمومی نسبت به این شرکت‌ها سهام آن نیز با کاهش یا افزایش مواجه گردد. در بازه زمانی مورد پژوهش، کلیه کنفرانس‌های مربوط به شرکت‌ها که در سایت کدال منتشر شده است که این کنفرانس به عنوان رویداد در نظر گرفته می‌شود. در بازه زمانی ۵ روز قبل و بعد از برگزاری کنفرانس در نظر گرفته می‌شود. اولین گام در انجام یک مطالعه رویداد، تعریف رویداد مورد علاقه و شناسایی دوره زمانی است که حجم معاملات سهام شرکت‌های موجود در این رویداد مورد بررسی قرار می‌گیرد. این دوره زمانی شامل پنجره تخمینی و پنجره رویداد است. پنجره تخمین همیشه باید قبل از

[1] Investor Decision Making
[2] Parveen

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



پنجره رویداد باشد. اگر T=۰ نشان دهنده روز اعلام کنفرانس باشد، پنجره برآورد قیمت دوره زمانی بین T=-۵ و T=۵ است. اتکا به اطلاعات بیش از ۵ روز قبل و بعد از رویداد، ممکن است متغیرهای مداخله‌گر را افزایش دهد و دوره زمانی کوتاه‌تر نیز ممکن است واکنش سرمایه‌گذاران غیرفعال را نادیده بگیرد (دیلمی و خداکرمی، ۱۳۹۶).

### توقف نماد معاملاتی[1] (STS)

توقف معاملات به معنای ممانعت از انجام معامله یک ورقه بهادار یا کل بازار در زمان مشخص و شرایط ضروری یـا بـر اساس نظر مسئولان بازار است. برای تحلیل داده‌ها، ۱۰ روز قبل و ۱۰ روز بعد از رویداد، به عنوان دوره نزدیک به وقوع رویداد انتخاب شده است. آخرین روز قبل از رویداد معادل با روز، ۱− خود رویداد معادل با روز صفر و روز ۱+ معادل با اولین روز بعد از رویداد در نظر گرفته شده است. اتکا به اطلاعات بیش از ۱۰ روز قبل و بعد از رویداد، ممکن است متغیرهای مداخله‌گر را افزایش دهد و دوره زمانی کوتاه‌تر نیز ممکن است واکنش سرمایه‌گذاران غیرفعال را نادیده بگیرد (دموری و همکاران، ۱۳۹۸).

### اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام (TDRUM)

در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که با انتشار اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام در یک شرکت، سرمایه‌گذاران و سهامداران، تحلیل‌گران بازار سرمایه به تبعیت از این اطلاعیه، عواقب انتشار این خبر را به سایر شرکت‌های موجود در بازار بورس و فرابورس مرتبط نموده و با سلب یا عدم سلب اعتماد عمومی نسبت به این شرکت‌ها سهام آن نیز با کاهش یا افزایش مواجه گردد. در بازه زمانی مورد پژوهش، کلیه اطلاعیه‌های شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام مربوط به شرکت‌ها که در سایت کدال منتشر شده است که این اطلاعیه به عنوان رویداد در نظر گرفته می‌شود. در بازه زمانی ۵ روز قبل و بعد از برگزاری اطلاعیه شفاف‌سازی در نظر گرفته می‌شود. اولین گام در انجام یک مطالعه رویداد، تعریف رویداد مورد علاقه و شناسایی دوره زمانی است که حجم معاملات سهام شرکت‌های موجود در این رویداد مورد بررسی قرار می‌گیرد. این دوره زمانی شامل پنجره تخمینی و پنجره رویداد است. پنجره تخمین همیشه باید قبل از پنجره رویداد باشد. اگر T=۰ نشان دهنده روز انتشار اطلاعیه باشد، پنجره برآورد قیمت دوره زمانی بین T=−۵ و T=۵ است. اتکا به اطلاعات بیش از ۵ روز قبل و بعد از رویداد، ممکن است متغیرهای مداخله‌گر را افزایش دهد و دوره زمانی کوتاه‌تر نیز ممکن است واکنش سرمایه‌گذاران غیرفعال را نادیده بگیرد.

[1] Stop trading symbol

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



### اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه (TDSV)

در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که با انتشار اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه در یک شرکت، سرمایه‌گذاران و سهامداران، تحلیل‌گران بازار سرمایه به تبعیت از این اطلاعیه، عواقب انتشار این اطلاعیه را به سایر شرکت‌های موجود در بازار بورس و فرابورس مرتبط نموده و با سلب یا عدم سلب اعتماد عمومی نسبت به این شرکت‌ها سهام آن نیز با کاهش یا افزایش مواجه گردد. در بازه زمانی مورد پژوهش، کلیه اطلاعیه‌های شفاف‌سازی در خصوص شایعه مربوط به شرکت‌ها که در سایت کدال منتشر شده است که این اطلاعیه به عنوان رویداد در نظر گرفته می‌شود. در بازه زمانی ۵ روز قبل و بعد از برگزاری اطلاعیه شفاف‌سازی در نظر گرفته می‌شود. اولین گام در انجام یک مطالعه رویداد، تعریف رویداد مورد علاقه و شناسایی دوره زمانی است که حجم معاملات سهام شرکت‌های موجود در این رویداد مورد بررسی قرار می‌گیرد. این دوره زمانی شامل پنجره تخمینی و پنجره رویداد است. پنجره تخمین همیشه باید قبل از پنجره رویداد باشد. اگر T=۰ نشان دهنده روز انتشار اطلاعیه باشد، پنجره برآورد قیمت دوره زمانی بین T= −۵ و T=۵ است. اتکا به اطلاعات بیش از ۵ روز قبل و بعد از رویداد، ممکن است متغیرهای مداخله‌گر را افزایش‌دهد و دوره زمانی کوتاه‌تر نیز ممکن است واکنش سرمایه‌گذاران غیرفعال را نادیده بگیرد.

## ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

### آمار توصیفی

هنگامی‌که توده‌ای از اطلاعات کمی برای تحقیق گردآوری می‌شود، ابتدا سازمان‌بندی و خلاصه کردن آن‌ها به طریقی که به‌صورت معنی‌داری قابل درک و ارتباط باشند، ضروری است. روش‌های آمار توصیفی به همین منظور به‌کار برده می‌شوند. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های نمونه در جدول (۲) و (۳) درج شده است.

***جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (قبل از رویداد)***

| متغیر | نماد | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف معیار |
|---|---|---|---|---|---|---|
| برگزاری کنفرانس خبری | Conf | ۱۴/۵۴۲ | ۱۴/۷۰۳ | ۲۰/۱۴۰ | ۷/۵۴۷ | ۱/۷۷۸ |
| توقف نماد معاملاتی | STS | ۱۴/۰۳۱ | ۱۴/۲۱۱ | ۲۱/۵۰۴ | ۵/۱۱۱ | ۱/۹۹۶ |
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام | TDRUM | ۱۳/۹۶۷ | ۱۴/۰۰۶ | ۱۹/۲۶۳ | ۰/۰۰۰ | ۱/۸۸۳ |
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه | TDSV | ۱۴/۶۷۷ | ۱۴/۶۴۴ | ۲۰/۴۲۶ | ۶/۸۰۲ | ۱/۶۱۲ |

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



*جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (بعد از رویداد)*

| متغیر | نماد | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف معیار |
|---|---|---|---|---|---|---|
| برگزاری کنفرانس خبری | Conf | ۱۴/۸۶۲ | ۱۴/۷۵۶ | ۱۹/۹۷۳ | ۵/۲۹۸ | ۱/۸۶۶ |
| توقف نماد معاملاتی | STS | ۱۴/۰۶۶ | ۱۴/۰۹۶ | ۲۵/۳۹۷ | ۶/۹۰۷ | ۲/۳۰۳ |
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام | TDRUM | ۱۴/۲۲۰ | ۱۴/۲۵۷ | ۱۹/۰۷۹ | ۶/۵۸۳ | ۱/۸۷۶ |
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه | TDSV | ۱۴/۶۵۹ | ۱۴/۷۴۲ | ۲۰/۴۳۹ | ۷/۱۷۶ | ۱/۶۸۰ |

همان‌طور که در جدول (۲) و (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش مشاهده می‌شود، میانگین حجم معاملات قبل از برگزاری کنفرانس خبری ۱۴/۵۴۲ و میانگین حجم معاملات بعد از برگزاری کنفرانس خبری ۱۴/۸۶۲ است. میانگین حجم معاملات قبل از توقف نماد معاملاتی ۱۴/۰۳۱ و میانگین حجم معاملات بعد از توقف نماد معاملاتی ۱۴/۰۶۶ است. میانگین حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام ۱۳/۹۶۷ و میانگین حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام ۱۴/۲۲۰ است. میانگین حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه ۱۴/۶۷۷ و میانگین حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی ۱۴/۶۵۹ است. با توجه به یافته‌های آمار توصیفی بین میانگین‌های حجم معاملات قبل از رویداد و میانگین‌های حجم معاملات بعد از رویداد تفاوت وجود دارد و این بدان معنی است که رویدادها بر تغییر در آمار توصیفی متغیرها اثرگذار است. حال لازم است که با استفاده از آزمون تی[1] بررسی کنیم که تفاوت بین میانگین‌ها از لحاظ آماری معنادار است.

## آمار استنباطی

### آزمون تی زوجی (وابسته)

آزمون تی یک آزمون آماری است که جهت مقایسه‌های دو گروه یا دو حالت یا دو برهه زمانی با یکدیگر استفاده می‌شود. آزمون تی وابسته یا آزمون تی جفت نمونه‌ای[2] یکی از آزمون‌های تی است که جهت بررسی دو حالت یا متغیر از یک جامعه آماری استفاده می‌شود. یکی از آزمایشات رایج، طرح قبل و بعد (Pre - Post) است. یک مطالعه از این نوع اغلب شامل دو اندازه‌گیری روی یک گروه است که یکی قبل و یکی بعد از رفتار صورت می‌گیرد. اگر رفتار هیچ تأثیری نداشته باشد اختلاف میانگین بین اندازه‌ها، از لحاظ آماری معنادار نیست و فرضیه صفر رد نمی‌شود؛ به‌عبارت دیگر، اگر رفتار تأثیرگذار بود (مطلوب یا غیر مطلوب) اختلاف میانگین از لحاظ آماری معنادار است و فرضیه صفر رد می‌شود (افشانی، ۱۳۹۱). از آنجایی که در پژوهش حاضر به بررسی

[1] T test
[2] Paired sample t test

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



متغیرهای پژوهش در دو حالت قبل و بعد از رویداد در یک جامعه آماری پرداخته می‌شود بنابراین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون تی وابسته (زوجی) استفاده می‌شود. مرسوم‌ترین آزمون آماری برای مطالعات رویداد پژوهی آزمون تی است. در این پژوهش رویدادهای اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران (حجم معاملات) لحاظ می‌شود.

## نتایج حاصل آزمون فرضیه‌ی اول

***جدول ۴. آزمون تی زوجی برای بررسی تفاوت میانگین حجم معاملات قبل و بعد از برگزاری کنفرانس خبری***

| متغیر | نماد | مرحله | میانگین حجم معاملات | تفاوت میانگین | تی | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|---|---|---|
| برگزاری کنفرانس خبری | Conf | قبل برگزاری کنفرانس خبری | ۱۰۳۳۱۵۹۹ | -۲۶۹۹۴۷ | -۰/۲۷۰ | ۰/۰۷۸۷ |
| | | بعد از برگزاری کنفرانس خبری | ۱۰۶۰۱۵۴۶ | | | |

بر اساس جدول (۴)، نتایج استخراج شده از آزمون تی وابسته مشاهده می‌شود مقدار آماره تی منفی است که نشان می‌دهد میانگین متغیر اول (حجم معاملات قبل از برگزاری کنفرانس) از میانگین متغیر دوم (حجم معاملات بعد از برگزاری کنفرانس) کمتر است، اما این تفاوت در میانگین‌ها از لحاظ آماری قابل ملاحظه نیست چراکه سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۷۸۷ بوده که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود و فرض مقابل رد می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت بین میانگین اطلاعات حجم معاملات قبل از برگزاری کنفرانس و بعد از برگزاری کنفرانس، تفاوت معناداری وجود ندارد و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود کنفرانس‌های خبری را لحاظ نمی‌کنند.

## نتایج حاصل آزمون فرضیه‌ی دوم

***جدول ۵. آزمون تی زوجی برای بررسی تفاوت میانگین حجم معاملات قبل و بعد از توقف نماد معاملاتی***

| متغیر | نماد | مرحله | میانگین حجم معاملات | تفاوت میانگین | تی | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|---|---|---|
| توقف نماد معاملاتی | STS | قبل از توقف نماد معاملاتی | ۹۴۳۸۹۳۳ | -۴۹۳۸۴۳۲۳۶ | -۳/۳۶ | ۰/۰۰۱ |
| | | بعد از توقف نماد معاملاتی | ۵۰۳۲۸۲۱۷۰ | | | |

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



بر اساس جدول (۵)، نتایج استخراج شده از آزمون تی وابسته مشاهده می‌شود مقدار آماره تی منفی است که نشان می‌دهد میانگین متغیر اول (حجم معاملات قبل از توقف نماد معاملاتی) از میانگین متغیر دوم (حجم معاملات بعد از توقف نماد معاملاتی) کمتر است که این تفاوت در میانگین‌ها از لحاظ آماری معنادار است چراکه سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۰۱ بوده که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت بین میانگین اطلاعات حجم معاملات قبل از توقف نماد معاملاتی و بعد از توقف نماد معاملاتی، تفاوت معناداری وجود دارد و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود توقف نماد معاملاتی را لحاظ می‌کنند.

## نتایج حاصل آزمون فرضیه‌ی سوم

***جدول ۶. آزمون تی زوجی برای بررسی تفاوت میانگین حجم معاملات قبل و بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام***

| متغیر | نماد | مرحله | میانگین حجم معاملات | تفاوت میانگین | تی | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|---|---|---|
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام | TDRUM | حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی | ۶۲۶۹۳۷۸ | -۱۱۷۳۰۳۲ | -۲/۱۴ | ۰/۰۳۳ |
| | | حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی | ۷۴۴۲۴۱۱ | | | |

بر اساس جدول (۶)، نتایج استخراج شده از آزمون تی وابسته مشاهده می‌شود مقدار آماره تی منفی است که نشان می‌دهد میانگین متغیر اول (حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام) از میانگین متغیر دوم (حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام) کمتر است که این تفاوت در میانگین‌ها از لحاظ آماری معنادار است چرا که سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۳۳ بوده که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت بین میانگین اطلاعات حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام و بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام، تفاوت معناداری وجود دارد و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام را لحاظ می‌کنند.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



## نتایج حاصل آزمون فرضیه‌ی چهارم

***جدول ۷. آزمون تی زوجی برای بررسی تفاوت میانگین حجم معاملات قبل و بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه***

| متغیر | نماد | مرحله | میانگین حجم معاملات | تفاوت میانگین | تی | سطح معنی‌داری |
|---|---|---|---|---|---|---|
| اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه | TDSV | حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی | ۱۰۰۸۲۵۱ | -۹۸۶۷۴۱/۹ | -۰/۵۹ | ۰/۵۵ |
| | | حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی | ۱۱۰۶۸۸۹۳ | | | |

بر اساس جدول (۷)، نتایج استخراج شده از آزمون تی وابسته مشاهده می‌شود مقدار آماره تی منفی است که نشان می‌دهد میانگین متغیر اول (حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی درخصوص شایعه) از میانگین متغیر دوم (حجم معاملات بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه) کمتر است، اما این تفاوت در میانگین‌ها از لحاظ آماری قابل ملاحظه نیست چراکه سطح معنی‌داری برابر با ۰/۵۵ بوده که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود و فرض مقابل رد می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت بین میانگین اطلاعات حجم معاملات قبل از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه و بعد از اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه، تفاوت معناداری وجود ندارد و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه را لحاظ نمی‌کنند.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

نظارت و ایجاد اطمینان برای سرمایه‌گذاران از مهم‌ترین زمینه‌های تحکیم و توسعه بازار سرمایه به شمار می‌آید. روند عملیات، قیمت بازار و اختلالات به ضعف و قوت مقررات نظارتی وابسته است. بررسی تاریخی مقررات بازار سرمایه حاکی از آن است که مقررات نظارتی و حمایتی جدیدترین بخشی از مقررات بازار سرمایه هستند؛ و علت تشدید این گروه از مقررات را باید در افزایش تخلفات در دهه‌های اخیر جستجو کرد. از طرفی دیگر، هدف عمده اصل حمایت از سرمایه‌گذاران که رسالت خطیر قانون‌گذاران و وظیفه اصلی نهادهای ناظر بازارهای سرمایه به شماره می‌رود حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک‌های سرمایه‌گذاری مربوط به اوراق بهادار و اطمینان از جریان عملیات منظم، قاعده‌مند و اتکاپذیر در بازار اوراق بهادار است. مکانیزم‌های نظارتی می‌تواند به دو بخش مکانیزم درون‌سازمانی و مکانیزم برون‌سازمانی، تقسیم می‌شود. مکانیزم درون‌سازمانی شامل بخش‌هایی در درون سازمان از قبیل اعضای هیئت مدیره و کمیته

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



حسابرسی داخلی، است و مکانیزم‌های برون‌سازمانی شامل نظارت سازمان بورس و الزامات قانونی این سازمان جهت حفظ منافع ذینفعان است. ناشران اوراق نقش پررنگی در بازار سرمایه داشته و تضمین رفتار عادلانه و منصفانه ایشان با سهامداران، از راهکارهای نیل به هدف اساسی حمایت از حقوق سهامداران است. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه‌ها نشان داد که برگزاری کنفرانس خبری و اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه تأثیری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد؛ اما در مقابل اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص نوسان قیمت سهام و توقف نماد معاملاتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

نظریه‌های اقتصادی مختلفی در رابطه با اینکه چگونه بازارهای مالی نسبت به اخبار واکنش نشان می‌دهند، وجود دارد که یکی از آن‌ها فرضیه بازار کارا است. فرضیه بازار کارا بیان می‌کند که قیمت فعلی دارایی باید بطور کامل تمام اطلاعات موجود در آن زمان را منعکس کند. این بدان معنی است که زمانیکه اطلاعات جدید در دسترس بازار قرار می‌گیرد، قیمت دارایی تغییر می‌کند. می‌توان بیان کرد که از مهم‌ترین عوامل عدم تأثیر کنفرانس‌های خبری و اطلاعیه شفاف‌سازی در خصوص شایعه بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذارن کارایی ضعیف بازار بورس اوراق بهادار تهران، کم بودن دانش تخصصی و نواقص سیستم اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. از طرفی سرمایه‌گذاران باید از تأثیرات اخبار منتشر نسبت به تغییرات قیمت نیز آگاهی کافی داشته باشند تا بتوانند به موقع و صحیح در بازار بورس عمل نمایند. همچنین می‌توان چنین استنباط نمود که سرمایه‌گذاران در بازار سهام توجهی به اطلاعات منتشر شده توسط ناشران ندارند و بیشترین تمرکز و دقت آنان بر روی اطلاعیه‌های مربوط به قیمت، بازده و عملکرد سهام شرکت‌ها است. کشورها نیاز دارند که اطلاعات بهتری به سرمایه‌گذاران جهت رشد سرمایه‌گذاری آنان در بازارهای سهام ارائه دهند که این عمل از طریق الزامات سازمان‌های ناظر بر بازار سهام در کشور اتفاق می‌افتد. همچنین توسعه چارچوب برای ارزیابی سیاست‌ها و رویه‌های قانون از حمایت مستقیم دولت‌ها را مشمول می‌شود. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر و شرکت بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد اجرایی بازار سرمایه در خصوص قوانین و مقررات حاکم بر آن بازنگری کند؛ و همچنین به محققان جهت انجام پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود سایر مکانیزم‌های نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران را مورد مطالعه قرار دهند.

## سپاسگزاری

از کلیه افرادی که ما را در انجام این پژوهش یاری نمودند تشکر می‌نماییم. در این پژوهش از سازمان، نهاد یا شخصی کمک مالی دریافت نشده است.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



**References**


Atta Abadi, & Hamidi; M. (2017). Overreaction to profit adjustment announcements based on event research approach: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 7(17), 31-48. (In Persian)

Badri, A., & Asilzadeh, M. (2011). Frequency and amplitude of price fluctuations: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 3(9), 56-73. (In Persian)

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.

Barzegari Khangah; J, Hijazi, R; & Rezazadeh, F. (2016). The effect of media coverage on investors' decisions in the stock market. *Financial accounting and auditing research*, 9(33), 107-124. (In Persian)

Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, *37*(3), 343-366.

Bushee, B. J., Matsumoto, D. A., & Miller, G. S. (2003). Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, *34*(1-3), 149-180.

Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, *32*(1-3), 237-333.

Campbell, J. Y. (2016). Restoring rational choice: The challenge of consumer financial regulation. *American Economic Review*, *106*(5), 1-30.

Damoori, D., & Khoshnud, H. (2019). The Study of the Impact of Price Limits and Trading Halts on Trading Activities, Liquidity and Price Volatility in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 213-236.

Dianati dalami, Z., & Heshmati, A. (2021). The relationship between banks' financial corruptions news and banks' stock price and subsidiaries firms. *Journal of Investment Knowledge***,** 10(38), 81-103. (In Persian)

Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.

Floros, C. (2011). Dynamic relationships between Middle East stock markets. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *4*(3), 227-236.

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.

Frino, A., Lecce, S., & Segara, R. (2011). The impact of trading halts on liquidity and price volatility: Evidence from the Australian Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 298-307.


Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



Frydman, C., & Camerer, C. F. (2016). The psychology and neuroscience of financial decision making. *Trends in cognitive sciences*, 20(9), 661-675.

Ghaemi, M; and Masoumi, Javad. (2017). Research event in accounting and finance. Tehran, Semat Publications. (In Persian)

GhaziAskari, S., Neshat, N., & Jafari Nodoushan, A. (2022). Sustainable policy-making of financial systems in crisis situations with modelling based on artificial neural networks. *Financial Management Perspective*, 12(38), 103-129.

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

Haddad Beygi, S; Javad Sai, M; & Iqbal, M. (2021). The effect of clarifying news conferences on reducing information asymmetry. Master's thesis. (In Persian)

Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *The Journal of finance*, 55(1), 265-295.

Hu, C., & Chi, Y. (2012). Investor Sentiment: Rational or Irrational—Evidence from China. *Available at SSRN 2191281*.

Hussain, S. M., & Alaya, A. (2024). Investor response to financial news in the digital transformation era: the impact of accounting disclosures and herding behavior as indirect effect. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, *22*(2), 254-273.

Jain, J., Walia, N., Kaur, M., & Singh, S. (2021). Behavioural biases affecting investors' decision-making process: a scale development approach. *Management Research Review*, *45*(8), 1079-1098.

Kau, A. K., & Wan-Yiun Loh, E. (2006). The effects of service recovery on consumer satisfaction: a comparison between complainants and non-complainants. *Journal of services marketing*, 20(2), 101-111.

Kim, Y. H., & Yang, J. J. (2004). What makes circuit breakers attractive to financial markets? A survey. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 13(3), 109−146.

Kimbrough, M. D. (2005). The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(1), 189-219.

Ladrón de Guevara Cortés, R., Tolosa, L. E., & Rojo, M. P. (2023). Prospect theory in the financial decision-making process: an empirical study of two Argentine universities. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, *28*(55), 116-133.

Larcker, D. F., & Zakolyukina, A. A. (2012). Detecting deceptive discussions in conference calls. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 495-540.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



Lei, Z., Yang, M. G., Tian, S., & Zhang, A. Q. (2016). Rumors in the stock market and stock price volatility: Evidence from a behavioral experiment. *Economic Research Journal*, 9, 118-131.

Lotfi, M., & Abdolbaghi ataabadi, A. (2021). Behavioral Analysis of Stock Returns Based on Assets Pricing Models in the Framework of Prospect Theory: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective***,** 11(36), 91-118. (In Persian)

Madura, J., Richie, N., & Tucker, A. L. (2006). Trading halts and price discovery. *Journal of Financial Services Research*, 30(3), 311-328.

Madurapperuma, W. (2022). The dynamic relationship between economic crisis, macroeconomic variables and stock prices in Sri Lanka. *Journal of Money and Business, 3*(1), 25-42.

Miller, D. C., & Byrnes, J. P. (2001). Adolescents' decision making in social situations: A self-regulation perspective. *Journal of Applied Developmental Psychology*, 22(3), 237-256.

O'Mara-Shimek, M. (2015). A communicative efficiency and effectiveness model for using metaphor and metonymy in financial news reporting. *On the Horizon, 23*(3), 216-230.

Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions in an emerging stock market. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 224-235.

Rajabi, E. (2021). The influence of investors' decisions on unreal news in the Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*. ۹(۳۴) ۱۰۳-۱۲۷. (In Persian)

Rostami Noroozabad, M., Arian Asl, H., & Abbasi Museloo, K. (2023). Investigating the Reactivity of Investors' Decisions on Selling Shares Based on Fundamental Analysts' Recommendations: Evidence from Stock Exchange Investors in Iran's Fars Province. *Financial Research Journal*, *25*(2), 228-254. (In Persian)

Shirazian, Zahra. (2017). The role of the duration of herding behavior on the volatility of the Tehran Stock Exchange index using Heston's model. *Financial knowledge of stock analysis*. 11(40), 13-23. (In Persian)

Sinaei, H., & Davodi, A. (2009). Financial Information Transparency and Investor Behavior in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 11(27). (In Persian)

Strauss, N., & Smith, C. H. (2019). Buying on rumors: How financial news flows affect the share price of Tesla. *Corporate Communications: An International Journal, 24*(4), 593-607.

Taheri, M., & Hadadi, N. (2022). The Effect of Free Cash Flows on Stock Crash Risk with Focused on the Role of Earnings Smoothing. *Financial Management Perspective*, 12(40), 29-48.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



Tehrani, R; Talibnia, Q; Jalili; S. (2006). Evaluation of Tehran Stock Exchange traders' reliance on accounting and non-accounting information in investment decisions. *Financial Research Journal* . 8(21). (In Persian)

Teplova, T., & Tomtosov, A. (2021). Can high trading volume and volatility switch boost momentum to show greater inefficiency and avoid crashes in emerging markets? The economic relationship in factor investing in emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 210-223.

Vadiei, M. H., & Shokouhi Zadeh, M. (2012). Effective Criteria on Investor's Decision Making in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, **3**(8), 151-171. (In Persian)

Vakili fard, H. R., Seifoddini, J., Abjadpour, A., & Maghsoud, H. (2012). Price Limit Effects on Stock Prices Behavior: A Contrarian Investment Strategy Approach. *Journal of Investment Knowledge*, 1(4), 61-86. (In Persian)

Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (2001). Toward transparency: new approaches and their application to financial markets. *The World Bank Research Observer*, 16(1), 41-57.

Vuković, M., & Pivac, S. (2024). The impact of behavioral factors on investment decisions and investment performance in Croatian stock market. *Managerial Finance*, *50*(2), 349-366.

Zarei, M., & Damoori, D. (2014). The Study of the Impact of Relative Performance of Trading halts on Market Quality (The Study of Tehran Stock Exchange). *Journal of Asset Management and Financing*, 2(3), 49-62. (In Persian)

Zia-ur-Rehman, M., Latif, K., Mohsin, M., Hussain, Z., Baig, S. A., & Imtiaz, I. (2021). How perceived information transparency and psychological attitude impact on the financial well-being: mediating role of financial self-efficacy. *Business Process Management Journal*, *27*(6), 1836-1853.

**استناد**

جوانمرد، حدیث؛ خدامی پور، احمد و پورحیدری، امید (۱۴۰۳). اثرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از الزامات قانونی در بازار سرمایه. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۴(۴۵)، ۹-۳۶.

**Citation**

Javanmard, Hadis; Khodamipour, Ahmad & Pourheidari, Omid (2024). The effectiveness of investors' decision-making from legal requirements in the capital market. *Journal of Financial Management Perspective*, 14(45) 9 - 36. (*in Persian*)

Archive of SID.ir