

طراحی و تبیین مدلی جامع از عوامل خرد و کلان موثر بر انگیزه سرمایه گذاری سهامداران در بورس اوراق بهادار

علی محمدی^۱

فیروز ستوده^۲

تاریخ پذیرش: ۹۳/۸/۱

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۱۵

چکیده

این پژوهش با هدف شناسایی و رتبه بندی عوامل موثر بر انگیزه سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار انجام شده است. بدین منظور مدلی جامع مشتمل بر عوامل کلان (عوامل سیاسی و اقتصادی) و عوامل خرد (اطلاعات شرکت، عوامل روانی و اطلاعات معاملات در بازار سرمایه) ارائه شده است. برای گردآوری داده‌های مورد نیاز از پرسشنامه استفاده گردید. سپس با استفاده از روش معادلات ساختاری روابط بین متغیرها مورد بررسی قرار گرفت و عوامل معرفی شده توسط آزمون فریدمن رتبه بندی شده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد تمامی متغیرها به جز نتایج تحلیل‌های علمی (تکنیکال و بنیادی) دارای رابطه مثبت و معنادار با انگیزه سرمایه گذاری در سهام بوده‌اند. بعلاوه عامل اطلاعات مالی شرکت در رتبه اول و عوامل سیاسی، اطلاعات معاملاتی بازار، عوامل اقتصادی، اطلاعات عمومی، شایعات و تحلیل‌های علمی به ترتیب در رتبه‌های دوم تا هفتم قرار می‌گیرند. شایان ذکر است مجموعه این عوامل برای نخستین بار است که در کنار یکدیگر مورد بررسی قرار می‌گیرند و تحقیقات قبلی به بخشی از این عوامل پرداخته‌اند.

واژه‌های کلیدی: انگیزه سرمایه گذاری، بورس اوراق بهادار، عوامل خرد، عوامل کلان، معادلات ساختاری.

۱- دانشیار گروه مدیریت دانشگاه شیراز

۲- دانشجوی دوره دکتری مدیریت سیستم‌ها، دانشگاه شیراز (مسئول مکاتبات) frz_std86@yahoo.com

۱- مقدمه

امروزه با توجه به اهمیت و گسترش روز افزون بازارهای سرمایه در تجهیز و جمع آوری سرمایه های کوچک فردی به سمت فعالیتهای تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه گذاران در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است [۲]. بدیهی است که سرمایه گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای بورس در سرتاسر جهان مبادله می شود و اقتصادهای ملی به شدت متأثر از عملکرد بازارهای بورس است [۳].

بررسی و تحلیل مالیه رفتاری سرمایه گذاران و فعالان بازار یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می گردد. بر مبنای رویکردهای موجود در این زمینه، تصمیم گیری سرمایه گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی شود، بلکه عوامل ناشی از انتظارات بازار نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. به دیگر سخن، مالیه رفتاری را می توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روانشناسی و تصمیم گیری دانست [۱۳].

به زعم زیگل^۱ مالیه رفتاری به مطالعه و تحلیل چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات، جهت انجام تصمیمات ساختار یافته سرمایه گذاری توسط افراد می پردازد [۱۵].

برای رونق بخشیدن به اقتصاد کشورهایی همچون ایران، که از یک سو با حجم عظیم سرمایه و از سوی دیگر با کمبود امکانات سرمایه گذاری مولد مواجه است، بازار سرمایه به عنوان نهادی برای تجهیز منابع مالی شرکتها از اهمیت ویژه ای برخوردار است. این بازار در مقابل تغییر و تحولات کلان سیاسی و

اقتصادی و همچنین نوسانات مربوط به عوامل درونی بازار سرمایه دستخوش تغییرات مهم و اثرگذار می شود. بنابراین شناخت عوامل موثر بر انگیزه سرمایه گذاری سهامداران موضوعی مهم می باشد.

در این مقاله تلاش شده تا مدلی جامع از عوامل موثر بر انگیزه سرمایه گذاران در بورس ارائه شده و میزان اثرگذاری هریک از آنها نیز تعیین گردد. بدین منظور کلیه عوامل به دو دسته عوامل کلان (شامل عوامل اقتصادی و سیاسی در سطح ملی و بین المللی) و عوامل خرد (شامل عوامل مربوط به بازار سرمایه نظیر اطلاعات معاملات، اطلاعات مربوط به شرکت های بورسی، نتایج تحلیل های تکنیکال و بنیادی و شایعات بازار) تقسیم شده و اثر آنها بر انگیزه سرمایه گذاران و در نهایت سرمایه گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی می-گیرد. شایان ذکر است ارائه چنین مدل جامعی برای نخستین بار است که صورت می پذیرد و در تحقیقات قبلی بخشی از این متغیرها مورد سنجش قرار گرفته اند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تمایل انسانها نسبت به یک مطلب یا موردی خاص، نتیجه داشتن آگاهی و دانش نسبت به آن است و انسانها، در مقام مصرف کننده، کالاها و خدماتی را انتخاب می کنند که آنها را بیشتر می شناسند، از کارایی و کیفیت آنها اطلاع بیشتری داشته و نسبت به آنها اطمینان بیشتری دارند. اوراق بهادار نیز به عنوان نوعی کالا، از این قاعده مستثنی نیستند. مرتون معتقد است سرمایه گذاران نیز نسبت به تملک اوراق بهاداری تمایل نشان می دهند که در مورد آن اطلاع و آگاهی بیشتری داشته باشند و یا اخیراً به نوعی

توجه آنها را جلب کرده باشد [۱۵]. از این رو پی بردن به عوامل موثر بر سرمایه گذاری سهامداران گامی مهم در جهت پیش بینی عملکرد آنها در بازار بورس تحت شرایط متفاوت خواهد بود. به منظور تحقق این هدف با مروری بر تحقیقات گذشته مجموعه جامعی از متغیرهای اثرگذار بر انگیزه سرمایه گذاری سهامداران معرفی شده است. همانطور که چانگ (۲۰۰۴) در مقاله خود نشان داده است می توان این متغیرها را در قالب دو دسته عوامل خرد و کلان معرفی نمود [۸]. در گروه عوامل کلان متغیرهای سیاسی و اقتصادی در سطح ملی و بین المللی در نظر گرفته شده اند. مقصود از متغیرهای اقتصادی وضعیت تورم، نرخ بهره، بازارهای موازی و تحولات اقتصادی جهانی است و منظور از متغیرهای سیاسی تحولات داخلی و خارجی و بالاخص روند تحریم هاست. در گروه متغیرهای خرد اطلاعات مربوط به شرکت های بورسی (شامل اطلاعات مالی و مدیریتی آنها)، اطلاعات بازار سرمایه (شامل اطلاعات معاملات در بازار نظیر حجم معاملات، روند معاملات، شاخص کل بورس و ...) و همچنین نتایج مربوط به تحلیل های تکنیکال و بنیادی سهام و در نهایت عوامل روانی (مانند اخبار غیر رسمی و شایعات در بازار بورس) معرفی شده اند.

تحلیل تکنیکال یا فنی با استفاده از «مطالعه رفتار و حرکات قیمت و حجم سهام در گذشته و تعیین قیمت و روند آینده سهام» صورت می پذیرد. تغییرات قیمت سهام با استفاده از پیشینه تاریخی و نمودار توسط تحلیل گر تکنیکی مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. این روش بیشتر مورد استفاده سفته بازان و سرمایه گذاران با دیدگاه کوتاه مدت می باشد که

بدین صورت قصد دارند تا بازده مورد نظر خود را در هنگام بالا رفتن قیمت سهم افزایش دهند [۱۰]. تحلیل بنیادین یک شرکت شامل تحلیل گزارشات مالی و سلامت مالی شرکت، مدیریت و امتیازات رقابتی، رقبا و بازارهای مربوطه است. در تحلیل بنیادین اساس پیش بینی، بر مبنای وقایع و رخدادهای واقعی پایه گذاری شده است. معامله گر با تحلیل اتفاقات و اخبار دنیای واقعی و بر اساس دانش و استراتژی خود، به پیش بینی بازار می پردازد [۱۰].

مارشال ابامویی (۲۰۱۳) در مقاله خود که به بررسی عوامل موثر بر تصمیم سرمایه گذاری در بورس نیجریه می پردازد، ۳ عامل عملکرد سهام شرکت در گذشته، سیاست افزایش سرمایه یا تقسیم سود و انگیزه افزایش ثروت سهامدار را به عنوان مهمترین و ۳ عامل شایعات بازار، وفاداری به محصول شرکت، مذهب و زیان مورد انتظار در سایر سرمایه گذاری ها را به عنوان کم اهمیت ترین عوامل شناسایی نموده است [۱۷].

نتایج تحقیق التیمی (۲۰۰۶) که در بازار سرمایه امارات انجام شده است حاکی از اهمیت اطلاعات مالی شرکت نظیر میزان رشد در سودآوری و سود نقدی در تصمیمات سهامداران بوده است. به علاوه مطالعات وی نشان می دهد که اطلاعات عمومی بازار نظیر روند شاخص، وضعیت معاملات در بازار و اطلاعات منتشره از سوی شرکت های بورسی بر انتظارات سرمایه گذار تاثیر مستقیم دارد [۱۲].

چانگ (۲۰۰۴) ^۲ به بررسی متغیرهای اقتصادی مهم مانند تغییرات نرخ بهره، تغییرات نرخ تورم، و آثار جایگزین های سرمایه گذاری پرداخته است. همچنین او متغیرهای اجتماعی و سیاسی تأثیرگذار،

مختاریان (۱۳۸۳) در مقاله خود به بررسی تاثیر سود هر سهم، سود نقدی، افزایش سرمایه و توصیه سایر سرمایه گذاران بر تصمیم خرید سهم پرداخته است. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که به ترتیب پیش بینی سود هر سهم، سود نقدی و توصیه سرمایه گذاران عوامل اثر گذار بر تصمیمات سهامداران هستند و افزایش سرمایه شرکت بر تصمیمات آنها اثری ندارد [۶].

فرخ نیا (۱۳۷۹) به بررسی نقش اطلاعات مالی در تصمیم گیری سهامداران پرداخته است. بر اساس نتایج تحقیق او، سرمایه گذاران در بورس تهران در تصمیم گیری نسبت به خرید و فروش و قیمت سهام از الگوی خاصی مبتنی بر روش های تکنیکی و یا بنیادین استفاده نمی کنند که از مهم ترین دلایل آن می توان به کم بودن دانش تخصصی، نواقص سیستم اطلاع رسانی بورس و غیر کارآمد دانستن الگوهای علمی از سوی سهامداران اشاره کرد [۷].

همچنین جوادی (۱۳۷۴) در بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی به این نتیجه می رسد که در کشور ایران تاثیر عوامل محیطی کلان در میزان موفقیت یا ناکامی یک شرکت یا سازمان، به مراتب شدیدتر از عوامل داخلی و مدیریتی آن است [۸].

۳- متغیرهای پژوهش

قالب مدل مفهومی تحقیق در شکل (۱) نشان داده شده است. به علاوه شاخص های مدنظر جهت سنجش متغیرهای تحقیق نیز در جدول (۱) تشریح شده اند.

مانند تحولات داخلی و منطقه ای و نوسانات سیاسی، و مؤلفه های روانی، مانند تأثیر انتشار اخبار و شایعات در سطح کلان را مورد بررسی قرار داده است. در سطح مؤلفه های خرد نیز میزان تأثیرگذاری نسبت های مالی و ریسک و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج این تحقیق، عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران را می توان در قالب دو متغیر کلان، شامل عوامل اقتصادی و اجتماعی و متغیرهای خرد، شامل عوامل مالی و مدیریتی شرکت طبقه بندی کرد [۱۳].

چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) در مقاله خود با هدف بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران ۸۶ نفر از کارگزاران و کارشناسان خبره را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحلیل آنان با رویکرد تحلیل سلسله مراتبی فازی نشان می دهد عامل مالی در رتبه اول و عوامل اقتصادی، درون سازمانی، سیاسی و فردی و روانی به ترتیب رتبه های دوم تا پنجم قرار می گیرند [۴].

خادمی گراشی و همکاران (۱۳۸۶) در مقاله خود به بررسی تاثیر عوامل سیاسی، اقتصادی، مالی و روانی بر تصمیم گیری سهامداران پرداختند. نتایج تحقیق آنان حاکی از آن است که به ترتیب عوامل سیاسی، روانی، اقتصادی و مالی بیشترین اهمیت را دارا هستند [۵].

آقایی و همکاران (۱۳۸۳) در مقاله خود عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری در بورس را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این مطالعه نشان می دهد که اطلاعات معاملاتی بازار نظیر روند قیمت و نوسانات قیمت سهم و پس از آن معیارهای مالی مهمترین عوامل مؤثر در سرمایه گذاری سهامداران می باشند [۱].

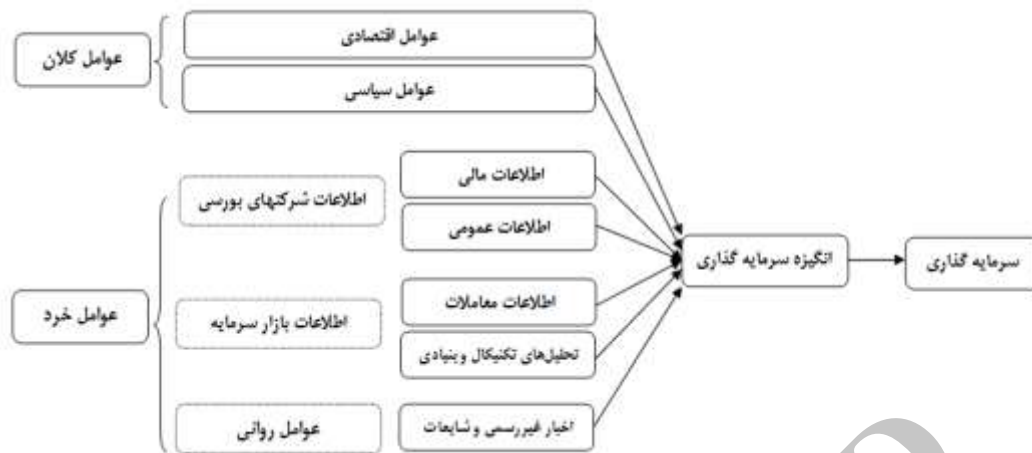
جدول شماره (۱): معرفی عوامل و متغیرهای تحقیق

منبع	متغیرهای اصلی	عامل
چانگ (۲۰۰۴) چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) جوادی (۱۳۷۴)	تغییرات نرخ تورم تغییرات نرخ بهره بانکی نوسانات بازارهای موازی (سکه، ارز، مسکن) تحولات اقتصادی جهانی (قیمت جهانی)	عوامل اقتصادی
چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) چانگ (۲۰۰۴) خادمی گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) حامدیان (۱۳۷۹)	تحریم های تحمیل شده به کشور تحولات سیاسی داخلی اظهار نظر مقامات سیاسی خارجی تحولات سیاسی بین المللی (منطقه ای)	عوامل سیاسی
التمیمی (۲۰۰۶) چانگ (۲۰۰۴) خادمی گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) مختاریان (۱۳۸۳)	اقدام مندرج در صورت های مالی (بودجه، هزینه، درآمد) سود هر سهم گزارشات فصلی میزان پوشش سود در گزارشات میان دوره ای میزان P/E	اطلاعات مالی شرکت
چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) خادمی گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) چانگ (۲۰۰۴)	تصمیمات مجامع شرکت های بورسی وضعیت سهامداران اصلی و مدیریت شرکت طرح های توسعه و تصمیمات آتی شرکت	اطلاعات عمومی
ابامویی (۲۰۱۳) آقای (۱۳۸۳) خادمی گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) التمیمی (۲۰۰۶)	میزان شاخص کل بورس حجم معاملات سهم وضعیت معاملاتی نمادهای هم گروه میزان نقدشوندگی سهم روند تغییرات قیمتی سهم در گذشته	اطلاعات معاملاتی بازار سرمایه
فرخ نیا (۱۳۷۹)	نتایج تحلیل های تکنیکال نتایج تحلیل های بنیادی	نتایج تحلیل های تکنیکال و بنیادی
چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) ابامویی (۲۰۱۳) حامدیان (۱۳۷۹) مختاریان (۱۳۸۳)	اخبار غیر رسمی از مجامع هیئت مدیره توصیه دوستان توصیه کارگزاران	عوامل روانی

تحقیقات پیشین انتخاب شده اند. این موضوع در جدول شماره (۱) نیز نشان داده شده است.

۴- مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی تحقیق به صورت شکل (۱) نشان داده شده است. لازم به ذکر است کلیه متغیرهای تحقیق و شاخص های مربوط به آنها با توجه به نتایج



شکل (۱): مدل مفهومی تحقیق

۵- فرضیات پژوهش

بر اساس مدل مفهومی تحقیق فرضیاتی به شرح زیر مطرح می‌گردد:

۸) انگیزه سرمایه گذاری با سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۱) عوامل اقتصادی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۲) عوامل سیاسی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۳) اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۴) اطلاعات عمومی شرکت‌های بورسی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۵) اطلاعات معاملات (حجم معاملات، شاخص بورس و ...) با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۶) نتایج تحلیل‌های تکنیکال و بنیادی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۷) اخبار و شایعات بازار با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار دارد.

۶- روش‌شناسی پژوهش

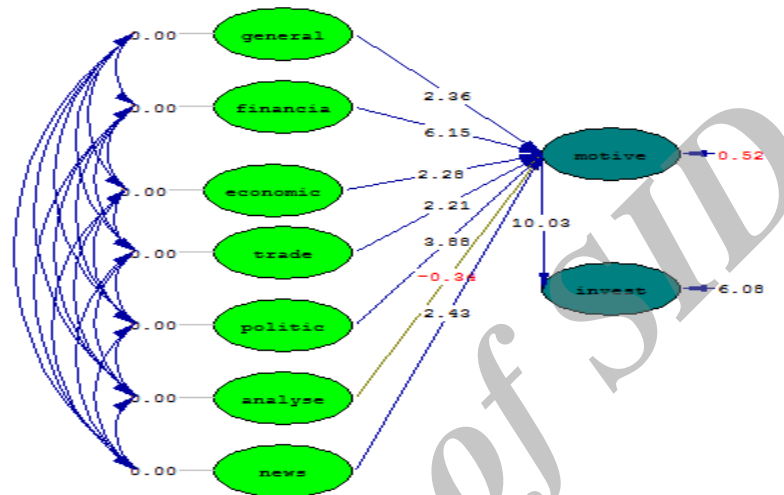
پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات پژوهش توصیفی از شاخه همبستگی است. در این پژوهش به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز از پرسشنامه ای مشتمل بر ۳۳ سوال با مقیاس لیکرت استفاده شده است. بنابراین تعداد ۲۰۰ پرسشنامه در میان سهامداران بورس اوراق بهادار در شهر شیراز توزیع شده است. به دلیل نامحدود بودن حجم جامعه از رابطه زیر برای برآورد نمونه استفاده شده است:

$$n = \frac{(1.96)^2(.5)(1-.5)}{(.07)^2} = 196 \quad (1)$$

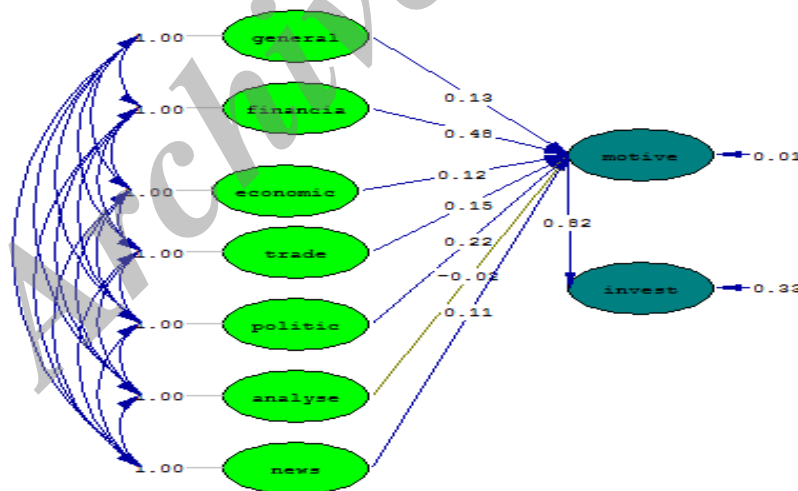
ترکیب سوالات پرسشنامه در جدول شماره (۱) نشان داده شده است. به منظور اطمینان از پایایی سوالات پرسشنامه مقدار آلفای کرونباخ محاسبه گردید. این مقدار برای سوالات پرسشنامه ۹۲/۲ می-باشد.

سپس به منظور آزمون فرضیات تحقیق از روش معادلات ساختاری (با کمک نرم افزار لیزرل ۸,۵) و جهت رتبه بندی عوامل آزمون فریدمن (نرم افزار spss 16) بکار رفته است.

با توجه به نمودار (۲) تمامی فرضیات تحقیق به جز فرضیه ۶ مورد تأیید قرار گرفتند. شکل (۳) نیز بارعاملی روابط بین متغیرها را نشان می دهد.



شکل (۲): مدل مفهومی تحقیق در حالت معناداری



شکل (۳): مدل مفهومی تحقیق در حالت تخمین استاندارد

منظور از عدد معناداری در نرم افزار لیزرل همان مفهوم Sig در نرم افزار SPSS می باشد با این تفاوت که برای معنادار بودن یک ضریب، عدد معناداری آن باید بزرگتر از ۱/۹۶ یا کوچکتر از ۱-۱/۹۶ باشد و در کل برای تأیید یا رد فرضیات تحقیق بکار می رود [۱۱]. همانطور که ملاحظه می گردد به جز نتایج

وهمچنین مقدار CFI به یک بسیار نزدیک است در نتیجه مدل دارای برازش و تناسب خوبی می باشد و نشان دهنده آن است که روابط تنظیم شده متغیرها بر اساس چارچوب نظری تحقیق منطقی بوده است. در گام بعد داده های بدست آمده در هریک از عوامل به کمک آزمون فریدمن رتبه بندی شده است. جداول (۳) و (۴) خروجی های نرم افزار SPSS را برای آزمون فریدمن نشان می دهد.

H0: اولویت عوامل یکسان است

H1: دست کم دو اولویت متفاوت اند

مقدار sig در جدول شماره (۳) حاکی از معناداری آزمون می باشد در نتیجه فرض H_0 رد شده و ادعای یکسان بودن رتبه ها (اولویت ها) پذیرفته نمی شود.

جدول (۳): نتایج معناداری

Test Statistics ^a	
N	200
Chi-Square	138.227
df	6
Asymp. Sig.	.000
a. Friedman Test	

جدول (۴): رتبه بندی عوامل با استفاده از آزمون فریدمن

عوامل	factors	Mean Rank	Rank
عوامل مالی	financial	4.80	۱
عوامل عمومی	general	4.21	۴
اطلاعات معاملات	trade	4.32	۳
عوامل اقتصادی	economical	3.69	۵
عوامل سیاسی	political	4.72	۲
تحلیل های علمی	analyse	3.10	۷
اخبار و شایعات	news	3.15	۶

تحلیل های علمی (که عدد معناداری آن ۰/۲۴- و کمتر از ۱/۹۶- می باشد)، سایر متغیرهای تحقیق دارای رابطه مثبت و معنادار با انگیزه سرمایه گذاری در سهم می باشند. اما بین نتایج تحلیل های علمی با انگیزه سرمایه گذاری رابطه معناداری برقرار نمی باشد. به علاوه رابطه قوی و معناداری بین انگیزه سرمایه گذاری و سرمایه گذاری در سهام وجود دارد.

منظور از ضریب استاندارد (بار عاملی) که در نرم افزار لیزرل محاسبه می شود مقادیر همبستگی دوتایی است (بین دو متغیر) و جهت مقایسه اثرات اجزای مدل بکار می رود. هر چه این ضریب بیشتر باشد به معنای اثرگذاری بیشتر متغیر مستقل بر متغیر وابسته است [۱۲]. بنابراین قویترین رابطه در مدل فوق متعلق به گزارش های مالی شرکت های بورسی و انگیزه سرمایه گذاری می باشد.

۷- نتایج پژوهش

شاخص های خوب بودن برازش مدل ($RMSEA$, p , $value$, df , χ^2) می باشند.

جدول (۲): شاخص های برازش مدل ساختاری

شاخص	χ^2	df	χ^2/df	RMSEA	CFI	GFI	p value
مقادیر شاخص	۱۰۸۰	۴۶۶	۲/۳	۰/۰۸	۰/۹۵	۰/۷۵	۰/۰۰

مقادیر بدست آمده در نگاره (۲) نشان می دهد که مدل مفهومی تحقیق از برازش خوبی برخوردار است. با توجه به اینکه میانگین مجذور خطاهای مدل (۰/۰۸) می باشد می توان گفت متغیرهای مستقل مدل توانسته اند ۹۲٪ تغییرات مدل را بیان نمایند. کای دو به درجه آزادی (۲/۳) کوچکتر از ۳

همانطور که ملاحظه می‌شود اطلاعات مالی شرکت (پیش بینی سود، گزارشات میان دوره ای و نسبت P/E سهم)، عوامل سیاسی (وضعیت تحریم-ها، اظهار نظر مقامات سیاسی در مورد چشم انداز کشور و...)، وضعیت معاملات سهم و بازار (نقد شوندگی سهم، نوسانات قیمتی سهم و شاخص کل)، و عوامل اقتصادی (وضعیت بازارهای موازی، نرخ ارز، نرخ بهره بانکی و تورم) مهمترین عوامل موثر بر انگیزه سرمایه گذاری سهامداران هستند.

۸- نتیجه گیری و بحث

به طور کلی از فرضیه‌های مطرح شده در پژوهش می‌توان چنین نتیجه گیری نمود که سهامداران در نمونه مورد بررسی به شدت تحت تاثیر عوامل خرد و کلان در تصمیمات سرمایه گذاری خود هستند که با ادبیات پژوهش مطابقت دارد. همانطور که چانگ (۲۰۰۳) پیشنهاد می‌کند می‌توان عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران را در قالب دو متغیر کلان، شامل عوامل اقتصادی و سیاسی و متغیرهای خرد، شامل عوامل مالی و مدیریتی شرکت طبقه بندی کرد [۸]. از میان ۷ فرضیه‌ای که مد نظر پژوهشگر بود با توجه به نتایج معادلات ساختاری شش فرضیه تأیید شده است و یکی از فرضیات رد شد.

عدد معناداری در آزمون معادلات ساختاری ($1/96 < 2/28$) و مقدار بارعاملی ($0/12$) برای فرضیه اول نشان می‌دهد که اطلاعات اقتصادی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معناداری دارد. منتها هم به دلیل بار عاملی کوچک و هم کسب رتبه ۵ در آزمون فریدمن می‌توان گفت گرچه تحولات اقتصادی مدنظر سهامداران می‌باشد اما آنان توجه اندکی به نوسانات اقتصادی نظیر نرخ بهره،

تورم و بازارهای موازی دارند. این موضوع در تحقیقات پیشین نظیر خادمی گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) و التیمی (۲۰۰۶) نیز به تأیید رسیده است.

در فرضیه دوم نیز مقدار عدد معناداری ($3/88$) و بارعاملی ($0/22$) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین عوامل سیاسی و انگیزه سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. همانطور که نتایج آزمون فریدمن نیز نشان می‌دهد این عامل دومین اولویت را در بین سایر عوامل داراست. و بدان معناست که تصمیمات سرمایه گذاران و پیش بینی آنها در مورد وضعیت آتی بازار سرمایه به شدت تحت تاثیر تصمیمات کشور در فضای سیاسی نظیر مذاکرات هسته ای، وضعیت تحریم‌ها و اظهار نظر مقامات داخلی و خارجی هستند. از این رو، نتایج تحقیق حاضر مؤید نتایج یحیی زاده فر و همکاران (۲۰۰۹) در بورس تهران [۱۹] و پژوهش کلایر و هیل (۲۰۰۴) پیرامون نحوه واکنش سرمایه گذاران به تحولات سیاسی اجتماعی در بازار جنوب شرقی آسیا است [۱۴].

مقدار عدد معناداری ($1/96 < 6/15$) و بارعاملی ($0/48$) در فرضیه سوم گویای وجود رابطه مثبت و معنادار بین اطلاعات مالی شرکت و انگیزه سرمایه گذاری سهامداران می‌باشد. وجود چنین رابطه قوی و مهمی در تحقیقات ابامویی (۲۰۱۳) و چاوله و سجادی امیری (۱۳۹۱) نیز به تأیید رسیده است. لذا با توجه به رتبه یک این عامل در آزمون فریدمن می‌توان گفت سرمایه گذاران بیش از هرچیز به اطلاعات مالی منتشره از سوی شرکت توجه کرده و وضعیت سودآوری و تعدیل‌های با اهمیت شرکت را مبنای سرمایه گذاری خود قرار می‌دهند.

بررسی اعداد معناداری ($1/96 < 2/36$) و بارعاملی ($0/13$) در فرضیه چهارم بیانگر وجود



رابطه مثبت و معنادار میان اطلاعات عمومی (نظیر تصمیمات مجامع شرکت‌ها، طرح های بلند مدت شرکت و مدیریت آن) و انگیزه سرمایه گذاری می-باشد. وجود چنین رابطه معناداری در مطالعات فلاح شمس و عزیززی (۱۳۸۷) نیز به تأیید رسیده است. بنابراین گرچه سرمایه گذاران بازار سرمایه به گروه مدیریتی شرکت و تصمیمات غیر مالی مجامع شرکت (که تأثیری بر صورت‌های مالی شرکت نداشته باشد) توجه می کنند اما این عوامل از درجه اهمیت بالایی برخوردار نیستند.

در فرضیه پنجم، اعداد معناداری ($1/96 < 2/21$) و بارعاملی ($0/15$) نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار بین اطلاعات معاملات در بازار سرمایه و انگیزه سرمایه گذاری سهامداران می باشد. وجود چنین رابطه ای در تحقیقات التیمی (۲۰۰۶) در بورس امارات و آقایی (۱۳۸۳) در بورس اوراق بهادار تهران نیز مشاهده شده است. به علاوه با توجه به رتبه به دست آمده در آزمون فریدمن (۳) می توان گفت عواملی نظیر شاخص کل بورس (بازدهی بازار سرمایه)، روند قیمتی سهام و نقد شوندگی سهم از جمله عواملی مهمی هستند که سهامداران بدانها توجه ویژه ای دارند.

مقدار عدد معناداری فرضیه ششم ($0/24 < -1/96$) حاکی از رد این فرضیه می باشد. بنابراین نتایج تحلیل های علمی سهام نظیر تحلیل تکنیکال یا بنیادی در انگیزه سرمایه گذاری تأثیر معناداری ندارد. همانطور که فرخ نیا (۱۳۷۹) نیز اشاره نموده است در دلایل آن می توان به کم بودن دانش تخصصی، نواقص سیستم اطلاع رسانی بورس و غیر کارآمد دانستن الگوهای علمی از سوی سهامداران اشاره کرد [۷]. کسب رتبه هفتم در آزمون فریدمن نیز تأیید کننده همین موضوع است.

در فرضیه هفتم نیز عدد معناداری ($1/96 < 2/42$) و بارعاملی ($0/11$) نشان می دهد عوامل روانی و اخبار غیررسمی با انگیزه سرمایه گذاری سهامداران رابطه مثبت و معنادار داشته اما از اهمیت بسیار اندکی برخوردار است. این امر حاکی از آن است که در سال های اخیر سهامداران بیش از پیش به مطالعه و تحلیل پیرامون اطلاعات شرکت ها پرداخته و کمتر به اخبار غیرمعتبر توجه می کنند. این نتایج با نتایج تحقیق اوبامویی (۲۰۱۳) در بورس نیجریه کاملاً هماهنگی دارد.

در نهایت در فرضیه هشتم با توجه به مقادیر بارعاملی، رابطه معنادار و مثبت انگیزه سرمایه گذاری و سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار به تأیید رسید. در اکثر تحقیقات پیشین نیز نظیر یحیی زاده فر و همکاران (۲۰۰۹) بین تصمیم سرمایه گذاری و سرمایه گذاری تفکیک قائل شده اند. این نتایج نشان می دهد در اکثر موارد افرادی که پس از مطالعه و بررسی، وضعیت و آینده بازار سرمایه را مساعد پیش بینی می کنند، سرمایه های خود را به این بازار وارد می نمایند.

با توجه به نتایج تحقیق مشخص می شود که اطلاعات مالی منتشره از سوی شرکت ها مهمترین عامل در تصمیم گیری و انگیزه سرمایه گذاری در سهام می باشد. از این رو پیشنهاد می شود سازمان های مسئول نظارت دقیق تری بر انتشار اطلاعات شفاف و به موقع و همچنین در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز سهامداران داشته باشد.

نتایج معادلات ساختاری و همچنین رتبه بندی فریدمن حاکی از تأثیر اندک تحلیل های علمی در تصمیمات و انگیزه سهامداران است. لذا پیشنهاد می-شود اقداماتی نظیر برگزاری دوره های آموزشی، تهیه

- * خادمی گراشی، مهدی، قاضی زاده، مصطفی، (۱۳۸۶)، بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری، دو ماهنامه دانشور رفتار، سال چهاردهم، شماره ۲۳.
- * مختاریان، امید (۱۳۸۳)، بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، استاد راهنما: محمد علی آقایی، دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس.
- * فرخ نیا، شهریار، (۱۳۷۹) نقش اطلاعات مالی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار پایان نامه کارشناسی دانشگاه علوم و فنون مازندران.
- * جوادی، جوادی، (۱۳۷۴)، بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روی شاخص قیمت سهام و تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۶۹، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.
- * فلاح شمس، میرفیض، عزیزی، شهریار، (۱۳۸۷)، بررسی عوامل تأثیر گذار بر قصد سرمایه گذاری سهام گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های اقتصادی، دوره ۸، شماره ۴.
- * مورفی، جان، (۱۳۹۲)، تحلیل تکنیکال در بازار سرمایه، ترجمه کامیار فراهانی فرد، رضا قاسمیان لنگرودی، (چاپ ۹)، تهران، نشر چالش.
- * هومن، حیدر علی، (۱۳۹۱)، "مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل"، (چاپ پنجم)، تهران، انتشارات سمت.
- نرم افزارهای ساده و تالیف کتب مناسب جهت آشناسازی هرچه بیشتر سهامداران با تحلیل های علمی صورت پذیرد. چنین اقداماتی می تواند به تصمیمات منطقی سهامداران و تأثیر پذیری کمتر از شایعات بازار منجر شود. به علاوه توسعه مراکز اطلاع رسانی و تحلیل علمی بازار سرمایه گامی مناسب در جهت توسعه دانش سرمایه گذاران و تشویق تعداد بیشتری از افراد برای ورود به بازار سرمایه خواهد بود.
- فهرست منابع**
- * آقایی، محمدعلی، مختاریان، امید، (۱۳۸۳)، بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱، شماره ۳۶.
- * بابائیان، علی و عرب مازار، محمد، (۱۳۷۹) "بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات اقلام ترانزانه با تغییرات بازده سهام در شرکت های بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- * آذر، عادل، کریمی، سیروس، (۱۳۸۸)، "پیش بینی بازده سهام با استفاده از نسبت های حسابداری یا رویکرد شبکه عای عصبی"، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸.
- * چاوله، آزیتا، سجادی امیری، ندا (۱۳۹۱)، بررسی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تکنیک AHP_FUZZY، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت.

- * Al-Tamimi, H.A.H (2006). Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical study of the UAE Financial Markets. The Business Review, Cambridge, 5(2).
- * Chang, sia, (2004), "The visual Investor : How to spot market trends", Annual investor survey.
- * Hill, Clayer A, (1997), "The political determinants of investors behavior ", Uniwin university.
- * Merton R.C.(1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, Journal of Finance, 2(3) : 483-510.
- * Nicholas, B. and Thaler, R, (2004), "A survey of behavioral finance in Constantinides", Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 2, No. 4.
- * Obamuyi, Tomola Marshal, (2013), "Factors influencing investment Decisions in capital market: A study of individual investors In Nigeria, Organizations and markets in emerging economies, vol. 4, no. 1(7).
- * Siegel, Jeremy J.,(1998) Stocks for the Long Run, Second Edition McGraw-Hill, New York.
- * Yahyazadehfar, Mahmood, Zali, Mohammad Reza, Shababi, Hooman, (2009), Determinants of Investors Financial Behavior in Tehran Stock Exchange, Iranian Economic Review, Vol.14, No.23, Spring

یادداشت‌ها

¹ Siegel

² Chang