

بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار
در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مریم خلیلی عراقی^۱
صمد بهروزی زاد^۲

تاریخ پذیرش: ۸۸/۰۳/۲۴

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۱/۲۰

چکیده

برای بیش از یک دهه است که شفافیت اطلاعات مالی، تبدیل به یک عامل مؤثر، در تعیین استراتژیهای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران، شده است. یانگ^۳ در تحقیق خود به این نتیجه رسیده است که بعد از رسوایی مالی شرکت نفتی انرون در آمریکا، حاکمیت شرکتی ضعیف، در نتیجه کمبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب کاهش شدید اعتماد و اطمینان عمومی، نسبت به بورس شده است (Young, 2003).

تحقیق حاضر، اثرات شفافیت اطلاعات مالی که اصل پنجم از اصول ششگانه حاکمیت شرکتی می‌باشد، را روی رفتار سرمایه‌گذار، مورد بررسی و مطالعه قرار می‌دهد و چارچوبی را ارائه می‌دهد که از طریق مفاهیم ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیأت مدیره، بتوان رفتار سرمایه‌گذار را مورد ارزیابی قرار داد. در این تحقیق، سعی بر آن است که با انجام تحقیقاتی نظیر آنچه که در سایر کشورها انجام شده است، ادبیات مناسبی در زمینه حاکمیت شرکتی ارائه و اثرات اجرائی شدن اصل پنجم (اصل افشاء و شفافیت) از این قانون را بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مشخص نماییم. داده‌های مورد نیاز در این تحقیق از طریق پرسشنامه‌ای که حاوی ۱۹ سوال بسته می‌باشد، از

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات- نویسنده اصلی و مسئول مکاتبه

آدرس: تهران- حصارک- دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات- دانشکده مدیریت

۲- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی Email: Roohalahpoorsalehi@yahoo.com

³ - Young

سرمایه‌گذارانی که تجربه خرید سهام در بورس ایران را دارند، گردآوری و با انجام تجزیه و تحلیلهای آماری، به بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی، بر رفتار سرمایه‌گذار، پرداخته شده است. انجام آزمونهای آماری نشان داد که شفافیت اطلاعات مالی، همبستگی مثبت معناداری با رفتار سرمایه‌گذار دارد و می‌توان با بهبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران^۱ نسبت به بورس شده و زمینه لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری آنان در بورس را فراهم نمود.

واژگان کلیدی

رفتار سرمایه‌گذار^۲، حاکمیت شرکتی^۳، تئوری عاملیت^۴، تئوری خادمیت^۵، تئوری ذی نفعان^۶.

مقدمه:

بدون تردید امروزه، در بازار سرمایه با چالشهایی روبرو هستیم که یکی از آنها عدم برقراری تعادل بین شفافیت گزارشهای مالی و عدم ارائه اطلاعاتی است که برای سرمایه‌گذاران از حساسیت و اهمیت زیادی برخوردار است.

موارد اخیر رسواییهای مالی^۷، گزارشات حسابداری گمراه کننده و همچنین حاکمیت شرکتی ضعیف^۸، طی چند سال گذشته به طور گسترده ای عمومیت پیدا کرده است، که از آن جمله می‌توان به رسواییهای مالی شرکت‌های بزرگی چون انرون^۹، پارمالات^{۱۰}، ورلدکام^{۱۱}، آدلفیایا^{۱۲}، تایکو^{۱۳}، نیکور^{۱۴}، اسپرینت^{۱۵} و مرک^{۱۶} اشاره نمود که به گفته بسیاری از محققان، چنین رسواییهایی، موجب شده است، اعتماد اکثر سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سهام، در سرتاسر دنیا کاهش پیدا کند (Ramirez, 2003 ; Kulzick, 2004).

- 1 - Investor Confidence
- 2 - Investor Behavior
- 3 - Corporate Governance
- 4 - Agency Theory
- 5 - Stewardship Theory
- 6 - Stakeholder Theory
- 7 - Financial Scandals
- 8 - Poor Corporate Governance
- 9 - Enron
- 10 - Parmalat
- 11 - World Com
- 12 - Adelphia
- 13 - Tyco
- 14 - Nicor
- 15 - Sprint
- 16 - Merck

بررسی علل و شرایط پدید آورنده رسواییها، نشان داده اند که فقدان نظارت بر مدیریت و حاکمیت ناقص سهامداران شرکتهای، بر نحوه اداره امور، به همراه سپردن اختیارات نامحدود به مدیران اجرایی، زمینه مسائلی را برای سوء استفاده ایشان فراهم خواهد ساخت.

جلوگیری از بروز چنین شرایطی مستلزم اعمال حاکمیت صحیح سهامداران از طریق نظارت دقیق بر مدیریت اجرایی، حسابرسی منظم شرکتهای و گزارشگری صحیح و بموقع اطلاعات مالی است که در مجموع، تحت عنوان فرایند حاکمیت شرکتی، شناخته می شود.

رسواییهای مالی شرکتهای، نه تنها آسیب شدیدی را به اعتماد عمومی^۱ مردم وارد می کند، بلکه ضربه سنگینی را نیز به بازارهای سهام وارد میکند، از طرف دیگر موارد اخیر تقلبات حسابداری^۲، رسواییهای مالی و حاکمیت شرکتی ضعیف، منجر به از بین رفتن جو اعتماد سرمایه گذاران نسبت به بورس شده است.

مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق:

مطمئناً ادبیات مناسب و مرتبط با عناوین اصلی یک تحقیق می تواند توسعه تئوریک تحقیق را راحتتر و امکان پذیرتر نماید. مطالعه علمی کارها و تحقیقات پیشین، موجب داشتن یک تاریخچه مناسب شده و برتری کارهای دیگران را نشان می دهد. این فصل با مروری بر ادبیات مفاهیم کلیدی این تحقیق، صرفاً روی ادبیات و نتایج تحقیقاتی تمرکز می کند که مستقیماً مربوط به عنوان و مسائل مطرح شده در این پایان نامه می باشد.

در همین راستا بررسی ادبیات نظری در این تحقیق روی تئوریهایی از شفافیت اطلاعات مالی و تأثیر حاکمیت شرکتی بر اطمینان خاطر سرمایه گذار تمرکز کرده و با مفاهیم تئوریهایی از شفافیت اطلاعات مالی شروع و به سمت تئوریهایی از حاکمیت شرکتی حرکت می کند که البته هر دو آنها جهت درک و تفهیم اعتماد سرمایه گذار و استراتژی های سرمایه گذاری آنها اهمیت دارند.

¹ - Public Confidence

² - Accounting Fraud

۱) شفافیت اطلاعات مالی

اساس و پایه تئوریک این بخش، تئوری علامت دهی^۱ می باشد که توسط اسپنس^۲ در سال ۱۹۷۳ مطرح شده است. اسپنس اعتقاد داشت که بین شرکت و سرمایه گذاران اطلاعات نامتقارنی وجود دارد که این عدم تقارن اطلاعاتی، موجب برداشت غلط سرمایه گذاران از شرایط و اوضاع داخلی شرکتها می شود.

با توجه به نظریه مودیلیانی و میلر^۳ این تئوری فرض می کند که چون مدیران، اغلب به اطلاعات بهتری نسبت به سرمایه گذاران خارجی دسترسی دارند، لذا آنها سهام شرکت را زمانی که قیمت آن بالاتر از ارزش ذاتی باشد می فروشند و زمانی که قیمت سهام پایین تر از ارزش ذاتی باشد، آنرا خریداری می کنند، سرمایه گذاران نیز این پرسپکتیو را درک کرده (متوجه شده) و در نتیجه معاملات غیر قانونی سهام را به عنوان یک علامت منفی می بینند. با توجه به تئوری علامت دهی، اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران داخلی و خارجی می تواند یک امتیاز ناعادلانه ای را برای سرمایه گذاران داخلی در بازارهای مالی ایجاد کند (Chen, 1999; Chiang, 2005; Spence, 1973). اطلاعات نامتقارن به طور بالقوه ای ریسک بالایی را برای سرمایه گذاران خارج از شرکت، یعنی کسانی که نمی توانند به روشنی عملکرد آینده شرکت را درک نمایند، ایجاد می کند. (Leland & Pyle, 1977; Bhattacharya, 1979; Poitevin, 1990; Pavid & Saring, 1991)

با توجه به تحقیقی که توسط اودین و گیلت^۴ در سال ۲۰۰۲ انجام شده است، بیشتر بحران های مالی که در طی ده سال گذشته رخ داده است، در نتیجه کمبود یا فقدان شفافیت مالی شرکتها می باشد. همچنین هانسون^۵ در سال ۲۰۰۳ تحقیقی را انجام داد و به این نتیجه رسید که نارسایی ها و کمبودها در زمینه شفافیت اطلاعاتی بازارهای مالی، به نارسایی و ضعف قوانین و مقرراتی مربوط می شود که جهت کنترل حاکمیت شرکتی شرکتها و رفتار اخلاقی شرکتها، وضع شده است. شفافیت مالی شرکت، از طریق تلاش مدیران شرکت در انتشار اطلاعات مالی، مورد ارزیابی قرار می گیرد (Anonymous, 1999).

¹ - Signaling Theory

² - Spence

³ - Modigliani and Miller

⁴ - Uddin and Gillert

⁵ - Hanson

یکی از نشانه‌های فقدان شفافیت مالی در بازارهای مالی، وجود معاملات غیر قانونی می‌باشد که این معاملات غیر قانونی نه تنها مانع افزایش کارایی بازار است، بلکه معمولاً اطلاعات نامتقارن^۱ را به مردم منتشر می‌کند و نگرانی‌ها و ریسک سرمایه‌گذاری را در بازارهای سرمایه افزایش می‌دهد (Fried, 2003, Pritchard, 2003).

۲) حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی، یک بحث چند حوزه‌ای^۲ است که در حوزه علوم مختلفی چون حقوق، اقتصاد، مدیریت و علوم سیاسی مورد توجه و بحث تخصصی قرار دارد. این مساله و گستردگی موضوع آن، یکی از دلایل وجود تعاریف متعدد و متنوع است که توسط افراد، موسسات ملی و بین‌المللی و متخصصین و دست‌اندرکاران حوزه‌های مختلف ارائه شده است. هر کدام از این تعاریف در برگیرنده ویژگیهای محیطی، ساختارها و علایق موجود در جامعه‌ای است که تعریف برای آن ارائه شده است و یا در برخی متون نشان دهنده حوزه تخصصی نویسنده‌ای است که در تمرکز بر بخش خاصی از این مبحث گسترده، از ابعاد دیگر آن چشم‌پوشی کرده است. در نهایت بنا به تعریف جامعی که بانک جهانی^۳ ارائه می‌دهد:

"حاکمیت شرکتی، به دنبال برقراری تعادل، میان اهداف اقتصادی و اجتماعی و میان اهداف فردی و همگانی است. چارچوب حاکمیت شرکتی، برای تقویت استفاده مؤثر از منابع و همچنین ایجاد التزام برای پاسخگویی در مورد استفاده از آن منابع، بوجود آمده است". چهار رکن بنیادین حاکمیت شرکتی، که فراتر از مرز ساختارهای متنوع فرهنگی، حقوقی، اقتصادی و... کشورها مطرح است، عبارتند از: بیطرفی^۴، شفافیت^۵، پاسخگویی^۶ و مسئولیت‌پذیری^۷ که بطور عام در هر دو حیطه بخش خصوصی و بخش عمومی و در تمام چارچوبهای حاکمیت شرکتی مشترک هستند.

¹ -Asymmetrical Information

² -Multidisciplinary

³ -World Bank

⁴ -Fairness

⁵ -Transparency

⁶ -Accountability

⁷ -Responsibility

هدف از اعمال حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذی نفعان مختلف، فراهم آورد. تئوریه‌ها و نظریه‌های بسیاری از حاکمیت شرکتی وجود دارد و نویسندگان مختلف، از روشهای مختلفی، حاکمیت شرکتی را مورد بررسی و مطالعه قرار داده‌اند. در سال ۱۹۹۶، هاوولی و ویلیامز^۱ یک مقاله و گزارش درباره حاکمیت شرکتی در شرکتهای آمریکایی، برای سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۲ ارائه دادند. این نویسندگان، تئوریهای اولیه حاکمیت شرکتی را که شامل تئوری نمایندگی، تئوری خادمیت و تئوری ذی نفعان است را تشریح کردند.

۲-۱) تئوری نمایندگی (عاملیت):

هدف اصلی از تئوری نمایندگی اینست که نشان دهد مدیران (نماینده)، در پی نفع خویش، نفع صاحبان سرمایه را نادیده می‌گیرند و صاحبان سرمایه نیز خواهان افزایش سود خویش و کاهش هر چه بیشتر هزینه‌ها و مخارج مدیریتی سازمان هستند و این در حالیکه مدیران یک مزیت اطلاعاتی نسبت به صاحبان سرمایه (مالکان اصلی سازمان) دارند. این نظریه بر مدل انسان اقتصادی استوار است، بدین معنی که انسان را بازیگر خردمندی میداند، که همواره می‌کوشد تا منفعت خویش را کسب کند (Jensen and Meckling, 1976).

بر اساس این نظریه، هم مدیران و هم صاحبان سرمایه، می‌کوشند تا حداکثر منافع را از حداقل منابع کسب کنند و بدین جهت از میان گزینه‌های مختلف، گزینه‌ای را انتخاب می‌کنند که منافع آنان را افزونتر سازد. این نظریه فردگرا است و بر این پیش فرض استوار است که مدیران و مالکان در تعارضی نهادین، اسیرند و این امر به علت ماهیت نفع طلبی هر دو این گروه‌هاست. مشکلات نمایندگی به ویژه در فرهنگهای انگلیسی^۳ که در آن افراد، اکثراً فردگرا بوده، به مالکیت متفرق و مجزا تمایل دارند و شرکتهای رابطه قوی با سرمایه‌گذاران ندارند، بیشتر به چشم می‌خورد (Monks, 1994) بر اساس نظر مدافعان

^۱ - Hawlay and Williams

^۲ - Organization of Economic Cooperation and Development (OECD)

^۳ - Anglo Cultures

تئوری نمایندگی، دولتها در سراسر دنیا، بایستی یک سری مقرراتی را جهت نظارت بر حاکمیت شرکتی، برقرار کنند.

به عنوان مثال، مقررات مهمی که راجع به نظارت بر حاکمیت شرکتی در آمریکا وضع شده است، عبارتند از مقررات بورس اوراق بهادار (SEC)^۱، اصول و مقررات رایج پذیرفته شده حسابداری (GAAP)^۲ و اخیراً هم مقررات مطرح شده در قانون ساربنز-آکسلی (SOX)^۳ که در سال ۲۰۰۲ به تصویب رسیده است.

۲-۲) تئوری خادمیت:

مباحث اولیه در رابطه با تئوری خادمیت، توسط پیفر^۴ در سال ۱۹۷۲ مطرح شده است. او معتقد است که برای اداره سازمانها، نیازی به هیأت مدیره نیست و مدیر عامل در موقعیت بهتری برای کسب منافع سهامداران شرکت قرار دارد. دونالدسون^۵، مفاهیمی را که پیفر ارائه داده بود را گسترش داد و تئوری خادمیت را در سال ۱۹۸۵ توسعه بخشید، او تصریح کرد که مدیران داخلی^۶ موقعیت بهتری را برای ایجاد حاکمیت شرکتی یکپارچه و قابل اطمینان دارند (Donaldson & Davis, 1991).

دونالدسون و دیویس^۷ در سال ۲۰۰۴، تشریح کردند که بر اساس این نظریه، مدیران خواهان آن هستند که خادمان^۸ خوبی برای سازمان و سرمایه های آن باشند. در توضیح نظریه خادمیت، دونالدسون و دیویس بیان می کنند که هیأت مدیره نمی تواند مکانیزم کنترلی کارا و مؤثری را برای سازمان ایجاد نماید، چراکه اعضای آن (مدیران غیراجرایی^۹) عمیقاً در شرکت درگیر نیستند و لذا فاقد دانش کافی برای هدایت شرکت به سمت عملکردهای مثبت می باشند. نظریه خادمیت، به عنوان یک تئوری بنیادی، سیستمهای روانشناسی، اجتماعی و رفتاری انسان را بایکدیگر ادغام مینماید (Boyd, 1995; Donaldson & Davis, 1991).

^۱-Securities and Exchange

^۲-Generally Accepted Accounting Principles

^۳-Sarbanes-Oxley Act

^۴-Pfeffer

^۵-Donaldson

^۶-Internal managers

^۷-Donaldson & Davis

^۸-Steward

^۹-non-executive

در نظریه خادمیت، مدلی از انسان تصور میشود که جمع گرا، نوع دوست، نیکونهاد و دوستدار سازمان و خادم اهداف آن، است. چنین انسانی به عنوان مدیر، اگر مخیر به انتخاب میان منافع سازمان و منافع شخصی خود بشود، منافع سازمان و جمع را بر منافع خویش ارجح می دارد. بدین ترتیب حتی زمانی که منافع مدیر و منافع صاحبان اصلی سازمان هم راستا نیستند، مدیر در نقش خادم سازمان، می کوشد تا منافع سازمان و جمع را تحقق بخشد و از منفعت خود چشم بپوشد. حال ممکن است این پرسش در ذهن، متبادر شود که با وجود مزیت‌های نظریه خادمیت، چرا در عمل، از نظریه عاملیت، تبعیت می شود و کنترل و نظارت زیادی بر مدیران اعمال می گردد؟

در جواب باید گفت از آنجایی که صاحبان سرمایه یا جامعه و نمایندگان آنان، شناخت کافی از مدیران ندارند، برای تحمل ریسک کم، نظریه نمایندگی را ملاک عمل قرار می دهند و به انواع ساز و کارهای کنترلی و انگیزشی توسل می جویند. تحقیقات تجربی در زمینه دو نظریه خادمیت و عاملیت، نشان داده است که نمی توان یکی از این دو نظریه را به عنوان بهترین شیوه مدیریت دانست و در واقع پشتیبانی نتایج تحقیقات، از هر دو نظریه، موجب شده تا علمای مدیریت، به تحلیلی اقتضایی از موضوع پردازند و عوامل روانی، ساختاری و فرهنگی را در تحقق هر یک از این دو نظریه ذی مدخل بدانند و تبعیت مدیران از هر یک از آنها را در ارتباط با ویژگی‌های روانی، شرایط ساختاری و فرهنگی، بررسی کنند.

۲-۳) تئوری ذی نفعان:

در سال ۱۹۸۴ فریمن^۱ تئوری ذی نفعان را مطرح نمود و یک مقاله مهم و ارزشمند، که پایه و اساس مدیریت مالی مدرن^۲ و تئوریهای حاکمیت شرکتی می باشد را ارائه داد (Freeman, 1994). بر اساس تئوری ذی نفعان، حاکمیت شرکتی، باید بتواند خواسته‌ها و نیازهای ذی نفعان را برآورده کند. ذی نفعان یک شرکت، گروهی از اشخاص متفاوت و مختلف می باشند و شامل کارمندان، مشتریان، عرضه کنندگان و سایر افراد جامعه، که قانوناً وابسته به شرکت هستند و همچنین آنهایی که با شرکت یک ارتباط و

^۱ - Freeman

^۲ - Modern Financial management

وابستگی متقابل دارند، می‌گردد(قانون موسسات آمریکایی^۱، ۱۹۹۲). هیل و جانز^۲ در سال ۱۹۹۲ بر اساس تئوری ذی‌نفعان، توضیح دادند که یک شرکت صرفاً متعلق به سهامداران نیست، بلکه به ذی‌نفعان نیز تعلق دارد و این ذی‌نفعان نیز، بایستی متقابلاً مسئولیت شرکت را به عهده گرفته و با همکاری مشتاقانه با اعضاء هیأت مدیره در جهت کنترل عملکرد شرکت تلاش کنند(Hoill & Jones).

به دنبال توضیح و تشریح تئوری ذی‌نفعان، کلارکسون^۳ بیان داشت که "یک شرکت، سیستم کاملی است از ذی‌نفعان، که در آن، سیستم بزرگتر جامعه، اساس قانونی و بازار بنیادی را برای فعالیتهای شرکت فراهم می‌نماید. هدف شرکت ایجاد ثروت یا ارزش برای ذی‌نفعانش از طریق تبدیل سهم‌هایشان به کالاها و خدمات می‌باشد".

در سال ۱۹۹۵، بلایر^۴ بر مبنای تئوری ذی‌نفعان، پیشنهاد دارد که هدف مدیران شرکتهای باید حداکثر کردن ثروت کل سهامداران، توسط شرکت باشد. او در ادامه توضیح می‌دهد که برای گرفتن بهترین نتیجه از عملکرد شرکت، مدیران و رهبران شرکت، بایستی احساس مالکیت نسبت به شرکت داشته باشند. این احساس، احتمال افزایش ثروت سهامداران را افزایش می‌دهد، چرا که مدیران شرکت با انگیزه افزایش ارزش برای همه ذی‌نفعان، فعالیت می‌کنند(Blair, 1995).

سوالات و فرضیات تحقیق:

به گفته توماس کوهن^۵ بدون ساختن فرضیه، هیچگونه پیشرفت عمیقی در بینش علمی بوجود نمی‌آید، بدون برخورداری از اندیشه‌های هدایت‌کننده، ما نمی‌توانیم حقایق را جمع‌آوری کنیم و نمی‌توانیم امور مربوط را بازشناسیم. محقق در این تحقیق، نگرشها و ادراک سرمایه‌گذاران^۶ را در خصوص شفافیت اطلاعات مالی، مورد بررسی قرار می‌دهد و سعی در نشان دادن چگونگی تأثیر یک سری از متغیرهای مستقل را بر روی متغیر

¹ -American Law Institute

² -Hoill & Jones

³ - Clarkson

⁴ - Blair

⁵ -Tomas Cohen

⁶ -Investor's Attitudes and Perceptions

وابسته دارد. در این پژوهش به منظور برخورداری از فراگرد مبتنی بر روش شناختی علمی، سوالات و فرضیات پژوهش به صورت زیر تبیین شده است:

۱) سوالات تحقیق:

محقق در این تحقیق قصد دارد که به دو سوال اصلی زیر پاسخ دهد:

- ۱) آیا رابطه ای میان ادراک سرمایه گذار بورس اوراق بهادار تهران، از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذار، در بورس اوراق بهادار تهران، وجود دارد؟
- ۲) آیا تفاوتی در رفتار سرمایه گذار بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به ویژگیهای جمعیت شناختی سرمایه گذاران، وجود دارد؟

۲) فرضیات تحقیق:

فرضیاتی که محقق آنها را مورد آزمون قرار می دهد عبارتند از:

- ۱) ادراک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، رابطه مستقیمی با رفتار سرمایه گذار، در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۲) رفتار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به ویژگیهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است.

روش تحقیق و روش گردآوری اطلاعات:

روش تحقیق در این پایان نامه بر اساس هدف، کاربردی و بر اساس روش اجرا، توصیفی-همبستگی است. در این تحقیق برای گردآوری اطلاعات و داده های مورد نیاز، از روش میدانی و کتابخانه ای استفاده شده است، به این شکل که برای جمع آوری مبانی نظری، از منابع کتابخانه ای که شامل کتب، مجلات، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی، پایان نامه ها و رساله های تحقیقاتی مرتبط با موضوع در دانشگاهها، جستجو در پایگاههای اینترنتی از قبیل رزنت و وب سایت حاکمیت شرکتی استفاده شده است، همچنین برای گردآوری داده های مورد آزمون نیز از پرسشنامه استفاده شده است.

جامعه آماری، نمونه و روش نمونه گیری:

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه سرمایه گذارانی است که تجربه خرید سهام از بورس تهران را دارند و چون حجم این جامعه از لحاظ آماری بزرگ بوده و امکان دسترسی به همه آنها فراهم نیست بر این اساس از نمونه گیری استفاده شده است. در این تحقیق پاسخ دهندگان با استفاده از روش نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب شده اند. دلایل استفاده از این روش نمونه گیری اینست که روش نمونه گیری تصادفی روشی بسیار اقتصادی، سریع و آسان است، از طرف دیگر این روش نمونه گیری میتواند اعتبار تحقیق را افزایش داده و از اعمال نظرهای محققان جلوگیری کند (Creswell, 2002). برای تعیین حجم نمونه لازم در این تحقیق، ابتدا یک نمونه اولیه شامل ۵۰ نفر را به طور تصادفی انتخاب کرده و با استفاده از داده های بدست آمده از این نمونه و برخی برآوردها، حجم نمونه را برآورد کرده ایم. بدین شرح که برای هر سوال یک حجم نمونه تعیین و سپس بزرگترین مقدار بدست آمده را به عنوان حجم نمونه اصلی در نظر گرفته ایم. حجم نمونه از فرمول زیر بدست می آید:

$$n = \frac{n_0}{1 + \frac{n_0}{N}} \quad n_0 = \left(\frac{Z_{1-\alpha/2} S}{r \bar{y}_n} \right)^2$$

که در آن n : حجم نمونه اصلی است.

N : حجم کل جامعه می باشد که در این تحقیق حجم جامعه برابر است با ۳۵۰۰۰۰۰ نفر.

α : سطح معنی داری آزمونهای ما می باشد که برابر است با ۰/۰۵.

r : عبارت از میزان خطای قابل اغماض که در اینجا مقدار آن را برابر با ۰/۰۵ گرفته ایم.

$Z_{1-\alpha/2}$: مقدار Z جدول در سطح اطمینان ۹۵٪ می باشد که برابر است با ۱/۹۶.

مطابق این مقادیر حجم نمونه مورد نیاز برای انجام تحقیق برابر ۲۸۲ نفر می باشد.

روایی و پایایی ابزار اندازه گیری:

از آنجائیکه پرسشنامه این تحقیق استاندارد بوده و علاوه بر آن سوالات پرسشنامه به رویت چند تن از کارشناسان مربوطه رسیده و مطابق نظرات آنان اصلاحات اندکی به خصوص در ترجمه و معادل سازی آن بعمل آمده است، لذا روائی آن به طریق محتوایی

حاصل شده است. پایایی پرسشنامه نیز با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ انجام شده است. مقدار ضریب آلفای کرونباخ برای ۱۹ سؤال این پرسشنامه ۰,۸۲۲ به دست آمده است که بیانگر قابل قبول بودن پایایی این پرسشنامه است.

روش تحلیل داده ها:

سه روش مختلف آماری در این تحقیق بکار رفته است که شامل آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل همبستگی، تحلیل آزمون مقایسه ای (شامل آزمون من-ویتنی و آزمون کروسکال-والیس) است. از روشهای آمار توصیفی در تنظیم داده ها در جداول و نمودارهای توزیع فراوانی استفاده شده است.

از ضریب همبستگی اسپیرمن برای بررسی روابط میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته و آزمون معنی دار بودن این روابط برای آزمون فرضیه اول تحقیق استفاده شده است. همچنین از آزمون من-ویتنی و آزمون کروسکال-والیس برای مقایسه رفتارگروههای مختلف سرمایه گذاران در آزمون فرضیه دوم استفاده شده است.

نتیجه تحلیل داده ها:

۱) نتیجه تحلیل همبستگی: نتیجه محاسبه ضرائب همبستگی بین متغیرهای مستقل (شفافیت ساختار مالکیت، شفافیت مالی، شفافیت ساختار هیأت مدیره) و متغیر وابسته (رفتار سرمایه گذار) و نیز سطح معناداری این ضرائب در جدول زیر آمده است.

جدول ۱) نتایج ضرائب همبستگی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

متغیر	ساختار مالکیت	شفافیت مالی	ساختار هیأت مدیره
رفتار سرمایه گذار (Spearman Correlation)	۰,۵۱۷**	۰,۷۲۵**	۰,۳۵۵**
** $p < 0,01$			

مطابق اطلاعات این جدول نتیجه می شود که ضرائب همبستگی میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته مثبت هستند و رابطه معناداری در سطح $0,05 < P < 0,01$ بین

متغیرهای مستقل ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیأت مدیره با متغیر وابسته (رفتار سرمایه گذار) وجود دارد.

با این توضیحات، فرضیه اول تحقیق مورد تأیید قرار می گیرد و می توان گفت که با افزایش و بهبود متغیرهای مستقل، بخصوص شفافیت مالی، متغیر وابسته (رفتار سرمایه گذار) نیز بهبود می یابد.

۲) نتیجه تحلیل و آزمون مقایسه ای:

از آزمون من-ویتنی، برای مشخص کردن تفاوت میان دو گروه مستقل، (مانند گروه زنان و مردان) استفاده می شود و از آزمون کروسکال-والیس نیز می توان برای مقایسه سه گروه یا بیشتر استفاده کرد (این آزمون دقیقاً مانند آزمون من-ویتنی است به جز آنکه در این آزمون گروههای بیشتری وجود دارد). در این تحقیق از هر دو روش فوق برای آزمون فرضیه ۲ استفاده شده است.

۲-۱) آزمون "من-ویتنی" برای فرضیه ۲:

داده های نمونه که متشکل از ۲۸۲ پاسخگو می باشد شامل ۲۳۹ نفر مرد (۸۴٫۸٪) و ۴۳ نفر زن (۱۵٫۲٪) می باشد. جنسیت یک متغیر گسسته است که در این تحقیق به صورت دو مقدار ۱ و ۲ کدبندی شده است (کد ۱ برای مرد و کد ۲ برای زن). نتیجه آزمون من-ویتنی برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در دو گروه جنسی مرد و زن در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۲) نتیجه آزمون من-ویتنی برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در بین دو گروه مرد و زن

متغیر	جنسیت	میانگین امتیازات	نتیجه آزمون من-ویتنی (p)	سطح معناداری	تأیید یا رد فرضیه
رفتار سرمایه گذار	مرد	۱۴۱٫۳۱	۰٫۲۵۰	۰٫۰۵	۰٫۲۵۰ > ۰٫۰۵
	زن	۱۲۶٫۹۵			

در این تحقیق سن به ۴ گروه ۱۸-۳۰ سال، ۳۱-۴۵ سال، ۴۶-۶۰ سال و بالای ۶۰ سال طبقه بندی شده که به ترتیب با استفاده از اعداد ۱، ۲، ۳ و ۴ کدبندی شده اند. درآمد

سالانه نیز به ۳ گروه کمتر از ۵ میلیون تومان، بین ۵ الی ۱۰ میلیون تومان و بیشتر از ۱۰ میلیون تومان طبقه بندی شده است که به ترتیب با اعداد ۱ و ۲ و ۳ کد بندی شده اند. سطح تحصیلات نیز به چهار گروه دیپلم یا پایینتر، فوق دیپلم، لیسانس و فوق لیسانس یا بالاتر طبقه بندی شده است که با استفاده از اعداد ۱، ۲، ۳ و ۴ کد بندی شده اند.

تجربه سرمایه گذاری در بورس نیز به سه گروه دارای تجربه کمتر از ۴ سال، دارای تجربه ۴ الی ۹ سال و دارای تجربه بیش از ۹ سال طبقه بندی شده است که با اعداد ۱ و ۲ و ۳ کد بندی شده اند.

تحلیل کروسکال-والیس برای رفتار سرمایه گذار، بر اساس سن سرمایه گذاران:

در این قسمت بدنبال بررسی این سوال هستیم که آیا رفتار سرمایه گذاران در قبال افزایش یا کاهش شفافیت اطلاعات مالی، در بین چهار گروه سنی، تفاوت معناداری دارد یا خیر؟

همانطور که جدول زیر نشان می دهد میانگین امتیازات افراد گروههای مختلف سنی برای متغیر رفتار سرمایه گذار در بین گروههای اول و دوم و سوم، تفاوت فاحشی با یکدیگر ندارند ولی رفتار گروه چهارم، تفاوت زیادی با سایر گروههای سنی دارد. لذا میتوان به این نتیجه رسید که افراد در گروه سنی بالای ۶۰ سال نسبت به سایر گروههای سنی، حساسیت بیشتری را نسبت به شفافیت اطلاعات مالی دارند.

جدول ۳) نتیجه آزمون کروسکال - والیس برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در بین گروههای

سنی

متغیر	سن	میانگین امتیازات	نتیجه آزمون کروسکال والیس (p)	سطح معناداری	تأیید یا رد فرضیه
رفتار سرمایه گذار	۱۸-۳۰	۱۳۵/۵۶	۰,۰۴۹	۰,۰۵	۰,۰۴۹ > ۰,۰۵ رد فرضیه
	۳۱-۴۵	۱۳۶/۰۹			
	۴۶-۶۰	۱۳۹/۲۲			
	بالای ۶۰	۱۹۴/۰۰			

تحلیل کروسکال-والیس برای رفتار سرمایه گذار، بر اساس درآمد سالانه سرمایه گذاران:

در این قسمت از تحلیل کروسکال-والیس برای بررسی اینکه آیا تفاوت معناداری بین رفتار گروههای مختلف سرمایه گذاران با توجه به درآمد سالانه آنها، وجود دارد یا نه استفاده گردیده است. همانطور که نتایج جدول زیر نشان می دهد، هیچ تفاوتی در رفتار سرمایه گذاران، بین ۳ گروه درآمدی وجود ندارد.

جدول ۴) نتیجه آزمون کروسکال - والیس برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در بین گروههای درآمدی

متغیر	درآمد سالانه (میلیون تومان)	میانگین امتیازات	نتیجه آزمون کروسکال والیس (p)	سطح معناداری	تأیید یا رد فرضیه
رفتار سرمایه گذار	کمتر از ۵	۱۳۲/۴۲	۰,۳۹۵	۰,۰۵	۰,۳۹۵ > ۰,۰۵ رد فرضیه
	۵ الی ۱۰	۱۲۱/۳۱			
	بیشتر از ۱۰	۱۴۴/۰۸			

تحلیل کروسکال-والیس برای رفتار سرمایه گذار، بر اساس سطح تحصیلات سرمایه گذاران:

در این قسمت از تحلیل کروسکال-والیس برای آزمون اینکه آیا تفاوت معناداری بین رفتار گروههای مختلف سرمایه گذاران از نظر سطح تحصیلات آنها، وجود دارد یا نه استفاده گردیده است.

با توجه به نتایج جدول زیر، می توان به این نتیجه رسید که هرچند گروه چهارم (گروه تحصیلی فوق لیسانس و بالاتر) بیشترین حساسیت و گروه اول (گروه تحصیلی دیپلم و پاییتتر) کمترین حساسیت را نسبت به شفافیت اطلاعات مالی دارند، اما این تفاوتها در سطح معناداری ۰,۰۵ از نظر آماری معنادار نیست. (این نتیجه از فرضیه دوم تحقیق حمایت نمی کند).

جدول ۵) نتایج آزمون کروسکال - والیس برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در بین گروه‌های تحصیلی

متغیر	سطح تحصیلات	میانگین امتیازات	نتیجه آزمون کروسکال والیس (p)	سطح معناداری	تأیید یا رد فرضیه
رفتار سرمایه گذار	دیپلم و پایین‌تر	۱۳۴/۸۳	۰,۶۸۲	۰,۰۵	۰,۶۹۲ > ۰,۰۵ رد فرضیه
	فوق دیپلم	۱۳۹/۵۸			
	لیسانس	۱۳۸/۳۸			
	فوق لیسانس و بالاتر	۱۵۳/۲۵			

یافته‌های کلی در رابطه با سطح تحصیلات نشان می‌دهد که با افزایش سطح تحصیلات سرمایه گذاران، میزان توجه و حساسیت سرمایه گذاران نسبت به شفافیت اطلاعات مالی تغییری نمی‌کند.

تحلیل کروسکال-والیس برای رفتار سرمایه گذار، بر اساس تجربه سرمایه گذاری افراد، در بورس:

در این قسمت از تحلیل کروسکال-والیس برای آزمون اینکه آیا تفاوت معناداری بین رفتار گروه‌های مختلف سرمایه گذاران از نظر میزان تجربه آنها، وجود دارد یا نه استفاده گردیده است.

بر اساس نتایج جدول زیر ملاحظه می‌کنیم که تفاوت زیادی در میانگین امتیازات گروه‌های مختلف، وجود ندارد. لذا میتوان نتیجه گرفت که، تعداد سالهای تجربه سرمایه گذار، هیچ تأثیری در رفتار سرمایه گذار ندارد. (این نتیجه از فرضیه دوم تحقیق حمایت نمی‌کند).

جدول ۶) نتیجه آزمون کروסקال - والیس برای مقایسه رفتار سرمایه گذاران در بین گروه‌های

تجربه

متغیر	تجربه (سال)	میانگین امتیازات	نتیجه آزمون کروسکال والیس (p)	سطح معناداری	تأیید یا رد فرضیه
رفتار سرمایه گذار	کمتر از ۴	۱۳۶/۳۱	۰,۳۳۷	۰,۰۰۵	۰,۳۳۷ > ۰,۰۰۵ رد فرضیه
	۴ الی ۹	۱۴۷/۵۹			
	بیشتر از ۹	۱۲۸/۶۵			

نتایج پژوهش:

۱) یافته‌ها در مورد فرضیه اول تحقیق، نشان می‌دهند که سه متغیر مستقل ساختار مالکیت شرکت، شفافیت مالی و ساختار هیأت مدیره شرکت همبستگی مثبت معناداری با متغیر وابسته رفتار سرمایه گذار دارند و هر سه این ضریب همبستگی‌ها، در سطح $p < 0.05$ از نظر آماری معنادار می‌باشند. این نتایج نشان می‌دهند که فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود.

ضریب همبستگی ۰,۷۲۵ نشان می‌دهد که از میان این سه متغیر مستقل، متغیر شفافیت مالی، همبستگی مثبت قویتری با رفتار سرمایه گذار دارد، لذا میتوان نتیجه گرفت که با افزایش متغیرهای مستقل (بهبود شفافیت اطلاعات مالی)، بخصوص شفافیت مالی، متغیر وابسته (رفتار سرمایه گذار) نیز افزایش (میزان اعتماد سرمایه گذاران نسبت به بورس افزایش یافته و به سمت سرمایه گذاری بیشتر در بورس ترغیب می‌شوند) می‌یابد، یعنی شفافیت اطلاعات مالی، بخصوص شفافیت مالی، یک پیشگو برای رفتار سرمایه گذار است و می‌توان با بهبود شفافیت اطلاعات مالی شرکتها، اعتماد سرمایه گذاران را نسبت به بازار سهام بهبود داد و سرمایه گذاران را به سمت سرمایه گذاری بیشتر در بورس ترغیب کرد.

۲) بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، مشخص می‌شود که رفتار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران با توجه به یکی از ویژگیهای جمعیت شناختی

آنها(سن)، متفاوت است، اما در کل، نمی توان به یک رابطه مشخصی بین ویژگیهای جمعیت شناختی سرمایه گذاران و رفتار آنان دست یافت.

به طور کلی از یافته های این تحقیق می توان به این نتیجه رسید که با افزایش و بهبود شفافیت اطلاعات مالی در بورس اوراق بهادار تهران، می توان باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران شد و یک محیط برنده-برنده ایجاد کرد، که هم سرمایه گذاران و هم شرکتها از آن بهره مند گردند. چرا که یکی از مهمترین منابع برای تأمین مالی شرکتها انتشار سهام عادی می باشد، تبعیت از قوانین حاکمیت شرکتی برای انتشار اطلاعات مالی صحیح و بهنگام و شفافیت اطلاعات مالی، باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران نسبت به بورس شده، ریسک سرمایه گذاری (برای سرمایه گذاران) را کاهش داده و هزینه سرمایه را کاهش می دهد که این در نهایت به ایجاد منابع تأمین مالی با ثبات، می انجامد.

پیشنهادات برای تحقیقات آتی:

۱) با توجه به اهمیت حاکمیت شرکتی و در شرف تصویب شدن اصول حاکمیت شرکتی در ایران، پیشنهاد می شود تحقیقی با عنوان "اثرات اجرایی شدن اصول حاکمیت شرکتی، بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" انجام شود.

۲) با تکیه بر تئوری نمایندگی و تئوری خادمیت می توان تحقیقی را با عنوان "بررسی رابطه بین تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره شرکتها و عملکرد مالی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داد.

۳) برای افزایش اعتبار و روایی تحقیقات مشابه، پیشنهاد می شود تحقیقی مشابه این تحقیق، با اضافه کردن سوالات دیگر به این پرسشنامه و همچنین با استفاده از روشهای آماری دیگر، بر روی سرمایه گذاران نهادی، انجام شود.

فهرست منابع:

۱) آذر، عادل و مومنی، منصور، ۱۳۸۴ «آمار و کاربرد آن در مدیریت» جلد دوم، تهران، سمت.

- ۲) اصلانی، عظیم، ۱۳۸۵ «حاکمیت شرکتی و روش های تامین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله مقطع دکتری رشته مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۳) الوانی، سیدمهدی، بهار ۱۳۸۱ «نظریه خادمت و عاملیت»، ماهنامه فرآیند مدیریت و توسعه، شماره ۵۵.
- ۴) بزرگ اصل، موسی، ۱۳۸۲ «پشت پرده سقوط انرون و پیامدهای آن بر حرفه حسابداری»، مجله حسابرس، شماره ۲۰.
- ۵) پور زمانی، زهرا، ۱۳۸۵ «حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکتهای»، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۶) «پیشنهاداتی برای پژوهشهای آتی» زمستان ۱۳۸۴، فصلنامه تحلیلی حسابدار رسمی ایران،
- ۷) تختائی، نصراله، ۱۳۸۵ «ارزیابی ارتباط مرتبط بودن اطلاعات مالی با رفتار سرمایه گذاران هنگام خرید و فروش سهام» پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۸) جلیلی، صابر، ۱۳۸۴ «ارزیابی میزان اتکاء معامله گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری در تصمیمات سرمایه گذاری» پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۹) حساس یگانه، یحیی، فروردین ۱۳۸۵ «سیستمهای حاکمیت شرکتی»، ماهنامه پیام فردا، شماره ۶۵.
- ۱۰) حساس یگانه، یحیی، اردیبهشت ۱۳۸۵ «تأثیر حاکمیت شرکتی در گسترش بازار سرمایه»، ماهنامه حسابدار، انجمن حسابداران خبره ایران.
- ۱۱) حساس یگانه، یحیی، خرداد ۱۳۸۵ «حاکمیت شرکتی»، ماهنامه تازه های جهان بیمه، شماره ۹۶.
- ۱۲) دلاور، علی، ۱۳۸۴ «مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی»، تهران، رشد.

- ۱۳) سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (۲۰۰۴)، ۱۳۸۵ «اصول حاکمیت شرکتی» ترجمه مهسا رهبری خرازی، تهران، شرکت اطلاع رسانی بورس.
- ۱۴) نامه اتاق بازرگانی، ۱۳۸۲ «حاکمیت شرکتی» نشریه اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران، شماره ۷.
- ۱۵) یحیی زاده فر، محمود، ۱۳۸۵ «نقش اطلاعات مالی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران.
- 16) Ajzen and Fishbein (1980). Understanding attitudes and predicting social behavior.
- 17) Anonymous (1999). Transparency. Quarterly Review of Doublespeak, ProQuest database.
- 18) Chiang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. Journal of American Academy of Business.
- 19) Clarkson, M.B.E., (1994). A risk based model of stakeholder theory, The Center for Corporate Social Performance and Ethics, ProQuest database.
- 20) Corporate Governance: An International Review, Blackwood, Oxford, vol. 5, Forthcoming, October, 1997.
- 21) Donaldson, L., and Davis (1991). Stewardship Theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. Australian Journal of Management.
- 22) Hawley and Williams (1996). Corporate governance in the United States, School of Economics and Business Administration.
- 23) Hsiu-Jen Fu (2006). Effects of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market, Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy, ProQuest database.
- 24) Jamaika & Taiwan (2002). Best practice corporate governance.
- 25) Lashgari, M. (2004). Corporate governance: theory and practice. Journal of American Academy of Business.

- 26) Luoma and Goodstein (1999).Stakeholder and corporate board .Academy of Management Journal.
- 27) Shann Turnbull.Corporate Governance: Its scope, concerns and theories.
- 28) Young, B (2003).Corporate governance and firm performance:Is there a relationship? Business Journal Online.