

## بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

حسنعلی سینایی<sup>۱</sup>، عبدالله داودی<sup>۲</sup>

۱. استادیار مدیریت مالی دانشگاه شهید چمران اهواز، ایران

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۳/۲۳، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۱۰/۷)

### چکیده

این پژوهش به سنجش رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به منظور بیان شرایط مناسب برای بهبود عملکرد و سلامت معاملات در بازار بورس کشور انجام شده است. در دهه گذشته شفافیت بازارهای مالی به عنوان یکی از موثرترین متغیرها بر تعیین استراتژی سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مطرح بوده است. به همین دلیل پژوهش حاضر به بررسی ادراکات از شفافیت در بین سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. تحقیق با استفاده از پرسش‌نامه انجام گرفته است و برای آزمون فرضیات از نرم افزار SPSS و آزمون‌های همبستگی، مقایسه زوج‌ها و تحلیل عاملی یک‌طرفه استفاده شده است. تحقیق حاضر دارای سه فرضیه است و تمامی این فرضیات در سطح ۹۵ درصد مورد آزمون قرار گرفته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که هر سه بُعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی و شفافیت ساختار مالکیت و شفافیت ساختار هیئت مدیره بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تأثیرگذار است البته سرمایه‌گذاران بیش از هر چیز به افشای اطلاعات مالی اهمیت می‌دهند. همچنین نتیجه‌گیری شد که ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی آنها متفاوت است.

واژه‌های کلیدی: ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، افشای اطلاعات مالی، حاکمیت شرکتی، رفتار سرمایه‌گذار (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری)

### مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی، نیازمند تخصیص و تجهیز بهینه منابع در سطح ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان‌پذیر نیست. کارکرد مناسب بازار سرمایه می‌تواند کارایی، سرمایه‌گذاری و رشد را افزایش داده [۸] و هم‌چنین قادر است از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌های فیزیکی حداقل در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد [۷]. به این دلیل هر چه شفافیت اطلاعات (که یکی از عوامل مهم در کارایی بازار است) بیشتر باشد به همان اندازه این نقش بهتر ایفا خواهد شد. موضوع افشای اطلاعات به نحو مناسب، جامع و کامل در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها در تصمیم‌گیری تعداد زیادی از افراد جامعه، به‌خصوص سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه متاثر است. [۸]. با توجه به کارکرد بازارهای مالی و اقتصاد ملی از قبیل تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی، تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی، لزوم توجه به عواملی که می‌توانند بر احتمال مشارکت افراد در بازار سرمایه تاثیر بگذارند ضروری به نظر می‌رسد [۵].

### بیان مسئله

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تاثیر خود 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. این مسئله مهم باعث می‌شود زمانی که اطلاعاتی تازه منتشر می‌شود شرکت‌کنندگان در بازار به آنها واکنش نشان داده و موجب تغییرات و نوسانات قیمت اوراق بهادار و حجم مبادلات می‌شود. در صورتیکه اطلاعات محرمانه و ناهمگون منتشر گردد واکنش‌های متفاوتی را در بازارهای مالی مشاهده خواهیم کرد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت.

در دهه گذشته، بازارهای مالی ملی و بین‌المللی دچار بحران‌های مالی فراوانی شده‌اند. یک دلیل برای وجود این بحران‌ها عدم وجود اطلاعات مالی شفاف و کافی است [۱۹]. در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف‌سازی اطلاعات در استراتژی‌های خود توجه دارند. فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آنها، امروزه تبدیل به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی شده است [۶].

با توجه به مطالب گفته شده، در این مقاله درصدد آن هستیم که به بررسی ارتباط بین ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری) در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

### شفاف‌سازی اطلاعات مالی

شفافیت عبارت است از "افزایش جریان به موقع و قابل اتکا اطلاعات اقتصادی، مالی، اجتماعی و سیاسی که در دسترس همه ذی‌نفعان مربوط باشد" [۲۰]. هم‌چنین ویشوانث و کافمن (۱۹۹۹) عدم شفافیت را به عنوان "ممانعت عمدی از دسترسی به اطلاعات، رایه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات رایه شده" تعریف کرده‌اند [۲۰]. یکی از محققین شفاف‌سازی را بدین صورت تعریف می‌کند: "لغو کردن پوشیدگی و رازداری، و پوشیدگی و رازداری عبارتست از تلاش برای مخفی کردن بعضی از رفتارها و فعالیت‌ها برای اینکه گروه یا افرادی خاص از این پوشش منتفع شوند" [۱۴].

### افشای اطلاعات مالی

ویشوانث و کافمن (۲۰۰۱) مدلی را برای اندازه‌گیری افشای اطلاعات مالی رایه کردند. آنها سه معیار را برای شفاف بودن اطلاعات عنوان کردند. ۱- دسترسی یا در دست بودن اطلاعات، ۲- مربوط بودن، ۳- کیفیت و قابلیت اعتماد.

دسترسی، بر وسایل ارتباطی شرکت برای رایه اطلاعات مالی توجه دارد. محدودیتی که در اندازه‌گیری این معیار وجود دارد عبارتست از فقدان آموزش یا دانش استفاده-کنندگان اطلاعات 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. کیفیت و قابلیت اعتماد 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 [۲۰].

### شفاف‌سازی اطلاعات مالی و حاکمیت شرکتی

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 آنان در برابر سوء استفاده مدیران اجرایی و سهامداران اکثریت محافظت می‌شود [۱۴]. از یک دید محدود، حاکمیت شرکتی را صرفاً در رابطه شرکت و سهامداران تعریف می‌نمایند و در طیفی گسترده‌تر این مفهوم به صورت شبکه‌ای از روابط تعریف می‌گردد و تمام ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و ... را در بر می‌گیرد [۲].

فریمن پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده‌ای از ذی‌نفعان طرح کرد [۱۲]. هیل و جونز (۱۹۹۲) از نظریه‌های موجود درباره این تئوری استفاده کرده و بیان می‌کنند که شرکت تنها متعلق به سهامداران نیست بلکه متعلق به همه ذی‌نفعان نیز هست و این ذی‌نفعان نیز احساس نوعی علاقه و مسئولیت نسبت به شرکت دارند و آنها با شوق و از روی رغبت با اعضاء هیئت مدیره در جهت بهبود عملکرد شرکت هم سو و سهیم می‌شوند [۱۳]. برای توضیح بیشتر درباره این تئوری، کلارکسون (۱۹۹۴) بیان می‌کند که: "شرکت سیستمی از ذی‌نفعان است که در زیر مجموعه سیستم بزرگ‌تر از گروه اجتماعی، قوانین لازم و زیرساخت بازار را برای فعالیت‌های شرکت مهیا می‌کنند. وی حتی بیان می‌کند که هدف شرکت ایجاد ثروت و یا ارزش فقط برای سهامداران نیست بلکه هدف ایجاد ارزش برای همه ذی‌نفعان خود است [۹]."

### شفافیت اطلاعاتی و کارایی بازار اوراق بهادار

جکسون تئوری کارایی بازار سرمایه را بسط داده و این تئوری را برای دو گروه متفاوت از افراد تقسیم می‌کند. گروه اول شامل کارشناسان بازار سرمایه می‌شود. این گروه اغلب می‌توانند مزایایی که به وسیله اطلاعات کامل مالی که بر پایه پیشینه آموزش خود فراهم می‌کنند، داشته باشند. گروه دوم شامل «مدل بازار» یا همان متوسط سرمایه‌گذاران می‌باشد. 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 نظریات فنی تحلیل گران بازار استفاده می کنند [۱۵].

### شفافیت اطلاعاتی و مسئولیت اجتماعی

جکسون مدلی را ارائه کرد که اثر تصمیمات سرمایه گذار بر عملکرد شرکت را با توجه به دو جنبه قراردادهای بیرونی و درونی توضیح می دهد. قراردادهای بیرونی شامل فعالیت های حمایتی، حفاظتی و قوانینی هستند که شرکت ها را ملزم به افشای اطلاعات می کنند. این قراردادهای سرمایه گذاران را قادر می سازد تا اطلاعات کاملی را برای ارزیابی موقعیت های سرمایه گذاری و توسعه استراتژی های خود در دست داشته باشند. قراردادهای درونی نیز شامل فراهم آوردن آموزش برای کسانی است که می خواهند از اطلاعات مالی شرکت استفاده کنند [۱۵].

همان گونه که ملاحظه می شود موضوع بررسی از بعد تصمیم گیری و رفتار سرمایه گذاران و تأثیر بر عملکرد بازارهای اوراق بهادار از اهمیت ویژه برخوردار است که با رویکردهای مختلف و در نظریه های متفاوت نظیر بازار کار<sup>۱</sup> و حاکمیت شرکتی<sup>۲</sup> و مسئولیت اجتماعی<sup>۳</sup> مطرح شده است.

### مروری بر تحقیقات انجام شده

نگارنده تاکنون تحقیقی در این زمینه در کشور و به خصوص در بازار سرمایه مشاهده نکرده است ولیکن برخی از تحقیقاتی که در خارج از کشور انجام شده است، به شرح زیر است:

هیسو در تحقیقی با عنوان "اثر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تایوان" به بررسی نقش ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی در افزایش میزان سرمایه گذاری در بازار بورس پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری در ادراک سرمایه گذاران بورس از ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار آنها وجود دارد. و از میان ابعاد شفاف سازی، شفافیت ساختار مالکیت بیشترین تأثیر را

---

1. Efficient market  
2. Corporate governance  
3. Social responsibility

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 نیز رابطه‌ای مثبت و معناداری است.

یکی از محققین در یک بررسی با عنوان "مطالعه تجربی از حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت" به مسئله شفافیت اطلاعات مالی و تئوری علامت‌دهی در کشور تایوان پرداخته است. وی برای اندازه‌گیری سطح شفافیت اطلاعات، از معیارهای سنجش شفافیت S&P استفاده کرد. تعبیر چنانگ از یافته‌های تحقیق حاکی از این بود که شفاف‌سازی مالی یک شرکت رابطه مستقیمی با عملکرد اجرایی شرکت دارد. وی دریافت که حاکمیت شرکتی مناسب با عملکرد آن شرکت رابطه مثبت معناداری دارد. نکته در اینجا است که بهبود سیستم مدیریتی یک شرکت به بهبود عملکرد آن شرکت منتج می‌شود و افراد ناظر می‌توانند به اطلاعاتی که توسط مدیران شرکت ارائه شده، اعتماد کنند و در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسبی اتخاذ کنند [۸].

تحقیقی دیگر اثر تجربه حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی در مالزی انجام داده است. محقق به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت پرداخته است. نتایج یافته‌های وی نشان داده که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی اثر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. هم‌چنین کیفیت مناسب راهبری شرکتی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران خارجی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند، به بیانیه‌های مالی شرکت اعتماد بیشتری داشته باشند [۱۶].

در تحقیقی دیگر با عنوان "سهامداران آمریکایی و ژاپنی چگونه اطلاعات را پردازش می‌کنند و با توجه به انتظاراتشان از آینده چگونه رفتار می‌کنند؟" به بررسی کارایی بازار سرمایه و اثر آن بر انتظارات سهامداران پرداخت. نتایج تحقیقات نشان داد که انتظارات سهامداران در بازارهای کارا بیشتر است و در بازارهای با کارایی بالاتر سهامداران به ارائه اطلاعات بیشتر از شرکت توجه بیشتری دارند و با توجه به این اطلاعات تصمیمات استراتژی سرمایه‌گذاری خود را تعیین می‌کنند [۱۱].

دو محقق تحت عنوان "دیدگاه تئوری ذی‌نفعان به عملکرد سازمانی و اثر تکنولوژی ارتباطی-اطلاعاتی: مفهوم‌سازی و تست مدل" به بررسی رابطه بین تکنولوژی ارتباطات و اطلاعات و اثر آن بر عملکرد مالی و غیرمالی شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد

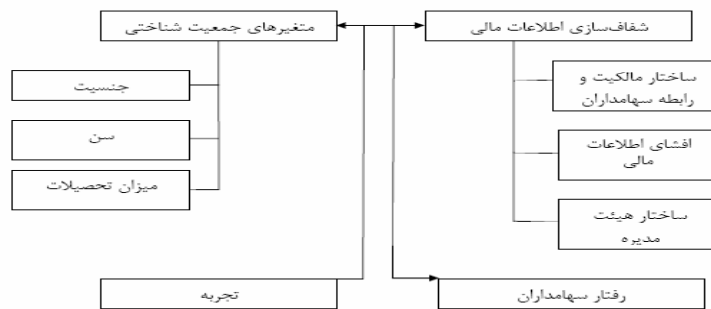
که رابطه مثبتی بین تکنولوژی ارتباطی-اطلاعاتی شرکت و عملکرد مالی و غیر مالی شرکت وجود دارد. با توجه به این نتیجه، شرکت‌هایی که به بهترین نحو می‌توانند اطلاعات لازم را به دست آورده و اطلاعات لازم را به سهامداران برسانند، عملکرد مالی بهتری دارند. این موضوع حاکی از گرایش و رفتار سرمایه‌گذاران است [۱۰].

دو محقق دیگر در یک بررسی با عنوان "حاکمیت شرکت و کارایی هیئت‌مدیره در صنعت ناوگان دریایی" به دنبال اثر عملکردی ساختار هیئت‌مدیره بر شرکت بودند. نتایج تحقیقات آنها بدین صورت بود که استقلال هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌های مورد بررسی رابطه مثبت معناداری دارد. عملکرد مثبت هیئت‌مدیره نیز با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری دارد. آنها چنین نتیجه‌گیری کردند که استقلال در هیئت‌مدیره به اعتماد افراد بیرونی خواهد افزود و آنها به بیانیه‌های مالی آن شرکت‌ها اعتماد بیشتری دارند و در تصمیمات خود و در سرمایه‌گذاری به این موضوع توجه ویژه داشته‌اند [۱۷].

تحقیقی با عنوان "بهبود حاکمیت شرکت: نقش افشاسازی کمیته حسابرسی" به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی و عملکرد کمیته حسابرسی و اثر حاکمیت شرکتی مناسب بر عملکرد مالی و اعتماد سرمایه‌گذار پرداخته است. تعبیر آنها از یافته‌های تحقیق این بود که عملکرد کمیته حسابرسی رابطه مثبت معناداری با حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات مالی دارد. نکته ضمنی این است که بهبود حاکمیت شرکتی می‌تواند منجر به عملکرد مناسب شرکت شود و ناظران بیرونی در معاملات خود (تصمیمات سرمایه‌گذاری) اعتماد بیشتری به گزارشات مالی دارند [۱۸].

### مدل مفهومی تحقیق

برای انجام تحقیقات علمی و نظام‌مند، چارچوبی علمی و نظری مورد نیاز است که اصطلاحاً مدل مفهومی نامیده می‌شود. با توجه به اینکه مدل ارائه شده توسط هیسو در برگیرنده تمامی متغیرهای مورد بررسی این پژوهش است، لذا مدل مذکور در انجام این پژوهش استفاده شده که در (نمودار ۱) آمده است.



نمودار ۱. مدل مفهومی تحقیق

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی سه بعد مد نظر است که عبارتند از ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، افشای اطلاعات مالی و ساختار هیئت مدیره که همراه با متغیرهای جمعیت شناختی مورد بررسی قرار می‌گیرند.

### فرضیات تحقیق

در این تحقیق سه فرضیه به صورت زیر تنظیم شده است که مورد آزمون قرار خواهند گرفت:

۱. بین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیئت‌مدیره) و رفتار آنها در بورس اوراق بهادار تهران (TSE) رابطه وجود دارد.
۲. تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیئت‌مدیره) با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی آنها (جنسیت، سن و میزان تحصیلات) وجود دارد.
۳. تفاوت معناداری در رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران با توجه به تجربه متفاوت آنها در سرمایه‌گذاری در بورس وجود دارد.



### تعریف متغیرها

#### شفاف سازی اطلاعات مالی

معیارهای اندازه گیری در استاندارد اند پورز (S&P) در ۵ دسته طبقه بندی می شوند که عبارتند از شفاف سازی در ساختار مالکیت، روابط سرمایه گذاران، شفافیت مالی، افشای اطلاعات و ساختار هیئت مدیره [۸]. با توجه به معیارها، شفافیت عبارتست از اعتماد سرمایه گذار به بیانیه های مالی شرکتها در بازار سرمایه. در تحقیق حاضر این ۵ معیار در سه بعد بررسی می شوند.

#### ۱. ساختار مالکیت و روابط سرمایه گذاران

عبارتست از شناسایی ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران در هنگام سرمایه گذاری در یک شرکت و یا در هنگام تصمیم گیریهای کلان شرکت، خصوصاً شناسایی سهامداران عمده، این متغیر براساس وجود اطلاعات کافی از ساختار سرمایه گذاران به خصوص سهامداران عمده در جلسات مجمع، سایت شرکت و یا بیانیه های شرکت سنجیده می شود [۸].

#### ۲. افشاء اطلاعات مالی

عبارتست از وجود اطلاعات مالی کافی و به هنگام در مورد فعالیت های شرکت [۸].

#### ۳. شفافیت ساختار هیئت مدیره

مجموع معیارهای شفاف سازی ساختار هیئت مدیره در یک شرکت است که براساس اسنجام اکثریت اعضاء هیئت مدیره، تجارب و تخصص آنها سنجیده می شود [۸]. تجربه سرمایه گذاری: میزان سالهایی است که سرمایه گذار به عنوان مالک و سهامدار شرکت های پذیرفته شده در بورس فعالیت نموده و براساس سنوات دریافت سود اندازه گیری می شود [۱۴].

متغیرهای جمعیت شناختی: این متغیرها شامل سن، جنسیت و میزان تحصیلات سهامداران می باشد.

رفتار سرمایه گذاران: شامل خرید، فروش و یا خروج از بورس می باشد.

### گردآوری داده‌ها

ابزار به کار گرفته شده در این پژوهش پرسش‌نامه‌ای دو بخشی است که توسط هیسو ارایه شده است. در این تحقیق شفاف‌سازی اطلاعات مالی از سه بعد تشکیل شده است که عبارتند از الف) شفافیت ساختار مالکیت، ب) افشای اطلاعات مالی، پ) شفافیت ساختار هیئت مدیره. بخش اول پرسش‌نامه تحقیق شامل ابزار سنجش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و هم‌چنین رفتار سرمایه‌گذاران است. از پاسخگویان خواسته شده تا ادراک خود را از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار خود در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس طیف لیکرت از کاملاً موافق تا کاملاً مخالف تنها با انتخاب یک سوال، نشان دهند. بخش دوم هم شامل سوالاتی در خصوص مسایل جمعیت شناختی سرمایه‌گذاران از جمله جنسیت، سن، تحصیلات و هم‌چنین میزان تجربه سرمایه‌گذاری آنها در بورس است.

### اعتبار پرسش‌نامه

روایی یا اعتبار به این سؤال پاسخ می‌دهد که ابزار اندازه‌گیری تا چه حد خصیصه مورد نظر را می‌سنجد [۱]. یکی از این روش‌ها تعیین اعتبار صوری است و به این دلیل که همین پرسش‌نامه به وسیله محقق دیگری (هیسو) مورد استفاده قرار گرفته و پایایی و روایی آن یک بار مورد بررسی قرار گرفته صرفاً اعتبار صوری مورد بررسی مجدد قرار گرفت و بدین ترتیب که نمونه پرسش‌نامه در اختیار اساتید دانشگاهی متخصص در علوم مالی و سرمایه‌گذاری، قرار گرفت که در رابطه با میزان درستی و شفافیت سؤالات پرسش‌نامه، ابراز نظر کنند که نهایتاً آنها اعتبار پرسش‌نامه را تایید کردند. برخی از صاحب‌نظران این نوع تعیین اعتبار را کافی می‌دانند [۳].

### پایایی پرسش‌نامه

یکی از روش‌های محاسبه قابلیت اعتماد، استفاده از آلفای کرونباخ است. این روش برای محاسبه هماهنگی درونی ابزار اندازه‌گیری از جمله پرسش‌نامه به کار می‌رود [۱]. مقدار آلفای محاسبه شده مربوط به هر متغیر و آلفای کل در نگاره ۱ آمده است.

نگاره ۱. نتایج محاسبه ضریب آلفا

عوامل پرسش نامه	شفافیت ساختار مالکیت	افشای اطلاعات مالی	شفافیت ساختار هیئت مدیره	رفتار سرمایه گذاران	میانگین کل عوامل
آلفای کروناخ	۰.۷۱	۰.۷۱	۰.۸۵	۰.۷۹	۰.۸۸

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل سهامداران و سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران است. البته در این تحقیق افراد زیر ۱۸ سال به شمار نمی آیند چرا که سرمایه گذاری این افراد معمولاً توسط شخص ثالثی انجام می گیرد. از آن جا که جامعه آماری نامحدود بوده از این رو، به دست آوردن حجم نمونه از رابطه زیر استفاده شد:

$$n = \frac{z_{\alpha}^2 \cdot p(1-p)}{\epsilon^2}$$

نسبت موفقیت (p) ۰/۵ در نظر گرفته شد که از قرار دادن آن در فرمول فوق در سطح اطمینان (α) ۹۵ درصد و ضریب خطا (ε) ۰/۰۶، حجم نمونه ۲۶۶ به دست آمد، لیکن از آنجا که احتمال می رفت برخی از پرسش نامه ها برگردانده نشود ۳۲۰ پرسش نامه توزیع شد که نهایتاً ۲۷۳ پرسش نامه جمع آوری و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

### نمونه گیری

نمونه گیری مورد استفاده روش نمونه گیری در دسترس است. نمونه گیری داوطلبانه (در دسترس) از یک جامعه وسیع در یک تحقیق پیمایشی که بر آزمودنی متکی است امکان پذیر است [۴].

### تجزیه و تحلیل داده ها

ابتدا از آمار توصیفی (برخی از نتایج در نگاره ۲ آورده شده است) به منظور بررسی خصوصیات و ویژگی های نمونه آماری و از آمار استنباطی (تحلیل همبستگی، ضریب همبستگی پیرسون، آزمون معنا داری ضریب همبستگی، آزمون مقایسه زوج ها و آزمون تحلیل عاملی یک طرفه) برای تجزیه و تحلیل پرسش نامه ها استفاده شده است.

## نگاره ۲. نتایج آمار توصیفی

درصد	تعداد	شرح ویژگی‌ها
٪۸۱	۲۲۱	مرد
٪۱۹	۵۲	زن
٪۳۹.۹	۱۰۹	کمتر از ۳۰
٪۴۰.۲	۱۱۰	بین ۳۰ تا ۴۵
٪۱۳.۹	۳۸	بین ۴۵ تا ۶۰
٪۶	۱۶	بیشتر از ۶۰
٪۱۲	۳۳	زیر دیپلم
٪۳۰.۴	۸۳	دیپلم
٪۲۰.۵	۵۶	کاردانی
٪۲۶/۴	۷۲	کارشناسی
٪۱۰.۷	۲۹	کارشناسی ارشد و بالاتر

فرضیه ۱: بین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیئت‌مدیره) و رفتار آنها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

## نگاره ۳. ضریب همبستگی 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	۰.۳۵۵	۰.۰۰۰	۰.۰۵	رد $H_0$
ادراک از افشای اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران	۰.۳۵۷	۰.۰۰۰	۰.۰۵	رد $H_0$
ادراک از شفافیت ساختار هیئت‌مدیره و رفتار سرمایه‌گذاران	۰.۱۲۲	۰.۰۴۳	۰.۰۵	رد $H_0$

در این بخش برای بررسی ارتباط بین ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران از ضریب پیرسون استفاده می‌شود. در نگاره فوق ضریب همبستگی ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران محاسبه شده است. با توجه به ستون اول در نگاره می‌توان گفت که میان ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌دار وجود دارد. هم‌چنین از میان این سه بعد، افشای اطلاعات مالی دارای بیشترین اهمیت است. در تحقیقات مشابه، هیسو نتیجه گرفت که بین

هر سه بُعد شفافیت اطلاعات مالی (شفافیت ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفافیت ساختار هیئت مدیره) با رفتار سرمایه گذاران رابطه وجود دارد. چنانکه نیز دریافت که شفافیت مالی شرکت رابطه مستقیمی با عملکرد شرکت و علاقه سرمایه گذار دارد [۴]. فرضیه ۲: تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران از ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی (ساختار مالکیت، شفافیت مالی و ساختار هیئت مدیره) و متغیرهای جمعیت شناختی آنها (جنسیت، سن و میزان تحصیلات) وجود دارد.

۱. آزمون تفاوت بین متغیر ادراک سرمایه گذار از ابعاد شفاف سازی و جنسیت:

نگاره ۴. میزان آماره t برای آزمون تفاوت بین ابعاد شفاف سازی و متغیر جنسیت

متغیرها	آماره t	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
شفاف سازی ساختار مالکیت و جنسیت	-۲.۲۷	۰.۰۲۴	۰.۰۵	رد $H_0$
افشای اطلاعات مالی و جنسیت	-۱.۹۹۷	۰.۰۴۹	۰.۰۵	رد $H_0$
شفاف سازی ساختار هیئت مدیره و جنسیت	-۰.۴۷۸	۰.۶۲۷	۰.۰۵	پذیرش $H_0$

در این بخش به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفاف سازی مالی با توجه به جنسیت آنها با استفاده از آزمون مقایسه زوج ها پرداختیم. در نگاره فوق آماره t برای متغیرهای فرضیه محاسبه شده است. با توجه به ستون اول در نگاره می توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه گذاران زن و مرد از شفافیت ساختار مالکیت در بازار بورس تهران وجود دارد. هم چنین این نتیجه حاصل می شود که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه گذاران زن و مرد از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس تهران وجود دارد. در ضمن می توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه گذاران زن و مرد از شفافیت ساختار هیئت مدیره شرکت ها در بازار بورس تهران وجود ندارد. نتایج این تحقیق در این زمینه برخلاف تحقیق مشابه آقای هیسو است.

۲. آزمون تفاوت بین متغیر ادراک سرمایه گذار از ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی و سن سرمایه گذار:

## نگاره 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	۲.۵۰۳	۰.۰۶	۰.۰۵	رد $H_0$
افشای اطلاعات مالی و سن سرمایه‌گذار	۹.۳۳	۰.۰۰۰	۰.۰۵	پذیرش $H_0$
شفافیت ساختار هیئت مدیره و سن سرمایه‌گذار	۳.۶۲	۰.۰۱	۰.۰۵	پذیرش $H_0$

در این بخش به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی با توجه به سن آنها با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یک‌گروهی پرداختیم. در نگاره فوق آماره F برای متغیرهای این فرضیه محاسبه شده است. با توجه به ستون اول در نگاره می‌توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از شفافیت ساختار مالکیت در بازار بورس تهران وجود ندارد. هم‌چنین می‌توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس تهران وجود دارد. در ضمن این نتیجه حاصل شد که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از شفافیت ساختار هیئت مدیره در بازار بورس تهران وجود دارد. نتایج این تحقیق در این زمینه بر خلاف تحقیق مشابه آقای هیسو می‌باشد که وی نشان داد که ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف سنی از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی متفاوت است.

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

## نگاره 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	۲.۹۰۴	۰.۰۲	۰.۰۵	رد $H_0$
شفافیت افشای اطلاعات مالی و تحصیلات سرمایه‌گذار	۴.۳۳۷	۰.۰۰۰	۰.۰۵	رد $H_0$
شفافیت ساختار هیئت مدیره و تحصیلات سرمایه‌گذار	۷.۴۵۶	۰.۰۰۰	۰.۰۵	رد $H_0$

در این بخش به بررسی تفاوت در ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی با توجه به تحصیلات آنها با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یک‌گروهی پرداختیم. در نگاره فوق آماره F برای این متغیرها محاسبه شده است. با توجه به ستون اول در نگاره می‌توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران گروه‌های مختلف تحصیلی از

شفافیت ساختار مالکیت در بازار بورس تهران وجود دارد. در ضمن می توان گفت که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه گذاران گروه های مختلف تحصیلی از افشای اطلاعات مالی در بازار بورس تهران وجود دارد. هم چنین چنین نتیجه گرفتیم که تفاوت معناداری در ادراک سرمایه گذاران گروه های مختلف تحصیلی از شفافیت ساختار هیئت مدیره در بازار بورس تهران وجود دارد. نتایج این آزمون همانند نتایج تحقیق مشابه آقای هیسو می باشد. آزمون فرضیه ۳: تفاوت معناداری در رفتار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران با توجه به تجربه متفاوت آنها در سرمایه گذاری در بورس وجود دارد.

نگاره ۷. میزان آماره F برای آزمون تفاوت بین رفتار سرمایه گذار و تجربه وی

متغیرها	آماره F	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
رفتار سرمایه گذاران و تجربه	۳.۴۲۴	۰.۰۰۳	۰.۰۵	رد H0

در این بخش به بررسی تفاوت در رفتار سرمایه گذاران در بازار بورس با توجه به تجربه متفاوت آنها در سرمایه گذاری در بورس با استفاده از آزمون تحلیل عاملی یکرجه پرداختیم. در نگاره فوق آماره F برای دو متغیر فوق محاسبه شده است. با توجه به ستون اول در نگاره می توان گفت که تفاوت معناداری در رفتار سرمایه گذاران با توجه به تجربه آنها در سرمایه گذاری در بورس وجود دارد. در تحقیق مشابه نیز آقای هیسو به نتایج مشابهی دست یافت.

### نتیجه گیری و پیشنهادات

نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین هر سه معیار شفاف سازی ساختار مالکیت و افشای اطلاعات مالی و شفاف سازی ساختار هیئت مدیره با متغیر وابسته رفتار سرمایه گذار رابطه معناداری وجود دارد. برداشت نگارنده این است که پاسخگویان به صورت نظری از اهمیت این ابعاد آگاه هستند خصوصاً اینکه این پاسخگویان از میان فعالان و حاضران در محل بورس بوده است. این واقعیت که ساختار مالکیت در شرکت های بورسی یعنی اینکه تا چه میزان مالکین عمده یا مالکین پراکنده هستند از اهمیت برخوردار است و به همین دلیل انسجام و عدم انسجام هیئت مدیره که نتیجه ساختار مالکیت است نیز حایز اهمیت بوده و نزد سرمایه گذاران در بورس مورد توجه است. هم چنین وجود اطلاعات به هنگام

دقیق و صحیح که مورد آزمون قرار گرفته حاکی است که سرمایه‌گذاران به آنها بهای لازم را می‌دهند. ولیکن به نظر نگارنده توجه به کیفیت اطلاعات از نظر روش‌های حسابداری و ضرورت تحلیل این اطلاعات برای پاسخگویان به صورت کامل و گسترده مقدور نبوده و لذا ملاحظه می‌شود که ضرایب همبستگی قوی نیستند و همین موضوع نشان می‌دهد ضرورت دارد که به موضوع اطلاعات و کیفیت اطلاعات و تحلیل آنها توجه بیش از پیش به عمل آید. هم‌چنین مشخص گردید که ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد سه‌گانه یاد شده با توجه به مشخصات جمعیت شناختی آنها متفاوت است. به عبارت دیگر افراد با تحصیلات و گروه‌های سنی متفاوت دارای تحلیل‌های متفاوتی از اطلاعات و بیان‌های مالی شرکت هستند به‌علاوه این بررسی نشان می‌دهد که مردان نسبت به زنان در هر سه مورد ابعاد شفاف‌سازی ادراک و توجه بیشتری داشته‌اند. هم‌چنین مشخص گردید که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس با توجه به تجارب آنها کاملاً متفاوت است. زیرا تجربه به آنها کمک می‌کند که تحلیل‌های عمیق‌تر و دقیق‌تر و بهتری از اطلاعات منتشره به‌دست آورند. به‌علاوه آنها به اهمیت اطلاعات بیشتر واقف بوده و لذا درک بهتری از اطلاعات دارند.

به‌عنوان پیشنهاد و در مجموع می‌توان گفت در شرایط فعلی اگر به قوانین جاری که در مورد شفاف‌سازی است توجه و بهای بیشتری داده شود و با سرعت بیشتر به اجرایی شدن قوانین موجود اقدام گردد و هم‌چنین ما شاهد بهبود وضعیت خواهیم بود در صورتیکه ارتباط با بورس‌های منطقه فراهم گردد دانش و تجربه سایر کشورها در این زمینه منتقل شده و شرکت‌های ایرانی در محک تحلیل و ارزیابی اطلاعاتی خارج از کشور نیز قرار خواهند گرفت و این موضوع می‌تواند به بهبود شفافیت اطلاعاتی و هم‌چنین حاکمیت شرکتی و کارایی بازار تأثیر بسزایی داشته باشد.



### منابع

۱. بازرگان عباس، سرمد زهره (۱۳۷۷). روش تحقیق در علوم رفتاری. تهران: نشر آگاه.
۲. حساس یگانه یحیی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. فصلنامه حسابرسان، شماره ۳۲، صص ۳۳-۳۹.
۳. حقیقی محمد، کاملیا احتشامی اکبری (۱۳۸۵). تحلیل رفتار مصرف کننده در اینترنت، فصلنامه دانش مدیریت، شماره ۷۵، صص ۲۳-۴۲.
۴. دلاور علی (۱۳۷۴). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، تهران: انتشارات رشد.
۵. معطوفی علیرضا (۱۳۸۶). نقش متغیرهای مالی بر مشارکت افراد در بازار سرمایه، ماهنامه بورس، شماره ۶۹.
6. Admati A. & Pfleiderer p. (2000). Forcing Firm to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities. *Review of Financial Studies*, 13(3), 479-519.
7. Bencivenga Valeria & Bruce D. Smith (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*.
8. Chiang H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.
9. Clarkson M.B.E. (1994). A Risk Based Model of Stakeholder Theory. The Centre for Corporate Social Performance & Ethics, University of Toronto. Retrieved May 14, 2004.
10. Dimovski V. & Skerlavaj M. (2004). A Stakeholder Theory Approach to Organizational Performance and Influence of Information-Communication Technology: Model Conceptualization and Testing. *Economic and Business Review for Central and South-Eastern Europe*, 6(3), 245-265.
11. Fraser P. (2004). How do U.S and Japanese Investors Process Information, and How do they from their Expectation of Future? Evidence from Quantitative Survey Based Data. *Journal of Asset Management*, 5(2), 77-90.
12. Freeman E, R, (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.

13. Hill C. W. & Jones T. M. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29.
14. Hsiu J. F. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market. *ProQuest Database*, 16(3), 6-22.
15. Jackson H.E.(2003). To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns. *Journal of Corporation Law*, 28(4), 671-689.
16. 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.
17. RandOy T., Down J., & Jensen J. (2003). Corporate Governance and Board Effectiveness in Maritime Firms. *Maritime Economic & Logistic*, 15(1), 40.
18. Rezaee Z. Olibe K. O., & Minmier G. (2003). Improving Corporate Governance: The Role of Audit Committee Disclosures. *Managerial Auditing Journal*, 18(6/7), 530-537.
19. 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.
20. Vishwanath T., & Kaufmann D. (2001). Toward Transparency: New Approaches and their Application to Financial. *The World Bank Research Observer*, 16(1), 41-57.