

بررسی تطبیقی تأثیر استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان

حسین پناهیان - استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان- گروه حسابداری
پیام صادقی جزئی - کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد کاشان

چکیده:

بررسی مطالعات انجام شده در بازارهای سهام دنیا نشان می‌دهد که فقدان شفافیت اطلاعات مالی دلیل اصلی وقوع بحرانهای مالی در این بازارها بوده است؛ که این امر موجب کاهش سطح اعتماد عمومی سرمایه گذاران گردیده است.

هدف از ارائه این مطالعه تطبیقی، بررسی نقش نگرش سرمایه گذاران نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار آنها در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در قالب مدل تحقیق مشابه انجام شده در بورس تایوان (ارائه شده توسط دکتر سوجن فو از دانشگاه لین ایالت فلوریدا در سال ۲۰۰۶) بررسی گردیده و نتایج حاصل از آن با نتایج تحقیق مذکور مورد مقایسه قرار گرفته است. روش این تحقیق، توصیفی و تحلیلی می‌باشد که از تحلیل ماتریس همبستگی در این خصوص استفاده شده است. گردآوری مباحث نظری کتابخانه‌ای بوده و در گردآوری داده‌ها از روش پیمایشی استفاده شده است. همچنین جهت مقایسه نتایج، محتوای دو تحقیق به صورت کیفی و محتوایی مورد بررسی قرار گرفته است. در تحلیل آماری داده‌ها از شش روش آماری شامل آمار توصیفی، تحلیل همبستگی، آزمون t نمونه‌های مستقل، آنالیز واریانس، رگرسیون چندگانه و تحلیل مسیر استفاده گردیده است.

نتایج حاصل از بررسی‌های به عمل آمده نشان می‌دهد که بهبود شفافیت اطلاعات مالی در بورس تهران می‌تواند موجب افزایش اعتماد عمومی و افزایش فعالیت سرمایه گذاران گردد. همچنین مقایسه نتایج این مطالعه با تحقیق مشابه انجام شده در بورس تایوان حاکی از آن

است که رفتار سرمایه گذاران بورس تایوان بیش از سرمایه گذاران بورس تهران تحت تاثیر نگرش آنها نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی قرار دارد.

کلید واژه ها:

استنباط، رفتار سرمایه گذار، شفافیت اطلاعات مالی

مقدمه و بیان مسئله

تقریباً می توان گفت که طی دهه اخیر وقوع بحرانهای مالی در بازارهای سهام عمدتاً ناشی از ناکافی بودن شفافیت اطلاعات مالی بوده است، از سوی دیگر شفاف سازی اطلاعات مالی توسط شرکتها بر شیوه سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیرات به سزائی داشته است. بسیاری از تحقیقات انجام شده نشان می دهد که در دسترس بودن و کیفیت اطلاعات مالی شرکتها دو عامل مهمی هستند که بر تصمیمات اقتصادی سرمایه گذاران تأثیر می گذارند [۳]. اخیراً تقلب در حسابداری شرکتها، گزارشات نادرست مالی و ضعف اداره و کنترل شرکتها به طور گسترده ای در دنیا عمومیت یافته است که به عنوان مثال می توان از رسوائی مالی در شرکت های بزرگی چون انرون، ورلد کام، آدلفیا، تیکو، گلوبال کروسینگ، نیکور، اسپرینت و مرک نام برد. علاوه بر سایر تأثیرات سوء جریانهای مالی در این شرکتها، این موارد موجب کاهش سطح اعتماد سرمایه گذاران نسبت به بازارهای سهام گردیده است [۴].

بررسی در پیشینه بازار سهام در ایران نیز نشان میدهد که بورس ایران نیز در مقاطعی شاهد بحرانهای مالی بوده و وقوع این بحرانها عمدتاً بدلیل عدم ارائه گزارشات صحیح توسط شرکتها و به تناسب آن برهم خوردن رابطه منطقی بین سودآوری و قیمت سهام شرکتها، مشکلات ساختار اقتصادی و خروج دولت از جایگاه نظارتی از دلایل اصلی وقوع بحران طی دوره فعالیت بورس بوده است؛ که در مجموع موجب سلب اعتماد عمومی سرمایه گذاران و گرایش آنها به خارج کردن سرمایه از بازار سهام به بخش های دیگر مثل بازرگانی و سرمایه گذاری در املاک گردیده است [۱].

در جهت شفاف‌سازی بیشتر اطلاعات مالی، دولت ایران اقدام به تدوین و لازم الاجرا قانون بازار سرمایه و توسعه ابزارهای مالی، استانداردهای حسابداری و حسابرسی، وضع قوانین و آئین نامه های نظارت بر عملکرد شرکتها، تشکیل نهاد های ناظر بر عملکرد موسسات حسابرسی از جمله جامعه حسابداران رسمی ایران نموده است. بررسی زیر ساختها و قوانین حاکم بر بازار های سرمایه توسعه یافته از جمله آمریکا نشان می دهد که در این کشورها علاوه بر موارد فوق اصول و قوانین حاکمیت شرکتی و اخیراً قانون سیربانز اکسلی اکت (از سال ۲۰۰۲) به عنوان یکی از زیر ساختهای مهم در جهت بهسازی فرآیند مدیریت، عملکرد شرکتها و همچنین شفاف سازی اطلاعات مالی بسیار مورد توجه قرار گرفته است. هدف از مقررات مذکور قانونی ساختن وظایف و مسئولیت های مدیران و اعضای هیئت مدیره شرکت های سهامی عام، ایجاد یک چارچوب نظارتی برای حرفه حسابداری و جلب اعتماد سرمایه گذار در بازار سهام بوده است. قابل ذکر است که این موضوع در سنوات اخیر توسط سازمان بورس اوراق بهادار ایران نیز مورد بررسی و مطالعه قرار گرفته است؛ ولیکن تا تاریخ این مطالعه، بدلیل وجود مغایراتی چند بین برخی از مفاد رویه های حاکمیت شرکتی و قانون تجارت ایران، این رویه ها به مرحله اجرا در نیامده است.

اهمیت و هدف تحقیق

به عقیده مولفان نقش اقدامات نظارتی دولت بر عملکرد شرکتها در حمایت از سرمایه گذاران، یعنی ارتباط بین شفاف سازی اطلاعات مالی و میزان اعتماد سرمایه گذاران اهمیت به سزایی دارد. در راستای جذب و به جریان انداختن سرمایه های راکد، شفاف سازی اطلاعات مالی و حفظ اعتماد سرمایه گذار، امری ضروری است.

هدف این تحقیق، بررسی اهمیت نگرش نسبت به شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تطبیق نتایج حاصل از این مطالعه با نتایج بدست آمده از مطالعه مشابه انجام شده در بورس تایوان [۲۲] به منظور بررسی تفاوت های

موجود در تاثیر پذیری رفتار و نگرش سرمایه گذاران بورس تهران و بورس تایوان نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، شناخت عوامل مؤثر بر دیدگاه و تصمیمات سرمایه گذاران در این دو بازار، بهبود بخشی به اعتماد سرمایه گذار در بورس سهام ایران و ایجاد زمینه‌هایی برای انجام تحقیقات علمی بیشتر، از دیگر اهداف این تحقیق به شمار می رود.

ادبیات و چارچوب نظری تحقیق

به طور خلاصه می توان گفت که ادبیات نظری این تحقیق بر دو نکته اتکا دارد: شفافیت اطلاعات مالی و نگرش سرمایه گذاران نسبت به شفافیت اطلاعات مالی که از میان تئوری‌ها و نظریه‌های ارائه شده در این تحقیق، دو نظریه نشانه از اسپنس (۱۹۷۳) و نظریه اقدام منطقی از آجزن و فیشبین (۱۹۸۰) بیشترین نقش را در ارائه چارچوب نظری تحقیق داشته‌اند که در ادامه به طور مختصر به آنها اشاره می شود.

شفافیت و افشای اطلاعات مالی

اساس نظری این مطالعه مبتنی بر تئوری علامت یا نشانه می‌باشد که توسط اسپنس در سال ۱۹۷۳ مطرح گردیده است. مضمون این نظریه چنین است که اطلاعات نامتقارنی در بازارهای مالی وجود دارد که می تواند موجب افزایش ریسک استفاده کنندگان از این اطلاعات گردد [۵]. یکی از نشانه‌های شفاف نبودن اطلاعات مالی، امکان معامله و سوءاستفاده از اطلاعات توسط افراد دارنده اطلاعات نهانی می‌باشد. سوءاستفاده از اطلاعات تنها یک مانع در مقابل میزان کارایی بازار نبوده است، بلکه نگرانی‌های سرمایه گذاران در بازار سهام را نیز افزایش داده است [۶].

ویشوانات و کافمن در سال ۲۰۰۱ مدلی را برای ارزیابی کیفیت افشای اطلاعات طراحی کردند. این مدل اطلاعات را با در نظر گرفتن سه ویژگی در دسترس بودن، مربوط بودن و قابلیت اتکای اطلاعات مورد ارزیابی قرار می داد. آدماستی و فلیدریر در سال ۲۰۰۰ ادعان داشتند ضروری است شرکتی که اطلاعات مالی به سهامداران و ذینفعان خود ارائه می نماید از طرف

نهادهای نظارتی و مؤسسات حسابرسی مورد نظارت و کنترل قرار گیرد. شرکت‌ها نه تنها باید به وسیله سیستم‌های کنترل داخلی از قبیل کمیته‌های حسابرسی داخلی و هیئت‌های مدیره مورد کنترل قرار گیرند، بلکه نظارت بر عملکرد آنها توسط حسابداران رسمی و نهادهای ناظر بر بازارهای سرمایه نیز در جهت شفاف سازی اطلاعات مالی ضروری به نظر می‌رسد [۷].

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی به معنی مدیریت بر روابط فی مابین گروه‌های مختلف ذینفع شرکت می‌باشد [۸]. به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی در برگیرنده قراردادهای و توافقات بین گروه‌های مختلف ذینفع شرکت می‌باشد [۹]. نظریات متعددی در رابطه با حاکمیت شرکتی وجود دارد و محققین و نویسندگان این موضوع را از جهات مختلف مورد بررسی و مطالعه قرار داده‌اند. به عقیده بسیاری از محققین نظریه‌های نمایندگی، نظریه نمایندگی و نظریه ذینفعان می‌بایست به عنوان زیربنای اصول حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار گیرند. مسئله نمایندگی از آنجا مورد توجه قرار می‌گیرد که سهامداران در شرکتهایی که مالکیت پراکنده دارند (تعداد سهامداران زیاد و درصد تملک هر یک پائین است)، فاقد قدرت و نفوذ لازم جهت دسترسی به اطلاعات و نظارت بر عملکرد مدیریت می‌باشند، لذا وجود قوانین و مکانیزمهای انگیزشی جهت همسو سازی منافع مالکان و مدیران ضروری به نظر می‌رسد [۱۰].

بحث اولیه نظریه نمایندگی بدو توسط خانم پفر و در سال ۱۹۷۲ مطرح گردید. از مفاهیم این نظریه که ساختار دوگانه هیئت‌های مدیره را مورد بررسی قرار می‌دهد به طور خلاصه می‌توان چنین استنباط کرد که یک هیئت مدیره کارآمد می‌بایست شامل هر دو گروه مدیران داخلی (موظف) و مدیران خارج از شرکت (غیرموظف و منتخب از سایر گروه‌های ذینفع) باشد. مدیران داخلی به دلیل در اختیار داشتن اطلاعات دقیق‌تر از محیط شرکت قادر خواهند بود تصمیمات مناسب‌تری در جهت منافع سهامداران اتخاذ نمایند و وجود مدیران خارج

از شرکت در هیئت مدیره موجب جلب اعتماد عمومی سایر گروه‌های ذینفع از جمله قانون‌گذاران، بانک‌ها و اعتباردهندگان خواهد شد [۱۱].

نظریه ذینفع در سال ۱۹۸۴ توسط فریمن مطرح شد. بر طبق این نظریه، رویه‌های حاکمیت شرکتی می‌بایست دربرگیرنده نیازهای تمامی گروه‌های ذینفع شرکت باشد [۱۲].

نظریه اقدام منطقی (عقلانی)

آجزن و فیشبین در سال ۱۹۸۰ نظریه اقدام منطقی را با هدف تشریح مقاصد رفتاری انسان‌ها ارائه دادند. این نظریه سیستم‌های فیزیولوژیکی، روانی و رفتاری انسان را به صورت جامع مورد بررسی قرار داده و چنین بیان می‌دارد که انسان‌ها اغلب رفتاری هدفمند دارند به عبارت دیگر ابتدا تصمیمات خود را در ذهن بررسی کرده و سپس این تصمیم را به عمل تبدیل می‌نمایند [۱۵]. دونالدسون و دیویس در سال ۱۹۹۴ مدل اقدام منطقی را به امور تجاری و بازرگانی تعمیم دادند. آنها اظهار داشتند که رابطه مثبتی بین عملکرد شرکت و رفتار سرمایه‌گذاران وجود دارد [۱۶]. یودین و گیلت در سال ۲۰۰۲ مطالبی را در زمینه کاربرد نظریه اقدام منطقی در تجارت و سرمایه‌گذاری اضافه نمودند.

پیشینه تحقیق

طی سنوات اخیر و از زمان وقوع رسوایی‌های کلان مالی در شرکتهای بزرگی مثل انرون و به تبع آن کاهش سطح اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران، رفتار سنجی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه مورد توجه محققین قرار گرفته است. چیانگ در سال ۲۰۰۵ با تحقیقی که از ۲۲۵ شرکت پیشرفته صنعتی تایوان به عمل آورد، دریافت که شفافیت اطلاعات شرکت رابطه مثبت و با اهمیتی با عملکرد شرکت دارد و این امر موجب جلب اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران خواهد داشت.

ریتساتوس، گیاکوتو و بورن در سال ۲۰۰۴ تحقیقی را ارائه دادند که در آن صنعت بیمه آمریکا، با توجه به نظریه نشانه و مفاهیم شفافیت اطلاعات مالی مورد بررسی قرار گرفته است.

آنها دریافتند که الزامات قانونی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکتهای بیمه ای و سرمایه گذاران آنها می شود [۱۸]. لنگ در سال ۲۰۰۴ تحقیقی را در زمینه بررسی نظریه نمایندگی در شرکت های سهامی عام مالزی ارائه نمود. بررسی های لنگ نشان داد شرکتهائی که از مدیریت مناسب مبتنی بر رویه های حاکمیت شرکتی برخوردارند عملکرد مالی بهتری دارند و این عملکرد موجب جلب اعتماد عمومی و رضایت سرمایه گذار می گردد [۱۹].

رضائی، مینمایر و اولیب در سال ۲۰۰۳ با تحقیقی که از ۱۰۰ شرکت سهامی عام آمریکائی در زمینه افشای اطلاعات مالی و اصول حاکمیت شرکتی به عمل آوردند، دریافتند که عملکرد کمیته های حسابرسی (داخلی) رابطه مثبت و مهمی با مدیریت و کنترل مشارکتی دارد. آنها چنین نتیجه گرفتند که عملکرد مثبت کمیته های حسابرسی موجب بهبود مدیریت و نظارت و در نتیجه عملکرد مثبت شرکتهای و جلب رضایت و اعتماد سرمایه گذار می گردد [۲۰].

جنسن، داون و راندوی در سال ۲۰۰۳ تحقیقی را ارائه دادند که در آن شرکت های دریائی سوئد و نروژ را با توجه به نظریه نمایندگی و اصول حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که عملکرد مناسب هیئت مدیره، موجب بهبود عملکرد مالی شرکت و جلب اعتماد سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات ارائه شده توسط شرکت می شود [۲۱].

محسن خوش طینت طی تحقیقی که در سال ۱۳۷۷ ارائه نمود، به بررسی نقش ارائه صورت های مالی بر قضاوت و تصمیمات سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این مطالعه نشان می دهد که ارائه گزارشات مالی نقش مثبتی در حذف پیشداوری سرمایه گذاران خبره و کاهش تعصبات داوری در تصمیمات سایر سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد [۲].

سوالات و فرضیه های تحقیق

سوالات تحقیق:

۱- آیا بین استنباط سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی و رفتار آنها در بورس

اوراق بهادار تهران رابطه‌ای وجود دارد؟

۲- آیا استنباط سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی به تناسب مشخصات فردی آنها متفاوت است؟

۳- آیا رفتار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران به تناسب سطوح مختلف تجربه آنها متفاوت است؟

۴- آیا نتایج حاصل از بررسی نقش استنباط از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، مشخصات فردی و تجربه در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران با نتایج بدست آمده از مطالعه مشابه انجام شده در بورس تایوان مطابقت دارد؟

فرضیه‌های تحقیق:

۱- استنباط از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، مشخصات فردی و تجربه از متغیرهای توصیفی مهم در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران به شمار می‌آیند.

۲- نتایج بررسی نقش استنباط از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، مشخصات فردی و تجربه در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران، با نتایج حاصل از بررسی مشابه این مدل در بورس تایوان، متفاوت است.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش اجرا توصیفی، شاخه همبستگی از نوع تحلیل ماتریس همبستگی می‌باشد. همچنین با توجه به تطبیقی بودن طرح تحقیق جهت مقایسه نتایج به دست آمده در بورس تهران، با نتایج حاصل از تحقیق مشابه انجام شده در بورس تایوان، محتوای دو تحقیق به صورت کیفی و از طریق فنون تحلیل محتوا مورد بررسی و مقایسه قرار گرفته‌اند. جهت گردآوری داده‌ها که طی مدت یک‌هفته در مهرماه ۱۳۸۶ انجام گرفته است، از روش کمی از نوع پیمایشی و از پرسشنامه نظر سنجی که شامل ۱۹ سوال بسته و یک سوال باز می‌باشد، استفاده گردیده است. محقق از شرکت کنندگان در نظر سنجی خواسته است که در

اعلام نظر راجع به موضوعات نظرسنجی شده از امتیازات یک الی نه (مقیاس لیکرت نه تائی) استفاده نمایند. پس از جمع آوری داده ها محقق فایلی از خلاصه داده های جمع آوری شده تهیه و جهت انجام تحلیل های آماری، آنها را وارد برنامه Spss و Lisrel نموده است. جهت آزمون روائی ساختار پرسشنامه از تحلیل عاملی و برای ارزیابی پایایی و قابلیت اتکای داده های گردآوری شده از روش آلفای کرونباخ استفاده گردیده است. همچنین جهت پاسخ به سوالات و آزمون فرضیه های تحقیق از شش روش آماری شامل آمار توصیفی، تحلیل همبستگی، آزمون t برای نمونه های مستقل، آنالیز یکطرفه واریانس، تحلیل رگرسیون چند متغیره و تحلیل مسیر استفاده شده است.

متغیر های تعریف شده جهت ارزیابی سوالات و فرضیه های تحقیق شامل هشت متغیر مستقل و یک متغیر وابسته می باشد. متغیر مستقل اصلی مورد استفاده در این تحقیق ابعاد شفافیت اطلاعات مالی است؛ که خود به سه متغیر مستقل دیگر، شامل ساختار مالکیت شرکت، شفافیت و افشای مالی، و ساختار هیئت مدیره شرکت تفکیک شده است. شفافیت اطلاعات مالی به مفهوم استفاده از منطق در متقاعد سازی و برآوردن انتظارات سرمایه گذار در بازار سهام تعریف گردیده است. به عبارت بهتر نگرش سرمایه گذار نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی به عنوان شفافیت اطلاعات مالی در نظر گرفته شده است. تعریف عملیاتی متغیرهای مذکور عبارت است از میانگین امتیازات منظور شده توسط سرمایه گذار در پرسشنامه نظرسنجی، در بیان نگرش خود نسبت به موضوعات مطرح شده در مورد ساختار مالکیت، شفافیت و افشای مالی و ساختار هیئت مدیره شرکت.

چهار متغیر مستقل بعدی مبتنی بر مشخصات جمعیت شناختی سرمایه گذاران، شامل جنسیت، سن، میزان تحصیلات و درآمد سالیانه آنها می باشد و هشتمین متغیر مستقل تجربه سرمایه گذار در معاملات سهام تعیین گردیده است. رفتار سرمایه گذار در بازار سهام، متغیر وابسته محسوب می گردد. در این مطالعه رفتار سرمایه گذار در بورس از لحاظ مفهومی، اعتماد و عکس

العمل سرمایه گذار نسبت به رویدادهای بازار سهام تعریف گردیده است. رفتار سرمایه گذار در بورس از لحاظ عملیاتی بر مبنای میانگین امتیازات منظور شده توسط سرمایه گذار، در بیان رفتار خود نسبت به موضوعات مطرح شده در مورد رفتار سرمایه گذار در پرسشنامه نظرسنجی تعریف شده است.

با توجه به موضوع و هدف تحقیق، جامعه آماری شامل سرمایه گذارانی است که با بازار سهام آشنائی داشته و در معاملات سهام در بورس اوراق بهادار تجربه دارند. برای دسترسی به جامعه مورد نظر، از سرمایه گذارانی که جهت معاملات سهام و اطلاع از وضعیت بازار به تالار بورس اوراق بهادار تهران مراجعه نموده اند، با استفاده از روش تصادفی، نمونه گیری گردیده است. با توجه به اینکه برای تحلیل آماری معتبر داده ها برای هر سوال حداقل ۱۰ الی ۱۵ پاسخ مورد نیاز می باشد لذا ۳۰۰ پرسشنامه توزیع گردید که از این تعداد ۲۵۳ پاسخ دریافت شده است.

یافته های پژوهش

در تحلیل های پارامتری درباره توزیع متغیر نمونه پیش فرض هایی وجود دارد. یکی از این پیش فرضها، فرض نرمال بودن توزیع متغیرها است. برای آزمودن فرض نرمال بودن متغیرهای تحقیق با توجه به بزرگی نمونه مورد مطالعه شکل توزیع فراوانی متغیرها مورد بررسی قرار گرفته و متعاقباً تبدیل های متناسب انجام شده است. جهت پاسخ به سوالات تحقیق از روشهای آماری توصیفی، تحلیل همبستگی و آنالیز واریانس استفاده شده است. نتایج حاصل از تحلیلهای مذکور به شرح زیر قابل ارایه می باشد:

- ۱ - متغیر وابسته تحقیق یعنی رفتار سرمایه گذار در بورس، همبستگی مثبتی با متغیرهای مستقل مورد بررسی داشته است؛ لذا میتوان چنین استنباط کرد که شفاف سازی اطلاعات مالی میتواند موجب افزایش فعالیت سرمایه گذاران گردد.

۲ - بررسی دیدگاه گروه های سرمایه گذاران از لحاظ سطوح مختلف سنی، تحصیلی و درآمدی نشان می دهد که از لحاظ آماری تفاوت قابل ملاحظه ای در نگرش سرمایه گذاران مختلف نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی وجود نداشته است.

۳ - نتایج حاصل از بررسی سوال سوم تحقیق نشان می دهد، افرادی که تجربه آنها در معاملات سهام بیشتر است در مقایسه با سایر گروه ها، رفتار شدیدتری در بازار سهام ایران دارند. معذک با توجه به نتایج بدست آمده از تحلیل واریانس انجام شده، تفاوت موجود بین رفتار گروههای مختلف تجربی سرمایه گذاران در بورس تهران از لحاظ آماری قابل ملاحظه نبوده است.

تحلیل فرضیه اول تحقیق: استنباط سرمایه گذار از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، مشخصات فردی و تجربه، از متغیرهای توصیفی مهم در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران به شمار می آیند.

نتایج تحلیل رگرسیون مدل تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران

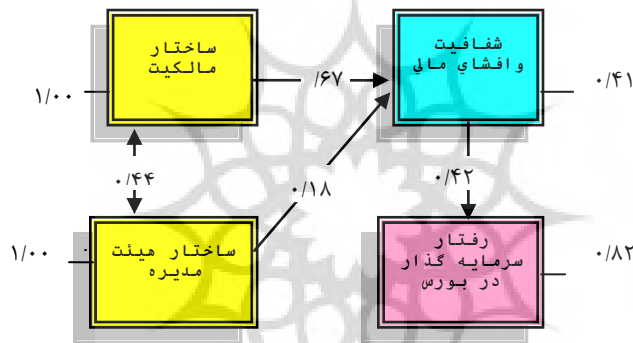
مدل		ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده (β)	سطح اهمیت	
نام متغیرها	نماد	B	خطای استاندارد		t	P
ساختار مالکیت	X ₁	۰/۰۷۵	۰/۰۶۶	۰/۰۹۷	۱/۱۳۵	۰/۲۵۷
شفافیت و افشای مالی	X ₂	۰/۳۵۰	۰/۰۹۲	۰/۳۳۳	۳/۸۲۶	۰/۰۰۰
ساختار هیئت مدیره	X ₃	۰/۰۸۵	۰/۰۵۱	۰/۱۰۸	۱/۶۷۳	۰/۰۹۶
جنسیت	X ₄	-۰/۹۱۵	۰/۳۴۳	-۰/۱۴۹	-۲/۶۶۸	۰/۰۰۸
سن	X ₅	-۰/۰۵۳	۰/۰۷۴	-۰/۰۴۵	-۰/۷۰۹	۰/۴۷۹
سطح تحصیلات	X ₆	-۰/۰۱۳	۰/۰۶۳	-۰/۰۱۱	-۰/۲۰۴	۰/۸۳۹
درآمد سالیانه	X ₇	-۰/۲۰۸	۰/۰۷۲	-۰/۱۷۰	-۲/۸۹۲	۰/۰۰۴
تجربه	X ₈	۰/۲۷۶	۰/۰۸۷	۰/۲۰۵	۳/۱۸۸	۰/۰۰۲
مقدار ثابت	e	۴/۷۸۶	۰/۶۰۰		۷/۹۷۵	۰/۰۰۰

$$F=10/46 \quad \text{Adj.R}^2=0/231 \quad R^2=0/255 \quad N=253 \quad R=0/505$$

$$df=8 \quad P=0/000$$

باتوجه نتایج مدل رگرسیون مندرج در جدول فوق، دومتغیر مستقل مهم مربوط به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی یعنی ساختار مالکیت و ساختار هیئت مدیره، فاقد رابطه مستقیم و معنی دار با متغیر وابسته تحقیق تشخیص داده شده اند، لذا از روش تحلیل مسیر با هدف کشف روابط غیرمستقیم احتمالی متغیرهای مستقل فوق با متغیر وابسته استفاده گردیده است که نمودار و مقادیر روابط در مدل، به شرح ذیل ارائه گردیده است:

نمودار تحلیل مسیر بر مبنای بتا



تفسیر نتایج تحلیل رگرسیون و تحلیل مسیر

شاخص های مربوط به پرازش مدل رگرسیون شامل آماره F با مقدار $10/46$ در سطح معنی داری ($P=0/000$) و ضریب تعیین (R^2) با مقدار $25/5$ درصد نشان می دهند که متغیرهای مستقل با اطمینان بالایی قابلیت پیش بینی متغیر وابسته را داشته اند و $25/5$ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحقیق، متأثر از تغییرات متغیرهای مستقل می باشد.

به طور خلاصه نتایج فوق نشان می دهند که اتکاء بر متغیرهای شفافیت اطلاعات مالی شامل ساختار مالکیت شرکت، شفافیت و افشای مالی و ساختار و عملکرد هیئت مدیره می تواند استراتژی و خط مشی مناسبی در جهت بهبود دیدگاه و اعتماد سرمایه گذاران نسبت به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و ترغیب آنها به حضور فعال در این بازار محسوب گردد. نتایج فوق فرضیه تحقیق را مورد تایید قرار می دهد.

تحلیل کیفی سؤال چهارم و فرضیه دوم تحقیق

آیا نتایج حاصل از بررسی نقش استنباط از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، مشخصات فردی و تجربه در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران با نتایج بدست آمده از مطالعه مشابه انجام شده در بازار سهام تایوان مطابقت دارد؟ جهت پاسخ به این سوال فرض شده است که نتایج دو مطالعه متفاوت است.

الف- مقایسه ضرایب همبستگی متغیرهای مستقل و وابسته در بورس تهران و تایوان نشان میدهد که:

- ۱- بین متغیرهای تبیین کننده دیدگاه و رفتار سرمایه گذار در بورس های تهران و تایوان رابطه مستقیمی برقرار است، لیکن این روابط در بورس تایوان قویتر است.
- ۲- در بورس تایوان متغیر ساختار هیئت مدیره قویترین رابطه را با رفتار سرمایه گذار در بورس تایوان داشته در حالیکه رفتار سرمایه گذاران ایرانی، عمدتاً تحت تأثیر استنباط آنها از شفافیت و افشای مالی ارزیابی گردیده است.

ب- مقایسه محتوای نتایج حاصل از بررسی تفاوت های موجود در دیدگاه سرمایه گذاران در دو بازار سهام نشان می دهد که تفاوت های موجود در نگرش و دیدگاه های سرمایه گذاران بورس تهران نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی بر مبنای ویژگی های مختلف فردی و تجربه آنها از لحاظ آماری با اهمیت نبوده است در حالیکه در بازار سهام تایوان به تناسب برخی از مشخصات فردی از جمله جنسیت، سن و سطح درآمد سرمایه گذاران، تفاوت های قابل ملاحظه ای در استنباط

آنها از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی وجود داشته است و لذا محقق تایوانی چنین نتیجه گیری نموده است که در تدوین استراتژی های مربوط به شفاف سازی اطلاعات مالی در بازار سهام تایوان، توجه به ویژگیهای جمعیت شناختی سرمایه گذاران ضروری می باشد.

ج- مقایسه محتوایی شاخصهای برازش مدل رگرسیون و ضرایب بتا در بورس تهران و تایوان شامل آماره F و ضریب تعیین (R^2) نشان می دهد متغیرهای مستقل موجود در مدل، رفتار سرمایه گذار در بورس تایوان را با احتمال و توان بیشتری تبیین می نمایند؛ لذا چنین استنباط شده است که رفتار سرمایه گذاران در بورس تهران در مقایسه با رفتار سرمایه گذاران بورس تایوان کمتر تحت تاثیر متغیرهای موجود در مدل بوده است و لذا عوامل دیگری نیز رفتار سرمایه گذار در بورس تهران را تحت تاثیر قرار می دهند که در مدل مورد بررسی مد نظر قرار نگرفته اند. نتایج از نظر مثبت بودن نقش استنباط از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه گذار مشابه بوده ولیکن یکسان نیست؛ فلذا فرضیه مورد نظر مبنی بر متفاوت بودن نتایج حاصل از بررسی مدل در بورس تهران با نتایج مطالعه مشابه انجام شده در بورس تایوان مورد تایید قرار می گیرد.

برآورد روائی (اعتبار) و پایائی (قابلیت اتکا) ساختار پرسشنامه

نتایج آزمون KMO با مقدار $0/801$ نشان می دهد که پرسشنامه استفاده شده در نظر سنجی از روائی قابل قبولی برخوردار بوده است. همچنین نتایج نمودار اسکری، واریانس کل تبیین شده و ماتریس مولفه چرخش داده شده بیانگر تناسب مؤلفه های استخراج شده در پرسشنامه و تخصیص سوالات به مولفه های مذکور می باشد که با استفاده از تحلیل عاملی داده های جمع آوری شده مورد تأیید قرار گرفته است. همچنین پایائی پرسشنامه و داده های گردآوری شده با استفاده از آزمون آلفای کرونباخ مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج تحلیل مذکور با آلفای $0/829$ بیانگر پایائی قابل قبول پرسشنامه مورد استفاده بوده است.

مقایسه یافته ها با سایر تحقیقات

به طور کلی نتایج حاصل از این مطالعه، نتایج تحقیق ارائه شده توسط سوجن فو در سال ۲۰۰۶ که در بورس سهام تایوان انجام گرفته است را مورد تایید قرار می دهد. وی در آن تحقیق چنین نتیجه گیری نموده است که بهبود شفافیت اطلاعات مالی موجب افزایش فعالیت سرمایه گذار در بورس تایوان می گردد. نتایج حاصل از این بررسی با یافته های رضایی و سایرین (در سال ۲۰۰۳) مبنی بر این که عملکرد و ساختار هیئت مدیره بر اعتماد و رفتار سرمایه گذار مؤثر هستند، مطابقت دارد.

نتایج این مطالعه، یافته های ریتساتوس و سایرین در سال ۲۰۰۴ را مبنی بر تأثیر گذاران بودن الزامات قانونی و نظارتی و بهبود عملکرد شرکت در بهبود تقارن اطلاعاتی بین شرکتها و سرمایه گذاران را نیز مورد تایید قرار می دهد. همچنین این نتایج با یافته های جنسن و سایرین (در سال ۲۰۰۳) و لنگ (در ۲۰۰۴) مبنی بر اینکه عملکرد مثبت هیئت مدیره موجب بهبود عملکرد شرکت و بهبود روابط فی مابین با سرمایه گذار می گردد، نیز مطابقت دارد. و در نهایت یافته های این مطالعه نتایج تحقیق خوش طینت در سال ۱۳۷۷ مبنی بر نقش مثبت ارائه اطلاعات در بهبود قضاوت و تصمیمات سرمایه گذار را مورد تایید قرار می دهد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

بحرانهای مالی در اغلب بازارهای سهام دنیا سبب گردیده است که سرمایه گذاران برای برخورداری از امنیت در سرمایه گذاری بیش از پیش به مقوله شفافیت اطلاعات مالی بپردازند. از آنجائی که سرمایه گذاری در سهام در دهه اخیر بسیار مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفته و جذب و هدایت جریان سرمایه به سمت بورس سهام در راستای ایجاد زمینه های مساعد برای تولید و اشتغال زائی از اهداف اصلی نظام اقتصادی کشور می باشد، لذا شناخت عوامل مؤثر بر اعتماد و رفتار سرمایه گذار در بورس ایران نیازمند توجه و بررسی های فراتر می باشد و ارائه

تحقیقات بیشتر در این زمینه ضروری به نظر می‌رسد؛ هرچند که شفاف‌سازی اطلاعات مالی به تنهایی راه و روش تضمین شده‌ای برای موفقیت شرکتها و سرمایه‌گذاران محسوب نمی‌شود و عوامل بسیاری می‌توانند بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس تأثیر داشته باشند.

نتایج حاصله از تحلیل داده‌ها در مدل مورد بررسی نشان داده است که نگرش سرمایه‌گذار نسبت به شفافیت و افشای مالی، ساختار مالکیت، ساختار و عملکرد هیئت مدیره شرکتها به ترتیب بیشترین تأثیر را در تبیین رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند. بنابراین توجه و تأکید به ابعاد این موضوعات شامل ارائه به موقع، در دسترس و قابل اتکا بودن اطلاعات ارائه شده به سرمایه‌گذاران با مد نظر قرار دادن اصل رجحان محتوا بر شکل و همچنین ارائه اطلاعات مناسب از ساختار مالکیت و عملکرد هیئت مدیره شرکتها می‌تواند خط‌مشی مناسبی در راستای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و ترغیب آنها به حضور فعال تر در بازار سهام محسوب گردد.

در نهایت نتایج حاصل از بررسی‌های بعمل آمده نشان داد که بهبود شفافیت اطلاعات مالی موجب جلب اعتماد و افزایش فعالیت سرمایه‌گذار در بورس تهران می‌گردد. مقایسه کیفی و محتوایی نتایج این مطالعه با نتایج بدست آمده از بررسی مشابه این مدل در بورس تایوان حاکیست که رفتار سرمایه‌گذاران تایوانی بیش از سرمایه‌گذاران ایرانی تحت تأثیر نگرش آنها نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی قرار دارد. به عبارت بهتر عوامل دیگری علاوه بر شفافیت اطلاعات مالی، رفتار سرمایه‌گذار در بازار سهام ایران را تحت تأثیر قرار می‌دهند که در مدل مورد استفاده مدنظر قرار نگرفته‌اند.

یافته‌های این مطالعه فرض زیربنایی تحقیقات و بررسی‌های پیشین بعمل آمده، مبنی بر تأثیرگذار بودن شفاف‌سازی صحیح اطلاعات مالی بر رفتار و اعتماد سرمایه‌گذار را مورد تأیید قرار می‌دهد. بدیهی است که شفاف‌سازی اطلاعات مالی نهایتاً موجب کارایی بازار سهام می‌گردد. بنابراین ضروریست شرکتها این نکته را مدنظر قرار دهند که تلاش در جهت

شفاف سازی صحیح اطلاعات مالی موجب جلب اعتماد و بهسازی روابط فی مابین با سرمایه گذاران میگردد.

منابع

- ۱ - دوانی، غلامحسین (۱۳۸۳) **بورس، سهام و نحوه قیمت گذاری سهام**، تهران، نشر نخستین، چاپ سوم.
- ۲ - خوش طینت، محسن. (۱۳۷۷). «اثرات ارائه صورتهای مالی بر قضاوت سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری»، **پایان نامه دکترا**، دانشگاه تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی.
- 3- Young, B. (2003). Corporate governance and firm performance: Is there a relationship? **Ivy Business Journal Online**, Sep/Oct 1.
- 4- Kulzick, R. S. (2004). Sarbanes-Oxley: Effects on financial transparency, S.A.M. **Advance Management Journal**, 69(1) 43-49. Retrieved May 14, 2004, from ProQuest database.
- 5- Chiang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. **Journal of American Academy of Business**, 6(1), 95-101.
- 6- Pritchard, A. C. (2003). Self-regulation and securities markets. **Regulation**, 26(1), 32-39.
- 7- Admati, A., & pfleiderer, p.(2000). Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities. **Review of Financial Studies**, 13(3), 479-519. Retrieved May 14, 2004, from ProQuest database.
- 8- Lashgari, M. (2004). Corporate governance: theory and practice. **Journal of American Academy of Business**, Cambridge, 5(1/2), 46-51.
- 9- North, D. (1994). Economic performance through time. **American Economic Review**. 359-368.

- 10- Hawley, J., & Williams A.(1996). Corporate governance in the United States: The rise of fiduciary capitalism, **Working Paper, Saint Mary's college of California**, School of Economics and Business Administration.
- 11- Desai, A. Kroll, M., & Wright, P. (2003). CEO duality, board monitoring, and acquisition performance: a test of competing theories. **Journal of Business Strategies**, 20(2), 137.
- 12- Freeman, E. R. (1984). **Strategic management - A Stakeholder approach**. London: Pitman.
- 13- American law institute (1992). **Principles of corporate governance: Analysis and recommendations: proposed final draft**. Philadelphia, PA: American Law institute.
- 14- Blair, M.M. (1995). Ownership and control. Washington, DC: The Brookings Institution.
- 15- Ajzen, I., & Fishbein, M.(1980). Understanding attitudes and predicting social behavior. New York, NY: American Institute of Certified Public Accountants.
- 16- Donaldson, L., & Davis, J.H. (1994) Boards and company performance – Research challenges the conventional wisdom. **Corporate Governance: An International Review**, 2(3), 151-60.
- 17- Uddin, N. & Gillett, P.R. (2002). The effects of moral reasoning and self-monitoring on CFO intentions to report fraudulently on financial statements. **Journal of Business Ethics**, 40(1)3.
- 18- Born, P, Giaccotto, C., & Ritsatos, T. (2004). The wealth and information effects of insurer's open market stock repurchase announcements. **Risk Management and Insurance Review**, 17(1), 25-40.
- 19- Leng, A. C. A. (2004). The impact of corporate governance practices on firm's financial performance: evidence from

- Malaysian companies. **ASEAN Economic Bulletin**, 21(3), 308-318.
- 20- Rezaee, Z., Olibe, K. O. & Minnier, G. (2003). Improving corporate governance: the role of audit committee disclosures. **Managerial Auditing Journal**, 18(6/7) 530-537.
- 21- Randoy, T., Down, J., & Jenssen, J. (2003). Corporate governance and board effectiveness in maritime firms. **Maritime Economic & Logistics**, 15(1), 40.
- 22- Fu, H. J. (2006). Effects of Financial information Transparency on investor behavior in Taiwan Stock Market. **UMI number: 3223496**. Florida: Lynn University.

