

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال پنجم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۸)، زمستان ۱۳۹۲

تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۴/۰۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۹/۲۶

صص ۷۰-۵۱

## رتبه‌بندی معیارهای انتخاب سهام از منظر سرمایه‌گذاران نهادی (رویکرد تحلیل شبکه)

محمد طالبی\*، حامد تاجمیر ریاحی<sup>۱</sup>\*\*، محمد رحمتی\*\*\*، رضا یارمحمدی\*\*\*\*

\* دانشیار مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) تهران

talebi@isu.ac.ir

\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) تهران

Hamedtajmir@gmail.com

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) تهران

M69rahmati@gmail.com

\*\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) تهران

Yarmohammadi15@gmail.com

### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی از بیشترین میزان سرمایه و تخصص در بازار سرمایه برخوردارند. این دو خصیصه باعث شده است که نگاه آن‌ها برای ورود به سهام شرکت‌ها با دیگر سرمایه‌گذاران متفاوت باشد. طبق مقررات بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران نهادی شامل چندین گروه، از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود که پژوهش حاضر بر این گروه‌ها و تلقی آنان از معیارهای انتخاب سهام تمرکز داشته است. براساس ادبیات موضوع معیارهای انتخاب سهام در هجده معیار مختلف شمارش گردید. با توجه به مصاحبه‌های انجام شده تعداد ۹ معیار با عنوان «معیارهای خاص سرمایه‌گذاران نهادی» به فهرست معیارهای انتخاب سهام اضافه گردید. در ادامه، براساس آزمون‌های آماری و فرایند تحلیل شبکه (ANP) به اعتبارسنجی و رتبه‌بندی معیارها پرداخته شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که تمامی معیارهای مورد استفاده سرمایه‌گذاران خرد از منظر نهادی‌ها استفاده نمی‌شوند و هشت معیار، خاص نهادی‌ها تایید شد. نهادی‌ها از بین چهار گروه اصلی معیارها بیشترین اهمیت را به ترتیب برای معیارهای خاص شرکت، معیارهای مختص سرمایه‌گذاران نهادی، معیارهای خاص صنعت و معیارهای کلان اقتصادی قائل هستند. در معیارهای عملیاتی نیز معیارهای مدیریت شرکت، دسترسی به اطلاعات نهانی و امکان عضویت در هیأت مدیره به ترتیب در سه رتبه اول قرار دارند.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، معیارهای انتخاب سهام، تحلیل شبکه.

نهادی هر چند به نظر می‌رسد در انتخاب سهام به دنبال همان هدفی هستند که سرمایه‌گذاران خرد هستند؛ یعنی افزایش ثروت خود و سودآوری بیشتر، ولی به نظر می‌رسد ملاک‌های آنان از جهت انتخاب سهام با ملاک‌های سرمایه‌گذاران خرد تفاوت داشته باشد. آنچه در مورد کلیه این شاخص‌ها یا دسته‌بندی‌ها تاکنون مورد غفلت واقع شده است و مقاله حاضر درصدد پر کردن این خلأ است، تفکیک سرمایه‌گذاران نهادی از دیگر سرمایه‌گذاران است.

هرچند این تقسیم‌بندی مسبوق به سابقه است، لیکن در بحث معیارهای انتخاب سهام از آن غفلت شده است. به نظر می‌رسد با توجه به ماهیت شرکت‌های نهادی، حجم سرمایه، میزان تخصص موجود در آن‌ها و بنگاه داری توسط ایشان معیارهای انتخاب سهام توسط این دسته از سرمایه‌گذاران و یا حداقل رتبه و اهمیت معیارها با آنچه تاکنون بررسی شده است؛ تفاوت داشته باشد.

اصطلاح «سرمایه‌گذار نهادی»<sup>۱</sup> بر اساس ادبیات مالی به سازمان یا نهادی اطلاق می‌شود که اوراق بهادار را در تعداد عمده و یا ارزش دلاری بالا معامله می‌کند و از منافع کارمزد کمتر بهره می‌برد [۱۸].

براساس قانون بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران نهادی به یکی از نهادهای ششگانه زیر اطلاق می‌شود:

- ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها.

- ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار.

در سال‌های اخیر بورس اوراق بهادار تهران با توجه به تحکیم زیر ساخت‌های ارتباطاتی و افزایش حجم بازار که عمده دلیل آن را می‌توان واگذاری شرکت‌های مشمول بند ج اصل ۴۴ در زمینه خصوصی‌سازی دانست، باعث شده است توجه سرمایه‌گذاران خرد و سرمایه‌گذاران نهادی به این بازار بیش از پیش جلب شود. سرمایه‌گذاران نهادی جزو فعالترین بازیگران بازار سرمایه بوده، از طریق انجام معاملات در حجم و ارزش بالا تأثیر بسیار زیادی بر جهت‌گیری‌های بازار دارند [۱۲]. این گروه از سرمایه‌گذاران با توجه به میزان سرمایه و استفاده از افراد متخصص، در سرمایه‌گذاری‌ها با تحلیل و آگاهی بیشتری وارد شده، معمولاً دید بلندمدت‌تری نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند. وجود سرمایه‌گذاران نهادی، از طرفی بر نقدشوندگی بازار می‌افزاید و از طرف دیگر، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد؛ بدین صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند. سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به‌طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت، آشکارا بر شرکت نظارت می‌کنند [۱۷].

انتخاب پرتفوی بهینه از دیرباز مورد توجه صاحب نظران بوده است. شاخص‌های متعددی از زمان ارائه تئوری پرتفو توسط مارکوویتز تاکنون برای انتخاب سهام برتر ارائه شده است که هرکدام مبتنی بر مفروضات خاص خود بوده است. سرمایه‌گذاران

<sup>۱</sup> Institutional Investor

نوآوری مقاله حاضر، اعتبار سنجی تمامی معیارهای مستخرج از ادبیات موضوع و معیارهای اکتشافی از منظر سرمایه‌گذاران نهادی است که فهرستی از معیارهای مورد وثوق سرمایه‌گذاران نهادی را ارائه می‌دهد و آخرین جنبه پژوهشی مقاله حاضر رتبه‌بندی این معیارها براساس روش تحلیل شبکه است.

### ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

در زمینه معیارهای انتخاب سهام چه در بورس تهران و چه در سطح دنیا تاکنون پژوهش‌های فراوانی انجام گرفته است که در زیر به آن‌ها اشاره می‌شود. نکته حائز اهمیت این است که اکثر این پژوهش‌ها از منظر سرمایه‌گذار غیرنهادی یا به عبارت دیگر، از منظر افراد حقیقی است که سرمایه و حجم معاملات زیادی ندارند.

برخی از تحلیل‌گران در بازار سرمایه معتقدند که تحلیل بازار باید با اصول و مبانی بنیادی ترکیب شود که به این دسته از نظریه‌پردازان، بنیادگرایان گفته می‌شود. در این تکنیک، روش تجزیه و تحلیل شرکت مورد نظر در چهار مرحله صورت می‌گیرد:

۱) وضعیت عمومی اقتصاد تعیین می‌شود؛ ۲) وضعیت صنعت تعیین می‌شود؛ ۳) وضعیت شرکت بررسی و تعیین می‌شود و در پایان ۴) ارزش سهام شرکت مورد نظر استخراج می‌شود. انجام تحلیل بنیادی گاه بسیار دشوار و وقت‌گیر است [۲۴]. در مقابل، کریستین و همکاران در مقاله خود در سال ۲۰۱۰ بیان می‌کنند که بسیاری از فعالان بازار و متخصصان تحلیل با اتکا بر تغییرات قیمت، تعداد و حجم معاملات گذشته می‌توانند قیمت‌های آینده را پیش‌بینی کنند و به همین علت، این معیارها توسط سرمایه‌گذاران نهادی نیز مورد توجه قرار می‌گیرد [۲۵].

۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند.

۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی.

۵- شرکت‌های دولتی.

۶- اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند [۱۶].

اصطلاح سرمایه‌گذار نهادی در مقاله مذکور مطابق با دستور العمل مصوب هیأت مدیره سازمان است، ولی از آنجا که پژوهش حاضر جنبه میدانی دارد و مبتنی بر دو دسته پرسش‌نامه است لذا اساس کار خود را به جهت صعوبت دسترسی به تمامی گروه‌های مذکور بر ردیف ۲ قرار داده است. به عبارت دیگر، مقاله مذکور درصدد رتبه‌بندی معیارهای انتخاب سهام از منظر هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است.

مقاله حاضر از چند جنبه حاوی نوآوری می‌باشد. جنبه اول تفکیک سرمایه‌گذاران از جهت معیارهای انتخاب سهام به سرمایه‌گذاران نهادی و غیر نهادی است. هر چند این تقسیم بندی به خودی خود نوآوری محسوب نمی‌شود، لیکن در بحث معیارهای انتخاب سهام به این تقسیم‌بندی و تفاوت‌های بین این دو دسته تاکنون توجه نشده است. جنبه دیگر ارائه معیارهای انتخاب سهام خاص سرمایه‌گذاران نهادی است. این معیارها، با توجه به حجم سرمایه، میزان دانش و تخصص، بنگاهداری و امکان عضویت در هیأت مدیره هرچند از منظر سرمایه‌گذاران خرد حائز اهمیت نیست، ولی سرمایه‌گذاران نهادی در انتخاب سهام بدان توجه خاص دارند. جنبه سوم

معیارهای اقتصادی و روان‌شناختی است. البته، آن‌ها هم‌چنین بیان کردند که نمی‌توان برای تصمیم‌گیری این سرمایه‌گذاران رویکرد ثابت و منسجمی در نظر گرفت [۲۹].

در مطالعه‌ای که در سال ۲۰۱۰ در مؤسسه اقتصادی دانشگاه گالن بر اساس بررسی معیارهای مختلفی، همچون تحلیل بنیادی، تکنیکال و مبتنی بر مالی رفتاری انجام شد؛ شش دسته معیار اصلی به‌عنوان برترین معیارها معرفی شدند. این شش معیار عبارتند از: رشد قیمت سهام در بازه‌های مختلف، سود تقسیمی، نسبت قیمت به درآمد (P/E)، پیش‌بینی درآمد پنج سال آینده، مدیریت شرکت و برند شرکت. [۳۵].

ادریسینگ و همکاران، در پژوهشی با عنوان «انتخاب سبد سهام بر اساس شاخص قدرت مالی با به‌کارگیری تحلیل پوششی داده‌ها» از یک سری نسبت‌های مالی به‌منظور تخمین قدرت مالی شرکت‌ها و همبستگی این معیارها با بازده واقعی سهام، استفاده نمودند. نسبت‌های مالی به‌کارگرفته شده در این پژوهش در شش دسته قرار گرفته که در برگزیده معیارهای سودآوری (شامل بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها، حاشیه سود خالص و سود هر سهم)، معیارهای کارایی عملیاتی (شامل گردش حساب‌های دریافتی، گردش موجودی کالا، گردش دارایی‌ها)، معیارهای نقدینگی (شامل نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام)، معیارهای اهرمی (شامل نسبت اهرمی، نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت بدهی کل به حقوق صاحبان سهام)، معیارهای چشم انداز شرکت (شامل نسبت قیمت به درآمد و نسبت ارزش بازار به دفتری) و معیارهای رشد (شامل نرخ رشد درآمدها، نرخ رشد سود خالص و نرخ رشد سود هر سهم) هستند [۲۶].

نالینی در مقاله خود (۲۰۱۳) پیرامون معیارهای انتخاب سهام بیان می‌کند که هر سرمایه‌گذار برای تصمیم‌گیری در مورد انتخاب سهام معیارهایی را مدنظر قرار می‌دهد که وابسته به شخصیت هر فرد است. در این پژوهش ۹ معیار برای انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران بررسی گردیده است که نتایج پژوهش نشان داد که مهمترین معیارها عبارتند از: اطلاعات حسابداری، معرفی سهام توسط برخی از شرکت‌ها یا اشخاص و اطلاعات عمومی افراد [۳۱].

جنانی و همکاران در مقاله خود برای مشخص کردن معیارهای سهام که در سال ۲۰۰۸ انتشار یافت، ۹ معیار را به ترتیب اولویت و بر اساس روش رتبه‌بندی تاپسیس بیان کرده‌اند که مهمترین آن‌ها عبارتند از: نرخ بازگشت سرمایه، درآمد هر سهم، نسبت قیمت به درآمد، ریسک سیستماتیک (بتا)، نرخ بازده دارایی و نسبت جاری [۲۸].

لی و همکاران در پژوهشی با عنوان «ترکیب تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره (MCDM) برای انتخاب سهام بر اساس دیدگاه مدل گوردن» معیارهای مؤثر بر قیمت سهم را شناسایی کردند. آن‌ها در این پژوهش معیارهای مؤثر بر سه عنصر کلیدی مدل گوردن را با توجه به مرور ادبیات پژوهش استخراج نمودند. معیارهای مؤثر بر سه معیار اصلی مدل گوردن (سود سهام پیش‌بینی شده، نرخ تنزیل و نرخ رشد) شامل چشم انداز صنعت، درآمدها، جریان نقد عملیاتی، نسبت پرداخت سود، بتای بازار، بازده بدون ریسک، نرخ رشد درآمدها و نرخ رشد سود تقسیمی می‌شدند [۶].

مریکاس و همکاران در سال ۲۰۱۰ با بررسی بورس یونان دریافته‌اند که مهم‌ترین عوامل برای انتخاب سهام در سرمایه‌گذاران نهادی، ترکیبی از

نرخ سرمایه‌گذاری مجدد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت نرخ سرمایه‌گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در یک سال، نسبت نرخ سرمایه‌گذاری مجدد به مقدار قیمت به درآمد در پنج سال گذشته و نسبت نوسان یک سال گذشته در قیمت. دوره زمانی مطالعه از سال ۱۹۸۵ تا پایان فصل دوم ۱۹۹۷ بوده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که ترکیب اطلاعات در معیارهای مورد استفاده در استراتژی‌های مختلف سرمایه‌گذاری به ارائه یک مدل چند متغیره در شناسایی اوراق بهادار با بازده مورد انتظار بالا و پایین در بازارهای شش‌گانه می‌انجامد [۲۴].

اسکویرس در سال ۱۹۹۸ به بررسی انتخاب سهام از دیدگاه گراهام و داد پرداخته است. در این پژوهش ۱۰ شاخص در چهار طبقه قرار دارند که عبارتند از: نرخ رشد پنج سال (شامل فروش درآمد هر سهم و ارزش دفتری هر سهم)، نسبت‌های سودآوری پنج سال (شامل بازده حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها، نرخ پوشش بهره و جریان نقدی به بدهی)، شاخص‌های قیمت‌گذاری در پنج سال، (شامل قیمت به درآمد و قیمت به ارزش دفتری). آنگاه این شاخص‌ها در مورد شرکت‌های فعال در یک صنعت محاسبه شده و در مورد هر شرکت، نرخ رشد، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های اهرم مالی با یکدیگر ترکیب شده و معیاری به اسم عملکرد نامیده شد و این عملکرد با قیمت‌گذاری مقایسه شده و بر مبنای آن سهام برتر برای خرید شناسایی شد [۳۳].

آچور و همکاران در سال ۱۹۹۸ در پژوهشی با عنوان «انتخاب سهام در بازارهای نوظهور استراتژی‌های پرتفو برای مالزی، مکزیک و آفریقای جنوبی» موضوع انتخاب سهام را در بازارهای نوظهور

جانسون و همکاران در مقاله‌ای با عنوان «شاخص‌های شرکت‌های موفق» به بررسی معیارهای تعیین‌کننده موفقیت پرداختند. آن‌ها در این مقاله به ده شاخص به‌عنوان شاخص‌های موفقیت شرکت اشاره می‌کنند. این شاخص‌ها شامل: ارزش بازار به دفتری، اندازه، نرخ رشد پایدار، بازده دارایی‌ها، ساختار سرمایه، نقدشوندگی، دوره گردش وجه نقد، تغییرپذیری درآمدها، مخارج پژوهش و توسعه و مخارج تبلیغات می‌شود [۳۲].

موهانرام در سال ۲۰۰۳ در پژوهش خود با عنوان «آیا تحلیل بنیادی برای سهام‌های رو به رشد مؤثر است؟» به بررسی میزان موفقیت تحلیل بنیادی برای سهام‌های رو به رشد یا سهام‌های دارای ارزش دفتری به بازار پایین پرداخته است. به این منظور، وی شاخصی بر مبنای ترکیب عوامل بنیادی سنتی مانند جریان‌های نقدی و معیارهای سنجش مناسب برای شرکت‌های رو به رشد، مانند ثبات سودآوری و میزان فعالیت‌های مربوط به پژوهش و توسعه، ایجاد نموده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تحلیل بنیادی می‌تواند حتی در شرکت‌های رو به رشد نیز مناسب باشد. علاوه بر آن، نتایج این پژوهش این موضوع را که اوراق بهادار دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری پایین، در آینده بازده بهتری خواهند داشت، تأیید نکرد [۳۰].

به‌کویت در سال ۲۰۰۱ در پژوهشی با عنوان «انتخاب سهام در شش بازار غیرآمریکایی بزرگ» مسأله انتخاب سهام را در شش کشور استرالیا، کانادا، فرانسه، آلمان، ژاپن و انگلستان بررسی کرده است. وی در این مطالعه از هشت معیار استفاده نموده است که عبارتند از: نسبت قیمت به جریان نقدی، نسبت قیمت به درآمد، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت

پیری در مقاله خود با عنوان «اثر نماگرهای ساختاری بر رفتار قیمتی سهام در سال ۱۳۹۱» بیان می‌کند که تغییرات قیمت سهام در بازار سهام به عوامل گوناگونی وابسته است که بعضاً فراتر از سطح شرکت‌ها و حتی بازار است. بسیاری از نظریه پردازان بازارهای مالی معتقدند با استفاده از نماگرهای ساختاری بازار می‌توان تغییرات قیمت سهام را پیش‌بینی و از آن‌ها در تصمیم‌گیری استفاده کرد [۸].

مهرانی و رساییان (۱۳۸۸) در مقاله خود پیرامون معیارهای نقدشوندگی و بازده سهام بیان می‌کنند که معیارهایی چون اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله، تعداد انجام معامله و درصد روزهای معامله شده که در اصل به‌عنوان زیر مجموعه‌های معیار نقدشوندگی به حساب می‌آیند، با بازده سالانه سهام رابطه مستقیم دارد و برای سرمایه‌گذاران مبنای تصمیم‌گیری قرار می‌گیرد. آن‌ها پژوهش‌های خود را در یک بازه زمانی پنج ساله بررسی و تاثیر این معیارها بر بازدهی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأیید می‌کنند [۲۰].

احمدپور و همکاران در سال ۱۳۸۸ در مقاله خود معیارهای انتخاب سهام را بر اساس مدل‌های مختلف تصمیم‌گیری، از جمله ELECTRE، SAW، TOPSIS و ... رتبه‌بندی و در نهایت، مهمترین معیارهای تصمیم‌گیری را با توجه به اختلاف نتایج هر یک از روش‌های مذکور بر اساس روش Copeland ارائه کرده‌اند که عبارتند از: نسبت قیمت به درآمد (P/E)، درآمد هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (EPS)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهم، نسبت قیمت به فروش، نسبت بدهی به سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها [۲].

مذکور بررسی کردند. آن‌ها در این مطالعه، ۲۸ معیار مختلف را برای انتخاب سهم در نظر گرفتند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در فرآیند سرمایه‌گذاری، انتخاب سهم از انتخاب کشور مهم‌تر است و باید در انتخاب معیارها دقت کرد [۲۳].

وونگ و چونگ در سال ۱۹۹۸ در پژوهش خود با عنوان «روش مدیریت سرمایه‌گذاری در هنگ‌کنگ: پیش‌بینی بازار و انتخاب سهم» به بررسی روش‌های مورد استفاده تحلیلگران مالی در پیش‌بینی بازار و ارزیابی سهم پرداختند. آن‌ها در این پژوهش، ۱۲۰۰ نفر از تحلیلگران مالی فعال در بازار بورس هنگ‌کنگ را به‌عنوان نمونه بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که تحلیلگران بازار بورس هنگ‌کنگ بیشتر روش‌های قدیم تحلیل بنیادی و تکنیکی را استفاده کرده و کمتر از روش تحلیل پرتفوی استفاده می‌کنند [۳۴].

در ایران نیز پژوهش‌های زیادی برای تشخیص معیارهای انتخاب سهام انجام شده است که هر یک با توجه به رویکرد خود به قسمتی از این معیارها اشاره کرده‌اند و همان‌گونه که بیان شد، در تمامی آن‌ها تمایزی بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران خرد ایجاد نشده است.

ودیدی و حسینی (۱۳۹۱) در مقاله خود با عنوان «رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده غیر عادی سهام» بیان می‌کنند که از میان معیارهای ارزیابی عملکرد سهام تنها بین نسبت جاری، نسبت آنی، درصد بدهی به مجموع دارایی‌ها، گردش مجموع دارایی‌ها، درصد بازده مجموع دارایی‌ها، درصد سود به سود ناویژه به درآمد و نسبت P/E و P/B با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. [۲۱].

عام و سودآوری آن‌ها بر تصمیم خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که خریداران سهام در بورس بر اساس تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و روش‌های قدیمی تصمیم نگرفته و بیشتر تحت تأثیر مسائلی مانند وضعیت اقتصادی و سیاسی کشور، سیاست‌های دوره‌ای بورس، دسترسی به اطلاعات محرمانه از شرکت‌ها، بالا بودن تقاضا برای محصولات شرکت، سودآوری شرکت، سیاست پرداخت سود و موارد دیگر قرار دارند [۱۴].

امیری و همکاران (۱۳۸۹) در مقاله خود معیارهای شناسایی شده براساس مرور ادبیات پژوهش را در چهار خوشه اصلی شامل خوشه سودآوری، خوشه رشد، خوشه بازار و خوشه ریسک دسته‌بندی کردند [۶].

هادوی نژاد (۱۳۸۳) در پایان نامه خود با عنوان شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران (محدود به شرکت‌های سیمان) (با استفاده از رویکرد MADM) به رتبه‌بندی معیارهای مورد توجه سهامداران در ارزیابی و انتخاب سهم با استفاده از رویکرد تصمیم‌گیری چند شاخصه پرداخت. به این منظور، وی ۲۴۴ معیار را در قالب سه عامل داخلی، خارجی و اهداف سرمایه‌گذار از طریق پرسشنامه بررسی کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مهم‌ترین معیارهای مؤثر عبارتند از: سیاست‌ها و مقررات اقتصادی، نسبت‌های مالی مربوط به سود هر سهم و توجه به اجرای طرح‌های پژوهش و توسعه و چگونگی آن‌ها [۲۲].

توکلی محمدی در سال ۱۳۸۳ پژوهشی با عنوان "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیلگران مالی در خصوص پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران" انجام داده است. پاسخ‌دهندگان

تالانه و همکاران در مقاله خود در سال ۱۳۹۲ با بررسی میزان حجم معاملات و اثر آن بر قیمت سهام، بیان می‌کنند که معیار حجم سهام می‌تواند بر بازدهی روزهای آتی سهام اثر داشته باشد که توسط برخی از سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مورد توجه است. در این پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیونی نشان داده شده است که معامله‌گران با استفاده از این معیار توانسته‌اند بازدهی بالاتری را کسب نمایند [۹].

اصغری‌زاده در پژوهش خود در سال ۱۳۹۰ شاخص‌های مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به چند دسته مهم تقسیم می‌کند که شاخص‌های مالی، نقدینگی، اهرمی، سودآوری، ارزش بازار، شاخص‌های تولیدی، شاخص‌های بهره‌وری، شاخص‌های اهمیت اقتصادی و شاخص‌های مدیریتی از جمله مهم‌ترین این شاخص‌ها هستند. [۳]. این شاخص‌ها عبارتند از: سود ناویژه به فروش، نسبت ROA (سود خالص به متوسط دارایی‌ها)، درآمد هر سهم (EPS)، نسبت قیمت بر درآمد (P/E)، نسبت توزیع سود (DPR)، سود نقدی هر سهم (DPS)، سود خالص به فروش، سود خالص به متوسط دارایی‌ها پس از کسر دارایی‌های طرح و توسعه، نسبت آنی، گردش دارایی‌ها، افزایش تعدادی تولید نسبت به سال قبل و پوشش هزینه‌های مالی. این پژوهش گران با استفاده از این دوازده شاخص نهایی و هشت شرکت منتخب، ماتریس تصمیم‌گیری را تشکیل دادند [۴].

محمدرضایی در سال ۱۳۷۹ در پایان نامه خود با عنوان بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم خریداران سهام عادی در بازار بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های سهامی

در بورس تشکیل می‌دادند. براساس نتایج به‌دست آمده از این پژوهش، کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تحلیل بنیادی را بر تحلیل تکنیکی ترجیح داده، مهم‌ترین معیارهای مورد توجه آن‌ها به ترتیب عبارتند از: سود تقسیمی هر سهم، سود هر سهم و نسبت قیمت به درآمد [۱].

در مورد سرمایه‌گذاران نهادی در کشور، پژوهش‌های اندکی انجام شده است که البته در مورد معیار انتخاب سهام نیست. از جمله آن‌ها می‌توان به پژوهش کاظمی و محمدنژاد با عنوان «بررسی رابطه مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها» اشاره کرد. در پژوهش یادشده اثبات شده است که بین مالکیت نهادی‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد [۱۹]. پژوهش دیگر مربوط به فخاری و طاهری است که به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آن‌ها در پژوهش خود اثبات کرده‌اند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی به افزایش نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت منجر شده است [۱۷]. یگانه و همکاران در پژوهش خود به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند و اثبات کردند که رابطه مثبتی بین این دو متغیر وجود دارد [۱۳].

با توجه به مرور ادبیات موضوع نکات زیر حایز اهمیت است: اولاً پژوهشگران در پژوهش‌های خود تفاوتی بین انواع سرمایه‌گذاران در انتخاب معیارهای گزینش سهام قائل نشده‌اند و ثانیاً محدود پژوهش‌هایی وجود دارد که تمامی معیارهای پژوهش‌های پیشین را به‌صورت جامع مورد اعتبارسنجی در بورس اوراق بهادار تهران قرار دهد.

به پرسشنامه شامل: کارگزاران بورس، تحلیلگران مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری بانک‌های تجاری بوده‌اند. از پاسخ‌دهندگان درخواست شد تا اهمیت نسبی استفاده از تکنیک‌های تجزیه و تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکی و تجزیه و تحلیل پرتفوی را برای پیش‌بینی بازار در کوتاه مدت، میان مدت، بلند مدت و انتخاب سهم مشخص نمایند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که تحلیلگران و مدیران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأکید بیشتری بر تکنیک‌های سنتی، یعنی تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکی نسبت به تکنیک‌های جدید، یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل پرتفوی دارند [۱۱].

آقایی و مختاریان در پژوهش خود با عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تأثیر چهار متغیر سود هر سهم، افزایش سرمایه انجام گرفته توسط شرکت‌ها، سود نقدی هر سهم و مشاوره و توصیه کارگزاران بر تصمیم سهامداران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که سود هر سهم، سود نقدی هر سهم و مشاوره و توصیه کارگزاران در تصمیم سهامداران مؤثر می‌باشند اما افزایش سرمایه انجام گرفته توسط شرکت‌ها تأثیری در تصمیم آن‌ها ندارد [۵].

ابزری، صامتی و دلبری در سال ۱۳۸۱ در پژوهشی با عنوان «کاربرد مدل فرآیند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) در تعیین معیارهای مؤثر بر انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی و رتبه‌بندی تعدادی از معیارهای مطرح در تحلیل تکنیکی و بنیادی پرداختند. جامعه آماری این پژوهش را کارشناسان سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال



در نگاره (۱) فهرستی از تمامی معیارهای عنوان شده در پژوهش‌های گذشته ارائه شده است.

### نگاره ۱. معیارهای انتخاب سهام موجود در ادبیات موضوع

ردیف	معیار	ردیف	معیار	ردیف	معیار
۱	نسبت‌های نقدینگی	۲	نسبت‌های اهرمی	۳	پیش‌بینی اقتصادی و سیاسی کشور
۴	نسبت‌های سودآوری	۵	نسبت‌های فعالیت	۶	طرح‌های پژوهش و توسعه شرکت
۷	معیارهای رشد	۸	معیارهای تکنیکال	۹	معیارهای چشم انداز شرکت (P/E و B/P و ...)
۱۰	نقدشوندگی	۱۱	مدیریت شرکت	۱۲	نوع محصول شرکت
۱۳	جهت کلی بازار	۱۴	چشم انداز صنعت	۱۵	میزان سرمایه شرکت
۱۶	سهامداران عمده	۱۷	سیاست پرداخت سود	۱۸	شفافیت اطلاعاتی شرکت

### روش پژوهش

همان‌گونه که بیان شد، پژوهش حاضر در پی پاسخگویی به سه سؤال است:

(۱) معیارهای انتخاب سهام خاص سرمایه‌گذاران نهادی چیست؟

(۲) از بین معیارهای موجود در ادبیات موضوع کدام معیارها مد نظر سرمایه‌گذاران نهادی است؟

(۳) رتبه‌بندی بین این دو دسته معیار چگونه است؟

برای پاسخگویی به این سؤال‌ها در پژوهش حاضر از روش‌های پژوهشی گوناگونی استفاده شده است. در ابتدا کلیه معیارهای موجود در ادبیات موضوع گردآوری شد (نگاره ۱). در ادامه با ۱۲ تن از مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اعضای هیأت مدیره آنان مصاحبه باز انجام گرفت که براساس آن معیارهایی جدید که مدنظر نهادی‌هاست، استخراج شد (نگاره ۲). در انتخاب مصاحبه‌شوندگان از روش خوشه‌بندی استفاده گردید و با توجه به حجم معاملات و فعال بودن شرکت‌ها افراد انتخاب شدند. معیارهای جدید به انضمام معیارهای مستخرج از ادبیات موضوع که بالغ بر ۲۷ معیار می‌شود، مورد اعتبار سنجی براساس پرسشنامه طیف لیکرت قرار گرفت. به علت

محدودیت‌های تعداد پاسخگویان از آزمون کای دو برای تحلیل نتایج پرسش‌نامه استفاده گردید. معیارهای مستخرج براساس تئوری‌ها در چهار دسته مختلف قرار داده شد و بر اساس روش تحلیل شبکه و نظر خبرگان رتبه‌بندی بین آنها انجام گردید که در ادامه توضیح داده می‌شود.

### استخراج معیارهای خاص سرمایه‌گذاران نهادی

برای پاسخگویی به سؤال یک پژوهش مبنی بر این‌که آیا سرمایه‌گذاران نهادی به جز معیارهای موجود در ادبیات موضوع برای انتخاب سهام معیارهای دیگری نیز مد نظر دارند یا خیر، با توجه به نبود پشتوانه ادبیات موضوع ناگزیر از انجام مصاحبه باز با چند تن از مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های در اندازه بزرگ شدیم. بر اساس مصاحبه‌های انجام گرفته، پاسخگویان به ۹ معیار خاص اشاره کردند که در ادبیات موضوع بدین گونه وجود نداشت. معیارهای یاد شده در نگاره (۲) نشان داده شده است.

## بررسی توزیع جواب‌ها و آزمون رتبه علامتدار ویلکاکسون<sup>۱</sup>

از آنجا که معیارهای موجود در نگاره (۱) با دو مشکل بالقوه مواجه هستند؛ نخست این معیارها از منظر خاص سرمایه‌گذاران نهادی نیست و دوم، بعضی از آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران اعتبارسنجی نشده است، لازم است کلیه معیارها از منظر سرمایه‌گذاران نهادی اعتبارسنجی شود.

معیارهای نگاره (۲) نیز هرچند از مصاحبه با نهادی‌ها استخراج شده است، لیکن برای اعتبارسنجی در یک نمونه بیشتر در این آزمون شرکت داده شدند. بدین جهت پرسش‌نامه‌ای ساختار یافته حاوی ۲۷ معیار مذکور مبتنی بر طیف لیکرت طراحی گردید.

معمولا در آزمون پرسشنامه بر اساس طیف لیکرت از آزمون T استفاده می‌شود. این آزمون از آن جهت که پارامتریک است، از اعتبار بالایی برخوردار است، لیکن مبتنی بر فرض نرمال بودن توزیع احتمال و یا بزرگ بودن حجم نمونه است. در پژوهش حاضر با توجه به این که پاسخ‌های جمع‌آوری شده کمتر از ۳۰ بوده است (فقط ۱۱ نفر از ۳۵ پاسخ‌دهنده، پرسش‌نامه را تکمیل کردند) ابتدا وجود توزیع نرمال جواب خبرگان در هر ۲۷ سؤال به وسیله آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف سنجیده می‌شود، در صورت تایید توزیع نرمال امکان استفاده از آزمون T خواهد بود و در غیر این صورت از معادل ناپارامتریک آن که آزمون رتبه علامتدار ویلکاکسون است، استفاده می‌شود.

## فرآیند تحلیل شبکه‌ای

فرآیند تحلیل شبکه‌ای<sup>۲</sup> (ANP)، یک تئوری

عمومی سنجش نسبی است که برای محاسبه اولویت‌های نسبی مرکب، از اولویت‌های نسبی انفرادی به کار می‌رود. این اولویت‌های انفرادی، اندازه‌های نسبی تأثیر عناصری را که با توجه به معیارهای کنترلی با هم تعامل دارند، نشان می‌دهند.

فرآیند تحلیل شبکه‌ای نظریه جدیدی است که فرآیند تحلیل سلسله مراتبی را برای پرداختن به وابستگی در بازخورد توسعه می‌دهد و به این منظور از رهیافت ابرماتریس<sup>۳</sup> استفاده می‌کند. اگرچه هم فرآیند تحلیل شبکه‌ای و هم فرآیند تحلیل سلسله مراتبی اولویت‌های مقیاس نسبی را با انجام مقایسات زوجی اتخاذ می‌کنند؛ تفاوت‌هایی میان آن‌ها وجود دارد. نخستین تفاوت آن است که فرآیند تحلیل سلسله مراتبی حالت خاصی از فرآیند تحلیل شبکه‌ای است، چرا که فرآیند تحلیل شبکه‌ای با وابستگی درون خوشه (وابستگی درونی) و میان خوشه‌های مختلف (وابستگی برونی) سر و کار دارد؛ دوم این که فرآیند تحلیل شبکه‌ای ساختاری غیرخطی دارد، در حالی که ساختار فرآیند تحلیل سلسله مراتبی خطی است و سلسله مراتبی که در بالاترین سطح آن هستند.

هدف و بدیل‌ها در پایین‌ترین سطح سلسله مراتب جای گرفته‌اند. به‌طور کلی، مدل فرآیند تحلیل سلسله مراتبی چارچوبی تصمیم‌گیری است که رابطه‌ای یک‌سویه و سلسله مراتبی را میان سطوح تصمیم در نظر می‌گیرد. در الگوی فرآیند تحلیل سلسله مراتبی بالاترین عنصر ساختار سلسله مراتبی، هدف کلی الگوی تصمیم‌گیری است و سلسله مراتب به شاخص‌های خاص‌تری گسترش می‌یابند تا آنجا که سطح شاخص تصمیم کنترل‌پذیری به‌دست آید.

<sup>۱</sup> Wilcoxon Signed-Rank Test

<sup>۲</sup> Analytical Network Process

<sup>۳</sup> Supermatrix

نهایی تأثیری نخواهد داشت. بنابراین، در پژوهش حاضر از روش ANP استفاده شده است.

### یافته‌های پژوهش

براساس روش پژوهش بیان شده در ابتدا مصاحبه با بعضی از مدیران و اعضای هیأت مدیره انجام گردید. براساس مصاحبه انجام شده که از نوع مصاحبه باز بود، معیارهای نگاره (۲) به‌عنوان معیارهای خاص سرمایه‌گذاران نهادی برای انتخاب سهام به‌دست آمد.

#### نگاره ۲. معیارهای انتخاب سهام خاص سرمایه‌گذاران نهادی مستخرج از مصاحبه

ردیف	معیار	ردیف	معیار	ردیف	معیار
۱	تنوع سازی پرتفو	۲	ایجاد انحصار در صنعت	۳	نوع مالکیت عمده (دولتی، خصوصی، عمومی)
۴	روند معاملات بلوکی	۵	روند اقتصاد جهانی	۶	هم‌افزایی با دیگر شرکت‌های پرتفو
۷	میزان سهام شناور	۸	امکان عضویت در هیأت مدیره	۹	دسترسی به اطلاعات نهانی شرکت

تیمی از متخصصان در هر حوزه اقتصادی را می‌طلبند، استفاده از این معیار برای سرمایه‌گذاران خرد مقرون به صرفه نخواهد بود. افزون بر آن، تأثیر روند اقتصاد در سطح جهانی در صورتی که مالکیت چند شرکت در صنعتی خاص برای بنگاه داری مد نظر باشد، حائز اهمیت است که این نگرش و استراتژی در حیطه سرمایه‌گذاران خرد نخواهد بود. دیگر معیارهای نگاره (۲) نیز توجیهاتی بدین صورت خواهد داشت که عمدتاً ناشی از سه خصیصه زیر در سرمایه‌گذاران نهادی است:

- سرمایه کلان
- استفاده از کارشناسان متخصص
- داشتن دید بلند مدت

پس از استخراج معیارهای نگاره (۲) تمامی معیارهای موجود، مشتمل بر ۲۷ مورد شد. توزیع

درعوض، فرآیند تحلیل شبکه‌ای به این ساختار اکیداً سلسله مراتبی و عمودی نیازی ندارد [۲].

از آنجا که رابطه بین بعضی از متغیرها و معیارها و همچنین، رابطه بین معیارها با یکدیگر محتمل بود، در این پژوهش از روش تحلیل شبکه به‌جای تحلیل سلسله مراتبی استفاده شده است. شایان ذکر است که تحلیل شبکه اعم از تحلیل سلسله مراتبی است؛ به‌عبارت‌دیگر، در صورتی که مسأله، ساختار سلسله مراتبی داشته باشد، ولی از تحلیل شبکه استفاده شود، هرچند محاسبات افزوده می‌شود، ولی در جواب

براساس نتایج نگاره (۱) و نگاره (۲) تعداد ۲۷ معیار برای انتخاب سهام فهرست شده است. البته، معیارهای نگاره (۲) معیارهایی است که در ادبیات موضوع بدان اشاره نشده است و خاص سرمایه‌گذاران نهادی است. برای مثال، معیار روند معاملات بلوکی با توجه به میزان سرمایه زیاد برای شرکت در این‌گونه معاملات، مختص این گروه از سرمایه‌گذاران است. به‌عبارت‌دیگر، روند این‌گونه معاملات در یک سهم در انتخاب یا عدم انتخاب آن از طرف سرمایه‌گذاران خرد مورد اهمیت نیست.

معیار دیگری که در این گروه می‌توان بدان اشاره کرد، روند اقتصاد جهانی است. این معیار هرچند می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران خرد به‌صورت خاص قرار گیرد، ولی از آنجا که تحلیل اقتصاد جهانی نیازمند تخصص و دانش گسترده‌ای است و

پاسخ‌ها برای تمامی ۲۷ معیار به‌وسیله آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف بررسی شد.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرض توزیع نرمال (کولموگوروف - اسمیرنوف)

	۱۴	۱۳	۱۲	۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱
N	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱
Normal parameters <sup>a,b</sup>														
Mean	۴/۲۷۲	۴/۶۳۶	۴/۳۶۳	۳/۹۰۹	۲/۱۸۱	۲/۱۸۱	۲/۰۹۰	۲/۴۵۴	۳/۶۳۶	۲/۲۷۷	۴/۰۰۰	۴/۰۰۰	۲/۰۰۰	۲/۰۰۰
Std.Deviation	۰/۷۸۶	۰/۵۰۴	۰/۸۰۹	۰/۵۳۹	۰/۶۰۳	۰/۷۵۰	۰/۵۳۹	۱/۱۲۸	۰/۹۲۴	۱/۲۷۲	۱/۰۹۵	۱/۰۰۰	۰/۸۹۴	۰/۷۷۴۶۰
Most Extreme Differences Absolute	۰/۲۷۷	۰/۴۰۱	۰/۳۳۰	۰/۳۸۵	۰/۳۴۶	۰/۲۳۲	۰/۳۸۵	۰/۲۹۳	۰/۲۰۹	۰/۳۱۲	۰/۲۷۴	۰/۲۲۷	۰/۳۱۸	۰/۲۲۷
Positive	۰/۱۸۱	۰/۲۶۰	۰/۲۱۶	۰/۳۴۲	۰/۳۴۶	۰/۲۳۲	۰/۳۸۵	۰/۲۹۳	۰/۲۰۹	۰/۳۱۲	۰/۱۸۳	۰/۱۵۹	۰/۳۱۸	۰/۲۲۷
Negative	-۰/۲۷	-۰/۴۰	-۰/۳۳	-۰/۳۸	-۰/۲۹	-۰/۲۲	-۰/۳۴	-۰/۱۸	-۰/۱۹	-۰/۱۵	-۰/۲۷	-۰/۲۲	-۰/۲۲	-۰/۲۲۷
Kolmogorov-smirnov Z	۰/۹۱۹	۱/۳۲۹	۱/۰۹۳	۱/۲۷۷	۱/۱۴۷	۰/۷۷۰	۱/۲۷۷	۰/۹۷۱	۰/۶۹۳	۱/۰۳۵	۰/۹۰۸	۰/۷۵۴	۱/۰۵۵	۰/۷۵۴
Asymp.sig. (2-tailed)	۰/۳۶۷	۰/۰۵۸	۰/۱۸۳	۰/۰۷۷	۰/۱۴۴	۰/۵۹۴	۰/۰۷۷	۰/۳۰۲	۰/۷۲۳	۰/۲۳۴	۰/۳۸۱	۰/۶۲۱	۰/۲۱۵	۰/۶۲۱
a. Test distribution is normal														
b. Calculated from data														
		۲۷	۲۶	۲۵	۲۴	۲۳	۲۲	۲۱	۲۰	۱۹	۱۸	۱۷	۱۶	۱۵
N		۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱	۱۱
Normal parameters <sup>a,b</sup>														
Mean		۴/۱۸۱۸	۴/۰۹۰۹	۴/۲۷۲۷	۴/۴۵۵۵	۴/۱۸۱۸	۴/۲۷۲۷	۴/۲۷۲۷	۲/۴۵۴۵	۳/۸۱۸۲	۲/۵۴۵۵	۲/۶۳۶۴	۴/۶۳۶۴	۱/۷۲۷۳
Std.Deviation		۰/۷۵۰۷۶	۱/۰۴۴۴۷	۰/۷۸۶۲۵	۰/۶۸۷۵۵	۰/۶۰۳۰۲	۰/۷۸۶۲۵	۰/۷۸۶۲۵	۰/۹۳۴۲۰	۰/۷۵۰۷۶	۰/۹۳۴۲۰	۱/۱۲۰۰۶	۰/۵۰۴۵۲	۰/۷۸۶۲۵
Most Extreme Differences Absolute		۰/۲۳۲	۰/۲۶۳	۰/۲۷۷	۰/۳۳۲	۰/۳۴۶	۰/۲۷۷	۰/۲۷۷	۰/۲۶۶	۰/۲۳۲	۰/۲۶۶	۰/۲۸۲	۰/۴۰۱	۰/۲۷۷
Positive		۰/۲۳۲	۰/۱۹۲	۰/۱۸۱	۰/۲۱۴	۰/۳۴۶	۰/۱۸۱	۰/۱۸۱	۰/۱۸۹	۰/۲۲۶	۰/۲۶۶	۰/۲۸۲	۰/۲۶۰	۰/۲۷۷
Negative		-۰/۲۲۶	-۰/۲۶۳	-۰/۲۷۷	-۰/۳۳۲	-۰/۲۹۱	-۰/۲۷۷	-۰/۲۷۷	-۰/۲۶۶	-۰/۲۳۲	-۰/۱۸۹	-۰/۲۶۴	-۰/۴۰۱	-۰/۱۸۱
Kolmogorov smirnov Z		۰/۷۷۰	۰/۷۷۱	۰/۹۱۹	۱/۱۰۰	۱/۱۴۷	۰/۹۱۹	۰/۹۱۹	۰/۸۸۲	۰/۷۷۰	۰/۸۸۲	۰/۹۳۵	۱/۳۲۹	۰/۹۱۹
Asymp.sig. (2-tailed)		۰/۵۹۴	۰/۴۳۵	۰/۳۶۷	۰/۱۷۸	۰/۱۴۴	۰/۳۶۷	۰/۳۶۷	۰/۴۱۹	۰/۵۹۴	۰/۴۱۹	۰/۳۴۷	۰/۰۵۸	۰/۳۶۷
a. Test distribution is normal														
b. Calculated from data														

ویلکاکسون برای اختصار آورده نشده است. این نتایج توسط نرم افزار SPSS 16 محاسبه شده است.

همان‌گونه که نتایج نگاره (۳) نشان می‌دهد، توزیع جواب خبرگان در کلیه معیارها نرمال است. لذا می‌توان از آزمون T استفاده کرد. برای تایید صحت آزمون برای تمامی معیارها آزمون ویلکاکسون نیز انجام شد که نتایج آن آزمون T را تایید کرد. نگاره (۴) نتایج آزمون T را نشان می‌دهد. نتایج آزمون

## نگاره ۴. نتایج آزمون T

Test value=3

	t	df	Sig. (۲-tailed)	Mean difference	%95 confidence interval of the difference	
					lower	upper
شماره ۱	-۴/۲۸۲	۱۰	۰/۰۰۲	-۱/۰۰۰۰۰	-۱/۵۲۰۴	-۰/۴۷۹۶
شماره ۲	-۳/۷۰۸	۱۰	۰/۰۰۴	-۱/۰۰۰۰۰	-۱/۶۰۰۹	-۰/۳۹۹۱
شماره ۳	۳/۳۱۷	۱۰	۰/۰۰۸	۱/۰۰۰۰۰	۰/۳۲۸۲	۱/۶۷۱۸
شماره ۴	۳/۰۲۸	۱۰	۰/۰۱۳	۱/۰۰۰۰۰	۰/۲۶۴۱	۱/۷۳۵۹
شماره ۵	-۳/۳۱۷	۱۰	۰/۰۰۸	-۱/۰۰۰۰۰	-۱/۶۷۱۸	-۰/۳۲۸۲
شماره ۶	۲/۲۸۳	۱۰	۰/۰۴۶	۰/۶۳۶۳۶	۰/۰۱۵۳	۱/۲۵۷۴
شماره ۷	-۲/۷۶۴	۱۰	۰/۰۲۰	-۰/۸۱۸۱۸	-۱/۴۷۷۷	-۰/۱۵۸۷
شماره ۸	-۵/۵۹۰	۱۰	۰/۰۰۰	-۰/۹۰۹۰۹	-۱/۲۷۱۴	-۰/۵۴۶۷
شماره ۹	-۳/۶۱۴	۱۰	۰/۰۰۵	-۰/۸۱۸۱۸	-۱/۳۲۲۵	-۰/۳۱۳۸
شماره ۱۰	-۴/۵۰۰	۱۰	۰/۰۰۱	-۰/۸۱۸۱۸	-۱/۲۲۳۳	-۰/۴۱۳۱
شماره ۱۱	۵/۵۹۰	۱۰	۰/۰۰۰	۰/۹۰۹۰۹	۰/۵۴۶۷	۱/۲۷۱۴
شماره ۱۲	۵/۵۹۰	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۳۶۳۶۴	۰/۸۲۰۱	۱/۹۰۷۲
شماره ۱۳	۱۰/۷۵۷	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۶۳۶۳۶	۱/۲۹۷۴	۱/۹۷۵۳
شماره ۱۴	۵/۳۶۹	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۲۷۲۷۳	۰/۷۴۴۵	۱/۸۰۰۹
شماره ۱۵	-۵/۳۶۹	۱۰	۰/۰۰۰	-۱/۲۷۲۷۳	-۱/۸۰۰۹	-۰/۷۴۴۵
شماره ۱۶	۱۰/۷۵۷	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۶۳۶۳۶	۱/۲۹۷۴	۱/۹۷۵۳
شماره ۱۷	-۲/۳۹۰	۱۰	۰/۰۳۸	-۰/۷۲۷۲۷	-۱/۴۰۵۲	-۰/۰۴۹۴
شماره ۱۸	-۳/۶۲۷	۱۰	۰/۰۰۵	-۰/۹۰۹۰۹	-۱/۸۰۰۹	-۰/۷۴۴۵
شماره ۱۹	۳/۶۱۴	۱۰	۰/۰۰۵	۰/۸۱۸۱۸	۱/۲۹۷۴	۱/۹۷۵۳
شماره ۲۰	-۲/۳۹۰	۱۰	۰/۰۳۸	-۰/۷۲۷۲۷	-۱/۴۰۵۲	-۰/۰۴۹۴
شماره ۲۱	۵/۳۶۹	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۲۷۲۷۳	۰/۷۴۴۵	۱/۸۰۰۹
شماره ۲۲	۵/۳۶۹	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۲۷۲۷۳	۰/۷۴۴۵	۱/۸۰۰۹
شماره ۲۳	۶/۵۰۰	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۸۱۸۱۸	۰/۷۷۶۷	۱/۵۸۶۹
شماره ۲۴	۷/۰۱۶	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۴۵۴۵۵	۰/۹۹۲۶	۱/۹۱۶۴
شماره ۲۵	۵/۳۶۹	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۲۷۲۷۳	۰/۷۴۴۵	۱/۸۰۰۹
شماره ۲۶	۳/۴۶۴	۱۰	۰/۰۰۶	۱/۰۹۰۹۱	۰/۳۸۹۲	۱/۷۹۲۶
شماره ۲۷	۵/۲۲۱	۱۰	۰/۰۰۰	۱/۸۱۸۱۸	۰/۶۷۷۵	۱/۶۸۶۲

نگاره (۱) که مستخرج از ادبیات موضوع بوده است، تعداد دوازده معیار تأیید نشده است. به عبارت دیگر، از بین هجده معیار انتخاب سهام، هشت معیار پیش‌بینی اقتصادی و سیاسی کشور، نسبت‌های سودآوری، طرح‌های پژوهش و توسعه شرکت، مدیریت شرکت،

همان‌گونه که در نگاره (۳) مشهود است، از بین ۲۷ معیار انتخاب سهام، تعداد ۱۶ معیار تأیید شدند که از بین ۹ معیار موجود در نگاره (۲) فقط معیار ایجاد انحصار در صنعت تأیید نشد؛ که نشان‌دهنده توافق جمعی سرمایه‌گذاران نهادی بر اهمیت هشت معیار مذکور است. از بین هجده معیار موجود در

نوع محصول شرکت، جهت کلی بازار، چشم انداز صنعت و سهامداران عمده تایید شده است. معیارهای تایید شده را می‌توان بر اساس ماهیت آن‌ها و نوع نگرش سرمایه‌گذاران نهادی به فرآیند سرمایه‌گذاری در چهار دسته معیارهای کلان اقتصادی، معیارهای خاص صنعت، معیارهای خاص شرکت و معیارهای مختص سرمایه‌گذاران نهادی دسته‌بندی کرد. فرض دسته‌بندی مذکور، علاوه بر ماهیت شانزده معیار تایید شده توسط خبرگان، نگرش سرمایه‌گذاری از کلان به خرد می‌باشد.

#### نگاره ۵. دسته‌بندی معیارهای انتخاب سهام در دو سطح

سطح اول	سطح دوم
معیارهای کلان اقتصادی	پیش‌بینی اقتصادی و سیاسی کشور
معیارهای خاص صنعت	جهت کلی بازار
	چشم انداز صنعت
	نسبت‌های سودآوری
	طرح‌های پژوهش و توسعه شرکت
معیارهای خاص شرکت	سهامداران عمده
	مدیریت شرکت
	نوع محصول شرکت
	تنوع سازی پرتفو
	نوع مالکیت عمده (دولتی، خصوصی، عمومی)
	روند اقتصاد جهانی
معیارهای ویژه	هم افزایی با دیگر شرکت‌های پرتفو
	میزان سهام شناور
	امکان عضویت در هیأت مدیره
	دسترسی به اطلاعات نهانی شرکت
	روند معاملات بلوکی

معیارهای انتخاب سهام  
از منظر نهادی‌ها

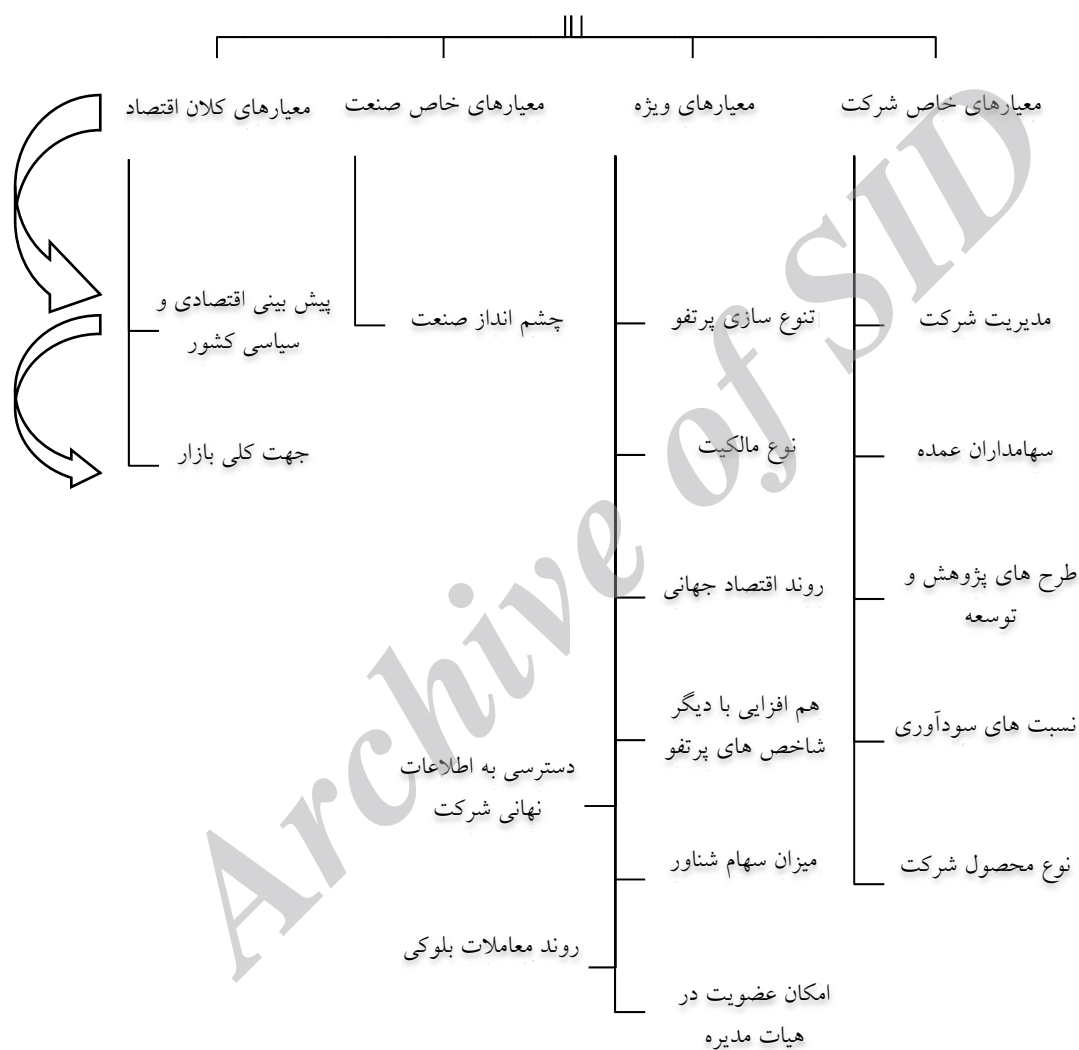
ماتریسی زیادی خواهد بود که این امر باعث کاهش دقت نظر پاسخگویان خواهد شد؛ بنابراین، در ایجاد شبکه نهایت دقت شده است؛ ثانیاً بین معیارهای سطح اول وابستگی درونی لحاظ شده است؛ ثالثاً بین معیارهای سطح دوم دو گونه وابستگی لحاظ شده

برای اجرای فرایند ANP ابتدا باید شبکه مورد نظر بین متغیرها ترسیم گردد. در ایجاد شبکه بین معیارهای پژوهش حاضر نکاتی مد نظر قرار گرفته است: اولاً وجود رابطه‌های زیاد علاوه بر دشواری محاسبات، نیازمند جوابگویی به پرسش‌نامه‌های

است، وابستگی اول بین زیر معیارهای مرتبط با هرکدام از چهار معیار سطح اول است و وابستگی دوم به‌جهت احتیاط بین تمامی شانزده معیار سطح

شکل ۱. مدل مفهومی شبکه برای رتبه‌بندی معیارهای انتخاب سهام از منظر نهادی‌ها

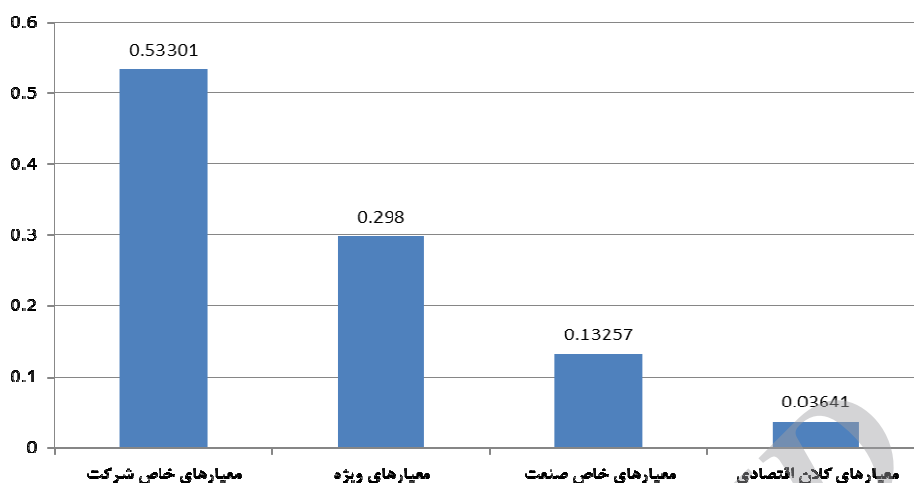
### معیارهای انتخاب سهام از منظر نهادی‌ها



رتبه‌بندی‌های به‌دست آمده در هر دو سطح در نمودارهای ۲ و ۳ نشان داده شده است.

براساس نظرسنجی انجام شده و پرسش‌نامه‌های تکمیل شده اطلاعات براساس مدل نشان داده شده در شکل ۱ وارد نرم افزار SuperDecisions گردید.

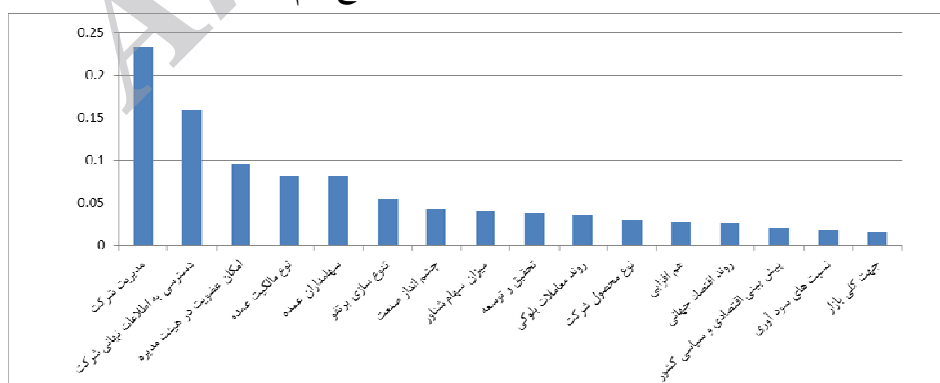
نمودار ۱. رتبه‌بندی معیارهای سطح اول



رتبه‌بندی مذکور نشان می‌دهد که نوع و ماهیت معیارهای مورد استفاده از نظر سرمایه‌گذاران نهادی با معیارهای مورد استفاده دیگر سرمایه‌گذاران متفاوت است، چرا که معیارهای ویژه آن‌ها در رتبه دوم اهمیت واقع شده است. هرچند این دسته از سرمایه‌گذاران توانایی تجزیه و تحلیل معیارهای کلان اقتصادی را دارند، ولی به‌نظر می‌رسد با توجه به ماهیت بازار سرمایه ایران و عدم تبعیت متغیرهای خاص شرکت از این گونه معیارها، این دسته کمترین اهمیت را دارد.

براساس نتایج به‌دست آمده از بین چهار معیار موجود در سطح یک، از منظر سرمایه‌گذاران نهادی معیارهای خاص شرکت در رتبه اول اهمیت، معیارهای مختص سرمایه‌گذاران نهادی در رتبه دوم و معیارهای خاص صنعت و کلان اقتصادی به ترتیب در رتبه‌های بعد قرار دارند. براساس نتایج، به‌نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران نهادی در سرمایه‌گذاری، رویکردی جزءنگر دارند. به‌عبارت دیگر، در انتخاب سهام شرکت‌ها ابتدا به معیارهای خاص آن شرکت که مشتمل بر پنج معیار ذکر شده در نگاره (۵) است؛ اهمیت می‌دهند و سپس به معیارهای خاص خود.

نمودار ۲. رتبه‌بندی معیارهای سطح دوم



گردید. با اهمیت‌ترین معیار از منظر سرمایه‌گذاران نهادی، مدیریت شرکت است. نهادی‌ها در بازار

معیارهای سطح دوم همان‌گونه که در شکل بالا نشان داده شده است، از منظر خبرگان رتبه‌بندی



بازار تا حد زیادی متأثر از نوع تصمیم نهادی‌هاست و ثانیاً این گروه از سرمایه‌گذاران با توجه به حجم سرمایه بالا و امکان خرید پلکانی در صورت روند نزولی و افزایش میزان سهام در روند صعودی جهت بازار را برای خود خنثی می‌کنند، به‌علاوه، این‌که دید این‌گونه سرمایه‌گذاران بلند مدت است. نسبت‌های مالی، بخصوص نسبت‌های سودآوری که از منظر سرمایه‌گذاران خرد از اهمیت برخوردار است، در رده پانزدهم اهمیت برای نهادی‌ها قرار گرفته است. عمده دلیل آن استفاده نهادی‌ها از تجزیه تحلیل‌های دقیق‌تر و توجه به روند گذشته و چشم انداز آینده است.

#### نتیجه

سرمایه‌گذاران نهادی از بیشترین میزان سرمایه و تخصص در بازار سرمایه برخوردارند. این دو ویژگی باعث شده است نگاه آن‌ها جهت خرید سهام شرکت‌ها با دیگر سرمایه‌گذاران متفاوت باشد. طبق مقررات بازار سرمایه ایران سرمایه‌گذاران نهادی شامل چندین گروه از جمله: صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌شوند که پژوهش حاضر بر این گروه‌ها و تلقی آنان از معیارهای انتخاب سهام تمرکز داشته است. در این پژوهش با توجه به تفاوت ماهیتی بین سرمایه‌گذاران نهادی و دیگر سرمایه‌گذاران، این فرض مطرح شده است که این سرمایه‌گذاران علاوه بر استفاده از معیارهایی که تاکنون در ادبیات موضوع مطرح بوده است، از معیارهای دیگری نیز بهره می‌برند که باید بررسی شود.

ادبیات موضوع معیارهای انتخاب سهام، در سطح وسیعی گردآوری شد و هجده معیار مختلف شمارش گردید. با توجه به مصاحبه‌های انجام شده با مدیران

سرمایه ایران نقش مدیریت را در سودآوری شرکت با اهمیت‌ترین موضوع می‌دانند. دومین رتبه به دسترسی به اطلاعات نهانی شرکت اختصاص داده شده است.

هر چند قوانین و دستورالعمل‌هایی برای عدم امکان استفاده از اطلاعات نهانی در بازار سرمایه ایران تدوین و تصویب شده است و هر گونه معامله که اثبات شود براساس این‌گونه اطلاعات انجام شده است، ابطال می‌گردد، ولیکن سرمایه‌گذاران نهادی در خرید سهم شرکت به اطلاعات نهانی در دسترس آن‌ها توجه خاص دارند. سومین معیار مورد نظر نهادی‌ها، امکان عضویت در هیأت مدیره شرکت است. به‌نظر می‌رسد عضویت در هیأت مدیره، علاوه بر اشراف کامل بر شرکت، با به‌دست آوردن اطلاعات نهانی و بهره‌مند شدن از مزایای خاص شرکت مذکور، به دیگر اهداف خود نیز نایل خواهد شد. نوع مالکیت عمده شرکت و سهامداران عمده در بازار به‌عنوان چهارمین و پنجمین معیار با اهمیت از منظر نهادی‌هاست. به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران بعضی شرکت‌ها به‌عنوان مالکان عمده دارای اعتبار خاصی نزد اصحاب بازار سرمایه هستند و وجود آن‌ها در فهرست سهامداران عمده شرکت‌ها باعث ایجاد حمایت از آن سهم در مواقع سقوط بازار می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به شناخت کامل سهامداران عمده به این مهم به‌عنوان یکی از چهار معیار اصلی توجه دارند. معیارهایی که براساس پژوهش‌های ذکر شده در ابتدای مقاله، از جمله با اهمیت‌ترین معیارها از منظر سرمایه‌گذاران خرد بوده است، در نگاه نهادی‌ها از کمترین اهمیت برخوردار است. معیار جهت کلی بازار آخرین رتبه را در بین معیارها به خود اختصاص داده است. شاید بتوان علت این امر را این‌گونه بیان کرد که اولاً جهت کلی

به‌طوری که معیارهای مدیریت شرکت، دسترسی به اطلاعات نهانی و امکان عضویت در هیأت مدیره به ترتیب در سه رتبه اول قرار دارند.

با توجه به نکات بیان شده مفروضات پژوهش حاضر مبنی بر وجود معیارهایی مختص سرمایه‌گذاران نهادی و وجود اختلاف بین اهمیت معیارها از دید سرمایه‌گذاران نهادی و دیگر سرمایه‌گذاران تایید شد.

#### منابع

- ۱- ابزری، مهدی و سامتی، مرتضی و مهدی دلبری. (۱۳۸۱). کاربرد مدل فرآیند تحلیل سلسله مراتبی در تعیین معیارهای مؤثر بر انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله برنامه و بودجه، ش ۷۷، صص ۳۵-۵۸.
- ۲- احمدپور، احمد و اکبرپور شیرازی، محسن و زهرا رضوی امیری. (۱۳۸۸). استفاده از مدل‌های تصمیم‌گیری چندشاخصه‌ای در انتخاب سهام؛ فصلنامه بورس و اوراق بهادار؛ سال دوم؛ بهار ۸۸، صص ۴۰-۶۵.
- ۳- اصغری‌پور، محمد جواد. (۱۳۸۳). تصمیم‌گیری‌های چند معیاره، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، صص ۳۵-۳۷.
- ۴- اصغری‌زاده، عزت‌الله و فرناز حاج‌زوارذ. (۱۳۹۰). تحلیل پس‌بهینگی رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، ش ۶۵، صص ۲۵-۳۷.
- ۵- اقای، محمدعلی و امید مختاریان. (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

مدیر عاملان و اعضای هیأت مدیره تعداد ۹ معیار با عنوان «معیارهای خاص سرمایه‌گذاران نهادی» به فهرست معیارهای انتخاب سهام اضافه گردید. در ادامه، براساس آزمون‌های آماری گوناگون اعم از تعیین نوع توزیع پاسخگویان، آزمون T و آزمون ویلکاکسون، به بررسی معیارهای مورد اعتبار از منظر نهادی‌ها پرداخته شد. نتایج نشان‌دهنده این است که از بین ۲۷ معیار مذکور تعداد شانزده معیار مورد تایید نهادی‌هاست.

شانزده معیار تایید شده بر اساس فرآیند تحلیل شبکه (ANP) رتبه‌بندی گردید. ساختار شبکه مفهومی براساس ماهیت معیارها تشکیل شد. تمامی معیارهای در چهار دسته کلی معیارهای کلان اقتصادی، معیارهای خاص صنعت، معیارهای خاص شرکت و معیارهای مختص سرمایه‌گذاران نهادی دسته‌بندی شد.

نتایج پژوهش حاکی از آن است که:

- تمامی معیارهای مورد استفاده سرمایه‌گذاران خرد از منظر نهادی‌ها استفاده قرار نمی‌شوند؛ به‌طوری که از میان هجده معیار فهرست شده فقط هشت معیار تایید شد.
- علاوه بر معیارهای موجود در ادبیات موضوع، تعداد ۹ معیار دیگر برای انتخاب سهام توسط نهادی‌ها بدست آمد که هشت معیار آن در جمع‌بندی نهایی تایید شد.
- نهادی‌ها از بین چهار گروه اصلی بیشترین اهمیت را به ترتیب برای معیارهای خاص، معیارهای مختص سرمایه‌گذاران نهادی، معیارهای خاص صنعت و معیارهای کلان اقتصادی قائل هستند.
- معیارهای عملیاتی از منظر نهادی‌ها به‌طور کلی با معیارهای مد نظر سرمایه‌گذاران خرد متفاوت است؛

- ۱۲- جهانخانی، علی و حسن عبده تبریزی. (۱۳۷۶).  
مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار،  
انتشارات دانشگاه تهران، صص ۱۱۰-۱۱۵.
- ۱۳- حساس یگانه، یحیی، مرادی محمد و هدی  
اسکندر. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران  
نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و  
حسابرسی، دوره ۱۵، ش ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ۱۴- خوش طینت، محسن و حمید راعی. (۱۳۸۳).  
تأثیر ارایه اطلاعات حسابداری اجتماعی بر  
تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، مجله بررسی‌های  
حسابداری و حسابرسی، ش ۳۷، صص ۲۷-۳۸.
- ۱۵- داوری، مجیدرضا و مهدی ابزری و محسن  
مهدوی‌نیا. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر تحلیل  
بنیادی سهام بر بورس منطقه‌ای اصفهان، مجله  
بررسی مسائل سیاست‌های اقتصادی، ش ۳ و ۴، صص  
۳۰-۴۸.
- ۱۶- سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل  
سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون  
بازار اوراق بهادار ج.ا.ا، [www.Seo.ir](http://www.Seo.ir)، بخش  
دستورالعمل‌ها.
- ۱۷- فخاری، حسین و عصمت‌السادات طاهری.  
(۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و  
نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده  
در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های  
حسابداری مالی، سال دوم، ش ۴، ش ۶، صص  
۳۹-۵۰.
- ۱۸- مجلس شورای اسلامی، قانون بازار سرمایه،  
مصوب ۱۳۸۴.
- ۱۹- کاظمی، حسین و عاطفه محمد نژاد. (۱۳۹۰).  
بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن  
اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها، فصلنامه  
در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های  
حسابداری و حسابرسی، ش ۳۶، صص ۲۰-۳۱.
- ۶- امیری، مقصود و شریعت پناهی، مجید و محمد  
هادی بناکار. (۱۳۸۹). انتخاب سبد بهینه با استفاده  
از تصمیم‌گیری چند معیاره، فصلنامه بورس اوراق  
بهادار، ش ۵-۱۶.
- ۷- انواری رستمی، علی اصغر و محسن ختن‌لو.  
(۱۳۸۳). بررسی مقایسه‌ای رتبه‌بندی شرکت‌های  
برتر براساس نسبت‌های سودآوری و شاخص‌های  
بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های  
حسابداری و حسابرسی، ش ۳۶، صص ۲۰-۳۱.
- ۸- پیری، پرویز. (۱۳۹۱). اثر نماگرهای ساختاری  
بازار بر رفتار قیمتی سهام شرکت‌های پذیرفته  
شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس  
و اوراق بهادار، ش ۱۹، صص ۳۰-۴۵.
- ۹- تالانه، عبدالرضا و محمودی، محمد و کاوه شرفی.  
(۱۳۹۲). محتوای اطلاعاتی حجم غیرعادی  
معاملات سهام شرکت‌های بورس تهران، مجله  
پژوهش‌های مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران،  
دوره ۱۵، ش ۱، تابستان، صص ۴۵-۶۷.
- ۱۰- تهرانی، رضا و فاطمه خان احمدی. (۱۳۸۹).  
راهبرد سرمایه‌گذاری در سهام بر اساس کوچ  
ارزشی - رشدی در بورس اوراق بهادار تهران،  
مجله پژوهش‌های حسابداری مالی دانشگاه  
اصفهان، دوره ۲ ش ۱، صص ۲۴-۳۹.
- ۱۱- توکلی محمد. (۱۳۸۳). بررسی رفتار مدیران  
سرمایه‌گذاری و تحلیلگران مالی در خصوص  
پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس  
تهران (۱۳۸۳). مجموعه مقالات دومین کنفرانس  
بین‌المللی مدیریت (جلد دوم)، تهران: دبیرخانه  
کنفرانس بین‌المللی مدیریت، صص ۱۰۰-۱۲۵.

- the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado, Pp. 151-170
- 30- Mohanram, P. S., (2003), Is Fundamental Analysis Effective for Growth Market, *Journal of Finance*, Issue 44, Pp. 25-45
- 31- Nalini, R.DR, (2013), an Empirical Study on Factors Influencing Equity Stock Selection by Investors in Mysore City, *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol. 2, No. 11, November, Pp. 145-159.
- 32- Robert Johnson, LUC SOENEN, (2003), Indicators of Successful Companies, *European Management Journal*, Vol. 21, No. 3, Pp. 364-369
- 33- Squyres. J. G., (1998), a Quick Peek According to Graham and Dodd, *Journal of Financial Statement Analysis*, fall, Pp. 79-83.
- 34- Wong, M. C. & Y. Cheung (1998), The Practice of Investment in Hong Kong: Market Forecasting and Stock Selection, *International Journal of Management Science*, No. 27, Pp. 451-465.
- 35- <http://goodenergies.iwoe.unisg.ch> ccessed September 26, 2012
- پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، ش ۲، صص ۱۱۰-۱۲۸.
- ۲۰- مهرانی، ساسان و امیر رساییان. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله حسابداری دانشگاه شیراز*؛ دوره اول، صص ۲۵-۳۱.
- ۲۱- ودیعی محمد حسین و سید محمد حسینی (۱۳۹۱). رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده غیرعادی سهام، *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ش ۱، صص ۷۳-۸۷.
- ۲۲- هادوی نژاد، مصطفی. (۱۳۸۳). شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق علیه السلام، صص ۱۳۱-۱۴۰.
- 23- Achour, D., Harvey, C. R., Hopkins, G. & C. Lany (1998), *Stock Selection in Mexico*, Boston: Mstr Pub, Pp. 100-101.
- 24- Beckwith, J. (2001), Stock Selection in Six Major Non-U.S. Markets, *Journal of Investing*, Vol. 9, No. 2, Pp. 37-44.
- 25- Christens, Andres,(2010) P.S, Overreaction and Portfolio-Selection Strategies in the Poland Stock Market, Christens, *Journal of Risk Finance*, The Volume, 11 Issue: 3, Pp. 48-59.
- 26- Edirisinghe, NCP & X Zhang, (2008) Portfolio Selection under Dea-Based Relative Financial Strength Indicators: Case of Us Industries, *Journal of the Operational Research Society*. Vol. 59, Pp. 31-51.
- 27- Gerald, Apel, (2005), *Technical Analysis Power Tools for Active Investors*, Boston: Pearson Education Publication, Pp. 12-265
- 28- Janani and et al., (2008), Selection of Portfolio by Using Multi Attributed Decision Making (Tehran Stock Exchange), *American Journal of Scientific Research*, Issue 44, Pp. 15-87
- 29- Merilkas,A. and Prasad, d, (2010), *Factor Influencing Greek Investor Behavior on the Athens Stock Exchange*, paper presented at