مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره ۲، اردیبهشت ۱۳۹۱، صفحات ۸۲- ٦٥

اثر اخبار اقتصاد کلان بر روی بازدهی سهام: شواهدی جدید با پوشش روزنامه‌ای

جن برز و جان.آر.لات

ترجمه: محمد نجارفیروزجایی و هدایت مهرعلی‌تبار

ادبیات موجود، شواهد ضعیفی در حمایت از این فرضیه مبنی بر اینکه اخبار اقتصادی می توانند بر بازدهی سهام مؤثر باشند، ارائه می‌دهند. این امر، تا حدی، به دشواری اندازه گیری اینکه سرمایه‌گذاران اخبار کلان اقتصادی در محیط‌های مختلف اقتصادی را چگونه تفسیر می کنند، نسبت داده می شود. در این مقاله یک روش متفاوت از سنجش اخبار کلان اقتصادی انتخاب شده است تا اثر آن بر بازدهی سهام بهتر برآورد گردد. از آنجایی که گزارش‌های روزنامه‌ای تفسیری از داده‌های آماری ارائه می‌دهند، گزارش‌های روزنامه‌ای را به عنوان معیار سنجش اخبار انتخاب کردیم. یافته‌های ما نشان می‌دهند که اخبار مربوط به GDP و بیکاری، بر بازدهی سهام مؤثرند.

۱. مقدمه

در تحقیقات مالی در سه دهه اخیر تعداد زیادی از مقاله‌ها به بررسی اثر اخبار بر بازارهای مالی پرداخته‌اند. در عین حال که تعدادی از این مقالات اثر اخبار مختص به بنگاه را مطالعه کردند، تعدادی دیگر به این ایده به لحاظ نظری جذاب که بازار مالی به اخبار کلان اقتصادی واکنش نشان می‌دهد، دست یافتند. نظریه قیمت‌گذاری دارایی بحث می‌کند که متغیرهایی که بر روی سطح مصرف و مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثرند می‌بایست بر قیمت دارایی اثر بگذارند (مرتون[1]، ۱۹۷۳ و بریدن[2]، ۱۹۷۹). عوامل کلان اقتصادی نمونه‌ای از این متغیرها می‌باشند. بنابراین اخبار کلان اقتصادی باید بر بازدهی مؤثر باشند.

بهرحال یافتن روش تجربی اثر اخبار کلان اقتصادی بر بازار سهام دشوار است. مطالعات قبلی، اثر اخبار درخصوص رشد حجم پول و نرخ بهره را بر قیمت‌ها یافتند. اما شواهد مربوط به اثرپذیری قیمت سهام

1. Merton
2. Breedem

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

از اخبار بخش واقعی اقتصاد، مبهم است. به ویژه بسیاری از مطالعات در یافتن رابطه آماری معنادار از اثرپذیری قیمت‌های سهام از اخبار مربوط به بیکاری، کالاهای بادوام و فروش خرده‌فروشی ناموفق بودند.

علاوه بر آن، اگرچه GDP و GNP دو تا از معروف ترین معیارهای کل فعالیت‌های اقتصادی هستند، تا آنجا که ما می دانیم، هیچ مقاله‌ای نیست که یک رابطه به لحاظ آماری معنادار بین بازدهی بورس و اخبار GDP و GNP در آمریکا پیدا کرده باشد.

فلانری[1] و پروتوپاپاداکس[2] (۲۰۰۲)، ۱۷ خبر اقتصادی را مورد بررسی قرار دادند، اما اثر معناداری از GDP حقیقی، خرده‌فروشی، تولیدات صنعتی و بیکاری پیدا نکردند. به علاوه گنت[3] (۲۰۱۰) در یافتن اثر اخبار GDP بر قیمت ناموفق بود.

شواهد تجربی ضعیف مبنی بر اثر اخبار بخش اقتصادی حقیقی بر قیمت های سهام وجود دارد که ممکن است به وسیله این حقیقت توضیح داده شوند که محتوای خبری آمارها، به وضعیت اقتصادی در زمان انتشار آن وابسته است. به عنوان مثال، انتشار دو گزارش از بیکاری که نرخ بیکاری یکسانی را گزارش کنند، چیز متفاوت را بسته به شرایط اقتصادی معنا دهد. در پاسخ به یک گزارش بیکاری (در۴ جولای ۲۰۰۳) نیویورک تایمز این عنوان را که نوشت نرخ بیکاری آمریکا به ۶/۴ درصد افزایش یافت که بیشترین نرخ بیکاری در ۹ سال اخیر است. بهرحال، در دسامبر ۱۹۹۳ در پاسخ به همان نرخ بیکاری ۶/۴ درصد، نیویورک تایمز در عنوانی گفته بود که نرخ بیکاری آمریکا به یک روند بهبودی رایج رسید. در حالی که هر دو انتشار یک نرخ بیکاری را گزارش دادند. وضعیت کلی اقتصاد در دو دوره کاملاً متفاوت بود. گزارش دسامبر ۱۹۹۳ یک پیشرفت اقتصادی قابل توجهی را ارائه داد. مقاله نیویورک تایمز توضیح داد که در پاسخ به رکود ۱۰ ساله، نرخ بیکاری ۰/۴ درصد کاهش پیدا کرد. متقابلاً نرخ بیکاری ۶/۴ درصد گزارش شده در جولای ۲۰۰۳ بیشترین نرخ بیکاری در ۹ سال اخیر و علامتی از ضعف اقتصاد بود.

مطالعات قبلی سعی کردند برخی شرایط را که معنای مختلفی از یک گزارش آمار مشابه بدست می‌دهند، را لحاظ کنند. یکی از این شرایط، انتظارات اولیه فعالان و مشارکت کنندگان در بازار از این آمارها است. گزارشی که تنها انتظارات سرمایه‌گذاران را در نظر می‌گیرد ممکن است اثر کمتری بر قیمت سهام نسبت به گزارش با یک مقدار عددی غیرمنتظره داشته باشد. برای کنترل این، مقالات قبلی تفاوت بین اعداد منتشرشده و ارزش انتظاری آنها که پیش از این به وسیله پاسخ سهامداران بازار مالی آشکار شد را محاسبه کرده‌اند که اغلب به عنوان شوک اقتصادی یاد می‌شود.

1. Flannery
2. Protopapadakis
3. Ghent

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

بهرحال حتی پس از محاسبه انتظارات اولیه سهامداران، تعدادی از مقالات قبلی رابطه آماری معناداری بین قیمت سهام و اخبار بخش حقیقی اقتصادی پیدا نکردند. به عنوان مثال، درحالی که جاین[1] (۱۹۸۸) و پیرس رالی[2] (۱۹۸۵) اثر شوک پولی بر قیمت سهام را کشف کردند، اما از یافتن اثر آماری معنادار از شاخص تولیدات صنعتی و بیکاری غیرمنتظره ناموفق بودند. البته ممکن است متوسط پاسخ نظرسنجی یک اندازه ناقصی از باور شرکای در بازار باشد. مهم‌تر از آن، حتی شوک اقتصادی مشابه در شرایط اقتصادی مختلف می‌تواند دو معنای متفاوت داشته باشد. به یک مثال توجه کنید:

در پاسخ به انتشار گزارش رشد GDP که ۱/۲ درصد از مقدار قابل انتظار فعالان بازار[3] بیشتر بود. در یکم آگوست ۱۹۹۸ نیویورک‌تایمز با این عنوان که اقتصاد آمریکا با سرعت کمتر در ربع قرن دوم رشد کرد در مقاله‌ای گفت که این کم رونق‌ترین ربع قرن طی سه سال بوده و یک کاهش قابل‌توجه از افزایش سرعت رشد نسبت به ربع قرن اول را مشخص کرد. در یکم فوریه ۱۹۹۷ در پاسخ به گزارش GDP همان رشد اقتصادی ۱/۲ درصد ارائه شد. نیویورک‌تایمز در عنوانی گفت رشد اقتصادی آمریکا به عدد چشمگیر۴/۷ به همراه کاهش تورم رسید. در این مورد رشد اقتصادی ۱/۲ درصد یک پیشرفت معنادار در اقتصاد را نشان می‌دهد آن مقاله توضیح می‌دهد که رشد اقتصادی بیش از دوبرابر سریعتر از ربع قرن قبل شد و اظهار داشت که تورم به پایین‌ترین سطح در ۳۰ سال اخیر رسید. در این مثال رشد اقتصادی مشابه ۱/۲ درصد نتوانست معلوم کند که شرایط اقتصادی در این دو دوره کاملاً متفاوت بوده است. از این رو، وضعیت دیگر که ممکن است بر محتوای اخبار اقتصادی اثر بگذارد حالت سیکل تجاری می‌باشد.

برای کنترل اثر سیکل تجاری، مطالعات قبلی بازدهی سهام را بر روی اثر متقابل بین ارزیابی آنها از اخبار و مراحل مختلف سیکل تجاری تخمین زدند. بویدتال[4] (۲۰۰۵) مشخص کرد که اخبار در خصوص افزایش بیکاری در حالت رکودی منجر به بازدهی کمتر و درنتیجه کاهش قیمت سهام می‌شود. بهرحال در حالت رونق همان خبر درباره افزایش بیکاری منجر به نرخ بهره مورد انتظار پایین‌تر در اوراق قرضه دولتی و درنتیجه باعث افزایش قیمت سهام می‌شود.

مک کویین و رالی[5] (۱۹۹۳) یک نتیجه مشابه برای شاخص تولیدات صنعتی و افزایش بیکاری پیداکردند.آنها متوجه شدند که اخبار خوب درباره چنین متغیرهایی در حالت رونق اقتصادی قیمت سهام را افزایش می‌دهد. اگرچه این اثر در دیگر مراحل سیکل تجاری رابطه عددی معنادار نمی‌دهد.

1. Jain
2.Pearce Roley
3. Market Participants
4. Boydetal
5. McQueen Roley

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

هر دومقاله بویدتال (۲۰۰۵) و مک‌گین رالی[1] (۱۹۹۳) به این مقاله کمک کردند از طریق تدارک شواهدی که نشان می‌دهد در مراحل مختلف سیکل تجاری، تفسیر اخبار اقتصادی می‌توانند عوض شود. بهرحال روش آنها از تخمین بازدهی سهام با توجه به تعامل عوامل کلان اقتصادی و سیکل تجاری، دو اشکال مهم را نشان می‌دهد:

نخست آنکه به تنظیم یک مجموعه آماری پیچیده‌تر نیاز دارد و تنها یک راه غیرمستقیم برای مشخص‌کردن مفاهیم داده‌های آماری را تدوین می‌کند و دیگر اینکه به انتخاب یک مدل آماری نیاز دارد که اغلب کمتر قراردادی باشد.

ما یک روش متفاوت برای پیداکردن اثر اخبار کلان اقتصادی بر قیمت‌های سهام پیشنهاد می‌کنیم. به جای استفاده از معادله‌های آماری پیچیده برای استخراج مفهوم اقتصادی خبر ما از گزارش‌های روزنامه‌ای برای اندازه‌گیری اخبار کلان اقتصادی استفاده می‌کنیم. همچنین در کنار گزارش واقعیت‌های آماری گزارش‌های روزنامه‌ای نشان می‌دهند که آیا اخبار رسانه چیزهایی را به همان اهمیت می‌بینند و همچنین توضیح دهد که چطور اقتصاد به انتظارات وابسته است. به علاوه، گزارش‌های روزنامه‌ای معنا یا مفهوم حساب‌های آماری منتشرشده از شرایط مختلف اقتصادی بررسی می‌کند و بنابراین می‌تواند به عنوان شاخص اخبار حقیقی غیرپولی مرتبط با داده باشد. برای انجام تحلیل آماری باید مقاله‌های روزنامه‌ای به چند روش برای تبدیل به مقیاس‌های کمی دسته‌بندی شوند. این فرایند نباید بوسیله اهداف مطالعه ما منحرف شود. بنابراین، از عنوان‌های طبقه‌بندی شده از لات[2] و هست[3] (۲۰۰۶) استفاده می‌کنیم.

آنها تمام سرفصل‌های مرتبط با نشر کلان اقتصادی جمع‌آوری کردند و یک تیم تحقیقاتی برای طبقه‌بندی عنوان به عنوان مثبت، منفی و خنثی بکار گرفتند. طبقه بندی لات و هست باید قادر به ثبت اینکه آیا این نشر داده‌های آماری بیانگر کالای خوب یا کالای بد برای انتظارات سرمایه‌گذار درباره وضعیت اقتصادی آتی است، باشد. هدف مطالعه این است که آزمایش کنند که آیا پوشش رسانه‌ای اخبارکلان اقتصادی تغییری در وابستگی حزبی رئیس ایجاد می‌کند یا خیر. حقیقت این بود که عنوان‌های مجموعه داده برای یک مطالعه غیراقتصادی (مالی) که به مطالعه بی‌طرفانه ما کمک می‌کرد ایجاد شده بود. یک ضعف بالقوه در روش ما این است که پوشش رسانه‌ای می‌تواند تورش داشته باشد.

لات و هست بحث می‌کنند که پوشش روزنامه‌ای از آمار اقتصادی تحت تأثیر سیاست است و طرفدار دموکرات‌ها است. درمطالعه ما این نمی‌تواند بدین معنا باشد که عنوان روزنامه یک مقیاس درست

1. Roley
2. Lott
3. Hassett

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

وکامل ازتفسیر عمومی ازآمار اقتصادی باشد، زیرا آنها ممکن است شامل ایده روزنامه‌نگار و یک انحراف یا تورش سیاسی بالقوه شود. ما یک روش‌سنجی بکار گرفتیم که به ما اجازه می‌دهد که تورش سیاسی که توسط مطالعه لات و هست کشف شد را کنترل کنیم.

برای آزمایش فرضیه، ما بازدهی سهام را بر متغیر روزنامه همراه با کنترل متغیرهای گوناگون شامل شوک اقتصادی و وضعیت سیکل تجاری تخمین زدیم. ما یک رابطه معنادار قوی بین بازدهی سهام و عنوان روزنامه درباره بیکاری و GDP پیدا کردیم. این صحیح است گرچه بازدهی سهام همبستگی معناداری با شوک اقتصادی در دوره زمانی تعیین شده ندارد. اگرچه رشد GDP یکی از متداولترین مقیاس اندازه‌گیری فعالیت اقتصادی است. ما اولین افرادی برای شناخت بودیم که اثر اخبار GDP را برروی بازار سهام در آمریکا پیدا کردیم.

ادامه مقاله بدین ترتیب می‌باشد: بخش دوم به جزئیات بحث نظری و کار قبلی می‌پردازد. بخش سوم روش و داده‌های ما را توضیح خواهد داد، در بخش چهارم درباره نتایج تجربی‌مان بحث می‌کنیم. بخش پنجم یک مطلب مربوط به یک آزمون قوی از تأثیرپذیری قیمت سهام از عناوین روزنامه بدون تورش سیاسی یک وضعیت ازسیکل تجاری و تحت‌کنترل تغییر در سطوح آمار اقتصادی را پوشش می‌دهد. در بخش ششم آزمون معکوس را انجام خواهیم داد و در بخش هفتم به نتیجه‌گیری می‌پردازیم.

۲.نظریه و تحقیقات موجود

روشی که اخبار کلان اقتصادی می‌توانند بر بازدهی سهام مؤثر باشند می‌تواند به واسطه یک تعریف اساسی ازقیمت اوراق‌قرضه نشان داده شود:

$$P_t = E\left[\sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{C_{t+\tau}}{1 + K_{t+\tau}}\right] \qquad (۱)$$

که در آن، P_t قیمت اوراق‌قرضه در زمان t است و $C_{t+\tau}$ جریان نقدی مورد انتظار آتی است که در زمان $t + \tau$ پرداخت می‌شود و $k_{t+\tau}$ عامل تنزیل آتی که تابعی از نرخ بهره‌بودن ریسک و صرف ریسک هست. اخبار کلان اقتصادی بر روی قیمت سهام از طریق انتظارات سرمایه‌گذار درباره فعالیت آتی اقتصادی مؤثر است، زیرا اوضاع اقتصادی می‌تواند بر جریان نقدی و عامل تنزیل مؤثر باشند. به منظور تهیه یک مقیاس ازاخبار، تعدادی از مطالعات قبلی شوک اقتصادی را به عنوان مقیاس محاسبه کردند که به وسیله اختلاف بین داده‌های آماری واقعی ازمتغیرهای اقتصادی و ارزش مورد انتظار از یک بررسی تلفنی ضعیف از بخش بازار به دست آمد. بنابراین این اختلاف به جزء پیش‌بینی نشده از اخبار اقتصادی اشاره دارد که می‌تواند بر انتظارات سرمایه‌گذار درباره وضعیت آتی اقتصاد مؤثر باشند. بنابراین، محقق بازدهی سهام را بر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

شوک اقتصادی تخمین زد تا ببیند که آیا همبستگی بین بازدهی سهام و فعالیت واقعی اقتصاد وجود دارد یا خیر؟ اما درخصوص متغیرهای واقعی اقتصاد نتیجه مبهم است.

پیرس و رالی یک اثر قوی از شوک پولی سهام و اثر ضعیف‌تر از افزایش تورم و نرخ تنزیل برروی قیمت سهام پیدا کردند بهرحال همبستگی بازدهی سهام و فعالیت‌های واقعی که بوسیله شاخص تولید صنعتی و افزایش نرخ بیکاری اندازه‌گیری شده به لحاظ آماری معنادار نبود.

فلانری و پروتوپاپاداکیس (۲۰۰۲) متغیر کلان اقتصادی را با هم آزمایش کردند. آنها نتایج تحقیقات قبلی نسبت به متغیرهای سیاست پولی را تأیید کردند. به هرحال افزایش GNP حقیقی، خرده‌فروشی، تولیدات صنعتی و بیکاری به طور معناداری وابسته به بازدهی سهام نیست.(2010) Ghent همچنین تحقیق کرد که آیا اخبار درباره متغیرهای حقیقی بر بازدهی سهام مؤثرند یا خیر اما اثر معناداری (آماری) از اخبار بیکاری وGNP پیدا نکرد. چن و همکاران[1] (۱۹۸۶) نه تنها پیدا کرد که بازار سهام از متغیرهای سیاست‌های پولی متأثر است، بلکه از شاخص تولید صنعتی نیز اثر می‌پذیرد. بعلاوه، برای نشان‌دادن اثر معناداری آماری، تأثیر شاخص تولیدات صنعتی بر قیمت سهام، تعدادی از مقاله‌ها نشان دادند که اخبار بیکاری با شاخص بازدهی S&P ۵۰۰ همبستگی دارد. مک‌کویین و رالی بحث می‌کنند که اثر پذیری اخبار کلان بر قیمت سهام به وضعیت اقتصادی بستگی دارد.

برای نشان‌دادن این موضوع نویسندگان بازدهی سهام را بر اثر متقابل بین شوک اقتصادی در سه حالت مختلف سیکل تجاری (رونق- ثابت- رکود) تخمین زدند. این حالت‌ها را از طریق اقتصادسنجی استنتاج کردند. آنها متوجه شدند که اخبار خوب درباره متغیرهای اقتصادی قیمت سهام را در حالت رکود اقتصادی بالا می‌برد و در رونق اقتصادی قیمت سهام پایین می‌آید. اثر شاخص تولید صنعتی و بیکاری تنها در حالت رونق معنادار (آماری) است.

بوید و همکاران[2] (۲۰۰۳) آزمون کرد که چگونه اخبار بیکاری بر روی بازدهی سهام در سیکل های تجاری مختلف تأثیر می‌گذارد، اما آنها روش متفاوتی نسبت به روش مک کویین و رالی (۱۹۹۳) بکار گرفتند. بوید و همکاران (۲۰۰۵) در مقاله‌اش شوک اقتصادی را به عنوان مقیاس اخبار انتخاب نکرد. این بدین خاطر بود که انتظارات بر متغیرهای کلان اقتصادی تنها ازسال ۱۹۷۷ در دسترس بود، همچنین محققان می‌خواستند زودتر از آن شروع کنند. در مقابل، آنها مقیاسی از اخبار بیکاری به صورت اقتصادسنجی ایجاد کردند و بازدهی سهام را بر اثر متقابل بین اخبار و وضعیت اقتصادی تخمین زدند. یافته‌ها نشان می‌دهند که

1. Chen et al
2. Boyd et al

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

اخبارخوب درباره بیکاری قیمت سهام را در حالت رکودی افزایش می‌دهد. بدین دلیل که این عمل سرمایه‌گذار را بر آن می‌دارد تا انتظار جریان نقدی بیشتر درآینده داشته باشند.

درعوض، در رونق اخبار خوب درمورد بیکاری منجر به کاهش قیمت سهام می‌شود، زیرا آن سبب می‌شودکه سرمایه‌گذار نرخ بهره بالاتر در اوراق‌قرضه دولتی پیش‌بینی کند. نزدیکترین مقاله مرتبط به روشی که ما پیشنهاد کردیم میچل[1] و مولرین[2] (۱۹۸۴) است که رابطه بین فعالیت‌های بازار سهام وآگهی خبرهای عمومی را بررسی کردند که بوسیله تعداد عناوینی که خدمات مخابره‌ای شرکت دائوجونز ارسال می‌کند، اندازه‌گیری می‌شود. نویسنده نه تنها گزارشات، بلکه تمام گزارشات ملی فرستاده شده طی روز را آزمایش می‌کرد و دریافت که تعدادی از گزارشات با بازدهی سهام و حجم تجارت همبستگی مثبت دارند. بنابراین آنها گزارشات در مورد اخبار اقتصادی را از اندازه‌گیری اصلی‌شان جدا نکردند. به طور شگفت‌آور هنگامی که آنها به گزارشات روز درباره متغیرهای کلان اقتصادی را در نظر می‌گرفتند همبستگی معنادار بین فعالیت بازار و تعداد گزارشات از بین می‌رفت. روی هم رفته نویسنده ۱۷متغیر کلان اقتصادی شامل کالاهای بادوام، بیکاری و خرده‌فروشی است را در نظر گرفت.

۳. رویکردها

۳-۱. محدوده زمانی

به منظور توضیح روش، می‌بایست درخصوص سلسله مراتبی که اتفاق می‌افتد و گزارشات رسانه‌ای که آنها را پوشش می‌دهد بحث کنیم. گزارشات در این تحقیق بر چهار متغیر در نظرگرفته شده که در ساعت ۸:۳۰ منتشر می‌شوند. مقالات روزنامه که این گزارشات اقتصادی را پوشش می‌دهند در صبح مربوطه منتشر می‌شوند.

۳-۲. داده‌های سرتیتر و شاخص اخبار

تحلیل و طبقه‌بندی عناوین روزنامه توسط لات و هست (۲۰۰۶) است که پوشش خبری از ۴ سری داده اقتصاد کلان شامل GDP، بیکاری، خرده‌فروشی و کالاهای بادوام را مطالعه کردند.

آنها مقالات روزنامه‌ای را از پایگاه داده‌ای لکسیس‌نکسیس[3] جمع‌آوری کردند. این مدت از ژانویه ۱۹۹۱ تا می ۲۰۰۴ بود و این عناوین را برای همان روز و روز بعد از انتشار داده‌های اقتصادی بررسی کردند. ما باید تحلیل خودمان را از ژانویه ۱۹۹۱ آغاز کنیم.

1. Mitchell
2. Mulherin
3. LexisNexis

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

جدول ۱. خلاصه آماری گزارشات خبری روزانه از تمام روزنامه‌ها (۲۰۰٤-۱۹۹۱)

Table 1

	Average	Std. dev.	Min	Max
GDP				
Total	28.87	11.15	14	80
Positive	11.64	11.90	0	49
Negative	7.32	8.96	0	41
Neutral	2.15	2.00	0	8
Mixed	7.75	5.37	0	23
Unemployment				
Total	31.47	11.07	15	68
Positive	11.81	12.48	0	50
Negative	10.42	12.59	0	60
Neutral	1.07	2.02	0	9
Mixed	8.18	5.09	0	26
Retail sales				
Total	13.70	6.12	0	49
Positive	6.72	6.33	0	40
Negative	3.88	5.13	0	22
Neutral	0.09	0.50	0	4
Mixed	3.01	2.95	0	17
Durable goods				
Total	13.32	5.53	1	30
Positive	6.46	6.51	0	27
Negative	4.54	5.87	0	20
Neutral	0.07	0.48	0	5
Mixed	2.25	2.58	0	15

به منظور ارائه تخمین درست تعدادی از متغیرهای آمار اقتصادی بیش از یکبار تخمین زده شدند. لات و هست (۲۰۰۶) این عناوین را تنها پس از تخمین پیشرفته جمع‌آوری کردند، ابتدا GDP، خرده‌فروشی و مجموعه کالاهای با دوام را تخمین زدند. نرخ بیکاری تنها یکبار تخمین زده شد.

باید اعتراف شود که عناوین منتشر شده از سری داده‌های اقتصاد شامل نمونه لات و هست می‌شوند. آنها عناوین را به سه بخش مثبت، منفی، خنثی یا مبهم دسته‌بندی کردند. جدول (۱) میانگین تعداد گزارش خبری منتشر شده بوسیله تمام روزنامه‌ها درنمونه بعلاوه میانگین تعداد گزارشات مثبت، منفی، خنثی و مبهم را گزارش می‌دهد. به عنوان مثال، میانگین ۲۸/۸۷ درصد گزارش منتشر شده روزانه که پوشش خبری GDP می‌باشند. از این ۲۸/۸۷ درصد ، ۱۱/۶۴ درصد

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

مثبت، ۷/۳۲ درصد منفی، ۲/۱۵ درصد خنثی و ۷/۷۵ درصد مبهم می‌باشند. برای تعیین اثر خالص اخبار اقتصادی یک شاخص جدید را محاسبه می‌کنیم. از آنجایی که طبقه‌بندی آنها (۲۰۰۶) از عناوین روزنامه شبیه شاخص حساسیت مصرف‌کننده ارائه شده در دانشگاه میشیگان است، ما از روش آنها برای محاسبه شاخص اخبار تبعیت می‌کنیم. ابتدا، مقادیر گزارشات مثبت و منفی را در دوره اخیر جدا کردیم، سپس درصد گزارشات منفی را از گزارشات مثبت کم کردیم و برای رهایی از تمام ارزش منفی با ۱۰۰ جمع کردیم. جدول (۲) شاخص اخبار روزانه را برای آمار اقتصادی کلان از تمام روزنامه‌ها به صورت خلاصه نشان می‌دهد. بعلاوه، برای تعیین خالص اثر اخبار اقتصادی، اثر خالص مثبت و منفی اخباررا به صورت مجزا آزمایش کردیم. برای انجام این کار گزارش شاخص بازدهی(S&P ۵۰۰) را بر روی درصد گزارشات مثبت و منفی به طور مجزا تخمین زدیم. تمام چهار متغیر در داده‌های لات و هست به طور مساوی به وسیله روزنامه پوشش داده نمی‌شوند. میانگین تعداد گزارشات درباره بیکاری و GDP به ترتیب ۳۱/۴۷ درصد و ۲۸/۸۷ درصد است. تعداد گزارش‌های منتشر شده درباره خرده‌فروشی وکالاهای بادوام کمتر از نصف آنها است. این یک مفهوم مهمی دارد، زیرا فرض کردیم پوشش روزنامه‌ای تفسیر آماری داده‌ها را نشان می‌دهد اما حقیقت این است که گزارشات کمتری درباره کالاهای با دوام و خرده‌فروشی وجود دارند که دلالت می‌کند که این ارقام برای فهم فعالیت‌های کلی اقتصاد کمتر اهمیت دارند. متعاقباً دلالت بر این دارد که این ارقام ممکن است اثر کوچکتری بر روی انتظارات سرمایه‌گذاران از وضعیت اقتصادی آینده و در نتیجه اثر کمتری بر بازدهی سهام داشته باشند.

جدول۲. خلاصه آماری روزانه برای شاخص اخبار از تمام روزنامه‌ها (۲۰۰٤-۱۹۹۱)

Table 2

News index	Mean	Std. dev.	Min	Max
GDP	109.53	60.842	4	200
Unemployment	102.55	62.739	4.7	195.6
Retail sales	120.23	66.776	0	200
Durable goods	113.19	79.28	0	200

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

جدول۳. اثر وضعیت کلان بر روی شاخص بازدهی S&P

Table 3

	Coef.	N	R^2	F
Panel A: the effect of macro surprises on S&P 500 returns				
GDP rate surprise	0.086 [.17] (0.616)	53	0.010	0.12
Unemployment rate surprise	−0.044 [.099] (0.660)	161	0.005	0.28
Retail sales surprise	−0.05 [.087] (0.569)	159	0.137	4.8
Durable goods surprise	−0.037 [.077] (0.627)	157	0.011	0.41

	Low	Medium	High	N	R^2	F
Panel B: the effect of macro surprises on S&P 500 returns accounting for the business cycle effects						
GDP rate surprise	0.42 [.417] (0.324)	−0.185 [.244] (0.452)	0.266 [.295] (0.372)	53	0.058	0.48
Unemployment rate surprise	−0.073 [.187] (0.696)	0.046 [.128] (0.721)	−.294 [.229] (0.201)	161	0.017	0.52
Retail sales surprise	−0.24 [.176] (0.176)	0.035 [.106] (0.741)	−0.191 [.308] (0.536)	159	0.148	3.75
Durable goods surprise	0.177 [.156] **(0.259)**	−0.043 [.109] **(0.696)**	−0.214 [.149] **(0.153)**	157	0.032	0.82

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

Table 4

	GDP	Unemployment rate	Retail sales	Durable goods	GDP	Unemployment rate	Retail sales	Durable goods	GDP	Unemployment rate	Retail sales	Durable goods
Panel A: the effect of news stories on S&P 500 returns												
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
News index	0.006**	0.005***	0.0005	0.000								
	(0.025)	(0.000)	(0.696)	(0.692)								
	[.0026]	[.0015]	[.0013]	[.0009]								
%Positive					0.013***	0.011***	0.000	0.000				
					(0.009)	(0.000)	(0.860)	(0.702)				
					[.0048]	[.0029]	[.0025]	[.0018]				
%Negative									−0.009*	−0.008***	−0.0024	−0.0007
									(0.097)	(0.004)	(0.345)	(0.696)
									[.005]	[.0029]	[.0025]	[.002]
N	53	161	158	157	53	161	158	157	53	161	158	157
R^2	0.10	0.079	0.036	0.009	0.138	0.09	0.355	0.009	0.060	0.066	0.040	0.009
F	1.40	4.48	1.14	0.36	1.93	5.38	1.11	0.35	0.78	2.75	1.29	0.36
Panel B: explaining the effect of news stories on S&P 500 returns, controlling for macro surprises												
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
News index	0.010***	0.007***	0.000	0.001								
	[.004]	[.002]	[.001]	[.001]								
	(0.008)	(0.000)	(0.910)	(0.380)								
%Positive					0 022***	0.015***	0.001	0.002				
					[.007]	[.003]	[.003]	[.002]				
					(0.001)	(0.00)	(0.635)	(0.435)				
%Negative									−0.013*	−0.011***	−0.002	−0.002
									[.007]	[.003]	[.003]	[.003]
									(0.081)	(0.002)	(0.469)	(0.356)
GDP rate Surprise	−0.358				−0.426**				−0.172			
	[225]				[216]				[22]			
	(0.118)				(0.054)				(0.439)			
Unemployment Rate surprise		0.195*				0.210*				0.138		
		[112]				[11]				[112]		
		(0.09)				(0.06)				(0.221)		
			−0.053				−0.075				−0.026	
Retail sales			[.096]				[.094]				[.097]	
			(0.586)				(0.428)				(0.787)	
Durable goods Surprise				−0.093				−0.081				−0.099
				[.099]				[095]				[0.101]
				(0.350)				(0.395)				(0.331)
N	53	161	158	157	53	161	158	157	53	161	158	157
R^2	0.15	0.096	0.038	0.016	0.204	0.11	0.04	0.015	0.073	0.066	0.041	0.016
F	1.66	4.16	0.995	0.476	2.41	5.00	1.03	0.445	0.74	2.75	1.08	0.496
Panel C: explaining the effect of news stories on S&P 500 returns, controlling for macro surprises and changes in economic variables												
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
News index	0.010**	0.007***	−0.001	0.001								
	[0.004]	[0.002]	[0.001]	[0.001]								
	(0.014)	(0.000)	(0.719)	(0.396)								
%Positive					0 022***	0.015***	0.001	0.002				
					[0.007]	[0.004]	[0.003]	[0.002]				
					(0.003)	(0.000)	(0.771)	(0.456)				
%Negative									−0.012	−0.011***	0.003	−0.002
									[0.008]	[0.004]	[0.003]	[0.003]
									(0.147)	(0.005)	(0.308)	(0.371)
Surprises	−0.355	0.140	−0.194	−0.098	−0.421*	0.150	−0.211	−0.088	−0.190	0.143	−0.176	−0.103
	[0.231]	[.195]	[0.13]	[0.116]	[0.223]	[.192]	[0.13]	[0.114]	[0.229]	[.198]	[0.13]	[0.117]
	(0.132)	(0.472)	(0.139)	(0.401)	(0.066)	(0.437)	(0.106)	(0.441)	(0.412)	(0.470)	(0.176)	(0.384)
Δ in economic variables	−0.009	0.433	0.138	0.001	−0.011	0.465	0.131	0.002	0.034	−0.046	0.149	0.001
	[0.098]	[1.263]	[0.086]	[0.018]	[0.092]	[1.234]	[0.086]	[0.018]	[0.102]	[1.277]	[0.086]	[0.018]
	(0.930)	(0.732)	(0.111)	(0.939)	(0.909)	(0.707)	(0.131)	(0.916)	(0.743)	(0.971)	(0.086)	(0.948)
N	53	161	158	157	53	161	158	157	53	161	158	157
R^2	0.151	0.097	0.054	0.016	0.205	0.115	0.054	0.015	0.075	0.066	0.060	0.016
F	1.359	3.331	1.228	0.398	1.972	4.009	1.222	0.370	0.621	2.186	1.366	0.412

۳-۳. طرح مسأله

یک ضعف بالقوه در روش‌ها، امکان وجود وضعیت معکوس است. عنوان نوشته‌های نویسنده و روزنامه‌نگار از داده‌های اقتصادکلان در پایان روز از قیمت مرتبط با شاخص بازدهی S&P ۵۰۰ آگاه هستند و ممکن است هنگامی که عنوانی ذکر می‌شود یا مقاله‌ای نوشته می‌شود بوسیله آن متأثر شود.

ما دو روش برای بررسی علیت در رابطه بین قیمت سهام وتفسیر روزنامه از ارقام داریم. نخستین آزمون، رابطه بین فعالیت بازار سهام در روز انتشار اخبار اقتصادی (بوسیله ارزش مطلق شاخص بازدهی S&P ۵۰۰ و سپس تعدادی از گزارشات منتشر شده را آزمایش می‌کند. اگر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

نوشته‌های روزنامه‌نگار درباره انتشاراخبار اقتصادی بوسیله فعالیت بازار سهام متأثر شوند، بنابراین باید تعداد بیشتری ازگزارشات نوشته شده درباره این نتایج در روزهای انتشار اخبار اقتصادی با تعداد زیادی از فعالیت بازار پیروی کند. در این مورد ما باید یک رابطه معناداری مثبت بین ارزش خالص شاخص بازدهی S&P ۵۰۰ و تعداد گزارشات درباره داده‌های اقتصادی پیدا کنیم. در مقابل، اگر ما بفهمیم که فعالیت بازار سهام رابطه مثبتی با تعداد گزارشات سهام ندارد، بنابراین نتیجه اصلی ما با احتمال زیاد از فرضیه اصلی ما حمایت می‌کند و آن فرضیه این است که اخبار بر قیمت سهام مؤثرند بجای روش عکس (قیمت سهام بر روی اخبار). آزمون دوم این است که نتیجه را نسبت به بیکاری و GDP در مقابل خرده‌فروشی و کالاهای بادوام مقایسه می‌کند.

همانطور که پیش از این ذکر شد دلایلی وجود داردتا باور کنیم که انتشار GDP و بیکاری برای فهم فعالیت‌های کلی اقتصادی مهمتر هستند. بنابراین، گزارش خبری است که قیمت سهام را تحت‌تأثیر قراردهد. نه برعکس، بنابراین این اثر قیمت سهام باید قوی تر از بیکاری GDP و همچنین خرده‌فروشی وکالاهای بادوام باشد (یعنی اثر مستقیم گزارش بیشتر از اینها است) بهرحال اگر روزنامه نگار در تفسیر داده‌های آماری تنها به بازار سهام استناد کند رابطه بین بازدهی سهام و گزارشات خبری می‌تواند در مقابل تمام چهار متغیر مشابه باشند.

بنابراین اگر ما رابطه مشابه بین قیمت‌های سهام وچهار نوع گزارش بیابیم ممکن است که رابطه یک وضعیت معکوس را منعکس کند. متقابلاً اگر بیابیم که اثر بیکاری و GDP بر قیمت سهام قوی‌تر از اثر خرده‌فروشی وکالاهای بادوام است احتمال امکان ایجاد وضعیت معکوس کم می‌شود.

۳-٤.روش شناسی

برای تعیین اینکه اخبار کلان اقتصادی برروی بازدهی سهام مؤثر است ما از معیار زیر استفاده کردیم:

$$Pt-Pt-1=b0+b1x1t+b2x2Tdw+et \qquad (۲)$$

که pt قیمت سهام مرتبط روز انتشار آمار اقتصادی است

Pt-1: قیمت سهام مرتبط با روز قبل از انتشار آمار اقتصادی

X1t: یکی از متغیرهای روزنامه‌ای (شاخص اخبار، درصد گزارشات مثبت و درصد گزارشات منفی)

xrt: شوک اقتصادی .

Dw: متغیر دامی برای روزهای هفته

et:جزء خطا

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

ما شاخص بازدهی s&p را برروی روزهای انتشار اخبار کلان اقتصادی و شاخص خبر با کنترل شوک اقتصادی برروی داده های آماری تخمین زدیم. برای اینکه نشان دهیم که فقط این شوک ها نیستند که می توانند برروی بازدهی سهام موثر باشند، همچنین روشی که این شوک توسط سرمایه گذاران تفسیر می شود می تواند باشد.

ما شوک را به روش اندرسون و همکاران[1] (۲۰۰۳ و ۲۰۰۷) مطالعه کردیم. ابتدا اختلاف بین آمارهای واقعی دولت و ارزش انتظاری آنها را محاسبه کردیم. سپس ما این اختلاف را به وسیله انحراف استاندارد نمونه جدا کردیم، بنابراین شوک یا قسمت ناخواسته برای خبر k بدین صورت است:

$$S_{k,t} = \frac{(A_{k,t} - E_{k,t})}{Q_k} \qquad (۳)$$

که $A_{k,t}$ ارزش انتشاری آماره k است En,t ارزش انتظاری آماره‌ای k است و 6k انحراف استاندارد نمونه از $A_{k,t}$ را مشخص می کند.

همچنین مقادیر برای داده‌های دولت لات و هست (۲۰۰۶) است که ارزش واقعی داده‌های اقتصادی کلان برای هریک از چهار متغیر کلان را بدست می‌آورند. خرده‌فروشی مجموعه کالای بادوام و بیکاری به صورت ماهانه منتشر می‌شوند در حالی که نرخ رشدGDP به صورت فصلی منتشر می‌شود. راجع به نرخ رشد GDP، مجموعه کالاهای لات و هست تخمین‌های پیشرفته‌ای را جمع‌آوری کردند.

انتظارات نسبت به GDP، بیکاری، کالاهای بادوام و خرده‌فروشی بوسیله مجموعه اطلاعاتی MMS [2] جمع‌آوری شد که ازمکتب هاور[3] خریداری شده بود. معمولاً یک هفته قبل از انتشارات شاخص‌های اقتصادی، MMS بررسی تلفنی هفتگی از رقبای بازار که شامل کارمندان بانک‌های تجاری، بنگاه‌های مشاوره و شرکت‌های مدیریتی می‌شد، داشت.

بازدهی روزانه مرتبط با سری زمانی بر شاخص بازدهی S&P500 ازWRDS [4] از ژانویه ۱۹۹۱ تا ۳۰ ژوئن ۲۰۰۴ بدست آمد، سپس ما بازدهی‌های مربوط به روزها که مجموعه داده‌های اقتصادی منتشر می‌شوند جدا کردیم. به علاوه، ما استدلال کردیم که تفسیر داده‌های آماری می تواند به دلایل مختلف مربوط به همان وضعیت اقتصادی نباشد. بنابراین با کنترل شوک اقتصادی در

1. Andersen et al
2. MMS Survey
3. Haver Analytics-
4. Wharton Research Data Services-

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

وضعیت‌های مختلف سیکل تجاری شاخص بازدهی S&P ۵۰۰ را بر شاخص اقتصادی تخمین زدیم که توسط مک کویین و رالی (۱۹۹۳) مشخص شد. فرمول را به صورت زیر نوشتیم:

$$P_t - P_{t-1} - b_0 + b_1X_{1t} + b_2X_{2t} * Low + b_3X_{2t} * Mediom + b_4X_{2t} * High + D_w + e_t \qquad (۴)$$

که Pt: قیمت سهام مرتبط با روز انتشار آمار کلان اقتصادی

X1t: یکی ازمتغیرهای روزنامه (شاخص اخبار، درصد گزارشات مثبت یا درصد گزارشات منفی)

Pt-1: قیمت سهام مرتبط با یک روز قبل از انتشار آمار کلان اقتصادی

X2t: شوک اقتصادی، رکود، متوسط و رونق: حالت‌های مختلف اقتصاد که توسط مک‌کویین و رولی تعیین شد.

Dw: متغیردامی برای روزهای هفته

et: جزءاخلال

بعلاوه تعدادی از محققان داده‌های سهام روزانه را بکار می‌گیرند تا نشان دهند که اثر شوک اقتصادی به زمانی که آنها طی روز تجاری اتفاق می‌افتد بستگی دارد (اندرسن و همکاران، ۲۰۰۷). ما این روش را به دو دلیل رعایت نمی‌کنیم: نخست اینکه تمام آمار اقتصادی دریک زمان ۸/۳۰ صبح منتشر می‌شوند. این بدین معنا است که هیچ اختلافی دراثر اخبار بر بازدهی سهام به سبب درجه معناداری از این آماره‌ها برای فهم وضعیت اقتصادی در تضاد با زمان انتشارش نیست. دوم و شاید مهم‌ترین هدف تحقیق این مقاله شناسایی یا اندازه‌گیری اثر شوک اقتصادی نیست بلکه تعیین مقیاس دیگر از اخبار که ممکن است بر تفسیر سرمایه‌گذاران از آماره مؤثر باشد، است. بنابراین ما تنها مایل به آزمون رابطه بین پوشش روزنامه‌ای و بازدهی سهام مرتبط هستیم.

٤. یافته‌ها

ما ابتدا اینکه چطور اخبار شوک اقتصادی درباره GDP، بیکاری، خرده‌فروشی و کالاهای بادوام، بازدهی سهام را درطول (۲۰۰۴ – ۱۹۹۱) متأثر کردند، آزمون کردیم. نتیجه درجدول (۳) قسمت A نشان داده شد. شاخص بازدهی S&P۵۰۰ درروز انتشار اخبار کلان بر شوک اقتصادی تخمین زده شدند.

هیچ‌یک از ضرایب به لحاظ آماری معنادار نیستند، بنابراین نشان می‌دهد که در این سری زمانی به نظر نمی‌رسد که شوک‌های کلان، بازدهی سهام را پیش‌بینی کنند.

در برخی موارد ملاحظه می‌شد که اثر شوک‌های کلان اقتصادی به زمان اتفاق افتادن آن طی سیکل تجاری بستگی دارد. یک نمونه خوب در این زمینه مقاله مک کویین و رالی (۱۹۹۳) است که مشخص می‌کند رژیم اقتصادی را مطابق با نرخ رشد شاخص تولیدات صنعتی ما در شناسایی سه

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

وضعیت مختلف سیکل تجاری رکود رونق و متوسط از این نویسنده تبعیت می‌کنیم و سپس این وضعیت را با داده‌ها و شوک کلان اثر می‌دهیم جدول (۳) قست B این نتیجه را نشان می‌دهد.

همچنین شواهد ضعیفی وجود دارد حداقل بیش از این دوره زمانی که آزمون کردیم شوک‌های کلان بر ۵۰۰ شاخص S&P درروز انتشار داده‌های کلان اقتصادی مؤثر است. هیچیک از نتایج به لحاظ آماری درسطح ۱۰ درصد آزمون T دو دامنه معنادار نبودند جدول (۴) قسمت A رابطه بین سرفصل روزنامه و شاخص S&P۵۰۰ را در روز انتشار داده‌های کلان بررسی می‌کند. یک درصد افزایش درشاخص خبر بر GDP شاخص ۵۰۰ S&P ۶ درصد افزایش می‌دهد.

این ضریب درسطح ۵ درصد به لحاظ آماری معنادار است که انحراف استاندارد شاخص اخبار به طور متوسط که در جدول (۲) گزارش شده ۶۰/۸ است ۵۰۰ شاخص S&P تقریباً ۳۶/۵ درصد مبنای افزایش می‌یابد.

به منظور یک آزمون استحکام یافته‌ها، ۵۰۰ شاخص S&P را برروی درصد اخبار مثبت و منفی آزمون کردیم. این برآورد در رگرسیون به لحاظ آماری معنادار بود و نشانه‌های مورد انتظار را دارا می‌باشد. یک درصد افزایش دراخبار GDP مثبت افزایش می‌دهد ۵ شاخص S&P را ۱/۳ درصد پایه‌ای متقابلاً یک درصد افزایش در اخبار منفی درباره G&P را با ۰/۹ درصد دارد.

متوسط واکنش ۵۰۰ شاخص S&P نسبت به شاخص اخبار بر بیکاری تقریباً ۰/۳ است، از زمانی که انحراف استاندارد شاخص اخبار بر بیکاری ۰/۶۲۰۷ شد این قسمت قوی است، رگرسیون شود با درصد اخبار مثبت و منفی هر دو رگرسیون درسطح ۰/۱معنادار است و نشانه‌های مورد انتظار را دارد.

یک درصد افزایش دراخبار مثبت با پوشش بیکاری شاخص S&P را ۰/۰۱۱ درصد افزایش می‌دهد و ۱ درصد افزایش دراخبار منفی با پوشش بیکاری شاخص S&P را۰/۰۰۸ درصد کاهش می‌دهد.

همچنین اخبار درباره کالاهای بادوام و خرده‌فروشی اگرچه نشانه‌های مورد انتظار دارند، اما به نظر نمی‌رسد که بازدهی سهام را در یک روش آماری معنادار تغییر دهند. قسمت B جدول (۴) رابطه بین شاخص‌های S&P در روز انتشار اخبار کلان و عناوین روزنامه را با کنترل شوک آزمون می‌کند.

ما این را به منظور آزمون فرضیه خود انجام دادیم که تنها شوک نیست که بر بازدهی سهام مؤثر است، بلکه روشی که توسط سرمایه‌گذاران تعبیر می‌شوند، مهم است. نتیجه مشابه آن چیزی است که در جدول قبلی نمایش داده شده است. ما یک رابطه معناداری قوی بین S&P و عنوان درباره بیکاری و GDP یافتیم و اخبار درباره کالاهای بادوام و خرده‌فروشی، بازدهی سهام را تحت‌تأثیر قرار نمی‌دهند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

نمونه‌هایی از عناوین نیویورک تایمز درمعرفی ارائه شد ممکن است پیشنهاد کند که عناوین تنها نمایشی از تغییرات در آمار اقتصادی از دوره‌های قبلی ارائه می‌کند. بنابراین ما رابطه بین بازدهی شاخص سهام S&P و سرفصل روزنامه را با کنترل مختلف شامل تغییر سطح آمارها آزمون کردیم.

نتیجه در قسمت C جدول(۴)گزارش شده است. حتی با کنترل تغییر در رشدGDP و نرخ بیکاری، سرفصل روزنامه درباره GDP و بیکاری به طور معناداری با بازدهی سهام همبستگی داشتند. این دلالت بر یک مفهوم مهم دارد.

در کنار گزارش آمار اقتصادی و تغییراتشان از دوره‌های قبلی عناوین روزنامه نشان می‌دهندکه آیا رسانه‌های خصوصی عموماً چیزی را به همان اهمیت مشاهده می‌کنند که معناداری اخبار اقتصادی در یک دوره زمانی معین توضیح می‌دهد.

۵. استحکام یافته‌ها

دراین بخش ما چندین بررسی استحکام یافته‌ها انجام دادیم ونتایج آن درجدول (۴) است. در جدول (۵) ما شوک اقتصادی را بوسیله محلی که طی سیکل تجاری اتفاق می‌افتد تفکیک کردیم. مجدد اخبار درباره GDP و بیکاری بر بازدهی شاخص سهام S&P مؤثر بود.

بجز برای درصدی ازاخبار منفی درباره GDP، ضریب پوشش خبری بیکاری و GDP در سطح ۱ درصد معنادار است. لات و هست (۲۰۰۶) نشان دادند که گزارش روزنامه‌ای درباره داده‌های اقتصادی دارای جهت‌گیری سیاسی‌اند. به ویژه مطالعات آنها نشان می‌دهد که روزنامه‌ها به دموکراسی توجه دارند و نشان داده می‌شود که سرفصل روزنامه بیشتر منفی می‌شود زمانی که رؤسا مردمی هستند برای کنترل چنین تلاشی در سه تا متغیر روزنامه‌ای شاخص اخبار، درصد اخبار مثبت، درصد اخبارمنفی، پسماند را از تحلیل رگرسیون این متغیر روزنامه بدست آوردیم متغیر دامی هست برای اینکه آیا رئیس‌جمهور جمهوری خواه است یا خیر.

جدول (۶) رابطه بین بازدهی شاخص سهام S&P و روزنامه انتشار داده‌های اقتصادی و عناوین روزنامه را با کنترل تورش سیاسی از نوع لات و هست آزمون می‌کند. نتایج آن در جدول (۴) نشان داده شده است حتی پس از کنترل این تورش ما یک رابطه معنادار قوی بین بازدهی شاخص سهام S&P ۵۰۰ و عناوین مربوط به بیکاری و GDP پیدا کردیم.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

٦. آزمون علیت معکوس

همانطور که دربخش سوم بحث شد ممکن است که روزنامه‌نگاران مطلبی درپایان روزی که داده‌های اقتصادی منتشر می‌شوند بنویسند که از قیمت مرتبط با شاخص سهام S&P آگاه هستند، بنابراین هنگامی که مقاله می نویسند یا عنوان تعیین می کنند ممکن است ازآنها تأثیر بپذیرند.

این فرضیه را به دو روش سنجیدیم نخست اینکه سنجش اول رابطه بین فعالیت بازار سهام را آزمون می‌کند که بوسیله خالص ارزش بازدهی شاخص سهام S&P وتعداد معینی ازگزارشات درباره داده‌های اقتصادی اندازه‌گیری می‌شود. اگر روزنامه‌نگار هنگام نوشتن مقاله یا تعیین سرفصل بوسیله فعالیت بازار سهام متأثر شود، بنابراین باید گزارشات مکتوب بیشتری مرتبط با روزی که فعالیت بازار زیاد است ببینیم.

جدول (۷) نتایج تخمین تعداد گزارشات مستقل درباره داده روی قدرمطلق بازدهی شاخص سهام S&P درروز انتشار را نشان می‌دهد. این ارزش مطلق بازدهی شاخص سهام S&P به طور معناداری بر عدد ثابتی ازگزارشات درباره GDP و بیکاری مؤثر نیست. بنابراین این یافته‌ها پیشنهاد می کند که امکان وضعیت معکوس ناممکن است بعلاوه ما رابطه بین تعداد گزارشات مستقل اقتصادی و قدرمطلق بازدهی شاخص سهام S&P را درنمودار (۱) رسم کردیم. همچنین، نمودار پراکندگی نشان می‌دهدکه بازدهی سهام همبستگی مثبت با تعداد گزارشات درباره بیکاری و GDP ندارد.

درآزمون دوم ما قیمت سهام متأثر از پوشش خبری بیکاری و GDP را درمقابل پوشش خبری خرده‌فروشی و کالاهای بادوام را با هم مقایسه کردیم. اگر روزنامه‌نگاران در تفسیر آمار اقتصادی وابسته به فعالیت بازار سهام باشند بنابراین گزارشات درباره ۴متغیر اقتصادی باید با بازدهی شاخص سهام S&P همبستگی داشته باشد. جدول (۴) نشان می‌دهد که گزارشات خبری درباره کالاهای باداوم و خرده‌فروشی به طور معناداری با بازدهی سهام همبستگی ندارد اما با GDP و بیکاری همبستگی دارند. بنابراین این یافته‌ها دلیلی در مقابل وضعیت معکوس هستند.

۷. نتیجه‌گیری

در این مقاله ما بررسی کردیم که آیا اخبار اقتصادی بخش واقعی اقتصاد بازدهی سهام راتحت‌تأثیر قرار می‌دهند؟ درحالی که نظریه‌های مالی دلالت دارند که می‌بایست یک همبستگی وجود داشته باشد شواهد تجربی در حمایت از این فرضیه تاحدی ضعیف هستند. ما استدلال کردیم که یکی از دلایل برای یافتن این مدرک این حقیقت است که تنها حقیقت آماری ازاخبار اقتصادی نیست که مربوط به قیمت سهام است.

بلکه روشی که توسط عموم تعبیر می‌شود مهم است. درنتیجه ما یک روش متفاوت را انتخاب کردیم و از پوشش روزنامه‌ای به عنوان نماینده برای تفسیر سرمایه‌گذاران ازاخبار اقتصادکلان استفاده کردیم. ما

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]

اخبار درباره ی رشد GDP بیکاری، خرده‌فروشی و کالاهای بادوام را آزمون کردیم و یافتیم که اخبار درباره ی رشد GDP و بیکاری به طورمعناداری بر بازدهی سهام مؤثر است.

اگرچه علامت مورد انتظار وجود داشت، اما همبستگی بین بازدهی سهام و اخبار درباره خرده‌فروشی و کالاهای بادوام به لحاظ آماری معنادار نیستند. این می‌تواند بوسیله این حقیقت توضیح داده شود که این متغیرها اهمیت کمتری بر انتظارات سرمایه‌گذاران از وضعیت اقتصادی آینده دارند.

ما معتقدیم که مقاله ما با مقالات موجود به دو طریق کمک می‌کند. نخست، برای شناخت ما نخستین کسانی بودیم که یک اثر اخبار GDP برروی بازار سهام آمریکا راپیدا کردیم. دوم، یافته‌های ما بیان می‌کند که تنها شوک نیست که بر بازدهی سهام مؤثر است بلکه روشی که این شوک توسط سرمایه‌گذاران تفسیر می‌شود نیز مهم است. متعاقباً آن اشاره داردکه دشواری تفسیر داده‌های کلان اقتصادی ممکن است دلیلی باشد براینکه چرا تعدادی از مطالعات قبلی اثر معناداری از اخبار بر روی متغیرهای حقیقی پیدا نکردند.

ازآنجایی که مجموعه داده‌های روزنامه‌ای تنها ۴ متغیر را پوشش می‌دهد تحقیقات آینده باید بررسی کنند که آیا متغیر دیگری از اقتصادکلان بر قیمت سهام مؤثر است؟ بوسیله پیداکردن شاخص‌هایی که به صورت درست تغییر سرمایه‌گذار را مشخص می‌کند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-07-23]