

# تأثیر شفاف‌سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان

mabzari32@yahoo.com

مهدی ابزری

استاد گروه مدیریت دانشکده علوم اداری و

اقتصاد، دانشگاه اصفهان

hamedderakhshide@gmail.com

حامد درخشیده

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی-مالی

(نویسنده مسئول مکاتبات)

پذیرش: ۱۳۹۱/۱۱/۲۵

دریافت: ۱۳۹۱/۰۲/۰۱

**چکیده:** از آنجایی که در دو دهه گذشته شفافیت بازارهای مالی به عنوان یکی از متغیرهای موثر بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی مطرح بوده است، این پژوهش به بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار اصفهان می‌پردازد. جامعه آماری پژوهش، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان می‌باشند. پژوهش با استفاده از پرسشنامه در بازه زمانی اول مهر تا آخر آبان ماه سال ۱۳۹۱ انجام گرفت. برای آزمون فرضیات از آزمون‌های همبستگی، مقایسه زوج‌ها و تحلیل عاملی یک طرفه استفاده شد و هر سه فرضیه پژوهش در سطح ۹۵ درصد مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج نشان داد که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار هیات مدیره و شفافیت ساختار مالکیت بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان تأثیرگذار است و درک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی آنها متفاوت است. در نهایت این پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران جهت تعدیل رفتارشان متناسب با شرایط بازار بورس کمک شایانی کند.

**کلیدواژه‌ها:** افشای اطلاعات مالی، سرمایه‌گذاران، بورس اوراق بهادار اصفهان، شفاف‌سازی، رفتار سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی JEL: G, G1

## مقدمه

تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیازمند اطلاعاتی است که بتوان با کمک آنها منابع موجود و در دسترس را به گونه‌ای مطلوب تخصیص داد. یکی از مهمترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشود، تاثیرات منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. بهره‌گیری از اطلاعات افشا شده و به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که این اطلاعات، به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. چنانچه اطلاعات فاش شده، این ویژگی‌ها یا بعضی از آنها را نداشته باشد، بدون تردید ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع اطلاعات در قیمت اوراق بهادار با کارایی بازار ارتباط تنگاتنگی دارد. افشای اطلاعات موجب بهبود سازوکار کشف قیمت‌ها و در نتیجه قیمت‌گذاری بهینه و افزایش امکان پیش‌بینی منطقی روند قیمت‌ها می‌شود. شفافیت شاخص توان مدیریت در ارایه اطلاعات ضروری به شکل صحیح، روشن، به موقع و در دسترس است. به عبارتی شفافیت، منعکس‌کننده این مطلب است که آیا سرمایه‌گذاران تصویری واقعی از آنچه واقعاً در داخل شرکت روی می‌دهد دارند یا خیر (وطن‌پرست، ۱۳۸۷). در طی یک دهه گذشته شفاف‌سازی اطلاعات مالی تاثیر مهمی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران داشته است. تعداد فزاینده پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که در دسترس بودن و کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها دو عامل کلیدی تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران است (Wenland, 2003). به‌منظور درک اثرات بالقوه شفاف‌سازی مالی بر رفتار سرمایه‌گذار، تعریف واژه شفاف‌سازی ضروری است. ویشواناث و کافمن به نقل از فلورینی (۱۹۹۸) نشان دادند که شفاف‌سازی نقطه مقابل پوشیدگی (پنهانی) است. پوشیدگی به معنای مخفی کردن عمل یک فرد به طور آگاهانه است، درحالی‌که شفاف‌سازی به معنای افشا کردن اعمال یک فرد به طور آگاهانه است. شفاف‌سازی مالی نوعی از شفافیت است که مربوط به موضوعات مالی است و شامل صحت اطلاعات، کامل بودن اطلاعات و به جا بودن آن (به موقع بودن) است (Vishwanath & Kaufmann, 2006). در محیط سرمایه‌گذاری حساس امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف‌سازی اطلاعاتی در استراتژی‌های شرکت تاکید دارند. کمبود اطلاعات و عدم اطمینان، ویژگی‌های لاینفک علم مالی هستند، زیرا بازیگران در بازارهای سرمایه مشغول داد و ستد سرمایه‌گذاری و اطلاعات می‌باشند (Admati & Pfleiderer, 2000). تاکنون تحقیقات فراوانی در اکثر حوزه‌های مرتبط با بازار سرمایه در ایران صورت گرفته، اما آنچه در این بین کمتر مورد توجه

قرار می‌گیرد، پرداختن به تحقیقات جدی در خصوص شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار می‌باشد. در اکثر کشورها، شناخت فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، همواره موضوعی مهم برای مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در بازار بوده است. در این کشورها، محققان تلاش‌های قابل توجهی جهت مطالعه و درک رفتار سرمایه‌گذاران و به دنبال آن تأثیرپذیری این عوامل از افشای اطلاعات مالی و شفافیت اطلاعات مالی داشته‌اند، چرا که رفتارهایی که متأثر از شفاف‌سازی اطلاعات مالی هستند از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند (یوسفی و شهرآبادی، ۱۳۸۸) و توجه به اینکه رفتار سرمایه‌گذاران از عوامل گوناگون متأثر است نیز حایز اهمیت می‌باشد. این عوامل به‌وجود آورنده ابهامات رفتاری در رفتار سرمایه‌گذاران است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعات مالی است که تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت.

### مبانی نظری پژوهش

یکی از الزامات رقابت سالم، دسترسی همه مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است. یکی از انواع مهم بازارها، بازار سرمایه است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت موثر است. نقصان اطلاعات در این بازار موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات که جزء جدایی‌ناپذیر فرآیند تصمیم‌گیری است، هر چه شفاف‌تر و قابل دسترس‌تر باشد، می‌تواند به اتخاذ تصمیمات صحیح‌تری در زمینه تخصیص بهینه منابع منجر گردد و در نهایت باعث کارایی تخصیصی و شفافیت بازار شود که هدف نهایی بازار سرمایه است. رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی - قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعاتی است. در صورتی که اطلاعات محرمانه و ناهمگون منتشر گردد واکنش‌های متفاوتی در بازارهای مالی مشاهده می‌شود که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸). با در نظر گرفتن این واقعیت که افراد همیشه منطقی نیستند، ممکن است تصمیمات مالی نیز از تعصبات مالی مشتق شده باشد. بنابراین، مطالعه رفتار مالی نقش مهمی در

تصمیم‌گیری‌های مالی ایفا می‌کند، جایی که روان‌شناسی شناختی جهت درک رفتار انسان‌ها به کار گرفته شده است (Kim & Nofsinger, 2008). در طی دهه‌های گذشته، بازارهای مالی ملی و بین‌المللی بحران‌های فراوانی را تجربه کرده‌اند. یک دلیل عمده این بحران‌ها عدم وجود اطلاعات مالی شفاف و کامل است و عدم وجود اطلاعات مالی شفاف و کامل به طور منفی اطمینان عمومی در سطح بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد (Sridharan et al., 2002). با توجه به مطالب گفته شده، در این پژوهش به بررسی ارتباط بین ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان پرداخته می‌شود.

### شفاف‌سازی<sup>۱</sup> اطلاعات مالی

Anonymus (1999) شفاف‌سازی مالی را به مفهوم صراحت، روشنی و قابلیت درک در مورد آن چیزی که در شرکت اتفاق می‌افتد تعریف کرده است. همچنین وی به نقل از فلورینی (۱۹۹۸) بیان می‌کند که شفاف‌سازی مالی، رفتاری است که به وجود آورنده مسئولیت مناسب است. شفاف‌سازی مالی شرکت به وسیله تلاش‌هایش در افشای این چنین اطلاعاتی اندازه‌گیری می‌شود. همچنین ویسواناث و کافمن (۱۹۹۹) عدم شفافیت را به‌عنوان «مانعت عمدی از دسترسی به اطلاعات، ارایه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات ارایه شده» تعریف کرده‌اند.

پایه نظری این بخش تئوری علامت‌دهی است که بر پایه این تئوری اطلاعات نامتقارنی بین شرکت و سرمایه‌گذاران وجود دارد. این اطلاعات نامتقارن نتیجه درک اشتباه سرمایه‌گذاران از موقعیت عملیاتی واقعی در شرکت است. بر اساس تئوری علامت‌دهی، نامتقارن بودن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی ممکن است مزیت تجاری غیرمنصفانه برای کارکنان درونی در بازارهای مالی ایجاد کند (Chiang, 2005).

### افشای اطلاعات مالی

متفکران اقتصادی بحث می‌کنند که افشا پدیده‌ای پیچیده است که نمی‌تواند توسط یک تئوری توصیف شود (Vishwanath, 2006).

Broberg et al, (2010) مدلی را برای اندازه‌گیری افشای اطلاعات مالی ارایه کردند. آنها سه

معیار را برای شفاف بودن اطلاعات عنوان نمودند: ۱- دسترسی یا در دست بودن اطلاعات؛ ۲- مربوط بودن؛ و ۳- کیفیت و قابلیت اعتماد. دسترسی، بر وسایل ارتباطی شرکت برای ارائه اطلاعات مالی توجه دارد. این مفهوم از طریق اینترنت، رادیو، تلویزیون، روزنامه و دیگر آگهی‌های عمومی شرکت قابل آزمایش است. محدودیتی که در اندازه‌گیری این معیار وجود دارد، عبارتست از فقدان آموزش یا دانش استفاده‌کنندگان درباره چگونگی استفاده و تحلیل اطلاعات. دومین معیار یعنی مربوط بودن به این دلیل که تعیین و تعریف انتخاب اطلاعات مناسب، دشوار است. سومین معیار مطالعه کیفیت و قابلیت اعتماد است و به این مقوله اشاره دارد که اطلاعات مالی منتشر شده باید موثر، واضح و ساده باشد. همچنین این اطلاعات باید با اصول پذیرفته شده حسابداری نیز مطابقت داشته باشد.

### حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup>

نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط‌کننده چند شاخه علمی از قبیل: حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی، اقتصادی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب نفع‌های خود می‌گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی باعث اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه اقتصادی می‌گردد (John et al., 1998). اصل حاکمیت شرکتی کلمه یونانی «Kyberman» به معنای راهنمایی کردن یا اداره کردن می‌باشد و از کلمه یونانی به کلمه لاتین به صورت «Gubernare» و فرانسه قدیم «Gouverner» تبدیل شده است، اما این کلمه به راه‌های مختلف توسط سازمان‌ها یا کمیته‌ها مطابق علایق ایدئولوژیکی آنها تعریف شده است (Abu-Tapanjeh, 2009). تعاریف حاکمیت شرکتی بسیار گسترده می‌باشند. در یک بیان، می‌توان تعاریف ذکر شده را به دیدگاه محدود که تعاریف را در رابطه بین سهامداران و شرکت محدود می‌کند و دیدگاه گسترده که به بیان رابطه با سایر صاحب نفع‌ها از جمله سهامداران می‌پردازد، تقسیم‌بندی نمود (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴). حاکمیت شرکتی شامل توافقات قراردادی رسمی و غیررسمی میان سهامداران شرکت است (North, 1994). حاکمیت شرکتی به سهامداران اقلیت این اطمینان را می‌دهد که اطلاعات شفاف و قابل اتکا در خصوص وضعیت مالی، عملکرد و ارزش شرکت در اختیار آنها قرار گرفته و از ثروت آنها در برابر سوء استفاده مدیران اجرایی و سهامداران اکثریت محافظت شود (Hsiu, 2006). از یک دید محدود، حاکمیت شرکتی را صرفاً در رابطه سهامداران تعریف می‌نمایند

1. Corporate Governance

و در طیفی وسیع‌تر این مفهوم به صورت شبکه‌ای از روابط تعریف می‌گردد و تمام ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و غیره را در بر می‌گیرد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵). Freeman (1994) پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده‌ای از ذی‌نفعان مطرح کرده است. Hill & Jones (1992) از نظریه‌های موجود درباره این تئوری استفاده کرده و بیان می‌کنند که شرکت تنها متعلق به سهامداران نیست، بلکه متعلق به همه ذی‌نفعان است و این ذی‌نفعان نیز احساس نوعی علاقه و مسئولیت نسبت به شرکت دارند و آنها با شوق و از روی رغبت با اعضاء هیات مدیره در جهت بهبود عملکرد شرکت هم سو و سهیم می‌شوند.

### کارآیی بازار اوراق بهادار

تئوری کارآیی بازار به سال ۱۹۷۰ و فرضیه‌های بازار کارای فاما برمی‌گردد. در این فرضیه‌ها، فاما سه درجه کارآیی را توسعه داد که می‌تواند در بازار، کاربرد داشته باشد. اولی کارآیی قوی است که بیان می‌کند همه اطلاعات شخصی و عمومی بر قیمت فعلی سهام شرکت تاثیر می‌گذارد و در این درجه کارآیی هیچ کس نمی‌تواند سود بیشتر به‌دست آورد. دومی کارآیی نیمه‌قوی است که بیان می‌کند همه اطلاعات عمومی بر قیمت سهام فعلی شرکت تاثیر می‌گذارند. بنابراین تجزیه و تحلیل بنیادی شامل تجزیه و تحلیل اقتصادی، صنعتی و شخصی شرکت نمی‌تواند برای به‌دست آوردن سود بیشتر مورد استفاده قرار گیرد. سومی، کارآیی ضعیف است و بیان می‌کند که همه اطلاعات درباره قیمت‌های گذشته سهام در قیمت فعلی سهام منعکس می‌شود. در نتیجه تجزیه و تحلیل تکنیکی نمی‌تواند به سرمایه‌گذاری برای به‌دست آوردن سود بیشتر کمک کند (Sarno & Thornton, 2004). بر اساس فرضیه بازارهای کارا، اگرچه همه سرمایه‌گذاران منطقی نیستند، بازارها عقلایی فرض می‌شوند. علاوه بر این، به جای پیش‌بینی آینده، بازارها پیش‌بینی ناریبی را به وجود می‌آورند و از دید رفتار مالی، بازارهای مالی کارایی اطلاعاتی را ندارند (Jackson, 2003). Ritter (2003) تئوری کارایی بازار سرمایه را گسترش داده و این تئوری را برای دو گروه متفاوت از افراد تقسیم می‌کند. گروه اول شامل کارشناسان بازار سرمایه مثل تجزیه و تحلیل‌گران بازار هستند. این گروه اغلب می‌توانند مزایایی که به وسیله اطلاعات کامل مالی که بر پایه پیشینه آموزش فراهم می‌شوند را داشته باشند. گروه دوم شامل مدل بازار یا همان متوسط سرمایه‌گذاران است. این گروه اغلب دانش کمتری درباره اطلاعات مالی دارند و یا زمان خواندن و یا درک اطلاعات مالی منتشر شده را ندارند. این گروه از نظریه‌های فنی تحلیل‌گران بازار استفاده می‌کنند.

### مسئولیت اجتماعی<sup>۱</sup>

Jackson (2003) مدلی را برای توصیف اثر تصمیمات سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت از طریق تمرکز بر دو جنبه قراردادهای بیرونی و درونی ارائه می‌دهد. قراردادهای بیرونی شامل فعالیت‌های حمایتی، حفاظتی و قوانینی هستند که شرکت‌ها را ملزم به افشای اطلاعات می‌کنند. این قراردادهای بیرونی سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد که اطلاعات کاملی برای کمک به ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و توسعه استراتژی‌های خود در دست داشته باشند. قراردادهای بیرونی فراهم آوردن آموزش برای کسانی است که از اطلاعات مالی شرکت استفاده می‌کنند. مدل مسئولیت اجتماعی توسط Epstein (1987) توسعه داده شد. این مدل شامل اصول اخلاقی کسب و کار، مسئولیت اجتماعی و حساسیت اجتماعی شرکت و برای توصیف روابط و تعاملات شرکت با سهامداران داخلی و خارجی طراحی شده است. مدل مسئولیت اجتماعی شرکت نه فقط جنبه‌های عملکردی شرکت را بررسی می‌کند، بلکه اقدامات شرکت را نیز ارزیابی می‌کند.

### پیشینه پژوهش

نوبخت (۱۳۸۳) در تحقیق خود با عنوان «ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار» به اثبات فرضیه‌های زیر پرداخته است:

۱- گزارش‌دهی اطلاعات از سوی شرکت‌ها مطلوب است؛ ۲- امکان دسترسی یکسان همگان به اطلاعات شرکت‌ها برای همه فراهم است؛ ۳- توزیع اطلاعات شرکت‌ها مطلوب است؛ و ۴- اجزای تشکیل‌دهنده شفافیت اطلاعات شرکت‌ها (گزارشگری مطلوب، دسترسی یکسان، توزیع مطلوب) از مطلوبیت یکسانی برخوردار است.

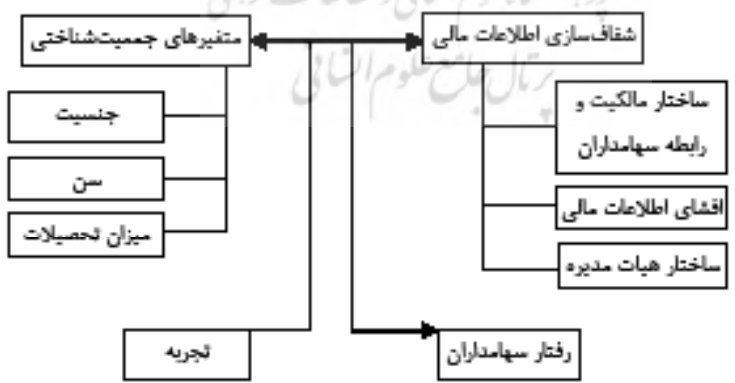
محقق با بررسی مبانی نظری بازار کارای سرمایه و نقش اطلاعات، انواع اطلاعات موجود در بازار سهام، انواع تخلفات رایج در بازار سهام و با استفاده از روش تحقیق توصیفی و ابزار پرسشنامه و با استفاده از آزمون تی- تست برای فرضیات یاد شده، موجب رد تمام فرضیات شده است (نوبخت، ۱۳۸۳).

Cai et al (2008) به مطالعه اثر اطلاعات نامتقارن بر سه ساز و کار اصلی حاکمیت شرکتی (شدت نظارت هیات مدیره، انضباط بازار و حساسیت پرداخت بابت عملکرد مدیریت ارشد) پرداخته‌اند. آنها دریافتند شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، به استفاده کمتر از نظارت هیات مدیره،

انضباط بیشتر بازار و داشتن عملکرد مدیریت ارشد بالاتر، گرایش دارند. Born et, al.(2004) مطالعه‌ای در مورد صنعت بیمه آمریکا با توجه به تئوری علامت‌دهی و شفاف‌سازی اطلاعات مالی انجام دادند. با توجه به تئوری علامت‌دهی و شفافیت اطلاعات مالی تشخیص اینکه آیا قوانین، مقررات و نظارت درجه نامتقارن بودن اطلاعات بین بیمه‌کنندگان و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد، مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه‌های تحقیق آنها این بود که قوانین، مقررات و نظارت به طور مثبتی درجه نامتقارن بودن اطلاعات بین بیمه‌گران و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. Hsiu (2006) در تحقیقی با عنوان اثر شفاف‌سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تایوان به بررسی نقش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی در افزایش میزان سرمایه‌گذاری در بازار بورس پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران بورس از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار آنها وجود دارد و از میان ابعاد شفاف‌سازی، شفافیت ساختار مالکیت بیشترین تاثیر را دارد. همچنین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی آنها متفاوت است و رابطه بین تجربه سرمایه‌گذاری در بورس و رفتار آنان رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار است.

### مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی ارائه شده در این پژوهش، مدل ارائه شده توسط هیسو است که شامل تمامی متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش است. بنابراین مدل مذکور در انجام پژوهش به صورت زیر می‌باشد.



نمودار (۱): مدل مفهومی تحقیق



با توجه به مبانی نظری پژوهش و مدل مفهومی پژوهش، فرضیات پژوهش به صورت زیر تنظیم شده‌اند:

- ۱) بین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و ساختار هیات مدیره) و رفتار آنها در بورس اوراق بهادار اصفهان رابطه هم جهت مورد انتظار وجود دارد.
- ۲) تفاوت معنی‌داری بین ادراک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار اصفهان از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیات مدیره) با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی (جنسیت، سن و میزان تحصیلات) وجود دارد.
- ۳) تفاوت معنی‌داری در رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار اصفهان با توجه به تجربه متفاوت آنها در سرمایه‌گذاری در بورس وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش شامل مطالعات کتابخانه‌ای و مطالعات میدانی بود. در مباحث مربوط به ادبیات پژوهش و پیشینه تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شد و برای گردآوری داده‌ها از پرسشنامه‌ای دو بخشی که توسط هیسو آرایه گردیده بود، بهره گرفته شد. بخش اول پرسشنامه پژوهش شامل ابزار سنجش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی مشتمل بر ۱۴ سؤال بود. از پاسخگویان خواسته شد تا ادراک خود را از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار خود در بورس اوراق بهادار اصفهان بر اساس طیف ۷ مقیاسی لیکرت از کاملاً موافق تا کاملاً مخالف نشان دهند. بخش دوم پرسشنامه هم شامل سئوالاتی در خصوص مسایل جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذاران از قبیل جنسیت، سن، تحصیلات و همچنین میزان تجربه سرمایه‌گذاری آنها در بورس بود که جمعاً ۵ سؤال را تشکیل می‌داد. با توجه به اینکه همین پرسشنامه به وسیله هیسو مورد استفاده قرار گرفته و پایایی و روایی آن یک بار آزمون شده بود- صرفاً اعتبار صوری مورد بررسی مجدد قرار گرفت. به این ترتیب که نمونه پرسشنامه در اختیار اعضاء هیات علمی دانشگاه اصفهان قرار داد شد که در رابطه با میزان درستی و شفافیت سئوال‌های پرسشنامه، ابزار نظر کنند و در نهایت اعتبار پرسشنامه را تایید نمایند. پایایی پرسشنامه نیز با استفاده از آلفای کرونباخ محاسبه شد که این روش برای محاسبه هم‌انگهی درونی ابزار اندازه‌گیری از جمله پرسشنامه به کار برده می‌شود (بازرگان و سرمد، ۱۳۷۷)، لذا مقدار آلفای محاسبه شده مربوط به هر متغیر و آلفای کل در جدول شماره ۱

آورده شد. جامعه آماری این پژوهش شامل سهامداران و سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار اصفهان بود که البته در این تحقیق افراد زیر ۱۸ سال در این جامعه به شمار نیامدند، زیرا که سرمایه‌گذاری این افراد معمولاً توسط شخص ثالث انجام می‌گیرد و از آنجایی که جامعه آماری نامحدود بود، برای به دست آوردن حجم نمونه از رابطه زیر استفاده شد.

$$N = \frac{z^2 \cdot p[1-p]}{e^2}$$

جدول (۱): نتایج محاسبه ضریب آلفای کرونباخ

عوامل پرسشنامه	شفافیت ساختار مالکیت	شفافیت ساختار هیات مدیره	افشای اطلاعات مالی	رفتار سرمایه‌گذاران
آلفای کرونباخ	۰/۷۹	۰/۸۲	۰/۸۶	۰/۸۰

نسبت موفقیت ۰/۵ (p) در نظر گرفته شد که از قرار دادن آن در فرمول فوق در سطح اطمینان ۹۵ درصد و ضریب خطا (E) ۰/۰۶، حجم نمونه ۲۶۷ به دست آمد. با توجه به اینکه احتمال می‌رفت تعدادی از پرسشنامه‌ها برگردانده نشود تعداد ۲۸۰ پرسشنامه توزیع شد که در نهایت ۲۷۰ پرسشنامه جمع‌آوری و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نمونه‌گیری مورد استفاده در این پژوهش روش نمونه‌گیری در دسترس بود و از آنجایی که جامعه آماری پژوهش وسیع بود، لذا روش نمونه‌گیری در دسترس امکان‌پذیر شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها ابتدا از آمار توصیفی (نتایج آن در جدول شماره ۲ آمده است) به منظور بررسی خصوصیات و ویژگی‌های نمونه آماری و از آمار استنباطی (تحلیل همبستگی، ضریب همبستگی پیرسون، آزمون معنی‌داری ضریب همبستگی، آزمون مقایسه زوج‌ها و آزمون تحلیل عاملی یک‌طرفه) برای تجزیه و تحلیل پرسشنامه‌ها استفاده شد.

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی

درصد	تعداد	شرح ویژگی‌ها
۸۸	۲۳۷	مرد
۱۲	۳۳	زن
۲۴	۶۶	کمتر از ۳۰
۴۳	۱۱۶	بین ۳۰ تا ۴۵
۲۲	۵۹	بین ۴۵ تا ۶۰
۱۱	۲۹	بیشتر از ۶۰
۱۰	۲۷	دیپلم و پایین‌تر
۱۸	۴۹	کاردانی
۵۴	۱۴۵	کارشناسی
۱۸	۴۹	کارشناسی‌ارشد و بالاتر

منبع: یافته‌های پژوهش

## آزمون فرضیه‌ها

فرضیه (۱) بین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، ساختار هیات مدیره و شفافیت مالی) و رفتار آنها در بورس اوراق بهادار اصفهان رابطه هم جهت مورد انتظاری وجود دارد.

نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره ۳ با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون بیان شده است.

جدول (۳): ضریب همبستگی پیرسون میان ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران

متغیرها	ضریب همبستگی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
ادراک از شفافیت ساختار مالکیت و رفتار سرمایه‌گذاران	۰/۴۲۴	۰/۰۱۵	۰/۰۵	رد H0
ادراک از شفافیت ساختار هیات مدیره و رفتار سرمایه‌گذاران	۰/۲۱۱	۰/۰۳۴	۰/۰۵	رد H0
ادراک از افشای اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران	۰/۵۶۶	۰/۰۰۳	۰/۰۵	رد H0

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به ستون اول در جدول ۳، می‌توان گفت که میان ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان، رابطه معنی‌داری وجود دارد و از میان این سه بعد، افشای اطلاعات مالی دارای بیشترین اهمیت است. رفتار سرمایه‌گذاران بیشتر تحت تاثیر افشای اطلاعات مالی قرار می‌گیرد، همچنین کمترین ضریب همبستگی به ادراک از شفافیت ساختار هیات مدیره برمی‌گردد. در تحقیقات مشابه در بورس اوراق بهادار تهران، سینایی (۱۳۸۸) نتیجه گرفت که هر سه بعد شفافیت اطلاعات مالی ( شفافیت ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفافیت ساختار هیات مدیره) با رفتار سرمایه‌گذاران دارای رابطه است.

فرضیه ۲) تفاوت معنی‌داری بین ادراک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیات مدیره) و متغیرهای جمعیت‌شناختی آنها (جنسیت، سن و میزان تحصیلات) وجود دارد.

۱- آزمون تفاوت بین متغیر ادراک سرمایه‌گذار از ابعاد شفاف‌سازی و جنسیت:

جدول (۴): میزان آماره t برای آزمون تفاوت بین ابعاد شفاف‌سازی و متغیر جنسیت

نتیجه آزمون	سطح خطا	سطح معنی‌داری	آماره t	متغیرها
$H_0$ رد	۰/۰۵	۰/۰۱۸	- ۳/۱۴	شفاف‌سازی ساختار مالکیت و جنسیت
$H_0$ پذیرش	۰/۰۵	۰/۵۰۲	- ۰/۲۴۳	شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره و جنسیت
$H_0$ رد	۰/۰۵	۰/۰۰۷	- ۴/۳۶	افشای اطلاعات مالی و جنسیت

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول ۴، به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی مالی با توجه به جنسیت آنها با استفاده از آزمون مقایسه زوج‌ها پرداخته شده است. در این نگاره آماره t برای متغیرهای فرضیه محاسبه شد. با توجه به ستون اول در نگاره، می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران زن و مرد از افشای اطلاعات در بازار بورس تهران وجود دارد. در ضمن می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران زن و مرد از شفافیت ساختار هیات مدیره شرکت‌ها در بازار بورس اصفهان وجود ندارد. این امر نشان‌دهنده آن است که ادراک از شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره در بین زنان و مردان متفاوت نیست. علاوه بر این تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران زن و مرد از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس اصفهان وجود دارد. نتایج این پژوهش در این زمینه برخلاف تحقیق مشابه Hsiu (2006) است. همچنین نتایج این پژوهش با پژوهش

سینایی (۱۳۸۸) که در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است، همخوانی ندارد.

۲- آزمون تفاوت بین متغیر ادراک سرمایه‌گذار از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و سن سرمایه‌گذار:

جدول (۵): میزان آماره F برای آزمون تفاوت بین ابعاد شفاف‌سازی و متغیر سن

متغیرها	آماره F	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
شفاف‌سازی ساختار مالکیت و سن سرمایه‌گذار	۲/۱۴	۰/۱۱	۰/۰۵	پذیرش $H_0$
شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره و سن سرمایه‌گذار	۳/۰۷	۰/۰۷	۰/۰۵	پذیرش $H_0$
افشای اطلاعات مالی و سن سرمایه‌گذار	۷/۱۳	۰/۰۰۱	۰/۰۵	رد $H_0$

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول ۵ به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی با توجه به سن آنها با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یک‌طرفه پرداخته شده است. در این نگاه آماره F برای متغیرهای این فرضیه محاسبه شده است. با توجه به ستون اول می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از شفافیت ساختار مالکیت در بازار بورس اصفهان وجود ندارد. علاوه بر این می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از شفافیت ساختار هیات مدیره در بازار بورس اصفهان وجود ندارد. همچنین می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس اصفهان وجود دارد و نشان‌دهنده این است که با توجه به مقتضیات سنی افراد، افشای اطلاعات مالی از اهمیت خاصی برخوردار است.

۳- آزمون تفاوت بین متغیر ادراک سرمایه‌گذار از شفافیت ساختار مالکیت و تحصیلات سرمایه‌گذار:

جدول (۶): میزان آماره F برای آزمون تفاوت بین ابعاد شفاف‌سازی و متغیر تحصیلات

متغیرها	آماره F	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
شفافیت ساختار مالکیت و تحصیلات سرمایه‌گذار	۲/۳۲	۰/۰۰۴	۰/۰۵	رد $H_0$
شفافیت ساختار هیات مدیره و تحصیلات سرمایه‌گذار	۵/۲۶	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد $H_0$
شفافیت افشای اطلاعات مالی و تحصیلات سرمایه‌گذار	۶/۴۳	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد $H_0$

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول ۶، به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات با توجه به تحصیلات آنها با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یک‌طرفه پرداخته شده است. با توجه به ستون اول می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف تحصیلی از شفافیت ساختار مالکیت در بازار بورس اصفهان وجود دارد. همچنین تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف تحصیلی از شفافیت ساختار هیات مدیره در بازار بورس اصفهان وجود دارد. علاوه بر این تفاوت معنی‌داری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف تحصیلی از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس اصفهان وجود دارد. نتایج این آزمون مشابه نتایج تحقیق (Hsiu 2006) در بازار بورس تایوان و همچنین مشابه نتایج تحقیق سینایی (۱۳۸۸) در بازار بورس تهران می‌باشد. آزمون فرضیه ۳ (تفاوت معنی‌داری در رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار اصفهان با توجه به تجربه متفاوت آنها در سرمایه‌گذاری در بورس وجود دارد).

جدول (۷): میزان آماره F برای آزمون تفاوت بین رفتار سرمایه‌گذار و تجربه وی

متغیرها	آماره F	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
رفتار سرمایه‌گذاران و تجربه	۴/۶۸	۰/۰۱۵	۰/۰۵	رد $H_0$

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول ۷ به بررسی تفاوت در رفتار سرمایه‌گذاران در بازار بورس با توجه به تجربه آنها در سرمایه‌گذاری در بورس با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یک‌طرفه پرداخته شده است. با توجه به آماره F برای دو متغیر فوق می‌توان نتیجه گرفت که تفاوت معنی‌داری در رفتار سرمایه‌گذاران با توجه به تجربه آنها در سرمایه‌گذاری در بورس وجود دارد که در تحقیقات مشابه (Hsiu 2006) به نتایج مشابهی نیز دست یافته است.

### بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین هر سه معیار شفاف‌سازی ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره با متغیر وابسته رفتار سرمایه‌گذار رابطه معنی‌داری وجود دارد و ارتباط بین افشای اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران دارای ضریب همبستگی بیشتری است، یعنی اینکه سرمایه‌گذاران به موقع و صحیح بیش از هر چیز دیگری عکس‌العمل

نشان می‌دهند. در مرتبه بعدی شفافیت ساختار مالکیت مورد توجه است، یعنی اینکه شرکت دارای تعداد محدودی سرمایه‌گذار یا دارای سرمایه‌گذاران پراکنده است که برای سرمایه‌گذاران از اهمیت زیادی برخوردار است. بنابراین اطلاعات مربوط به ساختار هیات مدیره که نتیجه ساختار مالکیت است از اهمیت خاصی برخوردار است. علاوه بر این مشخص شد که ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره با توجه به مشخصات جمعیت‌شناختی آنها تفاوت وجود دارد. با توجه به جدول ۴، ادراک سرمایه‌گذاران از افشای اطلاعات مالی و ساختار مالکیت شرکت با توجه به جنسیت آنها متفاوت است و برای سرمایه‌گذاران شفاف‌سازی ساختار هیات مدیره با توجه به جنسیت‌شان یکسان است. با توجه به جدول ۵، بین افشای اطلاعات مالی و سن سرمایه‌گذاران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد، با توجه به این افشای اطلاعات مالی برای همه سرمایه‌گذاران در همه سنین مهم است. همچنین مشخص شد که ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد سه‌گانه شفاف‌سازی اطلاعاتی با توجه به تحصیلات‌شان متفاوت است و افراد دارای تحصیلات گوناگون دارای برداشته‌ها و تحلیل‌های متفاوتی از اطلاعات مالی شرکت هستند. علاوه بر این مشخص شد که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس با توجه به تجربیات آنها متفاوت است، زیرا تجربه به آنها کمک می‌کند اطلاعات بهتر و دقیقتری به دست آورند که در تحلیل‌ها به آنها کمک نماید. اهمیت این پژوهش در آن است که پژوهش‌های انجام گرفته در کشورهای دیگر بیشتر در کشورهای صنعتی و همچنین در کشورهای شرق آسیا انجام گرفته است، لذا این پژوهش علاوه بر ایران در حوزه کشورهای همجوار نیز می‌تواند به سرمایه‌گذاران جهت تعدیل رفتارشان متناسب با شرایط بازار بورس کمک شایانی کند.

### پیشنهادها

تصویب و اجرای آیین‌نامه حاکمیت شرکتی که توجه ویژه‌ای به نظام حاکمیت شرکتی و به خصوص هیات مدیره با توجه به فرآیند خصوصی‌سازی داشته باشد، ضروری به نظر می‌رسد. سازمان بورس و اوراق بهادار، سیستم منسجمی را به منظور ارزیابی پراکندگی مالکیت در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اعمال نماید.

افشای بیشتری در مورد اطلاعات مربوط به پراکندگی مالکیت صورت گیرد تا سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعات کافی در این زمینه دست یافته‌اند.

الزامات افشای اطلاعات ناظر بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با هدف ارتقای بهبود شفافیت مالی در کشور مد نظر قرار گیرد.

## منابع

### الف فارسی

- بازرگان، ع. و سرمد، ز. (۱۳۷۷). روش تحقیق در علوم رفتاری. تهران: نشر آگاه. ۱۷۵.
- حساس یگانه، ی. (۱۳۸۴). مفاهیم حاکمیت شرکتی. *ماهنامه حسابدار*، شماره ۱۶۷، جلد ۱۲، ۲۵-۱۴.
- حساس یگانه، ی. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. *فصلنامه حسابرس*، شماره ۳۲، جلد ۷، ص ۳۹-۳۳.
- سینایی، ح.ع. و داوودی، ع.ا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۱۱، جلد ۲۷، ص ۴۰-۴۳.
- نوبخت، ز. (۱۳۸۳). ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد رشته مدیریت مالی*، دانشگاه الزهراء (س). ص ۴۶-۴۴.
- وطن‌پرست، م. ر. (۱۳۸۷). نقش اطلاعات در بازار سرمایه، سایت بورس اوراق بهادار. [www.seo.ir](http://www.seo.ir).
- یوسفی، ر. و شهرآبادی، ا. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. *مجله مدیریت توسعه و تحول*، شماره ۲، جلد ۵، ص ۶۴-۵۷.

### ب انگلیسی

- Abu-Tapanjeh, A. M. (2009). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), 556-567.
- Admati, A., & Pfleiderer, P. (2000). Forcing firm to talk: Financial disclosure regulation and externalities. *Review of Financial Studies*, 13(3), 479-519.
- Anonymous, C. (1999). Transparency. *Quarterly Review of Doublespeak*, 25(4), 89-94. Retrieved May 14, 2004 from ProQuest database.
- Born, P., Giacotto, C., & Ritsatos, T. (2004). The wealth and information effects of insurer's open market stock repurchase announcements. *Risk Management and Insurance Review*, 17(11), 25-40.
- Broberg, P., Tagesson, T., & Collin, S. O. (2010). What explains variation in voluntary disclosure? A study of the annual reports of corporations listed on the Stockholm



- Exchange. *Journal of Management and Governance*, 14(4), 351-377.
- Cai, J., Liu, Y., & Qian, Y. (2008). *Information asymmetry and corporate governance*. Retrieved from <http://ssrn.com/>
- Chiang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.
- Epstein, E. (1987). The corporate social policy process: Beyond business ethics, Corporate social responsibility, and Corporate social responsiveness. *California Management Review*, Berkeley Spring, 29(3), 99-144.
- Freeman, E. R. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Hill C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(17), 114-130.
- Hsiu, J. F. (2006). Effect of financial information transparency on investor behavior in taiwan stock market. *ProQuest Database*, 16(3), 6-22.
- Jackson, H. E. (2003). To what extent should individual investors rely on the mechanism of market efficiency: A preliminary investigation of dispersion in investor returns. *Journal of Corporation Law*, 28(4), 671-689.
- John, K., Senbet, R., & Lemma, W., (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22(9), 371-403.
- Kim, K., & Nofsinger, J. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 1-7.
- North, D. (1994). Economic performance through time. *American Economic Review*, 17(7), 359-368.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Sarno, L., & Thornton, D. L. (2004). The efficient market hypothesis and identification in structural VARs. *Review-Federal Reserve Bank of St. Louis*, 86(1), 44-62.
- Sridharan, U. V., Dickes, L., & Caines, W. R. (2002). The social impact of business failure: Enron. *Mid-American Journal of Business*, 17(2), 11-21.
- Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (2006). Toward transparency: New approaches and their application to financial. *The World Bank Research Observer*, 16(1), 41-57.
- Wenland, T. A. (2003). Measuring governmental performance the accountants weigh in. *The Journal of Government Financial Management*, 52(3), 51-69.