

تأثیر شفافیت بازارهای مالی بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار رشت)

سید مظفر میربرگ کار^۱، مژده رجبی^۲

^۱ هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت

^۲ کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت

چکیده

با توجه به اهمیت بازار سرمایه و تصمیم‌گیری صحیح سرمایه‌گذاران، مقاله حاضر با هدف «تبیین میزان اثرگذاری ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت بازارهای مالی بر تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس»، صورت پذیرفت. جامعه آماری این پژوهش سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران (نماینده شهر رشت) بود. این پژوهش براساس نوع هدف کاربردی، به لحاظ نوع روش کمی و شیوه توصیفی و از نظر رویکرد استقرایی است. پس از بررسی ادبیات نظری، شاخص‌ها و مؤلفه‌های ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، افشای اطلاعات مالی و ساختار هیئت مدیره به منظور اثبات یا رد فرضیه‌ها در قالب پرسشنامه در اختیار اعضای نمونه قرار گرفت. پس از جمع‌بندی نظرات و تحلیل داده‌ها با استفاده از آزمون‌های همبستگی اسپیرمن، T دو نمونه‌ای مستقل و آنالیز واریانس یکطرفه از طریق نرم‌افزار آماری SPSS، مشخص شد که در ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سطوح مختلف تجربه وجود دارد، همچنین اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سطوح مختلف تجربه در متغیر افشای اطلاعات مالی وجود دارد. لازم به ذکر است که بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، افشای اطلاعات مالی، ساختار هیئت مدیره، تصمیم‌گیری سهامداران

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 و هم‌چنین قادر است از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌های فیزیکی حداقل در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد. به این دلیل هرچه شفافیت اطلاعات (که یکی از عوامل مهم در کارایی بازار است) بیشتر باشد؛ به همان اندازه این نقش بهتر ایفا خواهد شد (Chiang, 2005: 98).

یکی از الزامات رقابت سالم، دسترسی همه مشارکت کنندگان بازار سرمایه به اطلاعات شفاف است، به طوری که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت مؤثر 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 (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۲: ۷۷).

بررسی در پیشینه بازار سهام در ایران نشان می‌دهد که بورس ایران نیز در مقطعی شاهد بحران مالی بوده و وقوع این بحران‌ها عمدتاً به دلیل عدم ارائه گزارشات صحیح توسط شرکت‌ها و به تناسب آن بر هم خوردن رابطه منطقی بین سودآوری و قیمت سهام شرکت‌ها، مشکلات ساختار اقتصادی و خروج دولت از جایگاه نظارتی، بوده است؛ که در مجموع موجب سلب اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران و گرایش آنها به خارج کردن سرمایه از بازار سهام به بخش‌های دیگر گردیده است (دوانی، ۱۳۸۳).

بدیهی است که افرادی که می‌خواهند وارد بازار سرمایه شوند، تصمیم‌گیری‌های خود را با تکیه بر عوامل مختلفی انجام می‌دهند که یکی از مهم‌ترین آنها، اطلاعات موجود و ارائه شده توسط شرکت‌ها است. به طوری که اقتصاددانان، یکی از عوامل مهم کارایی بازار را، شفافیت اطلاعات دانسته‌اند. از سوی دیگر فعالیت افراد در بازار سرمایه، می‌تواند موتور محرک قوی در وضعیت رکود اقتصادی فعلی جامعه ایران باشد؛ از همین رو، باتوجه به باحث مطرح شده، انجام چنین پژوهش‌هایی حول محور کیفیت و کمیت شفافیت اطلاعات و میزان تأثیرگذاری آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از پیش ضروری به نظر می‌رسد.

نتایج این مقاله می‌تواند برای دو گروه افرادی که تمایل به ورود به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه دارند و سهام‌داران کاربرد داشته باشد: به‌گونه‌ای که گروه اول با فهم درست از میزان تأثیرگذاری شفافیت اطلاعات مالی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، می‌توانند راهنمای مشخصی را برای چگونگی فعالیت خود بیابند، درواقع آنان درمی‌یابند که تصمیم‌گیری‌های خود را با در نظر گرفتن چه مواردی اتخاذ کنند. از سوی دیگر، سهام‌داران نیز می‌توانند از نتایج پژوهش در جهت جذب حداکثری سرمایه‌گذاران بهره بگیرند.

مبانی نظری

شفافیت

تعاریف بسیاری از شفافیت ارائه شده است. شفافیت در کتاب لغت آکسفورد به وضعیتی اطلاق شده که درک امری را آسان می‌سازد. در فرهنگ وبستر شفافیت این گونه تعریف شده است: «باز بودن یا گشودگی مؤسسات^۱ (دسترسی آسان به عملیات داخل شرکت)، آشکار بودن مؤسسات (وضوح)، صداقت و قابلیت درک آسان». در این تعریف منظور از باز بودن یا گشودگی مؤسسات، دسترسی آسان به عملیات داخل شرکت، و منظور از آشکار بودن مؤسسات، وضوح اطلاعات است. یکی از محققین شفاف‌سازی را بدین صورت تعریف می‌کند: «لغو کردن پوشیدگی و رازداری، و پوشیدگی و رازداری عبارت است از تلاش برای مخفی کردن بعضی از رفتارها و فعالیت‌ها برای اینکه گروه یا افرادی خاص از این پوشش منتفع شوند» (Hsiu, 2006: 11).

قابلیت دسترسی به اطلاعات

یکی از معیارهای اصلی برای کارایی تصمیمات در تخصیص منابع و رشد اقتصادی در دسترس بودن اطلاعات است. قوانین و مقررات به طور کلی اطمینان می‌دهند که اطلاعات در دسترس همگان قرار دارد، ولی «قابلیت دسترسی» به اطلاعات از ابعاد مهم دستیابی به شفافیت است. شرکت‌ها می‌توانند جریان دسترسی به اطلاعات را تسهیل نمایند. طبق نظریه علامت‌دهی^۲ در صورتی که شرکت‌ها از ارائه اطلاعات درباره عملکردشان خودداری نمایند بازار چنین عملی را به صورت اخبار «بد» تعبیر می‌کند و قیمت سهام آن شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین شرکت‌ها از انگیزه کافی برای انتشار اطلاعات برخوردار هستند. از سوی دیگر اگر تأخیر در ارائه اطلاعات یا محدود کردن دسترسی به اطلاعات مفید دارای منافع مالی باشد شرکت‌ها انگیزه‌ای برای پنهان کردن اطلاعات خواهند داشت و به گفته ویشوانات و کافمن «دسترسی» به اطلاعات به‌عنوان گروگان‌ی برای کسب منافع مالی نگه داشته می‌شود. در چنین شرایطی نیاز به به‌موقع بودن و انتشار منصفانه اطلاعات به نحوی که در دسترس همگان قرار گیرد بوجود می‌آید.

توانایی برقراری ارتباط و وجود جریان ارسال و دریافت اطلاعات

سیستم حسابداری از طریق انواع گزارشات مالی اطلاعاتی را به بازار ارائه می‌دهد. این سیستم را می‌توان به مثابه رسانه‌ای دانست که یک سوی آن فرستنده اطلاعات و سوی دیگر آن گیرنده اطلاعات است. هنگام انتقال اطلاعات از این طریق نیاز به شفافیت تشدید می‌شود. آنچه در این فرآیند ارتباطی مهم است میزان سهمین شدن هر دو گروه در زبانی مشابه برای رمزگذاری، تفسیر و رمز گشایی پیام است. دو طرف فرستنده و گیرنده اطلاعات هر قدر وجوه اشتراک بیشتری در زبان ارسال و دریافت پیام داشته باشند، امکان برقراری ارتباط قابل درک بیشتر می‌شود و این مهم حاصل نمی‌شود مگر اینکه زبان تفسیر و ارسال و دریافت اطلاعات از شفافیت کافی برخوردار باشد. «زبان» در اینجا همان اطلاعات حسابداری است که از طریق گزارش‌دهی مالی به گیرنده ارسال می‌شود. در صورتی که این اطلاعات از شفافیت لازم برخوردار نباشند احتمال اتخاذ تصمیمات نادرست توسط گیرنده اطلاعات افزایش می‌یابد.

^۱. Openness

^۲. Signaling Theory

بازار مالی

با تقسیم کل سیستم اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می‌توان به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پسانداز کنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد. در اقتصاد، بازار مالی به مکانیزی اطلاق می‌شود که امکان خرید و فروش سهام، کالا یا هر محصول قابل تبدیلی را برای مشارکت‌کنندگان با هزینه‌ای پایین فراهم می‌آورد. بازارهای مالی چند صده اخیر رشد قابل توجهی داشته و به‌طور مستمر در حال تکامل و افزایش نقدینگی در جهان است. وظیفه بازارها گردآوری خریداران و فروشندگان علاقه مند به مشارکت در بازار است. در واقع تمامی بازارهای مالی در پی گردآوری سرمایه و برقراری ارتباط بین جویندگان سرمایه (قرض گیرندگان) و دارندگان سرمایه (قرض دهندگان) هستند.

طبقه بندی بازارهای مالی

بازارهای مالی بر پایه معیارهای متفاوتی قابل طبقه‌بندی هستند:

✓ طبقه‌بندی بر اساس نوع دارایی

✓ طبقه‌بندی بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار

✓ طبقه بندی بر اساس سررسید تعهدات مالی

بر اساس نوع دارایی، می‌توان بازار اوراق بهادار را به دسته‌های زیر تقسیم‌بندی کرد:

الف- بازار سهام در این بازار، سهام شرکت‌ها که نشانگر مالکیت دارنده آن در شرکت است، دادوستد می‌شود.

ب - بازار اوراق بدهی بازاری است که در آن ابزارهای با درآمد ثابت (اوراق قرضه) دادوستد می‌شوند.

ج - بازار ابزارهای مشتق بازاری است برای معاملات ابزارهایی مبتنی بر دارایی‌های مالی یا فیزیکی که از آن جمله می‌توان به اختیار معامله و قرارداد آتی اشاره کرد.

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 می‌کنند (Jackson, 2003: 673).

تصمیم‌گیری

سرمایه‌گذاران در بورس تلاش می‌کنند از میان طیف وسیعی از اوراق بهادار، آنهایی را انتخاب کنند که بازده مورد انتظار زیادی دارند. با این حال آنها باید در این انتخاب ریسک را در نظر بگیرند. از این رو برای انتخاب اوراق بهادار ضروری است فرآیند تصمیم در اوراق بهادار شامل تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی طی گردد (فهیمی دوآب، ۱۳۸۴: ۳۵).

اولین مرحله فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران، ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه است. ارزشیابی اوراق بهادار تابعی از خطرپذیری و بازده مورد انتظار آنها است. برای این کار ابتدا باید ویژگیهای اوراق بهادار و عوامل تأثیرگذار بر آنها را شناسایی کرد. در مرحله بعد باید به برآورد و تخمین قیمت یا ارزش اوراق بهادار اقدام نمود. دومین مرحله در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذار تشکیل پرتفوی است. بعد از اینکه اوراق بهادار مورد تحلیل و ارزیابی قرار گرفت، باید پرتفوی انتخاب شود. معنای ساده پرتفوی تعیین ترکیب داراییهای سرمایه گذاری شده توسط سرمایه گذار است. معمولاً سرمایه گذاران در این مرحله تلاش می کنند تا پرتفوی کارا تشکیل دهند. سرمایه گذاران می توانند سبد سهام کارا را به ازای بازده معین از طریق تعیین بازده مورد انتظار برای سبد سهام مشخص و بازده آنها را در این سطح خطرپذیر، حداکثر کنند، به این ترتیب مجموعه سبد سهام کارا، که اصطلاحاً «پرتفوی کارا» نامیده می شود به دست می آید (ودیعی و شکوهی-زاده، ۱۳۹۱: ۱۵۴).

انواع روش های تحلیل سهام در بورس

بطور کلی معامله گران در بازارهای سرمایه از دو روش کلی برای ارزیابی سهام موجود و انتخاب آنها استفاده می کنند که عبارتند از:

تحلیل بنیادی: در تحلیل بنیادی کوشش می شود تا از طریق بررسی وضعیت اقتصادی کلان، صنایع خاص و اوضاع شرکت ها، ارزش ذاتی هر سهم از شرکت ها تعیین شود و از طریق مقایسه آنها با قیمت فعلی، نسبت به ورود یا خروج از سهم تصمیم گیری شود. این نوع تحلیل شامل بررسی عواملی است نظیر وضعیت اقتصاد جهانی، اوضاع سیاسی، بودجه سالانه کشور، وضعیت عرضه و تقاضا در بازارهای مربوط به این صنعت، سهم بازار، قدرت رقابت، دارایی های شرکت، درآمد شرکت، دیون و بدهی ها، مدیران و دست اندرکاران شرکت و نخستین مسئله ای که هر سرمایه گذار در تحلیل بنیادی باید انجام دهد انتخاب صنعت است.

تحلیل تکنیکی: تحلیل تکنیکال پیش بینی تغییرات آینده قیمت سهام براساس رویدادهای گذشته است. فلسفه تحلیل تکنیکی بر سه پایه استوار است،

الف) قیمت سهم نشان دهنده تمام پتانسیل های سهم است. ب) گذشته، چراغ راه آینده است. ج) تاریخ تکرار می شود. این روش مانند تمام روش های پیش بینی امور، از پیش بینی دقیق تغییرات عاجز است، اما بیان می کند که به بالاترین احتمال، چه رخدادهایی در انتظار قیمت سهم خواهد بود. مهمترین ابزار در تحلیل تکنیکال، نمودارهای قیمت هستند (مختاریان، ۱۳۸۳: ۴۷).

چارچوب نظری و مدل مفهومی پژوهش

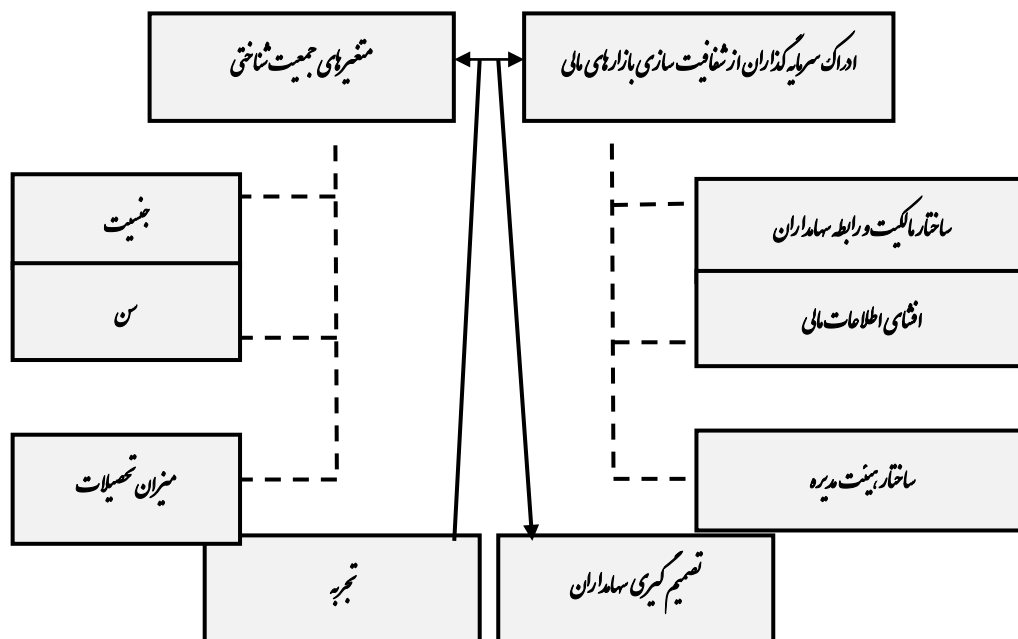
برای انجام تحقیقات علمی و نظام مند، چارچوبی علمی و نظری مورد نیاز است که اصطلاحاً مدل مفهومی نامیده می شود. باتوجه به اینکه مدل ارائه شده توسط هیسو دربرگیرنده تمامی متغیرهای مورد بررسی این پژوهش است، لذا مدل مذکور در انجام این پژوهش مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

همان گونه که در نگاره ، ملاحظه می شود از ابعاد شفافیت اطلاعات مالی، سه بُعد مدنظر است که عبارتند از ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، افشای اطلاعات مالی و ساختار هیئت مدیره که همراه با متغیرهای جمعیت شناختی و میزان تجربه سرمایه-گذاران، در این پژوهش مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

شفافیت در ساختار مالکیت با معیارهای مختلفی اندازه گیری می شود. این معیارها بر مواردی همچون افشای سهامداران براساس ماهیت (حقوقی، حقیقی، دولتی یا خصوصی) تعداد سهام و ارزش سهام منتشر شده، نام و تعداد سهام متعلق به ۱، ۳، ۵ و ۱۰ سهامدار عمده، نام و تعداد سهام متعلق به سهامدارانی که بیش از ۳، ۵ و ۱۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، روابط و درصد مالکیت متقابل سهامداران، وجود تقویم مشخص از جلسات سهامداران، صورتجلسات و خلاصه مذاکرات مجامع، نحوه اطلاع سهامداران از جلسات، تعیین رویه هایی برای ارایه پیشنهاد توسط سهامداران در جلسات، نحوه معرفی مدیران برای شرکت در انتخابات هیأت مدیره، چگونگی پرسش از هیأت مدیره تأکید دارند.

شفافیت مالی و افشای اطلاعات نیز با استفاده از چند معیار اندازه گیری شده است. اهم این معیارها افشای مواردی همچون توصیف برنامه ای راهبردی، جزئیات و شاخص های مرتبط با محیط تجاری و روند صنعت، جزئیات مربوط به تولید، فروش سودآوری محصولات و بخش ها، معیارهای کارایی و مقایسه آن با معیارهای متوسط صنعت، برنامه های سرمایه گذاری آتی و جزئیات مربوط، اطلاعات فصلی، تهیه سود و زیان، ترازنامه و جریان وجوه نقد براساس استانداردهای حسابداری بین المللی به صورت مکمل، نحوه ارزیابی دارایی ها، نحوه تهیه صورت های مالی تلفیقی، لیست شرکت هایی که شرکت در آنها علائق یا منافی دارد همراه با اطلاعات مربوط به معاملات انجام شده یا آن ها، گزارش حسابرسی و حق الزحمه پرداختی به حسابرسان برای امور حسابرسی و نیز سایر مبالغ پرداختی به آنها را در برمی گیرد.

شفافیت در ساختار هیأت مدیره و مدیریت نیز با بکارگیری معیارهایی که موارد عمده آن به شرح زیر است ارزیابی شده است: ارائه اطلاعاتی درخصوص رئیس و سایر اعضای هیأت مدیره به جز نام و عنوان آنها از قبیل سوابق، تجربیات گذشته و مدت همکاری با شرکت، اطلاعات مربوط به مدیران کلیدی، نقش و وظایف اعضای هیأت مدیره، خلاصه تصمیمات مهم متخذه در جلسات هیأت مدیره، وجود کمیته های مختلف از قبیل: حسابرسی، انتخاب مدیران، تعیین حقوق و مزایا، تعیین راهبردهای سرمایه گذاری و تأمین مالی، حقوق، مزایا و پاداش اعضای هیأت مدیره و نحوه پرداخت آن، تعداد سهام متعلق به اعضای هیأت مدیره و مدیران ارشد، قرارداد مدیر عامل و حقوق، مزایا و پاداش پرداختی به ایشان و برنامه های آموزشی مدیران (خالقی مقدم و خالق، ۱۳۸۸: ۳۷ و ۳۸).



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۲)

انواع روش‌های تحلیل سهام در بورس

بطور کلی معامله‌گران در بازارهای سرمایه از دو روش کلی برای ارزیابی سهام موجود و انتخاب آنها استفاده می‌کنند که عبارتند از:

تحلیل بنیادی: در تحلیل بنیادی کوشش می‌شود تا از طریق بررسی وضعیت اقتصادی کلان، صنایع خاص و اوضاع شرکت‌ها، ارزش ذاتی هر سهم از شرکت‌ها تعیین شود و از طریق مقایسه آنها با قیمت فعلی، نسبت به ورود یا خروج از سهم تصمیم‌گیری شود. این نوع تحلیل شامل بررسی عواملی است نظیر وضعیت اقتصاد جهانی، اوضاع سیاسی، بودجه سالانه کشور، وضعیت عرضه و تقاضا در بازارهای مربوط به این صنعت، سهم بازار، قدرت رقابت، دارایی‌های شرکت، درآمد شرکت، دیون و بدهی‌ها، مدیران و دست‌اندرکاران شرکت و نخستین مسئله‌ای که هر سرمایه‌گذار در تحلیل بنیادی باید انجام دهد انتخاب صنعت است.

تحلیل تکنیکی: تحلیل تکنیکال پیش‌بینی تغییرات آینده قیمت سهام براساس رویدادهای گذشته است. فلسفه تحلیل تکنیکی بر سه پایه استوار است،

الف) قیمت سهام نشان‌دهنده تمام پتانسیل‌های سهم است. ب) گذشته، چراغ راه آینده است. ج) تاریخ تکرار می‌شود. این روش مانند تمام روش‌های پیش‌بینی امور، از پیش‌بینی دقیق تغییرات عاجز است، اما بیان می‌کند که به بالاترین احتمال، چه رخدادهایی در انتظار قیمت سهم خواهد بود. مهمترین ابزار در تحلیل تکنیکال، نمودارهای قیمت هستند (مختاریان، ۱۳۸۳: ۴۷).

عوامل روانی تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه گذاران

به طور کلی شواهد تجربی به دست آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه، گویای این واقعیت است که فبرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده و امکان ارائه یک الگوی واحد برای پیش بینی رفتار آنها در بازار، به راحتی میسر نخواهد بود. به طور کلی می توان گفت که عوامل روانی تأثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار عبارتند از:

- عوامل بیوریتی
- قدرت تحلیل ذاتی
- کسب پرستیژ (وجهه) سهامدار بودن
- انطباق تصویر ذهنی خریدار و تصویر واقعی شرکت
- میزان درجه ریسک پذیری
- میزان اعتماد به نفس (بی نا، ۱۳۸۹: ۲۶).

مروری بر پژوهش های داخلی.

بررسی پیشینه عبارت است از بازنگری جامع آثار انتشار یافته یا نیافته از نوع منابع دست دوم در زمینه های مورد علاقه محقق (صائبی و شیرازی، بی تا: ۵). پیشینه پژوهش به تمام منابعی گفته می شود که با موضوع مورد بررسی و هدف های آن، ارتباط دارند و محقق به آنها مراجعه می کند. از این رو، هر گونه نظریه، قانون و بررسی قبلی درباره موضوع پژوهش را می توان جزء پیشینه آن منظور داشت (خنیفر، ۱۳۸۷: ۱۶).

۱. در سال ۱۳۸۹ پژوهشی با عنوان «عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران» نوشته شد. در این تحقیق ۱۸ عامل از عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران تحلیل شده که از بین این ۱۸ عامل، اثر ۵ مورد (پیش بینی درآمد هر سهم، سود نقدی هر سهم، افزایش سرمایه انجام شده شرکت ها، نوسانات قیمت و مشاوره و توصیه کارگزاران) بر تصمیم گیری سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، کلیه سرمایه گذاران مراجعه کننده به سالن بورس اوراق بهادار تهران بودند. روش نمونه گیری در این پژوهش، تصادفی ساده بود. یافته های پژوهش نشان داد که به ترتیب عوامل سیاسی کشور، شفاف سازی اطلاعات مالی، نوع صنعت و حجم معاملات یک سهم بیشترین اثر را بر تصمیم گیری سرمایه گذاران دارند (بی نا، ۱۳۸۸).

۲. خلیلی عراقی و بهروزی راد در سال ۱۳۸۸ مقاله ای را با نام «بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران» تالیف کردند. نویسندگان در این مقاله سعی داشتند که با انجام تحقیقاتی نظیر آنچه که در سایر کشورها انجام شده است، ادبیات مناسبی در زمینه حاکمیت شرکتی و اثرات اجرایی شدن اصل افشاء و شفافیت را بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مشخص نمایند (خلیلی عراقی و بهروزی راد، ۱۳۸۸).

۳. خوش طینت در سال ۱۳۷۷ در پایان نامه خود با عنوان «اثرات ارائه صورت های مالی بر قضاوت سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری» به بررسی نقش ارائه صورت های مالی بر قضاوت و تصمیمات سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج پژوهش وی حاکی از این بود که ارائه گزارشات مالی، نقش مثبتی در حذف پیش داوری سرمایه گذاران خبره و کاهش تعصبات داوری در تصمیمات سایر سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد (خوش طینت، ۱۳۷۷).

۴. در سال ۱۳۸۳، نوبخت در پژوهشی با عنوان «ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت ها در بورس اوراق بهادار» پس از مطالعات میدانی با استفاده از پرسشنامه و تحلیل های آماری با کمک نرم افزار SPSS به بررسی میزان امکان دسترسی به اطلاعات شرکت ها، وضعیت گزارش دهی اطلاعات از سوی شرکت ها، توزیع اطلاعات شرکت ها و اجزای تشکیل دهنده شفافیت اطلاعات شرکت ها پرداخته است (نوبخت، ۱۳۸۳).

مروری بر پژوهش های خارجی.

۱. «اثر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تایوان» عنوان پژوهشی است که در سال ۲۰۰۶ توسط هسیو انجام شده است. نویسنده در این پژوهش نقش ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی را در میزان سرمایه گذاری مورد بررسی قرار داده است. نتایج پژوهش حاکی از این بود که بین ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت مالی و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد. و همچنین ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت مالی با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی و تجربه آنها متفاوت است (hsiu, 2006).

۲. چیو چی در سال ۲۰۰۹ در مقاله ای تحت عنوان «آیا افشای اطلاعات، پیش بینی کننده عملکرد شرکت است؟»، به بررسی تاثیر گزارشگری مالی بر عملکرد شرکت های بورس اوراق بهادار تایوان پرداخته است. چیو چی به رتبه بندی ۸۸۰ شرکت در بورس تایوان با توجه به شفافیت گزارشگری و میزان قابل اتکا بودن اطلاعات، پرداخت. مطالعه او نشان میدهد کیفیت کلی شفافیت افشای اطلاعات با عملکرد شرکت رابطه دارد. علاوه بر این او نشان داد که شفافیت افشای صورت های مالی شرکت، مکانیزمی است ارزش شرکت را حداکثر کرده و از بروز اختلاف بین مالکان و سرمایه گذاران جلوگیری می کند (chi, 2009).

۳. در سال ۲۰۱۴ پژوهشی با عنوان «شفافیت شرکت و عدم تقارن اطلاعات بازار مالی» توسط راوی و هانگ تألیف شد. در این مقاله بیان شد که وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران امری بدیهی است. این عدم تقارن اطلاعاتی منجر به تصمیم گیری های ناآگاهانه سرمایه گذاران خواهد شد (ravi & hong, 2013).

۴. اسپچلاریام و لولن در سال ۲۰۰۶ طی پژوهشی با عنوان «رفتار سرمایه گذاران در سرمایه گذاری سهام عادی» پی بردند که فرآیند انتخاب سرمایه گذاری، تفسیری از اطلاعات گوناگون است که بستگی به طبیعت دیگر اطلاعات موجود دارد. تکنیک تجزیه و تحلیل آن بسیار پیچیده است و ما مجبور به استفاده از یک مدل غیر خطی هستیم. در نتیجه برای انجام این پژوهش از تکنیک تجزیه و تحلیل مشترک استفاده شده است. تحلیل مشترک، رویکردی است که به طور وسیعی در انتخاب محصولات و خدمات استفاده می شده است و در بسیاری از پژوهش ها برای ارزیابی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و شناسایی ویژگی های مورد نظر سرمایه گذاران، هنگام خرید سهام استفاده شده است (schlarbam et al, 2006).

۵. مریلین کلارک و همکاران در سال ۲۰۰۳ در مقاله ای با عنوان «افراد سرمایه گذار برای چه چیز ارزش قائلند»، در بورس استرالیا پرسشنامه ای را که حاوی ۱۱ فاکتور مؤثر در تصمیم گیری بود، در میان سرمایه گذاران با ویژگی های متفاوت توزیع کردند. نتایج به دست آمده نشان داد که ملاک های مالی، مثل سود سهام، نسبت قیمت به سود و بازده، برای افراد سرمایه گذار اهمیت کمتری دارند تا تغییرات اخیر قیمت، ماهیت سهام (وضع بازار) و مخصوصاً درک سرمایه گذار از مدیریت شرکت. این پژوهش نشان داد که پاسخ دهندگان عمدتاً سرمایه گذار بودند، نه بورس باز؛ آنها آماده بودند میزانی از ریسک را بپذیرند، اما علاقه خیلی کمی به سهام بورس بازی، شایعات و سهامی با قیمت ناپایدار داشتند (marilyan, 2003).

روش تحقیق

تحقیقات از نظر هدف به سه دسته تقسیم می‌شود: وقتی پژوهشی به قصد بکارگیری نتایج یافته‌هایش برای حل مشکلات خاصی انجام می‌شود، پژوهش کاربردی، اما زمانی که برای افزایش دانش و درک ما از مشکلات خاص و چگونگی حل آنها انجام شود، پژوهش بنیادی یا پایه‌ای و زمانی که برای بررسی ارزیابی اثرات توصیه‌های تحقیقات کاربردی انجام می‌شود، آن را پژوهش ارزیابی می‌نمایند (دانایی‌فرد و دیگران، ۱۳۸۳).

باتوجه به این که هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر شفافیت بازارهای مالی بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد، این تحقیق از نظر هدف، کاربردی است.

در تحقیقات توصیفی، محقق به دنبال چگونه بودن موضوع است و می‌خواهد بداند پدیده متغیر، شی یا مطلب چگونه است. به-عبارت دیگر این نوع پژوهش وضع موجود را بررسی می‌کند و به توصیف منظم و نظام‌مند وضعیت فعلی آن می‌پردازد و ویژگی‌ها و صفات آن را مطالعه می‌کند.

به‌طور کلی تحقیقات توصیفی را می‌توان به سه گروه پیمایشی، موردی و تحلیل محتوا تقسیم کرد.

تحقیق توصیفی - پیمایشی به مطالعه ویژگی‌ها و صفات افراد جامعه می‌پردازد و وضعیت فعلی جامعه آماری را در قالب چند صفت یا متغیر مورد بررسی قرار می‌دهد (همان). پژوهش حاضر براساس ماهیت روش، تحقیق توصیفی است که به‌صورت پیمایشی انجام شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش به کمک تحلیل داده‌های گردآوری شده واقعیات و سؤال‌های علمی پژوهش را جستجو نموده و با سازماندهی داده‌ها به طریقی معین، تحلیل آنها و نتیجه‌گیری از آنها جواب مسئله‌ای را که در جست و جویستیم را پیدا کنیم (اوماسکاران، ۱۳۸۸).

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از دو روش آماری توصیفی و استنباطی استفاده می‌شود. آمار توصیفی به جمع‌آوری، تلخیص، تنظیم و ارائه اطلاعات به صورت روشن و قابل درک و در صورت لزوم تعیین روابط موجود بین اطلاعات جمع‌آوری شده، می‌پردازد که بیشتر به مشخص کردن داده‌ها و ارائه آنها به صورت جدول‌های ترسیمی، محاسبه آماره‌ها، تعیین ارتباط بین اطلاعات مربوط می‌باشد. در این پژوهش ویژگی‌های جمعیت شناختی نمونه آماری همچون جنسیت، سن و میزان تحصیلات به‌صورت توصیفی و با جدول و نمودار ارائه می‌گردد.

بررسی نرمال بودن داده‌ها

برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها، از آزمون آماری کولموگروف-اسمیرنوف استفاده می‌شود. در این مرحله از پیش آزمون استفاده شد. در این آزمون برای بررسی نرمال بودن داده‌ها، فرض صفر مبتنی بر اینکه توزیع داده‌ها نرمال نیستند در سطح اطمینان ۹۵٪ سنجیده می‌شود. در صورت نرمال بودن داده‌ها از آزمون‌های آمار پارامتریک و در غیر این صورت از آزمون‌ها آمار ناپارامتریک استفاده می‌شود. داده‌ها در قالب فرضیه‌های زیر آزمون می‌شوند.

فرض صفر (H_0): فراوانی داده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

فرض مقابل (H_1): فراوانی داده‌ها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

جدول ۱. آزمون نرمالیتی داده ها

تصمیم گیری سرمایه گذاران	ساختار هیئت مدیره	افشای اطلاعات مالی	ساختار مالکیت و رابطه سهامداران	
۳,۴۵	۳,۰۱	۳,۲۷	۳,۵۲	میانگین
۰,۱۷۲	۰,۱۱۳	۰,۰۸۸	۰,۱۲۳	آماره آزمون
۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	سطح معنی داری

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌کنیم سطح معنی داری بدست آمده برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ درصد است، بنابراین فرضیه مقابل، یعنی نرمال نبودن داده‌ها پذیرفته می‌شود. لذا، با توجه به نرمال نبودن توزیع داده ها، می‌توان از روش های آمار ناپارامتریک (آزمون اسپیرمن) برای تجزیه و تحلیل داده ها استفاده کرد.

بررسی فرضیات تحقیق

در فرضیه اول تحقیق به منظور بررسی وجود رابطه بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم گیری آنها در بازار بورس از آزمون همبستگی اسپیرمن استفاده شده است. همچنین به منظور بررسی فرضیات فرعی از آزمون‌های میانگین جوامع مستقل و آنالیز واریانس یکطرفه استفاده شده است که در ادامه به تفصیل ارائه می‌گردد.

بررسی همبستگی

ضریب همبستگی اسپیرمن، به منظور تعیین درجه و میزان ارتباط خطی بین دو متغیر فاصله‌ای یا نسبی در داده‌های نرمال مورد استفاده قرار می‌گیرد (حبیب پور و صفری، ۱۳۸۸، ص ۴۵۴). ضریب همبستگی همواره عددی بین -۱ تا ۱ می‌باشد. اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر بین -۱ تا صفر باشد؛ رابطه خطی بین متغیرها معکوس می‌باشد که در این حالت، هرچه ضریب همبستگی به -۱ نزدیک تر باشد؛ رابطه معکوس بین دو متغیر قوی تر است. همچنین اگر ضریب همبستگی بین صفر تا ۱ باشد؛ رابطه خطی بین دو متغیر مستقیم می‌باشد که در این حالت، هرچه ضریب همبستگی به ۱ نزدیک تر باشد؛ رابطه مستقیم دو متغیر قوی تر است.

فرضیه اول تحقیق

«بین ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود دارد.»

$$\left[\begin{array}{l} H_0 : \rho = 0 \text{ : بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس همبستگی وجود ندارد.} \\ H_1 : \rho \neq 0 \text{ : بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس همبستگی وجود دارد.} \end{array} \right.$$

نتایج تحلیل همبستگی اسپیرمن جهت بررسی رابطه بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس به طور خلاصه در جداول زیر آورده شده است.

جدول ۲. آزمون همبستگی اسپیرمن بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در

بازار بورس

sig	ضریب همبستگی اسپیرمن	تعداد نمونه	
۰,۰۰۰	۰,۲۲۶**	۳۲۰	بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس
۰,۰۰۱	۰,۱۸۴**	۳۲۰	بین ساختار مالکیت و رابطه سهامداران و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس
۰,۰۰۲	۰,۱۷۱**	۳۲۰	بین افشای اطلاعات مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس
۰,۰۰۲	۰,۱۶۹**	۳۲۰	بین ساختار هیئت مدیره و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس

** به معنای معنی‌داری همبستگی در سطح خطای ۰,۰۱ می‌باشد.

نتایج آزمون اسپیرمن نشان می‌دهد که سطح معناداری (sig) بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس ۰,۰۰۰ بوده و این عدد کمتر از مقدار خطا یعنی ۰,۰۵ می‌باشد. به عبارت دیگر در این آزمون، بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بین ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، افشای اطلاعات مالی و ساختار هیئت مدیره با تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

به طور کلی نتیجه آزمون اسپیرمن نشان می‌دهد که مقدار عدد معناداری کمتر از مقدار بحرانی آن می‌باشد، یعنی با احتمال ۹۵ درصد، فرض H_1 تایید می‌شود و فرض H_0 رد می‌گردد. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سطح خطای ۵ درصد، بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین فرضیه اصلی تحقیق تایید می‌گردد، یعنی:

«بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود

دارد.»

فرضیه ۱-۲

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود دارد.»

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود ندارد. $\mu_1 = \mu_2$: H_0

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود دارد. $\mu_1 \neq \mu_2$: H_1

به منظور مقایسه میانگین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت از آزمون میانگین جوامع مستقل (Independent Samples T-Test) استفاده شده است. جدول زیر نتایج آزمون میانگین جوامع مستقل بر حسب متغیر جنسیت را نشان می‌دهد.

جدول ۳. آزمون T جوامع مستقل برای مقایسه میانگین متغیر جنسیت در بین پاسخ‌گویان

میانگین	تعداد نمونه	جنسیت	عدد معناداری (Sig) (برابری میانگین‌ها)	عدد معناداری (Sig) (برابری واریانس‌ها)	
۳,۶۳	۱۶۴	زن	۰,۳۳۲	۰,۳۴۶	فرض برابری واریانس‌ها
۳,۶۷	۱۴۸	مرد	-	-	فرض نابرابری واریانس‌ها
ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی					
۳,۷۵	۱۶۴	زن	۰,۰۲۳	۰,۲۶۸	فرض برابری واریانس‌ها
۳,۸۷	۱۴۸	مرد	-	-	فرض نابرابری واریانس‌ها
ساختار مالکیت و رابطه سهامداران					
۳,۵۴	۱۶۴	زن	۰,۹۸۴	۰,۲۵۵	فرض برابری واریانس‌ها
۳,۵۴	۱۴۸	مرد	-	-	فرض نابرابری واریانس‌ها
افشای اطلاعات مالی					
۳,۶۱	۱۶۴	زن	۰,۸۸۴	۰,۷۱۵	فرض برابری واریانس‌ها
۳,۶۱	۱۴۸	مرد	-	-	فرض نابرابری واریانس‌ها
ساختار هیئت مدیره					

چنانچه سطح معناداری آزمون α از ۰,۰۵ بزرگتر باشد، در آن صورت از نتایج ردیف اول استفاده می‌کنیم که فرض برابری واریانس دو گروه را می‌پذیرد (حبیب‌پور و صفری، ۱۳۸۸، ص ۵۴۹). از این‌رو، نتایج آزمون α نشان می‌دهد که مقدار عدد معناداری آزمون برابری واریانس‌ها در همه موارد بیشتر از ۰,۰۵ بوده و از نتایج سطر اول استفاده می‌شود؛ نتایج آزمون t سطر اول نیز نشان می‌دهد که با فرض برابری واریانس‌ها، عدد معناداری این آزمون، بجز در ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، در مابقی موارد بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪، ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی از نظر

پاسخگویان زن و مرد یکسان است و فقط بین نظرات زنان و مردان در متغیر ساختار مالکیت و رابطه سهامداران اختلاف وجود دارد و در این متغیر میانگین نظرات مردان بیشتر از زنان می‌باشد.

به طور کلی نتیجه آزمون t جوامع مستقل نشان می‌دهد که مقدار آماره t بیشتر از مقدار بحرانی t می‌باشد، یعنی با احتمال ۹۵ درصد، فرض H_1 رد می‌شود و فرض H_0 تایید می‌گردد. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سطح خطای ۵ درصد، ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی از نظر پاسخگویان زن و مرد یکسان است. بنابراین فرضیه فرعی ۱ رد می‌گردد، یعنی:

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود ندارد.»
فرضیه ۲-۲

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سن آنها وجود دارد.»
تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سن آنها وجود ندارد. $\mu_1 =$

$$H_0: \mu_2 = \dots = \mu_n$$

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سن آنها وجود دارد. $\mu_1 \neq$

$$H_1: \mu_2 \neq \dots \neq \mu_n$$

برای بررسی برابری میانگین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی در بین گروه‌های مختلف (بیش از دو گروه) از تحلیل واریانس استفاده شده است تا مشخص شود که آیا تفاوت معناداری بین گروه‌های مختلف وجود دارد یا نه؟ قابل ذکر است که آنالیز واریانس یک طرفه فقط به بیان معناداری و عدم معناداری اختلاف گروه‌های مختلف می‌پردازد، بنابراین به منظور مقایسه دو به دو گروه‌ها از آزمون چندگانه تعقیبی توکی (Tukey) استفاده شده است و نتایج آن در ستونی جداگانه در جداول آورده شده است. این آزمون به مقایسه دو به دو گروه‌های مختلف پرداخته و در صورت وجود اختلاف معنادار آن را بیان می‌کند.

جدول زیر خلاصه‌ای از نتایج آزمون آنالیز واریانس یک طرفه و توکی را بر حسب متغیر سن نشان می‌دهد.

جدول ۴. آزمون آنالیز واریانس یک طرفه (One Way ANOVA Test) برای متغیر سن

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	سن	عدد معناداری (Sig)	
-	۳,۵۵	۱۴	کمتر از ۲۰ سال	۰,۱۶۶	ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی
-	۳,۵۹	۱۴۴	بین ۲۰ تا ۳۰ سال		
-	۳,۶۹	۱۰۰	بین ۳۰ تا ۴۰ سال		
-	۳,۷۱	۵۰	بین ۴۰ تا ۵۰ سال		

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	سن	عدد معناداری (Sig)	
-	۳,۶۳	۱۲	بالاتر از ۵۰ سال		ساختار مالکیت و رابطه سهامداران
-	۳,۸۳	۱۴	کمتر از ۲۰ سال	۰,۰۰۴	
اختلاف معنادار با ۳۰ تا ۴۰ سال	۷۱,۳	۱۴۴	بین ۲۰ تا ۳۰ سال		
	۸۸,۳	۱۰۰	بین ۳۰ تا ۴۰ سال		
-	۹۱,۳	۵۰	بین ۴۰ تا ۵۰ سال		
-	۵۲,۳	۱۲	بالاتر از ۵۰ سال		
اختلاف معنادار با ۳۰ تا ۴۰ و ۴۰ تا ۵۰ سال	۳,۰۸	۱۴	کمتر از ۲۰ سال		۰,۰۴۹
-	۳,۵۲	۱۴۴	بین ۲۰ تا ۳۰ سال		
	۳,۵۷	۱۰۰	بین ۳۰ تا ۴۰ سال		
	۳,۶۵	۵۰	بین ۴۰ تا ۵۰ سال		
-	۳,۶۰	۱۲	بالاتر از ۵۰ سال		
-	۳,۷۵	۱۴	کمتر از ۲۰ سال	۰,۵۰۸	
-	۳,۵۴	۱۴۴	بین ۲۰ تا ۳۰ سال		
-	۳,۶۳	۱۰۰	بین ۳۰ تا ۴۰ سال		
-	۳,۵۸	۵۰	بین ۴۰ تا ۵۰ سال		

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	سن	عدد معناداری (Sig)
			۵۰ سال	
-	۳,۷۷	۱۲	بالاتر از ۵۰ سال	

تذکر: خط تیره در جدول نشانگر عدم اختلاف معنادار می‌باشد.

نتایج آزمون آنالیز واریانس یک‌طرفه نشان می‌دهد که در ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی اختلاف معناداری بین نظرات سنین مختلف پاسخگویان وجود ندارد و فقط اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سنین مختلف در متغیرهای ساختار مالکیت و رابطه سهامداران و افشای اطلاعات مالی وجود دارد. نتایج اختلافات معنادار در ستون آخر جدول آورده شده است.

به طور کلی نتیجه آزمون آنالیز واریانس یک‌طرفه نشان می‌دهد که مقدار عدد معناداری بیشتر از مقدار بحرانی می‌باشد، یعنی با احتمال ۹۵ درصد، فرض H_0 تایید می‌شود و فرض H_1 رد می‌گردد. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سطح خطای ۵ درصد، ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی از نظر پاسخگویان سنین مختلف، یکسان است. بنابراین فرضیه فرعی ۲ رد می‌گردد، یعنی:

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سن آنها وجود ندارد.»

فرضیه ۲-۳

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات آنها وجود دارد.»

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات آنها وجود ندارد. $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_n$

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات آنها وجود دارد. $H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \dots \neq \mu_n$

برای بررسی برابری میانگین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات از تحلیل واریانس استفاده شده است. جدول زیر خلاصه‌ای از نتایج آزمون آنالیز واریانس یک‌طرفه و توکی را بر حسب متغیر میزان تحصیلات نشان می‌دهد.

جدول ۵. آزمون آنالیز واریانس یک طرفه (One Way ANOVA Test) برای متغیر میزان تحصیلات

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	میزان تحصیلات	عدد معناداری (Sig)	
-	۴	۲	زیر دیپلم	۰,۸۰۱	ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی
-	۳,۶۰	۳۸	دیپلم		
-	۳,۶۷	۶۶	فوق دیپلم		
-	۳,۶۳	۱۴۶	لیسانس		
-	۳,۶۵	۶۴	فوق لیسانس		
-	۳,۸۷	۴	دکتری		
-	۳,۶۱	۲	زیر دیپلم	۰,۱۳۳	ساختار مالکیت و رابطه سهامداران
-	۳,۷۹	۳۸	دیپلم		
-	۳,۸۲	۶۶	فوق دیپلم		
-	۳,۷۳	۱۴۶	لیسانس		
-	۳,۸۶	۶۴	فوق لیسانس		
-	۴,۲۸	۴	دکتری		
-	۳,۸۵	۲	زیر دیپلم	۰,۶۲۰	افشای اطلاعات مالی
-	۳,۴۸	۳۸	دیپلم		
-	۳,۶۳	۶۶	فوق دیپلم		
-	۳,۵۴	۱۴۶	لیسانس		
-	۳,۵۰	۶۴	فوق لیسانس		
-	۳,۷۰	۴	دکتری		
-	۳	۲	زیر دیپلم	۰,۹۲۹	ساختار هیئت مدیره
-	۳,۵۵	۳۸	دیپلم		
-	۳,۵۷	۶۶	فوق دیپلم		
-	۳,۶۱	۱۴۶	لیسانس		
-	۳,۵۹	۶۴	فوق لیسانس		
-	۳,۶۲	۴	دکتری		

تذکر: خط تیره در جدول نشانگر عدم اختلاف معنادار می باشد.

نتایج آزمون آنالیز واریانس یک طرفه نشان می دهد که در ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی اختلاف معناداری بین نظرات افراد به تحصیلات مختلف وجود ندارد و در سایر متغیرها نیز همینگونه می باشد.

به طور کلی نتیجه آزمون آنالیز واریانس یکطرفه نشان می‌دهد که مقدار عدد معناداری بیشتر از مقدار بحرانی می‌باشد، یعنی با احتمال ۹۵ درصد، فرض H_0 تایید می‌شود و فرض H_1 رد می‌گردد. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سطح خطای ۵ درصد، ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی از نظر پاسخگویان با تحصیلات مختلف، یکسان است. بنابراین فرضیه فرعی ۳ رد می‌گردد، یعنی:

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات آنها وجود ندارد.»

فرضیه سوم

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود دارد.»

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود

ندارد. $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_n$

تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود

دارد. $H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \dots \neq \mu_n$

برای بررسی میانگین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه از تحلیل واریانس استفاده شده است. جدول زیر خلاصه‌ای از نتایج آزمون آنالیز واریانس یکطرفه و توکی را بر حسب متغیر میزان تحصیلات نشان می‌دهد.

جدول ۶. آزمون آنالیز واریانس یکطرفه (One Way ANOVA Test) برای متغیر سطوح تجربه

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	سطوح تجربه	عدد معناداری (Sig)	
اختلاف معنادار با ۱ تا ۵ سال	۳,۵۱	۳۴	کمتر از ۱ سال	۰,۰۰۹	ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی
	۳,۷۱	۱۱۶	بین ۱ تا ۵ سال		
-	۳,۶۶	۱۰۸	بین ۵ تا ۱۰ سال		
-	۳,۵۷	۵۱	بین ۱۰ تا ۱۵ سال		
-	۳,۴۲	۱۱	بیشتر از ۱۵ سال		
-	۳,۹۰	۳۴	کمتر از ۱ سال	۰,۳۹۱	ساختار مالکیت و رابطه

توضیحات بر اساس آزمون توکی	میانگین	تعداد نمونه	سطوح تجربه	عدد معناداری (Sig)	
			سال		سهامداران
-	۳,۸۲	۱۱۶	بین ۱ تا ۵ سال		
-	۳,۷۷	۱۰۸	بین ۵ تا ۱۰ سال		
-	۳,۷۱	۵۱	بین ۱۰ تا ۱۵ سال		
-	۳,۷۲	۱۱	بیشتر از ۱۵ سال		
اختلاف معنادار با ۱ تا ۵، ۵ تا ۱۰، ۱۰ تا ۱۵ سال	۳,۱۳	۳۴	کمتر از ۱ سال	۰,۰۰۰	افشای اطلاعات مالی
	۳,۶۴	۱۱۶	بین ۱ تا ۵ سال		
	۳,۶۴	۱۰۸	بین ۵ تا ۱۰ سال		
	۳,۵۴	۵۱	بین ۱۰ تا ۱۵ سال		
اختلاف معنادار با ۱ تا ۵، ۵ تا ۱۰، ۱۰ تا ۱۵ سال	۲,۸۲	۱۱	بیشتر از ۱۵ سال		
-	۳,۴۹	۳۴	کمتر از ۱ سال	۰,۲۰۱	ساختار هیئت مدیره
-	۳,۶۷	۱۱۶	بین ۱ تا ۵ سال		
-	۳,۵۸	۱۰۸	بین ۵ تا ۱۰ سال		
-	۳,۴۷	۵۱	بین ۱۰ تا ۱۵ سال		
-	۳,۷۲	۱۱	بیشتر از ۱۵ سال		

تذکر: خط تیره در جدول نشانگر عدم اختلاف معنادار می‌باشد.

نتایج آزمون آنالیز واریانس یک‌طرفه نشان می‌دهد که در ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سطوح مختلف تجربه وجود دارد، همچنین اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سطوح مختلف تجربه در متغیر افشای اطلاعات مالی وجود دارد. نتایج اختلافات معنادار در ستون آخر جدول آورده شده است. به طور کلی نتیجه آزمون آنالیز واریانس یک‌طرفه نشان می‌دهد که مقدار عدد معناداری کمتر از مقدار بحرانی می‌باشد، یعنی با احتمال ۹۵ درصد، فرض H_0 رد می‌شود و فرض H_1 تایید می‌گردد. بنابراین نتیجه می‌گیریم که سطح خطای ۵ درصد، ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی از نظر پاسخگویان با سطح تجربه مختلف، یکسان نیست. بنابراین فرضیه فرعی ۴ تایید می‌گردد، یعنی:

«تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود

دارد.»

یافته‌های جانبی تحقیق

به منظور بررسی وضعیت میانگین ابعاد ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار بورس، اقدام به استفاده از آزمون T یک نمونه‌ای (One-Sample T-Test) نسبت به عدد ۳ (میانگین طیف ۵ گزینه‌ای مورد استفاده در پرسشنامه) در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌کنیم تا مشخص شود که آیا این عدد به عنوان میانگین قابل پذیرش است و یا مقادیر بالاتر یا پایین‌تر از ۳ مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

در جدول خروجی آزمون تی چندین حالت وجود دارد:

- حال اول زمانی است که حد بالا و پایین مقدار منفی دارد و مقدار عدد معناداری نیز کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. در این حالت مقدار میانگین کمتر از مقدار تعیین شده (کمتر از ۳) می‌باشد. در این حالت استنباط از جامعه کمتر از ۳ می‌باشد.
 - حالت دوم زمانی است که حد بالا مثبت و حد پایین منفی می‌باشد و مقدار عدد معناداری بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، در این حالت مقدار میانگین جامعه در حد مقدار تعیین شده (برابر با ۳) می‌باشد.
 - حالت سوم زمانی است که حد بالا و پایین مثبت بوده و مقدار عدد معناداری کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد که در این حالت مقدار میانگین جامعه بیشتر از مقدار تعیین شده (بیشتر از ۳) می‌باشد.
- جدول زیر میانگین متغیرها در جامعه مورد بررسی را نشان می‌دهد.

جدول ۷. آزمون T برای سنجش میانگین متغیرهای تحقیق در جامعه مورد بررسی

استنباط از جامعه	عدد معناداری (Sig)	حد پایین	حد بالا	میانگین نمونه	تعداد نمونه	
بیشتر از متوسط ($\mu < 3$)	۰,۰۰۰	۰,۶۰	۰,۶۸	۳,۶۵	۳۲۰	ادراک سرمایه‌گذاران از شفافیت بازارهای مالی
بیشتر از متوسط	۰,۰۰۰	۰,۷۴	۰,۸۴	۳,۸۰	۳۲۰	ساختار مالکیت و رابطه سهامداران

($\mu < 3$)						
بیشتر از متوسط ($\mu < 3$)	۰,۰۰۰	۰,۴۷	۰,۶۱	۳,۵۵	۳۲۰	افشای اطلاعات مالی
بیشتر از متوسط ($\mu < 3$)	۰,۰۰۰	۰,۵۳	۰,۶۶	۳,۶۰	۳۲۰	ساختار هیئت مدیره
بیشتر از متوسط ($\mu < 3$)	۰,۰۰۰	۰,۶۴	۰,۷۹	۳,۷۲	۳۲۰	تصمیم گیری در بازار بورس

با توجه به جدول فوق می توان گفت میانگین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و ابعاد آن همچنین تصمیم-گیری های سرمایه گذاران در جامعه مورد نظر، بیشتر از متوسط (بیشتر از ۳) می باشد.

بحث و نتیجه گیری

ویژگی های جمعیت شناختی پاسخ دهندگان به پرسشنامه

در این پژوهش، مردان با ۴۶/۳ درصد و زنان با ۵۱/۳ درصد شرکت داشتند. و از لحاظ سنی، ۴/۴ درصد پاسخ دهندگان زیر ۲۰ سال، ۴۵ درصد آنان بین ۲۰ تا ۳۰ سال، ۳۱/۳ درصد بین ۳۰ تا ۴۰ سال و ۱۵/۶ درصد بین ۴۰ تا ۵۰ سال و ۳/۸ درصد نمونه مورد بررسی بیشتر از ۵۰ سال سن داشته اند. طبق نتایج آمار توصیفی، بین پاسخ دهندگان، تنها ۰/۶ درصد زیر دیپلم بودند و از مابقی افراد، اکثریت آنان (۴۵/۶ درصد) دارای تحصیلات لیسانس و اقلیت آنان (۱/۳ درصد)، دارای تحصیلات دکتری بودند. هم چنین در قسمت پرسش های جمعیت شناختی، اسخ دهندگان از منظر میزان تجربه سرمایه گذاری در بازار بورس اوراق بهادار، مورد بررسی قرار گرفتند که نتایج حاصله حاکی از این بود که ۳۶/۳ درصد پاسخ دهندگان، بین ۱ تا ۵ سال، ۳۳/۸ درصد آنان بین ۵ تا ۱۰ سال، ۱۵/۹ درصد بین ۱۰ تا ۱۵ سال، و ۱۰/۶ درصد کمتر از ۱ سال و ۳/۴ درصد از افراد پاسخگو بیش از ۱۵ سال تجربه حضور فعال در بازار بورس را داشته اند.

فرضیه اول: «بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود دارد.»

باتوجه به تحلیل های آماری انجام شده و آزمون های گوناگون، فرضیه اصلی پژوهش با اطمینان ۹۵٪ تایید شد. بنابراین می توان گفت: بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بین ساختار مالکیت و رابطه سهامداران و تصمیم گیری آنها در بازار بورس رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین سایر ابعاد ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی و تصمیم گیری آنها در بازار بورس رابطه معناداری مشاهده نگردید.

نتایج حاکی از این است که در نگاه سرمایه گذار، ساختار مالکیت و رابطه سهامداران شرکتی که قصد خرید سهام آن را دارد، از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

فرضیه اول: «تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود دارد.»

نتیجه اجرای آزمون T تک نمونه‌ای، نشان داد که با فرض برابری واریانس‌ها، عدد معناداری این آزمون، بجز در ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، در مابقی موارد بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد که در این صورت می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد مطرح کرد که: تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر جنسیت آنها وجود ندارد.»

رد این فرضیه بدان معناست که بین ادراک سرمایه گذاران مرد و زن از شفافیت بازارهای مالی تفاوت معناداری وجود ندارد و فقط نظرات زنان و مردان در مورد متغیرهای ساختار مالکیت و رابطه سهامداران متفاوت است.

فرضیه ۲-۲: «تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سن آنها وجود دارد.»

با توجه به جدول، می‌توان گفت که در ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی اختلاف معناداری بین نظرات سنین مختلف پاسخگویان وجود ندارد و فقط اختلاف معناداری بین نظرات افراد با سنین مختلف در متغیرهای ساختار مالکیت و رابطه سهامداران و افشای اطلاعات مالی وجود دارد. به این صورت که درخصوص ساختار مالکیت و رابطه سهامداران، بین نظرات افراد بین ۲۰ تا ۳۰ سال با پاسخ دهندگان ۳۰ تا ۴۰ سال اختلاف معناداری وجود دارد. هم چنین درخصوص متغیر افشای اطلاعات مالی، نظرات پاسخ دهندگان گروه سنی کمتر از ۲۰ سال اختلاف فاحشی با نظرات گروه های سنی بالای ۳۰ سال داشت.

فرضیه ۳-۲: «تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر میزان تحصیلات آنها وجود دارد.»

سنجش این فرضیه با استفاده از آزمون آنالیز واریانس یک طرفه نشان داد که مقدار عدد معناداری بیشتر از مقدار بحرانی می‌باشد؛ بنابراین، این فرضیه نیز رد می‌شود. این بدان معناست که در جامعه مورد بررسی و از نظر پاسخ دهندگان، تفاوت معناداری بین نظر افراد با سطح تحصیلات متفاوت وجود ندارد.

رد این فرضیه، می‌تواند بیانگر این باشد که درک اهمیت لزوم شفافیت بازارهای مالی، نیاز به تحصیلات خاصی ندارد و این موضوع برای همه افراد که سابقه سرمایه گذاری در بورس را دارند، امری بدیهی و قابل اهمیت است.

فرضیه سوم: «تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود دارد.»

تحلیل های آماری مشخص کرد که تفاوت معناداری بین ادراک سرمایه گذاران از شفافیت بازارهای مالی با توجه به متغیر سطوح تجربه آنها وجود دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی ۴ با اطمینان ۹۵ درصد، تأیید شد. بنابراین، می‌توان اینگونه استنباط کرد که سطح تجربه حضور فعال افراد در بازار بورس، بر ادراک آنان نسبت به شفافیت بازارهای مالی تأثیرگذار خواهد بود. نتایج حاصل از آزمون آنالیز واریانس یک طرفه نشان داد که در مورد همه متغیرهای شفافیت، تفاوت فاحشی بین نظرات پاسخگویان با سطح تجربه کمتر از ۱ سال با پاسخگویان با تجربه بیشتر وجود دارد.

پیشنهادات بر مبنای نتایج پژوهش

۱. از آنجایی که از نظر پاسخ دهندگان، اهمیت زیادی بین شفافیت مالی و تصمیم گیری آنها وجود داشت؛ پیشنهاد می شود به روش های مختلف برای سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار رشت، ضمن تبیین هرچه بیشتر ابعاد اهمیت این موضوع، در جهت افزایش سطح آگاهی آنان در خصوص چگونگی دریافت اطلاعات صحیح از شرکت ها، گام هایی برداشته شود.
۲. بازار بورس اوراق بهادار شهر رشت، به طور موازی به شناساندن اهمیت شفافیت اطلاعات مالی برای تصمیم گیری به سرمایه گذاران و لزوم ارائه اطلاعات کامل از سوی شرکت ها، بپردازد.
۳. باتوجه به نظر مثبت پاسخ دهندگان نسبت به اهمیت ساختار مالکیت و روابط سهامداران؛ بهتر است شرکت های فعال در بورس به این موضوع بیشتر بپردازند و علاوه بر انسجام بخشی ساختاری در جهت ارائه اطلاعات شفاف به مخاطبان نیز تلاش کنند.
۴. پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران اطلاعات خود را در زمینه چگونگی تحلیل صورت های مالی شرکت ها بالا ببرند؛ چراکه اینطور به نظر می رسد که علت عدم تأیید فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت بین شفاف سازی مالی و تصمیم گیری سرمایه گذاران، می تواند ناتوانی سرمایه گذاران نسبت به استفاده از اطلاعات مالی باشد.
۵. برگزاری دوره ها و انتشار بروشورهای آموزشی برای سرمایه گذاران در خصوص چگونگی تحلیل اطلاعات مالی منتشر شده از سوی شرکت ها؛
۶. تدوین و ابلاغ آیین نامه های مشخص در خصوص چگونگی افشای اطلاعات مالی شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار.
۷. برگزاری کارگاه های آموزشی به منظور آگاهی بخشی به سرمایه گذاران در خصوص اهمیت افشای اطلاعات مالی.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

۱. ابزری، مهدی/ درخشیده، حامد (۱۳۹۱)، «تأثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان»، فصلنامه علمی-پژوهشی برنامه و بودجه، شماره ۱.
۲. امیرشاهی، میراحمد/ شیرازی، محمود/ سیاه تیری، ویدا، (۱۳۸۶)، «تعیین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال دوم، شماره ۸.
۳. بی نا، (بی تا)، «شناسایی و اولویت بندی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران زن و مرد در بازار سرمایه (بورس) به منظور جلوگیری از زیان حاصل از انتخاب سهام با استفاده از روش تاپسیس»، بی جا.
۴. بی نا، (۱۳۸۹)، «عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، بی جا، شماره ۱۶۴.
۵. بی نا، (۱۳۹۲)، «تصمیم گیری در مسائل مالی»، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دامغان.
۶. بی نا، (بی تا)، «بازار مالی»، مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران.
۷. بی نا، (بی جا)، «بررسی معیارهای مالی مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار»، بی جا.
۸. خادمی گراشی، مهدی / قاضی زاده، مصطفی، (۱۳۸۶)، «بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری»، دومانه علمی پژوهشی دانشور رفتار، شماره ۲۲.
۹. خاکی، غلامرضا، ۱۳۸۶، «روش تحقیق با رویکرد پایان نامه نویسی»، تهران: بازتاب، چاپ سوم.
۱۰. خالقی مقدم، حمید/ خالق، علیرضا، (۱۳۸۸)، «شفافیت شرکتی در ایران و عوامل مؤثر بر آن»، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۱.

۱۱. خنیفر، حسین، ۱۳۸۷، «پیشینه و ادبیات نظری پژوهش: روزه‌ای به دنیای پژوهش»، مجله پرسمان، شماره ۶۷.
۱۲. صمدی، (۱۳۸۷)، «کارایی و شفافیت بازار سرمایه»، ایران فاینانس.
۱۳. عرب مازار، علی‌اکبر/ طالب نیا، قدرت اله/ وکیلی فرد، حمیدرضا/ صمدی لرگانی، محمود، (بی‌تا)، «تبیین ارتباط بین شفافیت گزارشگری مالی با گزارشگری مالیاتی در ایران»، انجمن حسابداری ایران.
۱۴. نوبخت، زهرا (۱۳۸۳)، «ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت مالی، دانشگاه الزهرا (س).
۱۵. ودیعی، محمد حسین/ شکوهی‌زاده، محمود، (۱۳۹۱)، «بررسی معیارهای مالی مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار»، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸.
۱۶. یوسفی اصل، فرزانه/ ملانظری، مهناز/ سلیمانی امیری، غلامرضا، (۱۳۹۳)، «تبیین مدل شفافیت گزارشگری مالی»، نشریه پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴.

منابع انگلیسی

17. Bencivenga Valeria & Bruce D. Smith (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. Review of Economic Studies.
18. Blume, m. (1978), "the changing role of the individual investor", a twentieth century fund report. New york: wiley.
19. 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.
20. Chi ang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. Journal of American Academy of Business, 6(1), 95 -101.
21. Chiang H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. Journal of American Academy of Business, 6(1), 95-101.
22. Doidge, craig, G. Andrew karolyi, and rene stulz (2005), "why do countries matter so much for corporate governance?", working paper, ohio state university.
23. Vishwanath T., & Kaufmann D. (2001). Toward Transparency: New Approaches and their Application to Financial. The World Bank Research Observer, 16(1), 41-57.
24. Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (2006). Toward transparency: New approaches and their application to financial. The World Bank Research Observer, 16(1), 41 -57.
25. Vishwanath, T., Kaufmann, D. (1999). "Towards Transparency in Finance and Governance", the World Bank, Draft.
26. Warneryd, k (2003), "how people value and trade stocks", stock market psychology.