



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۶ / شماره ۴ (پیاپی ۶۴) / زمستان ۱۴۰۶  
صفحه ۶۹۹ تا ۷۲۱

## شناسایی پیشران‌های اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ارائه الگوی اثرگذاری آن‌ها در شرایط نااطمینانی محیطی

عبداله احمدی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.

فرزین رضایی

گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول)

[farzin.rezaei@iau.ac.ir](mailto:farzin.rezaei@iau.ac.ir)

جواد رضا زاده

گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۲۶

### چکیده

کسب شناخت از عوامل مؤثر بر قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر تخصیص منابع در بازار سرمایه تأثیر بسزایی دارد. هدف پژوهش حاضر شناسایی پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ارائه الگوی اثرگذاری آن‌ها در شرایط نااطمینانی محیطی است. در تحقیق حاضر با استفاده از روش مطالعات اسنادی و روش دلفی، پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران شناسایی شده است. بدین منظور با ۳۱ نفر از خبرگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری که در بازار سرمایه گواهینامه حرفه‌ای دارند در سال ۱۴۰۳ مصاحبه شد. با تحلیل محتوای این مصاحبه‌ها ۲۹ پیشران مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران شناسایی و به چهار گروه عوامل مرتبط با محیط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و قانونی تقسیم شدند. طی یک طبقه‌بندی دیگر این عوامل به پیشران‌های تأثیرگذار، تأثیرپذیر، دو وجهی و مستقل تقسیم شدند. نتایج حاصل از تحلیل این طبقه‌بندی نشان می‌دهد که ۱۰ پیشران از جمله «پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی»، «ریسک سیاسی»، «انتخابات و تغییرات دولت»، «ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیرعادی»، «ارتباطات و بازاریابی»، «ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه»، «سهم شرکت از بازار»، «شفافیت اطلاعاتی»، «معاملات عمده با اشخاص وابسته» و «قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران» از کلیدی‌ترین پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران است. اطلاع سرمایه‌گذاران از نقش این پیشران‌ها در شکل‌دهی به تصمیمات آنها می‌تواند به تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه کمک کند. آگاهی سرمایه‌گذاران از این پیشران‌ها می‌تواند در اتخاذ استراتژی‌های پیشرفت در فضای رقابتی نیز مفید باشد. موفقیت در قضاوت و تصمیم‌گیر آگاهانه سرمایه‌گذاران به توانایی سازگاری آنها با محیط قانونی و سیاسی در حال تحول بستگی دارد. سرمایه‌گذاران با پذیرش تغییرات و پاسخ فعال به محیط‌های بیرونی، می‌توانند مزیت رقابتی به دست آورند و خود را برای رشد و سودآوری آماده کنند.

**واژه‌های کلیدی:** قضاوت سرمایه‌گذار، نااطمینانی، محیط اطلاعاتی، آینده پژوهی

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری، شریان حیاتی هر اقتصادی است و تخصیص بهینه منابع مالی به فرصت‌های سودآور، نقشی کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. در این میان، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به عنوان بازیگران اصلی بازار سرمایه، با اتکا به دانش، تجربه و تحلیل‌های خود، نقش مهمی در هدایت سرمایه‌ها و شکل‌دهی به چشم‌انداز اقتصادی دارند (مایارنی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴). از این رو، مطالبات سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات شرکت یک مکانیسم حاکمیتی در عصر حاضر است که از طریق آن سرمایه‌گذاران از مدیریت شرکت‌ها پاسخگویی می‌خواهند (گارسیا و هرا<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). پژوهش‌های پیشین نشان دادند که، هنگامی که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اطلاعاتی را در مورد شرکت‌ها از طریق کانال‌های اطلاعاتی به دست می‌آورند، می‌توانند از طریق مکانیسم‌های فشار مانند گفتگو، پیشنهادات، رای‌گیری و اقدامات خروج بر فعالیت‌های آینده مدیریت تأثیر بگذارند (مک‌نالتی و نوردبرگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶؛ آشیرو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳). از این رو، قضاوت حرفه‌ای سرمایه‌گذاران به توانایی تصمیم‌گیری آگاهانه و منطقی بر اساس تخصص، تجربه و تحلیل شرایط بازار اشاره دارد. این قضاوت شامل طیف وسیعی از مهارت‌ها و شیوه‌ها، از جمله ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ارزیابی ریسک‌ها و پیش‌بینی روندهای آینده است (آسای و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۴).

در اکثر مواقع قضاوت سرمایه‌گذاران در محیطی همراه با نااطمینانی صورت می‌پذیرد. چراکه، نااطمینانی به وضعیتی اشاره دارد که در آن سرمایه‌گذار قادر به پیش‌بینی دقیق نتایج یا پیامدهای سرمایه‌گذاری‌های خود نیست (رشید و سعید<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). این عدم اطمینان می‌تواند ناشی از عوامل اقتصادی، سیاسی و یا حتی اجتماعی باشد. شرایط عدم اطمینان بر قضاوت سرمایه‌گذاران اثر عمیقی دارد و منجر به تغییر در رفتار و تصمیم‌گیری آن‌ها می‌شود. درک بهتر محیط پیرامون می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا با تدوین استراتژی‌های مناسب، اثرات منفی نااطمینانی را کاهش داده و تصمیمات بهتری اتخاذ کنند (رشید و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۲). اما، تصمیم‌گیری در شرایط نااطمینانی، که ویژگی بارز دنیای امروز است، چالش‌های خاص خود را به همراه دارد. یکی از چالش‌های اصلی در شرایط نااطمینانی، پیش‌بینی آینده است. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای با استفاده از ابزارهای مختلف، تلاش می‌کنند تا آینده بازار را پیش‌بینی کنند، اما این پیش‌بینی‌ها همواره با درجاتی از عدم قطعیت همراه هستند. در شرایط نااطمینانی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای باید به‌طور مداوم بازار را رصد کرده و اطلاعات خود را به‌روز نگه دارند. تغییرات سریع در محیط اقتصادی و سیاسی می‌تواند به‌سرعت بر بازار سرمایه اثر بگذارد و سرمایه‌گذاران باید برای واکنش به‌موقع به این تغییرات، آماده باشند. البته از سوی دیگر، شرایط نااطمینانی می‌تواند فرصت‌های جدیدی

<sup>۱</sup> . Maiyarni et al

<sup>۲</sup> . García Osma & Grande-Herrera

<sup>۳</sup> . McNulty & Nordberg

<sup>۴</sup> . Ashiru et al

<sup>۵</sup> . Asay et al

<sup>۶</sup> . Rashid & Saeed

<sup>۷</sup> . Rashid et al

برای سرمایه‌گذاری ایجاد کند و سرمایه‌گذاران باهوش می‌توانند از این فرصت‌ها به نفع خود استفاده کنند. فرصت-هایی نظیر سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی خود توجه می‌کنند. زیرا این شرکت‌ها، در شرایط نااطمینانی، از حمایت بیشتری از سوی جامعه برخوردار خواهند بود. بنابراین، عوامل و پیشران‌های متعددی بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اثر می‌گذارند و شناخت این عوامل از اهمیت بالایی برخوردار است. این پیشران‌ها می‌توانند از عوامل کلان اقتصادی و سیاسی تا محیط اجتماعی و حتی محیط قانونی را شامل شوند. شناسایی این پیشران‌ها و تعامل آن‌ها برای درک بهتر و چگونگی پاسخ سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی بازار، مهم است. با بررسی این پیشران‌ها، سرمایه‌گذاران می‌توانند استراتژی‌های قوی‌تری را برای سرمایه‌گذاری در شرایط نااطمینانی اتخاذ کرده و تصمیمات آگاهانه‌تری را ایجاد کنند.

بنابراین پرسش اصلی آن است که پیشران‌های اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای کدامند؟ و در نهایت الگوی اثرگذاری و اثرپذیری پیشران‌های موثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای چگونه می‌باشد؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در محیط دانشگاهی همواره فرض بر این است که بازارهای مالی کارآمد هستند و پیش‌بینی آن‌ها سخت است. بنابراین، پیش‌بینی‌ها و توصیه‌های تحلیلگران مالی باید برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی داشته باشد. پژوهش‌های پیشین نیز تا حدی از این نظریه حمایت می‌کنند. صرف نظر از نظریات آکادمیک، در دنیای امروز به نظر می‌رسد بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد به تخصص مالی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اعتماد بالایی دارند. بعلاوه، اگرچه به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران به طور کلی به تمامی توصیه‌ها و پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اعتماد ندارند، اما به تخصص در صنعت سرمایه‌گذاران و همچنین ارتباطات آن‌ها با مدیران شرکت‌ها اهمیت می‌دهند (براون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹؛ جانسون و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴). در ابتدا این سرمایه‌گذاران حرفه‌ای هستند که مخاطبان اصلی شرکت‌ها هستند، اگرچه بعداً این گزارش‌ها عمومی می‌شوند و در اختیار سرمایه‌گذاران خرد قرار می‌گیرند. با عمومی کردن صورت‌های مالی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای می‌توانند بر قیمت سهام تأثیر بگذارند (جانسون و همکاران، ۲۰۲۴).

با توجه به اینکه شرکت‌های سهامی عملکرد مالی و غیرمالی خود را از طریق کانال‌های پاسخگویی مانند صورت‌های مالی اطلاع‌رسانی می‌کنند و در اختیار ذی‌نفعان قرار می‌دهند اما در برخی موارد، سرمایه‌گذاران، ممکن است از سطح پاسخگویی یا اطلاعات به دست آمده از این کانال‌ها ناراضی باشند (رازاک و همکاران، ۲۰۲۱؛ آشیرو و همکاران، ۲۰۲۳).

چرا که نقص اطلاعاتی می‌تواند تحلیل‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران را تحت الشعاع قرار دهد. همچنین، نوسانات اقتصادی و تغییرات سیاسی، محیطی نااطمینان را ایجاد می‌کنند که در آن تصمیم‌گیری آگاهانه در خصوص سرمایه‌گذاری مطلوب، هم علم و هم هنر است. در شرایط نااطمینانی، قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای

<sup>۱</sup> . Brown et al

<sup>۲</sup> . Jansson et al

نقشی حیاتی در تخصیص بهینه منابع و هدایت سرمایه‌ها به سمت فرصت‌های سودآور ایفا می‌کند (بوتسکا و میلی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

بنابراین پیشران‌های حیاتی بسیاری هستند که بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی، تأثیر می‌گذارند. درک این عوامل، فرآیندها و استراتژی‌های تصمیم‌گیری آن‌ها را روشن می‌کند.

از منظر بُعد اقتصادی می‌توان چنین عنوان داشت که محیط اقتصادی نقش اساسی در شکل دادن به تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد. همواره سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به دقت شاخص‌های کلیدی اقتصاد کلان مانند نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، تورم و نرخ‌های بهره را زیر نظر دارند. این معیارها به ارزیابی سلامت کلی اقتصاد و هدایت تصمیمات در خصوص تخصیص دارایی کمک می‌کند. اما، توانایی انطباق با شرایط متغیر، استفاده از فناوری و حفظ استراتژی مناسب، نکته‌ای مهم است که سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد در یک چشم‌انداز مالی غیرقابل پیش‌بینی موفق شوند. درک این محرک‌ها بینش‌های ارزشمندی را نه تنها برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، بلکه برای تمامی ذی‌نفعان و هر فردی که به دنبال مسیریابی در پیچیدگی‌های بازارهای مالی مدرن است، فراهم می‌کند (جانسون و همکاران، ۲۰۲۴). از آنجایی که روند اقتصادی می‌تواند نشات گرفته از قوانین باشد، بنابراین محیط قانونی نیز یکی دیگر از عوامل کلیدی و تعیین‌کننده در فرایند تصمیم‌گیری و قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای محسوب می‌شود. این محیط شامل قوانین، مقررات، و چارچوب‌های نظارتی است که به منظور حفظ شفافیت، انصاف و اعتماد در بازارهای مالی تدوین می‌شود. وجود یک محیط قانونی قوی می‌تواند به کاهش تقلب، جلوگیری از دستکاری در روند بازار و افزایش اعتماد عمومی کمک کند، در حالی که ضعف در چارچوب‌های قانونی ممکن است منجر به افزایش عدم اطمینان و تغییر در رفتار سرمایه‌گذاران شود (هپبورن<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳).

محیط سیاسی نیز یکی دیگر از عوامل تأثیرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بازارهای مالی می‌باشد. این محیط شامل پیامدهایی نظیر سیاست‌های دولت، ثبات سیاسی و روابط بین‌المللی می‌باشد که می‌تواند سطح ریسک و بازده سرمایه‌گذاری‌ها را به شکل قابل‌توجهی تغییر دهد. تغییرات ناگهانی در سیاست‌ها، عدم اطمینان سیاسی و یا حتی وجود تنش‌های داخلی و بین‌المللی ممکن است باعث افزایش بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران شود و قضاوت آن‌ها را در خصوص آینده اقتصادی تحت تأثیر قرار دهد. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای برای ارزیابی ریسک‌ها و فرصت‌های پیش‌رو، همواره به تحلیل دقیق محیط سیاسی می‌پردازند. این تحلیل‌ها به آن‌ها کمک می‌کند تا تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌تری انجام دهند و از تأثیرات منفی احتمالی، جلوگیری کنند (ویسینوسکی و پاتان<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴).

محیط اجتماعی نیز شامل ارزش‌ها، هنجارها، باورها و تعاملات میان افراد و گروه‌های مختلف در یک جامعه است که می‌تواند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم بر رفتارهای سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که تصمیمات آن‌ها به طور قابل توجهی بر عملکرد بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد، تحت تأثیر انتظارات اجتماعی، شهرت و شبکه‌های ارتباطی قرار دارند. در جوامعی که تعاملات اجتماعی قوی و حس اعتماد میان افراد حاکم

<sup>۱</sup> . Bouteska & Mili

<sup>۲</sup> . Hepburn

<sup>۳</sup> . Wisniewski & Pathan

است، سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیمات جسورانه‌تر و مبتنی بر همکاری‌های بلندمدت اتخاذ کنند. از سوی دیگر، محیط‌های اجتماعی که با بی‌اعتمادی یا نابرابری شناخته می‌شوند، می‌توانند موجب افزایش ریسک‌گریزی و تغییر رفتار سرمایه‌گذاران به سمت تصمیمات محافظه‌کارانه شوند (میلو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

### نااطمینانی

اطلاعات حسابداری از جمله مهم‌ترین اطلاعات بازار سرمایه است؛ زیرا به تأمین‌کنندگان سرمایه اجازه می‌دهد بازده بالقوه فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ارزیابی کنند و بر نحوه استفاده از منابع خود نظارت داشته باشند. به همین دلیل است که بیشتر بازیگران بازار سرمایه، پژوهشگران و سیاست‌گذاران توجه دقیقی به اطلاعات حسابداری از جمله اعلام سود دارند. زمانی که سرمایه‌گذاران اطلاعات ناقصی درباره بازده‌های موردانتظار یا جریان‌های نقدی دارند، باید درباره فرآیندهای ناشناخته با استفاده از هرگونه اطلاعات در دسترس آگاهی کسب کنند. بدلیل وجود نااطمینانی<sup>۲</sup>، این اطلاعات باید با استفاده از روش‌های مختلف تصمیم‌گیری الگوسازی شود.

نااطمینانی وضعیتی است که در آن اطلاعات کافی برای آگاهی از احتمالات نتایج ممکن درباره یک پدیده وجود ندارد (ویلیامز<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵) و کسب آگاهی درمورد موضوعاتی که با عدم اطمینان روبرو هستند، در اصطلاح یادگیری<sup>۴</sup> نامیده می‌شود.

نااطمینانی با تاثیر بر باورهای سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد و همچنان که سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری درباره اقتصاد کسب می‌کنند، بر تغییر قیمت‌ها در طول زمان نیز تاثیرگذار است (چوی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵).

### تئوری انتخاب عقلایی

نقطه آغازین مطالعه قضاوت و تصمیم‌گیری انسان در اقتصاد، تئوری انتخاب عقلایی<sup>۶</sup> است و نقطه عطف این تئوری برای تبیین تصمیم‌گیری در فضای نامطمئن، تئوری مطلوبیت انتظاری ذهنی (SEU) برای وضعیت تصمیم‌گیری در فضای نامطمئن است. این نظریه نوعی نظریه هنجاری و دستوری به شمار می‌رود و اغلب با تصمیم‌گیری در واقعیت مورد مقایسه قرار می‌گیرد. انحراف از اصول عقلایی تبیین شده در نظریه مطلوبیت انتظاری ذهنی به عنوان پدیده غیر عادی تلقی می‌شود. تئوری انتخاب عقلایی همچنین تئوری کنش (عمل) عقلایی، چارچوبی برای فهم مدل‌های اجتماعی و رفتار اقتصادی می‌باشد. در تئوری انتخاب عقلایی، معنای عقلانیت دال بر آن است که شخص قبل از هر عملی، ابتدا استدلال می‌کند. سپس تصمیم می‌گیرد، ضمناً وی به تمامی اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری دسترسی داشته و از آن‌ها استفاده می‌کند (آقاها و همکاران، ۱۴۰۰).

<sup>۱</sup> Millo et al

<sup>۲</sup> Uncertainty

<sup>۳</sup> Williams

<sup>۴</sup> Learning

<sup>۵</sup> Choi

<sup>۶</sup> Rational Choice Theory

### محیط اطلاعاتی شرکت‌ها

محیط سازمان به مجموعه‌ی عناصری گفته می‌شود که سازمان را احاطه کرده و دارای پتانسیل بالقوه برای اثرگذاری بر عملکرد سازمان و در نهایت دستیابی به اهداف سازمانی می‌باشند. این عوامل و عناصر ممکن است در درون مرزهای سازمان یا در خارج از آن قرار داشته باشند. در واقع بحث محیط سازمانی از زمان پیدایش و حاکمیت مدل سیستم‌های باز آغاز شد که محققان دیگر نمی‌توانستند به راحتی تاثیر محیط‌ها بر سازمان‌ها را نادیده بگیرند و به منظور بررسی این ارتباطات علی لازم بود برخی نظریات کاربردی در مورد محیط‌ها ایجاد شوند. محیط داخلی سازمان شامل تمامی عناصر و عواملی است که در درون مرزهای سازمان قرار گرفته‌اند و مدیر بر آن‌ها نظارت می‌کند. بررسی محیط، چالش برانگیزترین جنبه‌ی فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک برای مدیران می‌باشد. در طول حیات، سازمان‌ها به آگاهی از آنچه که در محیط آن‌ها می‌گذرد و ممکن است بر سرنوشت آن‌ها تأثیر بگذارد نیاز دارند. لذا در هر سازمان و در هر شرایط و زمانی می‌توان تحلیل محیط را به عنوان یک ضرورت سازمانی برای بهبود عملکرد انجام داد. به عبارتی تحلیل محیط، آینده‌ی خودنمای سازمان است و امروزه یکی از وظایف دوره‌ای هر مدیر است که باید مکرراً به انجام آن اقدام کند. تجزیه و تحلیل‌های داخلی و محیطی، سازمان را قادر می‌سازد تا به دقت و به صورت عینی، شایستگی‌های ویژه و نقاط ضعف رقابتی خود را شناسایی کند. از طریق این تحلیل و اطلاعات حاصل از آن‌ها مدیران می‌توانند در جهت تکمیل فرصت‌های رقابتی سرمایه‌گذاری کرده و موانع و تهدیدها را به نحوی کاهش و از اثرات آن‌ها بکاهند. شناسایی شایستگی‌ها و نقاط ضعف، سازمان را قادر می‌سازد تا استراتژی‌های مواجهه و رویارویی با نیروهای محیطی را انتخاب کند.

### عقلانیت و رفتارگرایی

در نمونه‌های مورد استفاده در رویکردهای رفتاری، مفروضات مبتنی بر عقلانیت کامل عامل اقتصادی کنار گذاشته شده است. در حقیقت وجود پدیده‌های غیر معمول و تکرار این پدیده‌ها و ناتوانی نمونه‌های مبتنی بر عقلانیت کامل برای توضیح آن، محققان را بر آن داشت تا علل آن را بیابند و رویکرد جدیدی پایه‌گذاری کنند. در اقتصاد کلاسیک و در نتیجه مالیه پیشرفته عقلانیت یعنی پافشاری بر مفروضات نظریه مطلوبیت انتظاری زائیده فون نیومن و مورگن سترن (۱۹۴۷) و اینکه عامل اقتصادی تمامی اطلاعات مورد نیاز را در دسترس داشته و ضمناً از تمامی اطلاعات در تصمیمات و از نظر مالیه پیشرفته در قیمت‌گذاری اوراق بهادار استفاده می‌کند. دو فرض اصلی رویکرد عقلانیت کامل، شامل بیشینه‌سازی مطلوبیت نهایی و رفتار کاملاً عقلایی عامل اقتصادی کنار گذارده شده است. در اقتصاد کلاسیک فرض بر این است که افراد دارای انتظارات ثابت و قابل شناختی هستند و اینکه افراد به دنبال به حداکثررسانی انتظارات خود هستند. گروه دیگر بر این باورند که انسان در عقلانی برخورد کردن با مسائل با محدودیت‌هایی مواجه است. سایمون (۱۹۵۵) عقلانیت محدود را به جای عقلانیت کامل در نمونه‌های تصمیم‌گیری پیشنهاد کرد و در استفاده از نظریه مطلوبیت انتظاری به عنوان نمونه رفتار انسان در تصمیم‌گیری و بیشینه‌سازی مطلوبیت نهایی ایجاد تشکیک کرد. بر اساس این ایده، کانمن و تورسکی نمونه تصمیم‌گیری شهودی را ارائه کردند، که در آن افراد به علت ناتوانی یا وجود محدودیت در استفاده از روش‌های کاملاً عقلایی در

تصمیم‌گیری، به قواعد سرانگشتی بسنده می‌کند. مطالعات رفتاری انتظارات را به شیوه‌ای واقعی‌تر تعریف می‌کنند. شرایط مبهم آتی و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهات سیستماتیک در شکل‌گیری انتظارات خود داشته باشند (بینشیان و دهدار، ۱۳۹۷).

### آینده پژوهی

آینده‌پژوهی در مقام یک دانش، هنر پذیرش عدم قطعیت آینده و محتمل دانستن امکان وقوع حالت‌های گوناگونی از آینده به جای یک آینده خاص است. آینده‌پژوهی از آینده‌های مختلف خبر می‌دهد که هرگز مطمئن نیست و همیشه آستن وقوع رویدادهای غیرمنتظره است (تقی‌لو و همکاران، ۱۳۹۵). در این راستا یکی از مهم‌ترین روش‌های آینده‌پژوهی، سناریونویسی است. برنامه‌ریزی برپایه سناریوها روشی برای پذیرفتن و احاطه عدم قطعیت-ها (از طریق کند و کاو آینده‌های بدیل) و هدایت و رهبری از میان پیچیدگی‌ها (با تحرک قدرت داستان سرائی) ارائه می‌دهد. می‌توانیم برنامه‌ریزی سناریویی را به عنوان ابزار خلق بحران‌های میانجی که در ابتدا موجب بروز انکار یا عصبانیت و سپس اقدام شجاعان می‌شوند، در نظر بگیریم، نکته کلیدی وادار ساختن افراد به کنار گذاشتن منطقه امن آرام خود و برانگیختن مدیران به توقف پیروی از حرکت در همان مسیر است، به دلیل برنامه‌ریزی سناریویی نیاز به وجود توازن هنرمندانه بین موارد معلوم و نامعلوم دارد. هدف برنامه‌ریزی سناریو، پیش‌بینی و پیش‌گوئی آینده یا فراهم کردن تصویر دقیقی از آینده نیست، بلکه کمک می‌کند تا با نگاه به آینده و بررسی عواملی که به طور بالقوه بر آینده تأثیر گذارند، بتوان تصمیم بهتری گرفت. هدف اصلی سناریوسازی و سناریوها، توانمندسازی تصمیم‌گیرنده‌ها برای کشف و بررسی تمام یا برخی از حالت‌های امکان‌پذیر آینده برای روش کردن اقدامات زمان حال و نتایج آتی آنهاست. بنابراین، تصمیم‌گیرنده‌ها باید از انجام اقدامات راهبردی، قبل از انجام تفکر راهبردی خودداری کنند (موسوی و کهنکی، ۱۳۹۶).

### ۳- پیشینه پژوهش

جانسون و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهش خود به بررسی اعتماد سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و حرفه‌ای نسبت به توصیه‌های تحلیل‌گران مالی و تأثیرات آن بر سرمایه‌گذاری‌ها پرداختند. نتایج بیانگر آن بود که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای بیشتر از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به تحلیل‌گران مالی اعتماد کرده و توصیه‌های آن‌ها را انجام می‌دهند. بعلاوه، نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای بیشتر تحت تأثیر توصیه‌های خرید بوده‌اند و همین امر باعث شده بود تا ریسک‌های سرمایه‌گذاری را بپذیرند و این سرمایه‌گذاران بیش از حد خوش‌بین بوده‌اند. فینت و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۴) با بررسی سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در استراتژی‌های معاملاتی با توجه به نوع جنسیت به این نتیجه رسیدند که زنان با دقت بیشتری نسبت به مردان معاملات را انجام می‌دهند. همچنین نتایج بیانگر اهمیت و ضرورت استفاده بیشتر از زنان در امر سرمایه‌گذاری بوده است و سبدهای سرمایه‌گذاری زنان

<sup>۱</sup> . Finet et al

بالاترین ارزش را در شرایط بد بازار سهام داشتند و در نهایت نتایج نشان داد که حضور بیش از حد مردان در فرآیندهای معاملاتی می‌تواند یک عنصر تسهیل‌کننده در توسعه حساب‌های سوداگرانه باشد.

بروسل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۴) به بررسی فعالیت مغزی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و عملکرد آتی سهام پرداختند. برای این منظور با استفاده از MRI، عملکرد عصبی سرمایه‌گذاران را نمونه‌برداری و ارزیابی نمودند. نتایج نشان داد که زمانی که سرمایه‌گذاران اطلاعات سهام را پردازش می‌کردند، فعالیت هسته اکومبنس<sup>۲</sup> (NAcc) در زمان سرمایه‌گذاری که منجر به عملکرد بیش از حد بود، بالاتر بوده است. این نتایج حتی زمانی که پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران در اسکتر کنترل می‌شدند، قوی باقی ماندند. نتایج نشان داد که فعالیت هسته اکومبنس می‌تواند به طور قابل توجهی عملکرد آینده سهام را بالاتر از شانس پیش‌بینی کند. بعلاوه اینکه بررسی فعالیت مغزی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای می‌تواند به پیش‌بینی عملکرد سهام در آینده کمک کند.

آسای و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در پژوهش خود با عنوان قضاوت سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای در قضاوت خود به عملکرد و ارزش شرکت در آینده، ادراک کلی از شرکت، و ارزیابی ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری توجه می‌کنند.

چاوهان و کوماردی<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) در پژوهش خود نشان دادند که قضاوت‌های سرمایه‌گذاران با سطح تحصیلات بالا در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران بهتر است، چراکه سرمایه‌گذاران با سوادتر، ارزش پیشنهادی مالی را بهتر درک کرده و از پیشنهادات حرفه‌ای در جریان قضاوت‌های خود بیشتر بهره می‌برند.

مرکل<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) به بررسی اعتماد بیش از حد مالی و آینده‌نگری و بینش سرمایه‌گذاران پرداخت. نتایج نشان داد که اعتماد بیش از حد مالی منجر به افزایش فعالیت تجاری، ریسک‌پذیری بیشتر و تنوع کمتر در خرید سهام می‌شود. نتایج در بلندمدت نشان دهنده تکامل اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بود و نقش موفقیت گذشته را بر آینده‌نگری بعدی در خرید سهام را توسط سرمایه‌گذار نشان داد.

لی<sup>۶</sup> (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر سطح درک گزارش تفسیری مدیریت و عملکرد مالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهند زمانی که گزارش تفسیری مدیریت درباره عملکرد غیرمنتظره افزایشی (کاهش) ارائه می‌شود، قضاوت سرمایه‌گذاران درباره پایداری سود روند افزایشی (روند کاهش) می‌یابد. همچنین، شهرت مدیران نسبت به زمان دریافت نکردن گزارش تفسیری مدیریت بیشتر کاهش می‌یابد. علاوه بر این، هنگامی که گزارش تفسیری مدیریت شامل مفاهیم خارجی معتبر باشد (کیفیت بالا)، در وضعیت عملکرد مالی کاهش، قضاوت سرمایه‌گذاران درباره پایداری سود روند کاهش می‌دارد.

ادیبی و همکاران (۱۴۰۳) به تبیین مدل قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر مبنای اطلاعات حسابداری پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر تأثیر ویژگی‌های فردی، روان‌شناختی و محیط سرمایه‌گذاری بر فرایند قضاوت

<sup>۱</sup> Brussel et al

<sup>۲</sup> Nucleus Accumbens(NAcc)

<sup>۳</sup> Asay et al

<sup>۴</sup> Chauhan & KumarDey

<sup>۵</sup> Merkle

<sup>۶</sup> Li

و سرمایه‌گذاران است. بر اساس نتایج بدست آمده سبک تصمیم‌گیری، سوگیری‌های رفتاری، هوش هیجانی و پردازش تحلیلی سرمایه‌گذار بر قضاوت وی از اطلاعات حسابداری شرکت و شرایط بازار تأثیر معنادار دارد، همچنین تصمیم سرمایه‌گذار نیز تحت تأثیر قضاوت، ریسک‌پذیری و برداشت وی از محیط سرمایه‌گذاری است. نتایج این پژوهش منجر به درک جامع‌تری از قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شده و می‌تواند جهت نوآوری در بازار سرمایه، نحوه ارائه اطلاعات به سهامداران و ارائه خدمات سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار بگیرد.

موسوی و همکاران (۱۴۰۲) به ارزیابی تأثیرپذیری قضاوت‌های سرمایه‌گذاران از خوانایی افشای گزارش‌های مالی شرکت پرداختند. نتایج نشان داد هنگامی که گزارش‌های مالی شرکت دارای خوانایی افشای پایین باشند میزان حساسیت قضاوت‌های ارزیابی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر قرار گرفته و افزایش پیدا می‌کند اما هنگامی که خوانایی افشا بالا باشد روانی پردازش سرمایه‌گذاران تحت تأثیر قرار نخواهد گرفت. علاوه بر این مشخص گردید هنگامی که گزارش‌های مالی شرکت دارای خوانایی افشای پایین باشند شدت و کارایی جستجوی اطلاعات بیرونی توسط سرمایه‌گذاران افزایش پیدا کرده ولی میزان اتکای سرمایه‌گذاران بر اطلاعات بیرونی تغییری پیدا نمی‌کند. فغفور مغربی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر احساس زبانی، خوانایی و سبک پردازش اطلاعات (خبرگی) بر قضاوت سرمایه‌گذاران پرداختند. تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد احساس زبانی مثبت و خوانایی ضعیف اطلاعاتی اعلان سود بر قضاوت سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت دارد. همچنین احساس زبانی مثبت و خوانایی ضعیف اطلاعاتی اعلان سود بر قضاوت سرمایه‌گذاران که از خبرگی کمتری برخوردارند و از سبک شهودی برای پردازش اطلاعات استفاده می‌کنند، تأثیر مثبت و بر قضاوت سرمایه‌گذارانی که از خبرگی بیشتری برخوردارند و از سبک تحلیلی برای پردازش اطلاعات استفاده می‌کنند، تأثیر منفی دارد. نتایج تحقیق آن است که لزوم حمایت از سرمایه‌گذاران کمتر خبره به وسیله ارائه دستورالعمل‌هایی برای افزایش خوانایی و همچنین استفاده از احساس زبانی متناسب با عملکرد کلی شرکت توسط نهادهای قانون‌گذار امری ضروری به نظر می‌رسد.

رضایی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر کیفیت افشای ماهیت کسب و کار و عملکرد مالی شرکت بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که در شرایطی که کیفیت افشای ماهیت کسب و کار بالا (پایین) باشد، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تمایل بیشتری (کمتری) برای سرمایه‌گذاری دارند. همچنین، نتایج پژوهش اشاره دارد که در شرایط عملکرد مالی افزایشی (کاهش)، کیفیت بالای (پایین) افشای ماهیت کسب و کار تمایل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای برای سرمایه‌گذاری در شرکت را افزایش (کاهش) می‌دهد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان داد که هنگامی که کیفیت افشای ماهیت کسب و کار بالا (پایین) است، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای پایداری سود شرکت را بیشتر (کمتر) در نظر می‌گیرند.

مصلی نژاد و همکاران (۱۳۹۸) به ارائه الگویی تأثیر شیوه افشای اطلاعات نامشهود غیرمالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد افشای اطلاعات نامشهود غیرمالی همراه با روابط علی، قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد مالی آینده شرکت را در کوتاه مدت تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. اما تأثیرپذیری قضاوت سرمایه‌گذاران از طریق ارائه اطلاعات نامشهود غیرمالی در بلندمدت قابل تفسیر می‌باشد.

## ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی، از لحاظ ماهیت اکتشافی است. در تهیه پیشران‌های اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از روش مطالعات اسنادی و روش دلفی استفاده شد. انتخاب تیم دلفی، با روش نمونه‌گیری هدفمند از نوع قضاوتی بوده است. معیارهای انتخاب خبرگان شامل تسلط نظری، تجربه عملی، تمایل و توانایی مشارکت در پژوهش و دسترسی به آنان بود. با توجه به این معیار، ۳۱ نفر از خبرگان و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری که دارای گواهینامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه بودند در سال ۱۴۰۳ انتخاب شدند. در پردازش اطلاعات از روش تحلیل اثرات متقابل ساختاری در نرم‌افزار MICMAC استفاده شد. در نتیجه پایش متغیرها، ۲۹ پیشران اولیه در ۴ بعد (محیط قانونی، محیط اقتصادی، محیط اجتماعی، محیط سیاسی) بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای شناسایی و خوشه‌بندی شد (جدول ۱).

جدول ۱- پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای

ابعاد کلی	پیشران‌های اولیه
محیط قانونی	Var01. پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی، Var02. شفافیت اطلاعاتی، Var03. معاملات عمده با اشخاص وابسته، Var04. عدالت سازمانی، Var05. ابهام نسبت به نتایج آبی دعوی حقوقی غیرمعمول، Var06. تغییر قوانین، Var07. فرار مالیاتی، Var08. قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران، Var09. ابهام با اهمیت در مورد تداوم فعالیت
محیط سیاسی	Var10. روابط سیاسی شرکت، Var11. انتخابات و تغییرات دولت، Var12. ریسک سیاسی، Var13. بی‌ثباتی تصمیمات، Var14. روابط بین‌الملل و تحریم‌ها، Var15. پشتیبانی و کمک‌های دولت
محیط اجتماعی	Var16. مشارکت اجتماعی، Var17. ارتباطات و بازاریابی، Var18. توجه به ارزش‌ها و باورهای اجتماعی، Var19. توجه به ترجیحات مشتری، Var20. انصاف و احترام نسبت به جامعه و ذی‌نفعان، Var21. ملاحظات اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی، Var22. ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه
محیط اقتصادی	Var23. سهم شرکت از بازار، Var24. کنترل اقتصادی بر صنعت، Var25. اندازه و سابقه شرکت، Var26. راهبردها و اهداف مدیریت، Var27. شهرت برند، Var28. متناسب بودن قیمت محصول و کشش بازار، Var29. سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه

## ۵- یافته‌های تحقیق

## ۵-۱- تحلیل کلی محیط اطلاعاتی

جدول شماره ۲ برآیند اثرات متقابل ۲۹ پیشران اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی در آینده را در چهار بُعد اصلی (محیط قانونی، محیط سیاسی، محیط اقتصادی و محیط اجتماعی) نشان می‌دهد. نتایج این جدول بیانگر تعداد تکرار ۲ بار و درجه پرشدگی ۶۳/۸۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای انتخاب شده بر هم تأثیر داشته‌اند. از مجموع روابط قابل ارزیابی در ماتریس، ۳۰۴ رابطه عدد صفر است؛ این مقدار بدان معناست که عوامل بر یکدیگر تأثیر نداشته و یا از یکدیگر متأثر نشده است. ۱۹۳ رابطه با مقدار یک دارای

تأثیر ضعیف نسبت به هم و ۱۸۰ رابطه با عدد ۲ دارای روابط اثرگذاری نسبتاً قوی است. علاوه بر این، ۱۶۴ رابطه عدد ۳ دارد و این به معنای آن است که روابط متغیرهای کلیدی بسیار زیاد بوده و از تأثیرگذاری و تأثیرپذیری زیادی برخوردارند.

جدول ۲- تحلیل اولیه داده‌های ماتریس و اثرات متقابل متغیرها

شاخص	اندازه ماتریس	تعداد تکرار	تعداد صفر	تعداد یک	تعداد دو	تعداد سه	مجموع	درجه پرشدگی
مقدار	۲۹	۲	۳۰۴	۱۹۳	۱۸۰	۱۶۴	۵۳۷	٪۶۳/۸۵

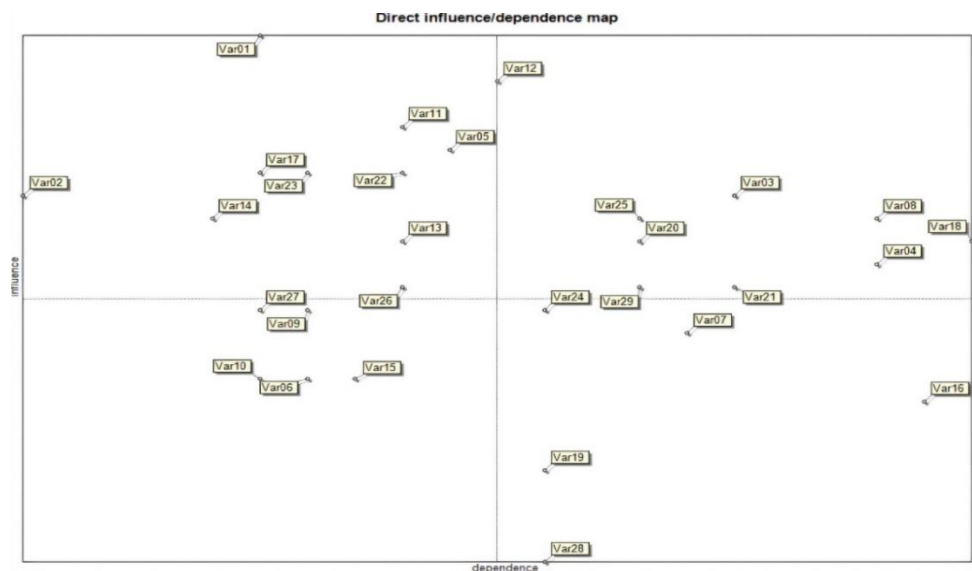
ماتریس این پژوهش براساس پیشران‌های مورد مطالعه با ۲ بار چرخش از مطلوبیت و بهینه‌شدگی ۹۹ درصد برخوردار است که حاکی از روایی بالای پرسشنامه و پاسخ‌های آن دارد (جدول ۳).

جدول ۳- درجه مطلوبیت و بهینه‌شدگی ماتریس

تأثیرپذیری	تأثیرگذاری	چرخش
٪۶۸	٪۲۱	۱
٪۹۹	٪۹۹	۲

## ۲-۵- ارزیابی پلان تأثیرگذاری و تأثیرپذیری متغیرها

شیوه توزیع و پراکنش متغیرها در صفحه پراکنندگی حاکی از میزان پایداری و یا ناپایداری سیستم است. در حوزه روش تحلیل اثرات متقابل / ساختاری با نرم‌افزار MICMAC در مجموع دو نوع از پراکنش تعریف شده است که به نام سیستم‌های پایدار و سیستم‌های ناپایدار معروف است. در مدل سیستم پایدار پراکنندگی متغیرها به صورت L است؛ در این مدل برخی متغیرها دارای اثرگذاری بالا و برخی دارای اثرپذیری بالا است. اما در سیستم‌های ناپایدار وضعیت پیچیده‌تر است؛ در این سیستم نیروهای مد نظر پیرامون محور قطری صفحه پراکنده است و در بیشتر مواقع حالت بینابین از اثرگذاری و اثرپذیری دارد که شناسایی متغیرهای کلیدی را دشوار می‌سازد. شکل شماره ۱، الگوی پراکنندگی عوامل موثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی در آینده را نشان می‌دهد. این الگوی پراکنندگی به طور کلی بیانگر وضعیت یک سیستم ناپایدار است (شکل ۱).



شکل ۱- الگوی پراکندگی عوامل مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی در آینده

### ۳-۵- دسته‌بندی عوامل مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در آینده

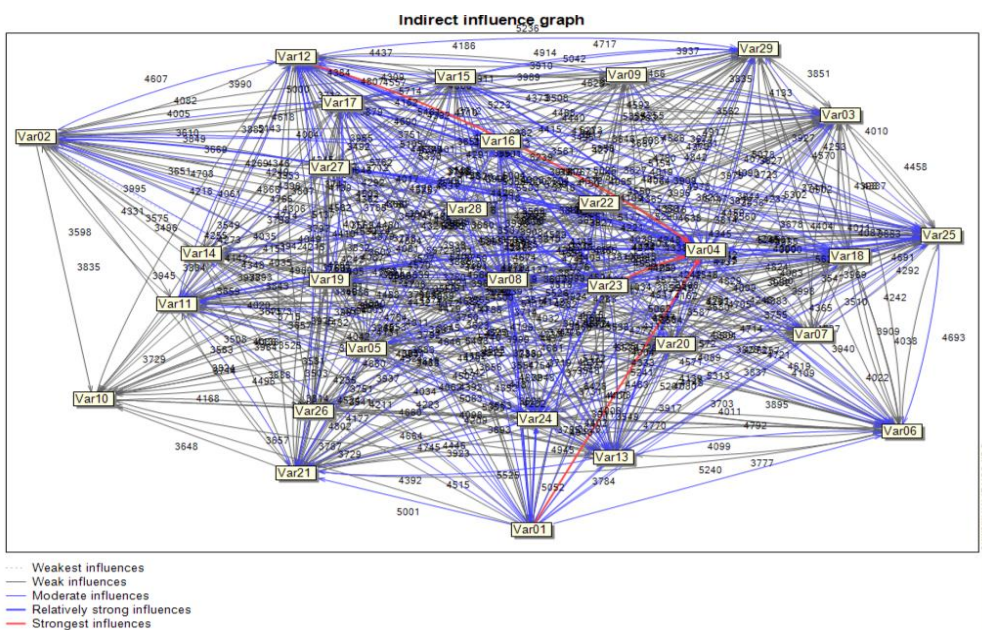
**عوامل تعیین‌کننده یا تأثیرگذار:** این عوامل بیشتر تأثیرگذار بوده و کم‌تر تأثیرپذیر می‌باشند. بنابراین سیستم بیشتر به این متغیرها بستگی دارد. این عوامل در قسمت شمال غربی نمودار نمایش داده می‌شوند. عوامل تأثیرگذار بحرانی‌ترین مؤلفه‌ها می‌باشند، زیرا که تغییرات سیستم وابسته به آن‌ها است و میزان کنترل بر این عوامل بسیار مهم است. از طرف دیگر، این عوامل، به‌عنوان متغیرهای ورودی سیستم نیز در نظر گرفته می‌شوند. از میان ۲۹ عامل بررسی شده در این تحقیق، ۱۰ شاخص به‌عنوان پیشران‌های اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای احصاء شده است. در این پژوهش متغیرهای که در این قسمت هستند شامل: ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیرمعمول، انتخابات و تغییرات دولت، بی‌ثباتی تصمیمات، ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه، راهبردها و اهداف مدیریت، سهم شرکت از بازار، ارتباطات و بازاریابی، پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی، شفافیت اطلاعاتی، روابط بین‌الملل و تحریم‌ها

**عوامل «دووجهی»:** این عوامل، هم‌زمان به‌صورت بسیار تأثیرگذار و بسیار تأثیرپذیر، عمل می‌نمایند. این عوامل در قسمت شمال شرقی نمودار قرار می‌گیرند. طبیعت این عوامل با عدم پایداری آمیخته است، زیرا هر عمل و تغییری بر روی آن‌ها، واکنش و تغییری بر دیگر عوامل را به دنبال دارد. عوامل این ناحیه شامل: ریسک سیاسی، ملاحظات اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، عدالت سازمانی، قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران، توجه به ارزش‌ها و باورهای اجتماعی، معاملات عمده با اشخاص وابسته، انصاف و احترام نسبت به جامعه و ذی‌نفعان، اندازه و سابقه شرکت

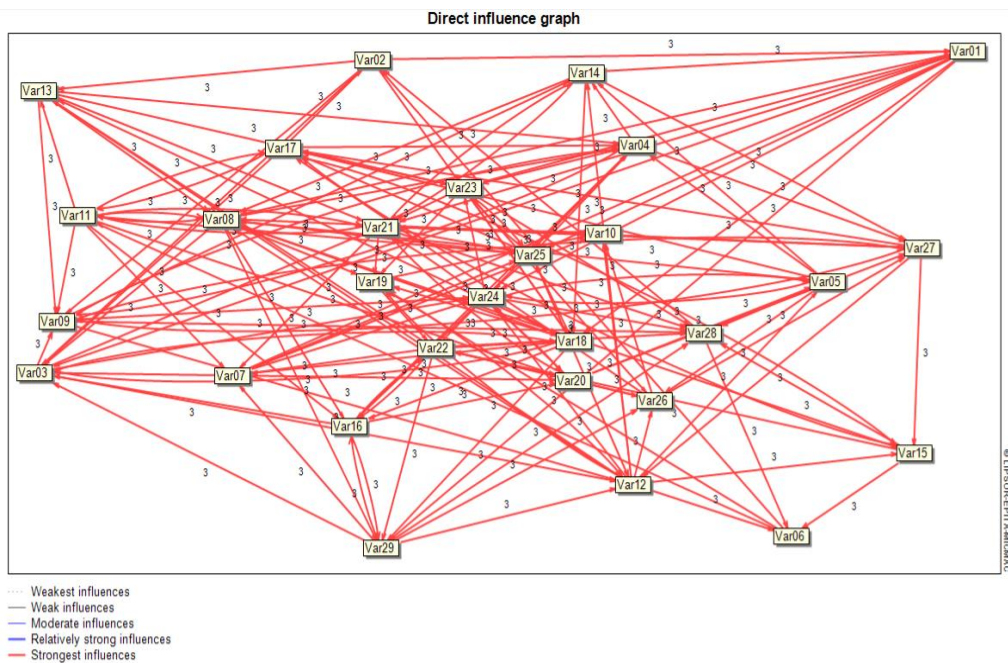
**عوامل «تأثیرپذیر» یا به بیان بهتر پیشران‌های «نتیجه»:** این عوامل در قسمت جنوب شرقی نمودار قرار دارند. آن‌ها تأثیرگذاری پایین و تأثیرپذیری بسیار بالایی دارند. بنابراین آن‌ها نسبت به تکامل پیشران‌های تأثیرگذار و دووجهی، بسیار حساس می‌باشند، آن‌ها عوامل خروجی می‌باشند. در این پژوهش عوامل کنترل اقتصادی بر صنعت، مشارکت اجتماعی، فرار مالیاتی، متناسب بودن قیمت محصول و کشش بازار، توجه به ترجیحات مشتری در این ناحیه قرار دارند.

**عوامل مستقل یا مستثنی:** این عوامل دارای تأثیرگذاری و تأثیرپذیری پایینی هستند. آن‌ها در قسمت جنوب غربی نمودار قرار داشته و گویا اصلاً ارتباطی با سیستم ندارند. زیرا آن‌ها نه باعث توقف یک عوامل اصلی و نه باعث تکامل و پیشرفت آن در سیستم می‌شوند. عوامل پشتیبانی و کمک‌های دولت، شهرت برند، ابهام با اهمیت در مورد تداوم فعالیت، تغییر قوانین، روابط سیاسی شرکت در این ناحیه قرار دارند.

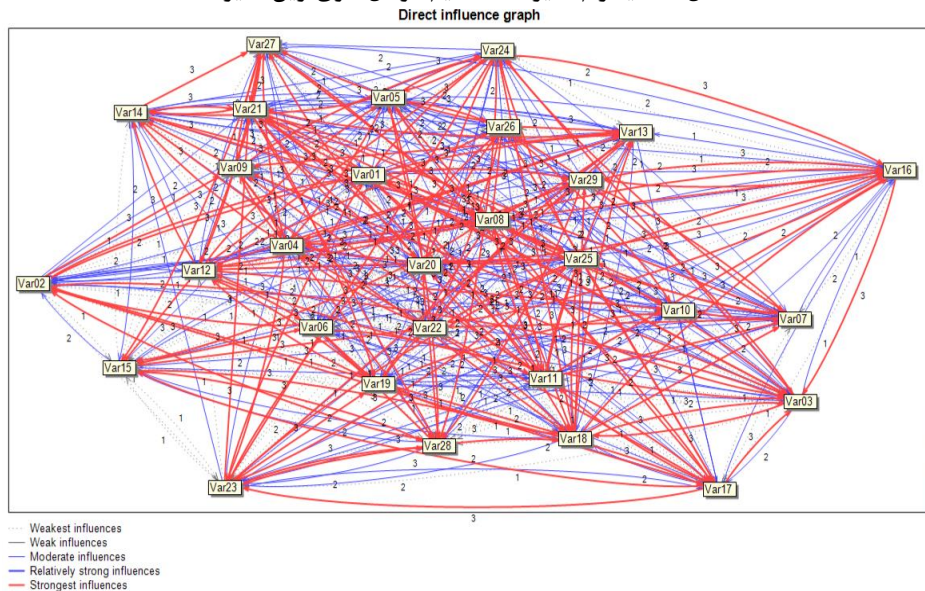
اشکال زیر نمایش گرافیکی پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی در آینده را نشان می‌دهد. در این شکل‌ها تأثیرات مستقیم و غیرمستقیم پیشران‌ها بر سایر پیشران‌های سیستم مشخص شده است.



شکل ۲- دیاگرام تأثیرات غیرمستقیم عوامل



شکل ۳- دیاگرام تأثیرات مستقیم عوامل (قوی‌ترین تأثیر)



شکل ۴- دیاگرام تأثیرات مستقیم و غیرمستقیم عوامل

#### ۴-۵- میزان اثرگذاری و تأثیرپذیری مستقیم پیشران‌ها بر یکدیگر

جدول شماره ۴ و ۵، پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را براساس تأثیرگذاری به صورت مستقیم رتبه‌بندی کرده است. لازم به ذکر است پیشران‌هایی که بیشترین امتیاز را کسب کنند میزان تأثیرگذاری و تأثیرپذیری‌شان تغییر می‌کند.

جدول ۴- میزان تأثیرات مستقیم عوامل بر یکدیگر

رتبه	علامت اختصاری	متغیر	میزان تأثیرگذاری	رتبه	علامت اختصاری	متغیر	میزان تأثیرگذاری
۱	Var01	پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی	۴۴۰	۱۶	Var09	ابهام با اهمیت در مورد تداوم فعالیت	۳۴۴
۲	Var12	ریسک سیاسی	۴۲۱	۱۷	Var21	ملاحظات اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی	۳۳۴
۳	Var11	انتخابات و تغییرات دولت	۴۰۱	۱۸	Var26	راهنماها و اهداف مدیریت	۳۳۴
۴	Var05	ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیر معمول	۳۹۲	۱۹	Var29	سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه	۳۳۴
۵	Var17	ارتباطات و بازاریابی	۳۸۲	۲۰	Var04	عدالت سازمانی	۳۲۵
۶	Var22	ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه	۳۸۲	۲۱	Var24	کنترل اقتصادی بر صنعت	۳۲۵
۷	Var23	سهم شرکت از بازار	۳۸۲	۲۲	Var27	شهرت برند	۳۲۵
۸	Var02	شفافیت اطلاعاتی	۳۷۳	۲۳	Var07	فرار مالیاتی	۳۱۵
۹	Var03	معاملات عمده با اشخاص وابسته	۳۷۳	۲۴	Var06	تغییر قوانین	۲۹۶
۱۰	Var08	قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران	۳۶۳	۲۵	Var10	روابط سیاسی شرکت	۲۹۶
۱۱	Var14	روابط بین‌الملل و تحریم‌ها	۳۶۳	۲۶	Var15	پشتیبانی و کمک‌های دولت	۲۹۶
۱۲	Var25	اندازه و سابقه شرکت	۳۶۳	۲۷	Var16	مشارکت اجتماعی	۲۸۷
۱۳	Var13	بی‌ثباتی تصمیمات	۳۵۴	۲۸	Var19	توجه به ترجیحات مشتری	۲۵۸
۱۴	Var18	توجه به ارزش‌ها و باورهای اجتماعی	۳۵۴	۲۹	Var28	متناسب بودن قیمت محصول و کشش بازار	۲۲۰
۱۵	Var20	انصاف و احترام نسبت به جامعه و ذی‌نفعان	۳۵۴				

جدول ۵- میزان تأثیرات غیر مستقیم عوامل بر یکدیگر

رتبه	علامت اختصاری	متغیر	میزان تأثیرگذاری	رتبه	علامت اختصاری	متغیر	میزان تأثیرگذاری
۱	Var01	پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی	۴۲۰	۱۶	Var09	ابهام با اهمیت در مورد تداوم فعالیت	۳۴۷
۲	Var12	ریسک سیاسی	۴۱۸	۱۷	Var21	ملاحظات اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی	۳۴۶
۳	Var11	انتخابات و تغییرات دولت	۴۱۵	۱۸	Var26	راهبردها و اهداف مدیریت	۳۲۷
۴	Var05	ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیر معمول	۴۰۱	۱۹	Var29	سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه	۳۲۲
۵	Var17	ارتباطات و بازاریابی	۳۸۷	۲۰	Var04	عدالت سازمانی	۳۲۱
۶	Var22	ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه	۳۷۴	۲۱	Var24	کنترل اقتصادی بر صنعت	۳۱۵
۷	Var23	سهم شرکت از بازار	۳۷۱	۲۲	Var27	شهرت برند	۳۱۳
۸	Var02	شفافیت اطلاعاتی	۳۷۰	۲۳	Var07	فرار مالیاتی	۳۱۱
۹	Var03	معاملات عمده با اشخاص وابسته	۳۶۹	۲۴	Var06	تغییر قوانین	۳۱۰
۱۰	Var08	قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران	۳۶۴	۲۵	Var10	روابط سیاسی شرکت	۲۹۸
۱۱	Var14	روابط بین‌الملل و تحریم‌ها	۳۵۴	۲۶	Var15	پشتیبانی و کمک‌های دولت	۲۹۱
۱۲	Var25	اندازه و سابقه شرکت	۳۵۴	۲۷	Var16	مشارکت اجتماعی	۲۹۰
۱۳	Var13	بی ثباتی تصمیمات	۳۵۱	۲۸	Var19	توجه به ترجیحات مشتری	۲۷۸
۱۴	Var18	توجه به ارزش‌ها و باورهای اجتماعی	۳۵۰	۲۹	Var28	متناسب بودن قیمت محصول و کشش بازار	۲۷۲
۱۵	Var20	انصاف و احترام نسبت به جامعه و ذی‌نفعان	۳۴۷				

از میان ۲۹ پیشران بررسی شده در این تحقیق، ۱۰ پیشران کلیدی مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای انتخاب شده است. بیشترین پیشران‌های کلیدی مؤثر شناسایی شده در رابطه با قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از جنس محیط قانونی، محیط سیاسی و اجتماعی است. این پیشران‌ها مؤثرترین و در عین حال کلیدی‌ترین پیشران‌های سیستم محسوب می‌شوند (جدول ۶).

جدول ۶- پیشران‌های کلیدی مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی در آینده (مستقیم و غیرمستقیم)

رتبه	امتیاز نهایی به‌دست آمده		دسته	متغیر	علامت اختصاری
	تأثیرگذاری غیرمستقیم	تأثیرگذاری مستقیم			
۱	۴۲۰	۴۴۰	محیط قانونی	پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی	Var01
۲	۴۱۸	۴۲۱	محیط سیاسی	ریسک سیاسی	Var12
۳	۴۱۵	۴۰۱	محیط سیاسی	انتخابات و تغییرات دولت	Var11
۴	۴۰۱	۳۹۲	محیط قانونی	ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیرمعمول	Var05
۵	۳۸۷	۳۸۲	محیط اجتماعی	ارتباطات و بازاریابی	Var17
۶	۳۷۴	۳۸۲	محیط اجتماعی	ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه	Var22
۷	۳۷۱	۳۸۲	محیط اقتصادی	سهم شرکت از بازار	Var23
۸	۳۷۰	۳۷۳	محیط قانونی	شفافیت اطلاعاتی	Var02
۹	۳۶۹	۳۷۳	محیط قانونی	معاملات عمده با اشخاص وابسته	Var03
۱۰	۳۶۴	۳۶۳	محیط قانونی	قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران	Var08

#### ۶- بحث و نتیجه‌گیری

قضاوت حرفه‌ای سرمایه‌گذاران به توانایی تصمیم‌گیری آگاهانه و منطقی بر اساس تخصص، تجربه و تحلیل شرایط بازار اشاره دارد. این قضاوت شامل طیف وسیعی از مهارت‌ها و شیوه‌ها، از جمله ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ارزیابی ریسک‌ها و پیش‌بینی روندهای آینده است. این موضوع که سرمایه‌گذاران حتی در مواجهه با اطلاعات یکسان نیز قضاوت و تصمیم‌گیری‌های متفاوتی دارند نشان از تفاوت در فرایندهای قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با توجه به محیط پیرامون دارد. در پژوهش حاضر پیشران‌های کلیدی تأثیرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای شناسایی شدند. برای شناسایی پیشران‌های مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای از روش مطالعات اسنادی و روش دلفی و برای پردازش اطلاعات از روش تحلیل اثرات متقابل ساختاری در نرم‌افزار MICMAC استفاده شد. در مصاحبه با خبرگان، ۲۹ پیشران اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در چهار گروه شامل محیط‌های قانونی، اقتصادی، اجتماعی و سیاسی شناسایی شدند. نتایج حاصله با دسته بندی پیشران‌ها به پیشران‌های تأثیرگذار، تأثیرپذیر، دو وجهی و مستقل نشان داد که ۱۰ پیشران با عناوین پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی، ریسک سیاسی، انتخابات و تغییرات دولت، ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیرمعمول، ارتباطات و بازاریابی، ارتباط صنعت و جامعه و دانشگاه، سهم شرکت از بازار، شفافیت اطلاعاتی، معاملات عمده با اشخاص وابسته و قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران از کلیدی‌ترین پیشران‌های اثرگذار بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای

می‌باشند. بنابراین باید این نکته را در نظر داشت که همواره محیط‌هایی که عملکرد شرکت‌ها و بازارهای مالی را تحت تاثیر قرار می‌دهند مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده است. نتایج پژوهش حاضر از بین ۱۰ پیشران کلیدی بیان داشت که محیط قانونی، سیاسی، اجتماعی و اقتصادی به ترتیب بیشترین تاثیر را بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای خواهند داشت و با استفاده از نتایج پژوهش حاضر از ده مقوله با امتیاز اثرگذاری برتر، پنج مقوله آن متاثر از محیط قانونی، دو مقوله متاثر از محیط سیاسی و اجتماعی و یک مقوله آن متاثر از محیط اقتصادی می‌باشد. از این رو، سرمایه‌گذاران باید در خصوص اهمیت این پیشران‌ها در شکل‌دهی قضاوت خود آگاهی داشته باشند، چرا که با اولویت بندی این عوامل و انجام تحقیقات، می‌توانند تصمیمات آگاهانه بگیرند و استراتژی‌هایی برای پیشرفت در این چشم‌انداز رقابتی فزاینده اتخاذ کنند.

این موارد به‌طور کلی نکات بسیار مهمی هستند که نقش تعیین‌کننده‌ای در قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بازار دارند. در اینجا به اختصار تحلیل پنج عامل برتر آورده شده است.

پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی می‌تواند تاثیر قابل توجهی بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای داشته باشد، زیرا سرمایه‌گذاران باید این استانداردها و قوانین را در ارزیابی ریسک‌ها، بازده‌ها و تصمیمات مالی خود لحاظ کنند. قوانین پیچیده معمولاً همراه با تغییرات مکرر هستند که همین امر عدم قطعیت را افزایش می‌دهد. از آنجایی که پیچیدگی استانداردها ممکن است باعث عدم شفافیت در عملیات مالی و عملکرد شرکت‌ها شود، این موضوع باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به اطلاعات نادرست یا ناقص اعتماد کنند و تحلیل دقیق ریسک و بازده سرمایه‌گذاری دشوارتر شود. از طرفی دیگر قوانین پیچیده، احتمال نقض ناخواسته مقررات را افزایش می‌دهند که در نهایت می‌تواند منجر به جریمه‌های سنگین و دعاوی حقوقی گردد. بنابراین در این شرایط ممکن است که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای برای ورود مردد باشند که همین امر حتی می‌تواند فرصت‌های رشد در بازارهای در حال توسعه یا نوظهور را محدود کند. چرا که سرمایه‌گذاران بیشتر میل دارند به سمت بازارها و صنایعی بروند که قوانین ساده‌تر و ریسک قانونی کمتری دارند.

ریسک سیاسی به عواملی اشاره دارد که به واسطه تغییرات در سیاست یا بی‌ثباتی سیاسی در یک کشور، می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های مالی تاثیر بگذارد. این ریسک به‌طور مستقیم بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تاثیر می‌گذارد، زیرا آن‌ها باید شرایط اقتصادی و سیاسی را برای ارزیابی بازده و ریسک سرمایه‌گذاری‌های خود تحلیل کنند. همواره ریسک سیاسی می‌تواند باعث نااطمینانی در پیش‌بینی آینده شود، زیرا تغییرات سیاسی می‌تواند بر سودآوری شرکت‌ها و صنایع تاثیر بگذارد و سرمایه‌گذاران را در ارزیابی دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری دچار تردید کند. سرمایه‌گذاران ممکن است به دلیل نگرانی از ریسک سیاسی، سرمایه‌های خود را از بخش‌ها یا کشورهای بی‌ثباتی سیاسی به سمت بازارها یا دارایی‌های کم‌ریسک‌تر هدایت کنند. بعلاوه ریسک سیاسی می‌تواند باعث کاهش تقاضا برای دارایی‌ها در یک بازار شود. این امر به کاهش نقدینگی در آن بازار منجر شده و بر قضاوت سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد، زیرا فروش دارایی‌ها یا خروج از بازار دشوارتر می‌شود. از این رو، توانایی پیش‌بینی و مدیریت این ریسک، از مهارت‌های کلیدی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای محسوب می‌شود.

انتخابات و تغییرات در دولت تأثیرات عمیقی بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای دارد، زیرا این تغییرات معمولاً همراه با بازبینی سیاست‌های اقتصادی و یا حتی اصلاحات در قوانین و مقررات همراه است که می‌تواند بر بازارها تأثیر بگذارد. انتخابات اغلب باعث نوسانات بازار می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تأثیر احتمالی نتایج را پیش‌بینی کنند. این نوسانات، قضاوت سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و ممکن است آن‌ها را به اتخاذ استراتژی‌های جدید وادار کند. انتخابات و تغییرات دولتی معمولاً با نااطمینانی همراه است، زیرا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای ممکن است در مورد سیاست‌های اقتصادی دولت آینده مانند مالیات، نرخ بهره یا مقررات تردید داشته باشند. این نااطمینانی می‌تواند آن‌ها را به سمت دارایی‌های کم‌ریسک‌تر یا استراتژی‌های محافظه‌کارانه سوق دهد. ابهام نسبت به نتایج آتی دعاوی حقوقی غیرمعمول می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای داشته باشد. این نوع ابهام معمولاً به دعاوی اشاره دارد که نتایج آن‌ها ممکن است پیامدهای مالی، عملیاتی یا اعتباری عمده‌ای برای یک شرکت یا صنعت خاص به همراه داشته باشد. همواره سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به دنبال پیش‌بینی دقیق جریان‌های نقدی آتی و ارزش ذاتی شرکت‌ها هستند. ابهام در نتایج دعاوی حقوقی، ارزیابی ریسک را دشوارتر می‌کند، زیرا مشخص نیست چه زمانی و چگونه این دعاوی حل و فصل خواهند شد و چه تأثیری بر شرکت خواهند داشت. در شرایط ابهام، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای معمولاً حساسیت بیشتری به اطلاعات مرتبط با پرونده‌های حقوقی نشان می‌دهند. هر گونه اخبار جدید درباره روند دادگاه یا تصمیمات اولیه می‌تواند باعث نوسانات شدید قیمت سهام شود. این موضوع فشار بیشتری بر سرمایه‌گذاران برای پایش اطلاعات و تحلیل به‌موقع وارد می‌کند.

ارتباطات شفاف و موثر می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کند و بازاریابی قوی، شرکت را به عنوان یک سازمان موفق و پایدار معرفی می‌کند، که ممکن است قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را به نفع آن شرکت تغییر دهد. شرکت‌هایی که استراتژی‌های ارتباطی و بازاریابی موثری دارند، می‌توانند با اطلاع‌رسانی در مورد موفقیت‌های جاری یا برنامه‌های آینده ریسک‌های خود را کاهش دهند، که همین موضوع می‌تواند باعث شود سرمایه‌گذاران قضاوت مثبت‌تری درباره ریسک و بازده احتمالی داشته باشند. در شرایط بحرانی نیز ارتباطات و بازاریابی می‌تواند به کاهش اثرات منفی و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کنند. انتشار بیانیه‌های مطمئن و شفاف‌سازی سریع مسائل می‌تواند از افت اعتماد سرمایه‌گذاران جلوگیری کند.

در نهایت، موفقیت در سرمایه‌گذاری به توانایی سازگاری با محیط قانونی و سیاسی در حال تحول بستگی دارد. با پذیرش تغییرات و پاسخ فعالانه به محیط‌های خارجی، سرمایه‌گذاران می‌توانند مزیت رقابتی به دست آورند و خود را برای رقابت‌پذیری در بازار جهت دستیابی به رشد پایدار و سودآوری آماده نمایند.

نتایج این پژوهش علاوه بر شناسایی پیشران‌های کلیدی، نشان می‌دهد که قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در شرایط نااطمینانی محیطی تابع یک الگوی چندبعدی و تعاملی است. در این الگو، پیشران‌های محیط قانونی و سیاسی نقش محرک‌های اصلی را ایفا می‌کنند و با ایجاد چارچوب نهادی و سطح نااطمینانی کلان، زمینه شکل‌گیری برداشت‌ها و انتظارات سرمایه‌گذاران را فراهم می‌سازند. در مقابل، پیشران‌های محیط اجتماعی و اقتصادی بیشتر در سطح عملیاتی عمل کرده و از طریق متغیرهایی نظیر ارتباطات شرکت، جایگاه بازار و تعامل با

ذی‌نفعان بر ارزیابی عملکرد و چشم‌انداز آتی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. بر این اساس، قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نه صرفاً بر پایه اطلاعات مالی، بلکه در نتیجه تعامل میان عوامل نهادی، سیاسی، اجتماعی و اقتصادی شکل می‌گیرد.

بر مبنای نتایج تحلیل اثرات متقابل، می‌توان بیان کرد که برخی پیشران‌ها نقش پیشران‌های محرک سیستم را بر عهده دارند و تغییر در آن‌ها می‌تواند موجب تغییر در سایر متغیرهای مؤثر بر قضاوت سرمایه‌گذاران شود. به بیان دیگر، عواملی نظیر پیچیدگی استانداردهای حسابداری و حسابرسی، ریسک سیاسی و تغییرات دولت به عنوان متغیرهای راهبردی، قادرند سطح شفافیت اطلاعاتی، اعتماد سرمایه‌گذاران و ارزیابی ریسک بازار را تحت تأثیر قرار دهند. از این منظر، الگوی ارائه‌شده در این پژوهش می‌تواند چارچوبی مفهومی برای درک نحوه شکل‌گیری قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در محیط‌های پیچیده و همراه با ناطمینانی فراهم سازد و به تحلیلگران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در شناسایی متغیرهای اثرگذار و مدیریت بهتر فضای تصمیم‌گیری کمک کند.

از این رو، با توجه به تأثیر بالای محیط قانونی توصیه می‌شود پیش از هر تصمیم‌گیری، تحلیل دقیقی از وضعیت قانونی و تغییرات احتمالی مقررات انجام شود. همچنین به دلیل تأثیر گسترده ریسک سیاسی و انتخابات، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران به طور مداوم تغییرات سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی را رصد کرده و استراتژی‌های خود را بر اساس تحلیل این تغییرات تطبیق دهند. در نظر گرفتن ملاحظات اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی در استراتژی شرکت‌ها نیز می‌تواند موجب جذب سرمایه‌گذاران با نگاه بلندمدت شود. علاوه بر این‌ها، توسعه تحقیقات در زمینه سناریوسازی و پیش‌بینی روندهای آتی بازار می‌تواند به سرمایه‌گذاران در شرایط ناطمینانی کمک کند.

### فهرست منابع

- ادیبی، آزاده و اعتمادی، حسین، سپاسی، سحر. (۱۴۰۳). تبیین مدل قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر مبنای اطلاعات حسابداری، *بورس اوراق بهادار*، ۱۷(۶۵): ۶۸-۲۹.
- آقاها، رضا، خردیار، سینا، رضایی، فرزین، محمدی نوده، فاضل. (۱۴۰۰). ارزیابی عملکرد بازار سهام شرکت‌ها مبتنی بر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعاتی و تورش‌های رفتاری، *دانش سرمایه‌گذاری*، سال دهم، شماره ۴۰، ۷۷۳-۷۴۷.
- بینشیان، زهرا و دهدار، فرهاد. (۱۳۹۷). ارائه مدل رابطه هوش مالی با گرایش‌های رفتاری و اثر آن‌ها در تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۵): ۲۲۱-۲۰۳.
- تقی‌لو، علی اکبر و سلطانی، ناصر و آفتاب، احمد. (۱۳۹۵). پیشران‌های توسعه روستاهای ایران. *فصلنامه برنامه‌ریزی و آمایش فضا*، ۲۰(۴): ۲۸-۱.
- رضایی، زینب، علی احمدی، سعید، کعب عمیر، احمد. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر کیفیت افشای ماهیت کسب و کار و عملکرد مالی شرکت بر قضاوت سرمایه‌گذاران حرفه‌ای. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۳): ۷۰-۵۱.

فغفور مغربی، یگانه، سجادی، حسین، اثنی عشری، حمیده، رضاییان، علی. (۱۳۹۹). تاثیر احساس زبانی، خوانایی و سبک پردازش اطلاعات (خبرگی) بر قضاوت سرمایه‌گذاران: شواهد آزمایشی، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۶(۶۵): ۳۴-۱.

مصلی نژاد، طاهره، خواجهی، شکرالله، غلامی چنارستان علیا، عبدالخالق، ولی پور، هاشم. (۱۳۹۸). الگویابی تأثیر شیوه افشای اطلاعات نامشهود غیرمالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت، *بورس اوراق بهادار*، ۱۲(۴۸): ۱۱۰-۸۶.

موسوی، سیده زهرا، کعب عمیر، احمد، نصیری، سعید. (۱۴۰۲). ارزیابی تاثیرپذیری قضاوت‌های سرمایه‌گذاران از خوانایی افشای گزارش‌های مالی شرکت، *اقتصاد مالی*، ۱۷(۶۳): ۱۹۲-۱۷۳.

موسوی، میرنجف، کهکی، فاطمه سادات. (۱۳۹۶). آینده‌پژوهی در آمایش سرزمین (نگاهی به کاربرد نرم‌افزارهای میک‌مک و سناریویزارد). چاپ اول، ارومیه: انتشارات دانشگاه ارومیه.

Asay, H. S., J. Hales, C. Hinds, and K. Rupa. (2023). Nonprofessional investor judgments: linking dependent measures to constructs. *The Accounting Review* 7: 1-32. <https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0551>

Asay, H. S., Durney, M. T., Witz, P. (2024). Private Access and Professional Investor Judgments (May 01, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4740875> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4740875>

Ashiru, F., Adegbite, E., Nakpodia, F. (2023). Nigerian professional investors' sense-making of the impact of shareholder activism on corporate accountability, *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 42, Issue 4, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2023.107114>

Bouteska, A. and Mili, M. (2023), "The role of investor sentiment and valuation uncertainty in the changes around analyst recommendations: evidence from U.S. firms", *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 24 No. 1, pp. 73-96, (In press), doi: 10.1080/15427560.2021.1948853.

Brown, L.D., Call, A.C., Clement, M.B. and Sharp, N.Y. (2019), "Managing the narrative: investor relations officers and corporate disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 67 No. 1, pp. 58-79, doi: 10.1016/j.jacceco.2018.08.014.

Brussel, L. D. van., Boksem, M. A. S., Smidts, A., Dietvorst, R. C. (2024) Brain activity of professional investors signals future stock performance. *Erasmus University Rotterdam (EUR)*. <https://doi.org/10.1073/pnas.2307982121>

Chauhan, Y. & KumarDey, D. (2021). Does financial literacy affect the value of financial advice? A contingent valuation approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 29 (1), 100-138.

Choi, T-M., Hosseini-Motlagh, S.M., Johari, M., Nouri-Harzvili, M. (2022). A profit surplus distribution mechanism for supply chain coordination: An evolutionary game-theoretic analysis, *European Journal of Operational Research*, Volume 301, Issue 2, Pages 561-575. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2021.10.059>

Finet, A., Laznicka, J., & Palumbo, H. (2024). From Which Planet Do They Come From? Biases in Trading Strategies: Does the Gender Matter?. *International Journal of Business and Management*, 12 (12), 21 pages

García Osmá, B., Grande-Herrera, C., 2021. The role of users' engagement in shaping financial reporting: should activists target accounting more? *Account. Bus. Res.* 51 (5), 511-544.

Hepburn, J. The Past, Present and Future of Domestic Investment Laws and International Economic Law, *World Trade Review*, 22(1):18-34.

Jansson, M., Michaelsen, P., Sonsino, D. and Gärling, T. (2024), "Non-professional versus professional investors' trust in financial analysts' recommendations and influences on investments", *Review*

- of Behavioral Finance, Vol. 16 No. 5, pp. 860-882. <https://doi.org/10.1108/RBF-07-2023-0191>
- Li, W. (2017). Level of Business Insights in the MD &A and Nonprofessional Investors' Judgments. *Accounting & Finance*, 57(4), 1043-1069.
- Maiyarni, R., Utama, S., Djakman, C.D. and Mita, A.F. (2024), "How does financial reporting quality mediate ESG performance to investment efficiency?", *International Journal of Ethics and Systems*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOES-06-2024-0157>
- McNulty, T., Nordberg, D., 2016. Ownership, activism and engagement: institutional investors as active owners. *Corp. Gov.* 24, 346–358.
- Merkle, C. (2017). Financial overconfidence over time: Foresight, hindsight, and insight of investors. *Journal of Banking & Finance*, 84, 68-87. doi : 10.1016/j.jbankfin.2017.07.009
- Millo, Y., Spence, C. and Valentine, J. (2023), "The field of investment advice: the social forces that govern equity analysts", *The Accounting Review*, Vol. 98 No. 7, pp. 457-477, doi: 10.2139/ssrn.4440019.
- Rashid, A. and Saeed, M. (2017), "Firms' investment decisions – explaining the role of uncertainty", *Journal of Economic Studies*, Vol. 44 No. 5, pp. 833-860. <https://doi.org/10.1108/JES-02-2016-0041>
- Rashid, A., Nasimi, A.N. and Nasimi, R.N. (2022), "The uncertainty–investment relationship: scrutinizing the role of firm size", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 17 No. 10, pp. 2605-2635. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2019-0698>
- Williams, C. (2015). Asymmetric responses to earnings news: A case for ambiguity. *The Accounting Review*, 90(2), 785-817.
- Wisniewski TP, Pathan SK (2014) Political environment and foreign direct investment: evidence from OECD countries. *Eur J Polit Econ* 36:13–23.

## **Identification of the Driving Forces Influencing the Judgments of Professional Investors and Presentation of Their Impact Model under Environmental Uncertainty**

**Abdollah Ahmadi**

Ph. D Student of Accounting, Qa.C., Islamic Azad University, Qazvin, Iran.

**farzin rezaei**

Associate Professor of Department of Accounting, Qa.C., Islamic Azad University, Qazvin, Iran  
[Farzinrezaei@yahoo.com](mailto:Farzinrezaei@yahoo.com)

**Javad Rezazadeh**

Assistant Professor of Department of Accounting, Qa.C., Tarbiat Modares University, tehran, Iran.

### **Abstract**

Understanding the factors affecting investors' judgment and decision-making significantly impacts resource allocation in the capital market. The purpose of this study is to identify the drivers influencing professional investors' judgment and to propose a model of their impact under conditions of environmental uncertainty. In this research, a combination of documentary studies and the Delphi method was employed to identify the drivers affecting investors' judgment. To this end, interviews were conducted in 2024 with 31 experts and managers of investment firms holding professional certifications in the capital market. Through content analysis of these interviews, 29 drivers influencing investors' judgment were identified and categorized into four groups: political, economic, social, and legal factors. In another classification, these drivers were divided into influential, influenced, dual, and independent categories. The results of this classification analysis indicate that 10 drivers, including "complexity of accounting and auditing standards," "political risk," "elections and government changes," "uncertainty regarding the outcomes of unusual legal disputes," "communications and marketing," "industry-society-university linkages," "market share

### **Keywords:**

