-1) مقدمه 13

2-2) بخش اول: سرمایه گذاری 14

2-2-1) ماهیت سرمایه گذاری 14

2-2-2) تعاریف سرمایه گذاری 15

2-2-3) اهمیت سرمایه گذاری 16

2-2-4) سرمایه گذاران 17

2-2-4-1) اطلاعات سرمایه گذار 18

2-2-5) مراحل تصمیم گیری در فرآیند سرمایه گذاری 19

2-2-6) فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری 21

2-2-6-1) عوامل موثر بر تصمیمات سرمایه گذاری 21

2-2-7) ویژگی های سرمایه گذاران 25

2-2-7-1) رفتار سرمایه گذاران 28

2-2-8) نا اطمینانی اقتصادی 30

2-2-8-1) عوامل ایجاد و تشدید کننده نا اطمینانی اقتصادی 30

2-2-8-2) تاثیر نا اطمینانی بر تصمیمات کارگزاران 31

2-2-9) خطاهای ادراکی تصمیمات سرمایه گذاری 32

2-2-9-1) خطای بیش اطمینانی 33

2-2-9-2) خطای دسترسی 33

2-2-9-3) خطای تشدید تعهد 34

2-2-9-4) خطای تصادفی بودن 34

2-2-9-5) خطای پس بینی 35

2-2-10) نقش شخصیت در تصمیمات سرمایه گذاری 35

2-2-10-1) تورش های رفتاری 36

2-3) بخش دوم: بازارهای مالی 38

2-3-1) اهمیت بازارهای مالی 38

2-3-2) توسعه بازارهای مالی 40

2-3-3) طبقه بندی بازارهای مالی 41

2-3-4) بازار سرمایه در ایران 41

2-4) بخش سوم: بورس اوراق بهادار 42

2-4-1) تاریخچه پیدایش بورس 43

2-4-2) نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد جامعه 44

2-4-3) تاریخچه بورس اوراق بهادار تهران 46

2-4-4) دوره های فعالیت بورس در ایران 47

2-4-5) توسعه بازار اوراق بهادار و عوامل موثر بر آن 50

2-4-6) مزایای بورس برای شرکت ها 52

2-4-7) شعب منطقه ای بورس 53

2-5) بخش چهارم: پیشینه پژوهش (مروری بر مطالعات گذشته) 54

2-5-1) مروری بر مطالعات انجام شده در داخل کشور 54

2-5-2) مروری بر تحقیقات انجام شده در خارج از کشور..............................................57

2-6) بخش پنجم: چارچوب نظری تحقیق.........................................................................60

خلاصه

**2-1) مقدمه:**

سرمايه گذاري از اساسي ترين مباحث اقتصاد و صنعت است؛ بدون آن، توليد شكل نمي گيرد و ثروت تحقق نمي يابد. عدالت و توزيع مناسب ثروت، زماني معنا مي دهند كه ثروت ايجاد شده باشد. البته توزيع منابع اوليه ثروت طبيعي بر توليد و سرمايه گذاري تقدم دارد(درویش متولی و همکاران، 1391). با توجه به تحولاتي كه در جهان امروز رخ داده، خصوصاٌ در كشورهاي در حال توسعه، جهت حل مشكلات اقتصادي خود نيازمند راهكارهاي مناسبي جهت استفاده بهتر از امكانات و ثروت­هاي خدادادي خود مي باشند كه در اين راستا يكي از راهكارهاي مهم بسط و توسعه سرمايه گذاري است. بدیهی است که توسعه سرمایه گذاری نیازمند اطلاع رسانی به موقع است به گونه ای که می توان گفت اطلاعات مايه رونق و حيات سرمایه گذاری و بازار هاي سرمايه است سرمايه گذاران ريسك آوردن سرمايه هاي به زحمت به دست آمده خود را به اين بازارها پذيرفته و به اطلاعاتي كه از سوي شركتها منتشر مي شود متكي هستند ولي آيا اتكا به اين اطلاعات كافي است و يا عوامل ديگري نيز در تصميم گيري آنها موثرند؟ مطالعات نشان مي دهد كه اطلاعات مالي جامع و به موقع و شفاف تاثير فراواني در امر تصميم گيري دارند ولي متغيرهاي غير مالي نيز تاثيرات ژرفي بر امر تصميم گيري مي گذارند كه در اين ميان نبايد از آنها غافل بود. از آنجا كه همواره سرمايه گذاران براي دريافت سود بيشتر و سرمايه گذاري بر روي سهام شركت هايي كه داراي ريسك كمتري هستند تاكيد بيشتري دارند و در اين راستا بايد عنوان كرد تا زماني كه اين سرمايه گذاران، متغيرها و عوامل موثر بر فرآيند انتخاب سهام و سرمايه گذاري را شناسايي نكنند اين امر امكان پذير نخواهد شد و زماني سرمايه گذاران به اهداف خود دسترسي پيدا مي كنند كه در يك بازار كارا به فعاليت بپردازند و كارايي بازار نيز به وجود اطلاعات كامل و جامع بستگي دار دكه بعضي از اين اطلاعات از سوي شركتها منتشر مي شود ولي بعضي از اين اطلاعات از تغيير و تحولات متغيرهايي ايجاد مي شود كه در كنترل شركت ها نيست (جعفری، 1387). برای شناخت بیشتر ابعاد مساله مورد بررسی در پژوهش حاضر در این فصل به ادبیات نظری و مباحث تئوری موجود در زمینه موضوع مورد مطالعه از ابعاد گوناگون پرداخته می شود.

**2-2) بخش اول: سرمایه­گذاری[[1]](#footnote-1)**

**2-2-1) ماهیت سرمایه­گذاری**

امروزه از مهم­ترین عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد کشورها، سرمایه­گذاری و موارد مرتبط آن است. این موضوع به دلیل اینکه عاملی برای تولید، اشتغال و به حرکت درآوردن چرخ­های اقتصادی هر کشوری است، از جمله موضوعات اجتناب ناپذیر است. ارزش يك شركت، تابع سودآوري سرمايه گذاري هاي آن شركت است؛ لذا مديران با هدف حداكثر نمودن ثروت سهامداران، بايد با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمايه گذاري، بين انتظارات سهامداران و فرصت هاي سرمايه گذاري مطلوب شركت، تعامل برقرارنمايند تا هم فرصت هاي سودآور سرمايه گذاري را از دست ندهند و هم رضايت سهامداران را جلب كنند(فزاری[[2]](#footnote-2)، 2000).

سرمایه­گذاری از راه­های مختلفی صورت می­گیرد که از جمله­ی آنها سرمایه­گذاری در سهام شرکت­ها از طریق بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار با فراهم آوری ساز و کار لازم برای سرمایه­گذاری، در سهام شرکت­هایی که شرایط عرضه سهام خود را به مردم دارند، می­تواند در پویایی شرکت­ها و اقتصاد نقش بزرگی ایفا نماید؛ بنابراین، شرکت­ها با عرضه­ی سهام از طریق بورس اوراق بهادار و سرمایه­گذاران با خرید سهام و سرمایه­گذاری در سهام شرکت­ها، امکان مشارکت در توسعه­ی اقتصادی را به­دست آورده، خود را جزئی کمک کننده به توسعه و پیشرفت اقتصاد کشور می­دانند. تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می­دهد که عامل اصلی رشد و توسعه اقتصادی آنها سرمایه­گذاری بوده است. سرمایه گذاری موجب استفاده بهتر و کارآمدتر از منایع می­گردد. بعضی از مطالعات نشان داده­اند که سرمایه گذاری خصوصی نسبت به سرمایه­گذاری دولتی، تأثیر قوی­تر و مناسب تری بر رشد اقتصادی دارد(جعفری، 1387). اما سرمایه­گذاری نسبت به تغییر و تحول سیاست­ها بسیار حساس است و سریعاً واکنش نشان می دهد. عوامل زیادی بر سرمایه­گذاری اثر می­گذارند اما تأثیر آنها در همة زمان­ها و مکان­ها یکسان نیست (استرلی و لوین[[3]](#footnote-3)، 2001).

سرمایه­گذاری، فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد نماید. طبق این تعریف، هریک از موارد تعهد وجوه دارایی های مالی[[4]](#footnote-4)، دارایی های جنسی[[5]](#footnote-5) و فعالیت های تولیدی[[6]](#footnote-6) معنای سرمایه­گذاری پیدا می کند. دارایی­های مالی، شامل سپرده­های بانکی، خرید اوراق قرضه ملی و اوراق قرضه شرکت­ها، خرید سهام و ...است. دارایی های جنسی، شامل فلزات قیمتی، زمین، ساختمان و هرنوع کالای بادوام دیگری است که به منظور کسب سود، خریداری شده باشند. در قالب تعریف رسمی، هر سه دسته فعالیت های مذکور، جنبه سرمایه­گذاری دارند، اما در تعبیر کاربردی تنها تعهد وجوه در فعالیت های تولیدی، جنبه «مخارج سرمایه­ای» (اصطلاح معادل سرمایه­گذاری) دارد (خورشیدی، 1375). سرمایه­گذاری دولتی معمولاً مستقل از انگیزه کسب سود و درآمد صورت می­گیرد؛ و حال سرمایه­گذاری خصوصی تحت انگیزه کسب سود قرار دارد و نسبت به شرایط کلان، نااطمینانی و بی ثباتی سیاست­ها بسیار حساس است و در این شرایط جهت جبران کاهش سرمایه­گذاری خصوصی، ممکن است سرمایه گذاری دولتی افزایش یابد.

**2-2-2) تعاریف سرمایه­گذاری**

سرمایه­گذاری را می­توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست. تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام­های فرآیند توسعه محسوب می­گردد، مستلزم افزایش سرمایه­گذاری خواهد بود. به همین دلیل، نظریه هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتگی برخی از کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه­گذاری پنداشته است (نخجوانی، 1382).

سرمایه­گذاری نقش مهم و کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می­نماید. مطالعات زیادی ارتباط رشد و توسعه اقتصادی و سرمایه­گذاری را اثبات نموده­اند (نادیکومانا[[7]](#footnote-7)، 2000). از دیدگاه کلی، سرمایه­گذاری به معنای مصرف پول های در دسترس برای دستیابی به پول­های بیشتر، در آینده است؛ به عبارت دیگر، سرمایه­گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده. سرمایه گذاری دارای تعاریف مختلفی است که در ذیل به آنها اشاره می شود:

* سرمایه گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شود(جعفری، 1387).
* سرمایه گذاری عبارت است از صرف وجوهی در حال حاضر به امید دریافت عایدات بیشتر در آینده (یحیی زاده فر و احمدپور، 1384).
* سرمایه گذاری عبارت است از به تعویق انداختن مصرف فعلی جهت دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده می باشد(یحیی زاده فر و احمد پور، 1384).
* سرمایه گذاری عبارت است از خرید یک قلم دارایی واقعی یا مالی که میزان بازده آن با ریسک مورد انتظار متناسب باشد که بازده سرمایه گذاری شامل سود سالانه و افزایش یا کاهش ارزش دارایی طی دوره سرمایه گذاری است(عاشوری، 1386).

بنابراین سرمایه گذاری مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه گذاری و مدیریت ثروت سرمایه گذاران است که این ثروت شامل درآمد فعلی و ارزش فعلی درآمد های آتی است و همچنين ارزش فعلی و مفهوم بهره ء مرکب می تواند نقش مهمّی در فرآیند سرمایه گذاری داشته باشد.

**2-2-3) اهمیت سرمایه­گذاری**

بیان فرآیند سرمایه گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه گذاری است. در این حالت فعالیت های مربوط به فرآیند تصمیم گیری تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه گذاری که بر روی تصمیم گیری آنها تاثیر می گذارد مورد بررسی قرار می گیرد. به­طور کلی سرمایه گذاری به عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می­شود. سرمایه­گذار مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرآیند سرمایه گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه گذاری است. اهمیت سرمایه­گذاری برای رشد و توسعه­ی اقتصادی و اجتماعی به اندازه­ای است که آن را یکی از اهرم­های قوی برای رسیدن به توسعه کرده است؛ اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می­تواند باعث شود اقتصاد رشد یابد و شکوفا شود، توجه نکردن به آن می­تواند موجب شود افت اقتصادی پیش آید؛ بنابراین باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی، در بلندمدت، بدون توجه به سرمایه­گذاری و عوامل مهم مؤثر موجود در محیط آن ممکن نیست. مطالعه­ی دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه­گذاری و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه­گذاران می­تواند ازیک طرف موجب شود حجم نقدینگی­های سرگردان و تورم کاهش یافته، اشتغال افزایش یابد و از طرف دیگر، باعث شود مدیریت بهتر شده، ثروت سرمایه­گذاران افزون گردد. همه مردم به نوعی دارای ثروتی هستند که ناشی از ارائه خدمات آنان در بازار کار است. اغلب مردم در بیشتر مواقع تصمیم گیری هایی را در خصوص سرمایه گذاری در زندگی خود انجام می دهند. برای مثال برخی از کارگزاران راجع به اینکه آیا وجوه مربوط به بازنشستگی خود را در سهام سرمایه گذاری کنند یا در اوراق قرضه، تصمیماتی را اتخاذ کنند. برخی دیگر از افراد به دنبال حداکثر کردن بازده پس انداز خود از طریق سرمایه گذاری در گزینه های دیگر هستند. یکی از تحولاتی که از سال 1990 در زندگی مردم بیشتر به چشم می خورد شرکت مردم در طرح های بازنشستگی است که مردم برای اینکه مبالغی را برای دوران بازنشستگی پس انداز کنند تصمیم گیری های را در خصوص سرمایه گذاری انجام می دهند(جعفری، 1387).

**2-2-4) سرمایه­گذاران**

از عناصر مهم بازار سرمايه، سرمايه گذاران هستند. هدف غائي هر سرمايه گذار از به جريان انداختن سرماية خود، كسب حداكثر سود و بازدهي از آن مي باشد. براي اينكه سرمايه گذاران به سرمايه گذاري در دارايي هاي مالي ترغيب شوند، بايد بازدهي اين دارايي ها، از ساير گزينه ها بيشتر باشد (بهرامفر و مهرانی، 1383). فرآیند سرمایه گذاری[[8]](#footnote-8) به این موضوع ارتباط دارد که یک سرمایه گذار در چه اوراق بهاداری سرمایه گذاری کند و چه مقدار، چه وقت و به چه قیمتی آن را خریداری کند(یحیی زاده فر و احمد پور، 1384). تحلیل رفتار سرمایه­گذاری در ادبیات مالی مدتها براساس نظریات کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت[[9]](#footnote-9) تفسیر می شد. بر اساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط مورگنسترن[[10]](#footnote-10) (1947) توسعه داده شد، یک سرمایه گذار: 1) کاملاً عقلانی تصمیم خواهد گرفت. 2) قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود. 3) ریسک گریز است. 4) همواره درصدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (ناگی و ابن بنگر[[11]](#footnote-11)، 1994).

**2-2-4-1) اطلاعات سرمایه­گذار**

اطلاعات مورد نظر سرمايه گذار شامل دو قسمت عمده اطلاعات مالي و غير مالي مربوط به مؤسسات و شركت ها مي باشد كه اطلاعات مالي شامل انواع اطلاعات حاصل از صورت هاي مالي وگزارش هاي حسابداري و حسابرسي است(ارباب سليماني، 1375)؛ كه اين اطلاعات به علت دسترسي سريع و آسان و سهولت در امر محاسبه در اكثر مراحل فرآيند تصميم گيري در زمينه سرمايه گذاري مورد استفاده قرار مي گيرند. ولي اطلاعات غير مالي، شامل اطلاعاتي مي باشند كه از متغيرهاي درون و برون سازماني ايجاد شده و به صورت مدون و سازمان يافته وجود ندارند و فقط در اختيار بعضي افراد خاص قرار دارند كه شامل اطلاعات توليد شده از تغيير و تحولات متغيرهاي اقتصادي، سياسي، درون سازماني و مولفه هاي انساني مي باشند كه باعث ايجاد سود غير منتظره براي بعضي افراد و زيان براي بعضي افراد ديگر مي شود و نهايتا اين امر موجب نا كارآمدي بازار سرمايه و خصوصا بازار بورس مي شود(راعي و تلنگي، 1383).

اولین مطالعات تجربی در زمینه رفتار سرمایه­گذاران حقیقی در بازار سرمایه به دهه 70 برمی­گردد. یکی از اولین مطالعات پیمایشی در زمینه رفتار سرمایه گذار حقیقی توسط وارتون[[12]](#footnote-12) انجام گرفت. وی در مطالعات خود تأثیر متغیرهای جمعیتی[[13]](#footnote-13) را بر سرمایه­گذاری و فرآیند ترکیب پرتفوی مورد بررسی قرار داد. کان و لولن[[14]](#footnote-14) (1975) شواهد تجربی کاهش ریسک گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس­های معتبر جهان ارائه نمودند. همچنین رایلی و چو[[15]](#footnote-15) (1992) دریافتند که بین ریسک گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد رابطه معنی­داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک پذیری آنها نیز افزایش خواهد یافت. ولی بین سن افراد و ریسک پذیری رابطه عکس وجود دارد. مطالعات لبرون و همکاران[[16]](#footnote-16) (1992) ثابت نمود که درجه ریسک پذیری افراد تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد.

همانطور که در تعریف سرمایه گذاری آمده است، یک سرمایه گذار وجوه خود را به امید کسب عایدات احتمالی(ریسک) در آینده (زمان) صرف می نماید(یحیی زاده فر و احمد پور، 1384). سرمایه گذاری وجوه مالی در دارایی­های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم گیریها و برنامه ریزی­های مالی است که اغلب افراد انجام می دهند. قبل از اینکه افراد اقدام به سرمایه گذاری کنند هر فردی باید یک طرح کلی ما لی تنظیم کندکه اینچنین طرحی باید در برگیرنده تصمیم گیری مربوط به انجام معامله باشد وبه علاوه در خصوص نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن، تصمیم گیری هایی به عمل آید و سرانجام این که این طرح باید شامل میزان حداقل وجوه پس انداز نیز ضروری باشد.

**2-2-5) مراحل تصمیم گیری در فرآیند سرمایه­گذاری**

پنج مرحله در فرآیند سرمایه­گذاری عبارت است از(جعفری، 1387):

1) تدوین خط مشی سرمایه­گذاری

مرحله اول، تدوین خط مشی سرمایه­گذاری، شامل تعیین هدف­های سرمایه­گذاری و مبلغ سرمایه­گذاری است. چون در استراتژی سرمایه­گذاری ارتباط مثبتی بین ریسک و بازده وجود دارد سرمایه­گذار نمی­تواند، قاطعانه ادعا کند که در سرمایه­گذاری بازده زیادی بدست می­آید. آنچه که سرمایه­گذار باید بداند این است که هدف وی در جهت حداکثر نمودن بازده باتوجه به ریسک می­باشد. هدف­های سرمایه­گذاری باید بر حسب ریسک و بازده بیان شود. این مرحله در فرآیند سرمایه­گذاری شامل دارایی­های مختلف مالی­ای است که باید در سبد سرمایه­گذاری قرار گیرد. انتخاب دارایی­های مالی بر اساس هدف های سرمایه­گذاری، مبلغ سرمایه­گذاری و وضعیت مالیاتی سرمایه­گذار خواهد بود. برای مثال، شرکت هایی که از پرداخت مالیات معاف هستند (مثل صندوق­های بازنشستگی در امریکا) اقدام به خرید اوراق بهادار معاف از مالیات (مثل اوراق قرضه شهرداری­ها) نماید. خط و مشی سرمایه­گذاری شالوده سرمایه گذاری می­باشد، بدون آن سرمایه­گذاران نمی­توانند تصمیم­گیری نمایند. با وجود این، اغلب سرمایه گذاران توجهی به خط و مشی سرمایه­گذاری ندارند.

2) تحلیل اوراق بهادار

دومین مرحله در فرآیند تصمیم­گیری تحلیل اوراق بهادار می­باشد. تحلیل اوراق بهادار شامل ارزیابی ورقه بهاداری خاص یا گروهی از اوراق بهادار در بین مجموعه وسیعی از دارایی های مالی می­باشد. یکی از دلایل ارزیابی اوراق بهادار، شناسایی اوراقی است که به نظر می­رسد قیمت بازار آن با قیمت ذاتی آن تفاوت دارد. روش­های زیادی برای تحلیل اوراق بهادار وجود دارد. با وجود این، بسیاری از این روش­ها در یکی از دو طبقه؛ تحلیل فنی وتحلیل بنیادی قرار می­گیرند. تحلیل­گری که از بررسی روند قیمت­ها در گذشته جهت تحلیل اوراق بهادار استفاده می­کند تحلیل­گر فنی، و استفاده­کنندگان از روش بنیادی را بنیادگرا می­نامند.

3) تشکیل پرتفوی

ایجاد پرتفوی مرحله سوم در فرآیند سرمایه­گذاری است و شامل شناسایی دارایی­های خاص برای سرمایه گذاری و تعیین مبلغ سرمایه­گذاری برای هریک از دارایی­های شناسایی شده است. این مرحله شامل: انتخاب، زمان­بندی و تنوع بخشی است که باید مورد توجه سرمایه­گذار قرار گیرد. انتخاب اوراق بهادار،حاکی از تحلیل موشکافانه اوراق بهادار و تمرکز بر پیش­بینی تغییرات قیمت آن­ها در کوتاه­مدت می باشد. زمان­بندی که به عنوان پیش­بینی کلان شناخته می­شود شامل پیش­بینی تغییرات قیمت سهام عادی نسبت به اوراق بهادار با درآمد ثابت مثل اوراق خزانه و اوراق قرضه شرکتی می­باشد. تنوع بخشی نیز شامل ایجاد پرتفوی اوراق بهادار با هدف کاهش ریسک است.

4) بازبینی پرتفوي

مرحله چهارم در فرآیند سرمایه گذاري، بازبینی پرتفوي، شامل تکرار دوره اي سه مرحله قبلی می باشد. با گذشت زمان سرمایه گذار ممکن است اهداف سرمایه گذاري خود را تغییر دهد و پرتفوي فعلی بهینگی خود را از دست دهد. سرمایه گذار ممکن است با فروش برخی اوراق بهادار و خرید اوراق بهادار دیگر، پرتفوي جدیدي ایجاد کند. انگیزه دیگر براي تغییر پرتفوي این خواهد بود که اگر قیمت­هاي اوراق بهادار تغییر یابد، بعضی از اوراق بهادار که قبلا جذاب نبوده اند، اکنون ممکن است جذاب باشند و بعضی دیگر که قبلا جذاب بود هاند اکنون دیگر این گونه نباشند. سرمایه گذار ممکن است بخواهد اوراق بهاداري که اکنون جذاب شده­اند را به پرتفوي خود اضافه و اوراق بهاداري که جذابیت خود را از دست داده اند از سبد خارج کند. چنین تصمیماتی به هزینه معاملات مربوط به خرید و فروش و چشم انداز بهبود در عملکرد پرتفوي بستگی دارد.

5) ارزیابی عملکرد پرتفوي

مرحله پنجم در فرآیند سرمایه گذاري، ارزیابی عملکرد پرتفوي، شامل؛ محاسبه ادواري بازده و ریسک سرمایه­گذاري است.

**2-2-6) فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری**

**2-2-6-1) عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری**

مديران با جذب سرمايه، منابع لازم جهت تامين مالي پروژه هایي با ارزش فعلي خالص مثبت را براي شركت فراهم مي سازند؛ اما عوامل زيادي در تصميمات سرمايه­گذاري يك شركت تاثيرگذار است. اين عوامل با تاثير بر انتخاب پروژه هاي سرمايه­گذاري شركت ها، مي توانند بر هزينه سرمايه، سودآوري، منفعت مورد انتظار سهامداران، ارزش سهام شركت در آينده اثر بگذارند. اهمیت این بررسی در ارزیابی قیمت سهام و پروژه­های سرمایه­گذاری است (جعفری، 1387). تئوري هاي مربوط به سطح سرمايه گذاري، دلايل انتخاب و بررسي تاثير متغيرهاي جريان نقدي، نسبت q توبين، نرخ رشد درآمد، سود پرداختي، سود اعلام شده، تغييرات بدهي و تغييرات سرمايه بر سطح سرمايه گذاري شركت ها را به بهترين نحو تشريح مي كنند. تجزيه و تحليل سرمايه گذاري و آشنايي با نظريه هاي سرمايه گذاري مي تواند تا آن جايي كه ممكن است باعث بهبود مديريت و افزايش ثروت سرمايه گذاران شده و تصميم گيري آگاهانه را محقق سازد. تصميم پيرامون سرمايه گذاري با سه مسئله مهم انتظارات، وقفه ها و ريسك روبرو است كه پرداختن همزمان به آنها براي اقتصاددانان به سادگي مقدور نيست؛ زيرا با توجه به اين مسائل، عوامل بسياري بر سطح سرمايه گذاري يك شركت تاثيرگذار است(دنیس[[17]](#footnote-17)، 1994). مديران شركت ها، با شناخت عوامل موثر بر سرمايه گذاري و با به كارگيري آنها در رسيدن به سطح سرمايه گذاري بهينه، مي توانند نهايت بازدهي را ايجاد كنند (وردی[[18]](#footnote-18)، 2006).

بازارهاي ناكارا داراي نواقصي هستند كه مي تواند سطح سرمايه گذاري بهينه شركت را تحت تاثير قرار داده و در نهايت، به فرآيند بيش سرمايه گذاري و يا كم سرمايه گذاری منتهي شود. فرضيه بيش و كم سرمايه گذاري بيان مي كند شركت هايي كه كمتر از سطح بهينه سرمايه گذاري كنند، از مشكل كم سرمايه گذاري و شركت هايي كه بيشتر از سطح بهينه سرمايه گذاري كنند، از مشكل بيش سرمايه گذاري آسيب مي بينند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تاثيرگذار بر سطح سر مايه گذاري­ها ، در ارزيابي، شناسايي و تعيين سطح بهينة سرمايه گذاري شركت­ها، بسيار حائز اهميت است (تهراني و حصارزاده، 1388). در تصمیمات سرمایه­گذاری عوامل زیادی تصمیمات سرمایه­گذاران را تحت تأثیر قرار می­دهند. مهمترین این عوامل به شرح زیر می­باشند:

**1)دوره سرمایه­گذاری:** سرمایه­گذارانی که دوره سرمایه­گذاری بلند مدت دارند، بیشتر از سرمایه­گذاران با دوره سرمایه­گذاری کوتاه­مدت در دارایی­های ریسک سرمایه­گذاری می­کنند. هنگام تصمیم گیری درباره سرمایه­گذاری این نکته را باید در نظر گرفت که سرمایه­گذار چه موقع وجه نقد خود را نیاز دارد. اشخاصی که دارایی های خود را برای دوره های کوتاه­مدت تخصیص می دهند، بر این باورند که بازار سهام در برابر تغییرات شرایط اقتصادی و مالی بیش از حد واکنش نشان می دهدو همین باعث می­شود قیمت سهام بیش از حد بالا یا پایین آید (جعفری، 1387).

**2)منابع مالی:** هر سرمایه­گذاری و استراتژی مورد نظر آن سرمایه­گذاری نیاز به منابع مالی دارد(چن و همکاران[[19]](#footnote-19)، 2000). به طور مثال، اگر اشخاص و شرکت ها به منابع مالی بلندمدت دسترسی داشته باشند، به سرمایه­گذاری­ها و اهداف بلندمدت می­اندیشند و اگر به منابع مالی کوتاه­مدت دسترسی داشته باشند به سرمایه­گذاری کوتاه­مدت فکرمی­کنند.

**3) نقدینگی سرمایه­گذاری:** برخی از افراد ممکن است به سرعت به منابع مالی که سرمایه­گذاری می کنند نیاز داشته باشند. برای افراد قدرت نقدینگی سرمایه­گذاری بسیار مهم است. به عنوان مثال افراد بازنشسته عموماً نقدینگی بیشتری نیاز دارند که از سوی دیگر سرمایه­گذارانی که در نقطه اوج درآمدی قرار دارند، نقدینگی کمتری نیاز دارند.

**4) مالیات:** سرمایه­گذاران بر اساس نوع سرمایه­گذاری خود، مالیات­های متفاوتی را می­پردازند. ازاین رو نرخ مالیات پرداختی، سودآوری سرمایه­گذاران را تحت تأثیر قرار می­دهد (چن و همکاران، 2000).

**5) اطلاعات حسابداري منتشر شده:** تحليل گران و ساير استفاده كنندگان براي تصميم گيري هاي مربوط به خريد و فروش سهام از اطلاعات حسابداري استفاده مي­كنند. در اين رابطه پژوهش­هاي بسياري انجام شده كه اثر اقلامي از قبيل نسبت هاي مالي، سود حسابداري، اقلام تعهدي و نقدي را بر ارزش سهام و بازده بررسي كرده اند و در بسياري از موارد ارتباط بين آن ها معني­دار بوده است (عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**6) اطلاعات منتشر شده توسط مديريت شرکت:** اطلاعات ارائه شده توسط مديران بر تصميمات سرمايه گذاران و فعالان بازار اثر دارد. در اين مورد مي توان به سود پیش­بيني شده و اطلاعات مالي آينده نگر اشاره كرد. پژوهش هاي انجام شده در رابطه با اثر سود پیش­بيني شده بر واكنش سرمايه گذاران، بيانگر اهميت اين پيش بيني ها در اتخاذ تصمیمات است(عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**7) ساير اطلاعات منتشر شده:** عملكرد جاري يك شركت در صورت هاي مالي خلاصه شده است؛ اما صورت هاي مالي تنها درون داد ارزيابي جريان نقد آتي توسط بازار نيست براي مقاصد ارزشگذاري، علاوه بر اطلاعات خاص شركت، به اطلاعاتي در رابطه با كل اقتصاد و وضعيت شركت نياز است برخي متغير هاي عمومي مؤثر بر بازده سهام، نرخ رشد توليد ناخالص ملي، سطح نرخ هاي بهره اوراق خزانه كوتاه­مدت، نرخ تورم و قيمت نفت هستند(عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**8) صداقت مديريت:** اقلام تعهدي ارائه شده قطعي نيستند، مديران با استفاده از اين اقلام مي توانند عملكرد شركت را به گونه اي غيرواقعي نشان دهند كه به مديريت سود و تئوري نمايندگي اشاره دارد. بنابراين صداقت و ميزان درستي مديريت تصميمات خريد و فروش سهام را تحت تاثير قرار مي دهد. هيأت تدوين استانداردهاي حسابداري ارائه صادقانه را در قالب ميزان انطباق اندازه گيري رويدادها توسط شركت و رويدادهاي واقعي تعريف كرده است ميزان ارائه صادقانه اطلاعات، تصميمات را تحت تأثير قرار مي دهد، زيرا اطلاعات سوگيرانه منجر به افزايش ريسك اطلاعاتي مي شود(عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

یافته های مطالعات لولین و همکاران[[20]](#footnote-20) (1977) نشان می­دهد که بین ترجیحات سرمایه­گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات افراد رابطه معنی­داری وجود دارد. بارنیول (1987) در مطالعات خود دریافت که رفتار سرمایه­گذار در بازار را می­توان بر اساس خصوصیات سبک زندگی، میزان ریسک گریزی و شغل فرد پیش بینی نمود.

مریکاس و پراساد[[21]](#footnote-21) (2003) از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه­گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آنها نشان می­دهد که معیار تصمیم گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می­باشند. آنها دریافتند که تصمیم­گیری سرمایه­گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود و آنها بر اساس گروهی از عوامل تصمیمات خود را می­گیرند. یافته­های تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات مالی و حسابداری و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار سرمایه انتظارات سرمایه­گذاران را برای خرید یک سهم شکل خواهد شد.

**2-2-7) ویژگی­های سرمایه­گذاران**

امروزه سرمایه­گذاران برای انتخاب سرمایه­گذاری، دامنه بسیار وسیعی دارند، اما تا به حال تحقیقات محدودی درباره روش انتخاب از بین سرمایه­گذاری­های مختلف انجام شده است. تصمیمات مالی مردم روز به روز پیچیده­تر و پرمخاطره­تر می­شود در حالی­که نتایج این تصمیمات بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است. بیشتر تئوری­های مالی فرض می­کند که سرمایه­گذاران منطقاً به افزایش سرمایه خود می اندیشند و به نشانه­های مالی توجه می­کنند سرمایه­گذاران هنگام انتخاب سرمایه­گذاری، به­طور اولیه ریسک و بازده آن­را با سرمایه­گذاری­های بالقوه دیگری که می­توانند انجام دهند مقایسه می­کنند. ضمن اینکه سطح ریسکی که سرمایه­گذاران حاضر به تحمل آن هستند بستگی به خصوصیات و ویژگی­های روانی آنها دارد (محافظه کار و ریسک پذیر). به هرحال یک سرمایه­گذار منطقی درصورت تشابه ریسک دو سرمایه­گذاری، سرمایه گذاری با بازده کم­تر را انتخاب نخواهد کرد. بیشتر تحقیقات نشان داد که تصمیمات سرمایه­گذاران تحت تأثیر فاکتورهای رفتاری داخلی از قبیل خودشناسی و فاکتورهای رفتاری خارجی مانند نحوه انتخاب یک سرمایه­گذاری قرار گیرد (آقایی و مختاریان، 1383).

**\*تمایل به سرمایه­گذاری (تمایل به ریسک)[[22]](#footnote-22):**

عبارت است از احتمال درگیر شدن در یک فعالیت خاص و در مورد سرمایه­گذاری در یک محصول ویژه است (وبر و ویلیام[[23]](#footnote-23)، 1997؛ وبر و بلایز[[24]](#footnote-24)، 2002؛ سیتکین و پابلو[[25]](#footnote-25)، 1992). تصمیم گیری برای سرمایه گذاری همواره بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می­گیرد و یک سرمایه­گذار همواره به عامل ریسک و بازده در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه­گذاری خود توجه می­کند. از طرف دیگر، در اقتصاد و به خصوص در سرمایه­گذاری فرض بر این است که سرمایه­گذاران منطقی عمل می­کنند. بنابراین سرمایه­گذاران منطقی، اطمینان داشتن را به نبود آن ترجیح می­دهند و طبیعی است که در این حالت می­توان گفت سرمایه­گذاران به ریسک علاقه­ای ندارند؛ به عبارت دقیق­تر، سرمایه­گذاران ریسک گریز هستند. یک سرمایه­گذار ریسک گریز، کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده مناسبی دارد. باید توجه داشت که در این حالت، پذیرفتن ریسک یک کار غیر منطقی نیست؛ گرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد؛ چون در این حالت انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند (جعفری، 1387).

**\* ادراک ریسک[[26]](#footnote-26):**

ادراک ریسک عبارت است از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات راجع به ریسک توسط سرمایه­گذاران. به نظر السن(1997)، مدیران سرمایه­گذاری حرفه­ای و سرمایه­گذاران فردی با تجربه ادراک ریسک سرمایه گذاری یکسانی دارند. به نظر دیاکول و اینو[[27]](#footnote-27)(2001)، ابعاد ادراک ریسک سرمایه­گذاران را می­توان به وسیله­ی پنج عامل زیر بررسی کرد(جعفری، 1387):

**1) نبود اطمینان در مورد عرضه کنندگان سهام**: این بعد از ریسک را اعمال کسانی که مسئول اداره­ی یک سازمان هستند، به وجود می­آورند (ریسک مدیریت) و منتج از تصمیمات بد تجاری-مالی است که خود منجر می­شود ریسک تجاری و مالی صورت گیرد.

**2) نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره**: صنایع مختلف وشرکت­های آن تحت تأثیر وضعیت سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می­توانند دچار رونق و رکود گردند؛ برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده­های نفتی، تحت تأثیر قرار گرفته، سهام آنها رونق می­گیرد یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تأثیر قرارگرفته، سهام آنها دچار رکود خواهد شد (عبداله زاده، 1381)؛ بنابراین هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به عوامل خارجی بیشتر باشد، ریسک سرمایه گذاری در آن بیشتر است.

**3) نگرانی درباره نوسانات قیمتی سهام:** مهم­ترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن است. از آنجا که اغلب تصمیم­گیری­ها برای سرمایه­گذاری، بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می­گیرند و یک سرمایه­گذار همواره، به دو فاکتور ریسک و بازده در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه­گذاری­های خود توجه می­کند، هرچه میزان انحراف سودآوری سال­های گذشته و یا سود احتمالی دوره­های آتی نسبت به میانگین سود یا سود موردانتظار بیشتر باشد، ریسک سهم بالاتر و در مقابل ارزش آن کمتر خواهد بود.

**4) شفاف نبودن اطلاعات:** تصمیم گیری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هرچه اطلاعات دوره­ای شرکت منظم­تر و شفاف­تر منتشر شوند، اثر آن بر قیمت سریع­تر بوده، سهم تز نقدینگی و گردش مناسب­تری خواهد داشت و به تبع آن ریسک، سرمایه­گذاری در سهام کاهش می­یابد. کارآ شدن هر بازاری مستلزم این است که اطلاعات مربوط به شرکت­ها، موقعیت اقتصادی و اوراق بهادار، به سرعت وسهولت، در دسترس همگان قرار گیرند. سرمایه­گذاران این اطلاعات را به صورتی مناسب، در قیمت ورقه­ی بهادار تفسیر می­کنند و بنابراین، قیمت، همیشه انعکاسی از اطلاعات رایج است. برای اینکه این اطلاعات در دسترس همگان قرار گیرند، باید رایگان باشد.

**5) بی ثباتی نقض قوانین و مقررات کشور:** دولت در جایگاه یک ناظر و سیاست گذار کلان نقش بسیاری در بازار سرمایه دارد یکی از وظایف آن، ارائه برنامه­ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. به­طور کلی، تکثر مراکز قدرت و تصمیم­گیری، ابهام نقش و رابطه­ی این مراکز با یکدیگر،تداخل قوای سه­گانه­ی کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت­های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پاگیر، نقض آزادی­های اقتصادی و بی­ثباتی سیاسی دولت موجب می­شوند ریسک سیستماتیک افزایش و در نتیجه، سرمایه­گذاری به شدت کاهش یابد (نوو، 1380).

**\* تخصیص سرمایه**

عبارت است از بخشی از سرمایه­ی هر سرمایه­گذار که در دارایی­های خاصی سرمایه­گذاری می­شود (نوو، 1380).

**2-2-7-1) رفتار سرمايه گذاران**

سرمايه گذاران را می توان از نظر پذيرش ريسک و شکل منحنی مطلوبيت به سه دسته تقسيم نمود (شهرآبادی و یوسفی، 1386):

**الف) افراد ريسک گريز[[28]](#footnote-28)**

اين افراد استراتژی محافظه کارانه دارند.مطلوبيت نهايی افراد ريسک گريز با افزايش ثروتشان کاهش می يابد بنابراين هر فردی که منحنی مطلوبيت ثروت او مقعر باشد ريسک گريز است. يک شخص ريسک گريز ترجيح می دهد که يک بازده مطمئن به دست آورد ودر حالی که شانس و اقبال مطرح باشد شرکت نخواهد کرد. تابع مطلوبيت اين افراد به شکل زير می باشد:

مطلوبیت

ارزش پولی مورد انتظار

**ب) افراد ريسک پذير**

طبق تعريف فرد ريسک پذير کسی است که تابع مطلوبيت ثروت او به صورت محدب باشد، بنابراين برای اين شخص مطلوبيت نهايی با افزايش ثروت افزايش می يابد و شخص هميشه در اين حالت خواهان پذيرش ريسک است و دوست دارد شانس خود را آزمون کند. تابع مطلوبيت ثروت او به شکل زير است:

مطلوبیت

ارزش پولی مورد انتظار

**ج) افراد خنثی نسبت به ريسک**

سومين گروه افرادی هستند که به اصطلاح آن ها را ريسک خنثی می نامند.اين افراد ارزش پولی را مقدار ارزش اسمی آن می دانند. تابع مطلوبيت چنين افرادی به صورت يک خط مستقيم است. رفتار ريسک خنثی اغلب در افرادی ديده می شود که بيش از حد ثروتمند هستند.

مطلوبیت

ارزش پولی موردانتظار

به طور خلاصه می توان عنوان کرد که بررسی ريسک پذيری و ريسک گريزی افراد از آن جهت اهميت دارد که افراد هميشه و در تمام رفتارهايشان آن طور که مدلهای اقتصادی فرض می کنند ريسک گريز نيستند بلکه زمانی هم هست که ريسک پذير شده و از خطرات استقبال می کنند.

**2-2-8) نااطمینانی اقتصادی**

عدم اطمینان به حالتی گفته می­شود که در آن دانش فرد یا افراد محدود است و توضیح کامل حالت و یا نتیجه­ای که بدست آمده یا می­آید، ممکن نیست (هابارد[[29]](#footnote-29)، 2007). بر این اساس، نااطمینانی اقتصادی را می توان به عدم توانایی کارگزاران اقتصادی در پیش­بینی دقیق نتایج تصمیمات خود تعبیر کرد. سیاست­های اقتصادی و بعضاً غیر اقتصادی دولت­ها یکی از مهم­ترین عوامل ایجاد کننده نااطمینانی در اقتصاد هستند. در واقع این سیاست­ها، به همراه تغییرات منابع، ترجیحات و فناوری باعث مبهم بودن نتیجه تصمیمات کارگزاران اقتصادی می­شود. تغییرات شرایط برون­زای بازار اجتناب ناپذیر هستند، درحالی­که سیاست­های دولت و نااطمینانی ناشی شده از آنها تحت کنترل سیاست­گذار قرار دارند. بر این اساس، شناسایی اثرات نااطمینانی بر فعالیت­های حقیقی اقتصاد از اهمیت ویژه­ای در تحقیقات اقتصادی برخوردار است.

**2-2-8-1) عوامل ایجاد و تشدید کننده نااطمینانی اقتصادی**

مباحث اقتصاددانانی نظیر فلنر[[30]](#footnote-30)(1976)، کیدلند و پرسکات[[31]](#footnote-31) (1977)، بارو و گوردون[[32]](#footnote-32) (1983) بر سر موضوع ناسازگاری زمانی پویا، اعتبار دولت­ها و استقلال بانک­های مرکزی نشان می­دهد که یکی از منابع اصلی ایجاد کننده نااطمینانی در اقتصاد، سیاست­های دولت است. دولت­ها باتوجه به افق زمانی خود، به طرح ریزی سیاست­ها می­پردازند. آنها منافع ناشی از بیکاری حال را با هزینه­های مربوط به تورم در دوره­های آینده مقایسه کرده و تصمیم به فریب دادن (یا ندادن) بخش خصوصی می­گیرند. این انگیزه در اقتصادهای درحال توسعه، به علت کوتاه­مدت­تر بودن افق دید دولت­ها بالاتراست (بارو و گوردون، 1983).

در همین راستا، اوکان[[33]](#footnote-33) (1971) به این نکته اشاره می­کند که دولت­ها برای کاهش تورم نیاز به انجام سیاست­های غیرمنتظره دارند. به­طور مشابه، فریدمن[[34]](#footnote-34) (1977) بیان می­کند که دولت­ها هیچگاه تورم بالا رابه عنوان یکسیاست معرفی نمی­کنند، بلکه از نظر آن­ها تورم بالا در نتیجه سیاست­های دیگر دولت­ها نظیر سیاست­های اشتغال کامل و یا سیاست­های رفاهی، که در کل باعث افزایش مخارج دولت می­شود، به وجود می­آید.

**2-2-8-2) تأثیر نااطمینانی بر تصمیمات کارگزاران**

ادبیات نظری تأثیر نااطمینانی بر تصمیمات کارگزاران به دو دسته مباحث اقتصاد کلان و اقتصاد خرد تقسیم­بندی می­شود. فریدمن (1977) معتقد است اثرات حقیقی نااطمینانی تورم بر رشد به این دلیل به وجود می­آیند که تورم انتظاری فرآیند بسته شدن قراردادها را تحت تأثیر قرار می­دهد. هر قراردادی که بر اساس پرداخت­های اسمی بسته می­شود، نیاز به پیش­بینی نرخ تورم دارد. اگر تورمی بالاتر از آنچه در قرارداد پیش­بینی شده است به وجود آید، توزیع ناخواسته ثروت رخ می­دهد: کسانی که در قرارداد پول می پردازند، نفع می­برند و کسانی که پول می­گیرند، ضرر می­کنند. اگر نرخ تورم واقعی کمتر از نرخ تورم پیش بینی شده باشد، توزیع ثروت برخلاف آنچه در فوق گفته شد، خواهد بود. بنابراین هنگامی که نااطمینانی تورم بالاتر است، کارگزاران ریسک گزیر تلاش می­کنند که اولاً طول دوره قراردادهایشان را کاهش دهند، ثانیاً هزینه­های بیشتری برای پیش­بینی صرف کنند و ثالثاً، هزینه چانه­زنی­ها به علت تفاوت بالای انتظارات بیشتر می­شود. فریدمن عقیده دارد که این سه تغییر منجر به انتقال منابع اقتصاد از فعالیت­های مولد به فرآیند بسته شدن قراردادها می­شود.

تأثیر دیگر افزایش نااطمینانی تورم بر فعالیت­های حقیقی اقتصاد ناشی از کاهش کارایی سیستم قیمت­ها است. فریدمن (1977) به این نکنه اشاره می­کند که هرچه نااطمینانی بیشتر باشد، شناسایی تغییر قیمت­های نسبی از تغییر قیمت­های مطلق مشکل­تر است، زیرا کارگزاران اقتصادی قیمت­های خود را در نرخ­های متفاوت (به دلیل پیش­بینی ناقص تورم آینده) تنظیم می­کنند بنابراین قیمت­های نسبی تحت تأثیر قرار می گیرد، کارایی اقتصادی کاهش می­یابد و تولید کمتری نسبت به حالت بدون نااطمینانی به­وجود می­آید.

برخلاف فریدمن، داتسی و سارت[[35]](#footnote-35) (2000) معتقدند که نااطمینانی تورم می­تواند عامل افزایش سرمایه گذاری و رشد اقتصادها باشد. آن­ها در یک مدل Cash-in-Advance که پس­اندازهای احتیاطی و ریسک گریزی از ویژگی­های آن است، نشان می­دهند که با افزایش تغییر پذیری عرضه پول ودر نتیجه تورم، بازدهی پول کاهش می­یابد. در ادامه تقاضای واقعی پول و مصرف کاهش می­یابد و موجبات افزایش پس اندازهای احتیاطی بوجود می­آید و سرانجام جریان وجوه پس­انداز شده از طریق سرمایه­گذاری، افزایش تولید و رشد اقتصادی را در پی خواهد داشت (داتسی و سارت، 2000).

**2-2-9) خطاهاي ادراكي تصميمات سرمايه گذاري**

در تبيين خطاهاي ادراكي، كه متأثر از حالات رواني در وضعيت طبيعي و غيرطبيعي هستند چند مورد مدنظر قرار می­گیرد: اين خطاها سبب مي شود، خيلي از سرمايه گذاران، توجه خاصي بر روي وجوهشان جهت سرمايه گذاري داشته باشند. از آن جايي كه سرمايه گذاران بيشتر وجوه خود را در بازار سهام سرمايه گذاري مي­كنند، به نوعي اين خطاها با نحوه سرمايه گذار ي آن ها در دارايي ها و وجوهشان ارتباط پيدا ميكند. در اين مقاله سعي بر آن است تا ميزان اين خطاها را در امر سرمايه گذاري كاهش داد (دانز[[36]](#footnote-36)، 2003). درك اين قبيل خطاها به عنوان خطاهاي شناختي سرمايه گذاري و اقدام مناسب جهت برطرف نمودن آن ها، اين امكان را فراهم ميسازد كه تأثيرشان روي تصميم گيري سرمايه گذاري كاهش و به طور بالقوه به بهبود نتايج سرمايه گذاري منجر شود (شفرین و بلوتی[[37]](#footnote-37)، 2006).

**2-2-9-1) خطاي بيش اطميناني**

در ساده ترين حالت خود، بيش اطميناني را مي توان به صورت ايماني نابه­جا به استدلال شهودي، قضاوت ها، و توانايي هاي شناختي فرد خلاصه كرد. بيش اطميناني نقش عمده اي در معاملات مربوط به سهام دارد. سرمايه گذاران بيش مطمئن بيشتر از سرمايه گذاراني كه از روي منطق عمل مي­كنند، معامله ميكنند. شيلر اين الگو را به زبان ساده اين گونه بيان ميكند كه سرمايه گذار فكر مي كند كه بيشتر از آن چه كه انجام مي دهد، مي داند اين اشتباه مربوط به حالتي است كه در آن افراد براي اطلاعات محرمانه خود بيش از اندازه اهميت قائلند؛ بيش اطميناني در واقع تمايل فرد به غلوكردن در مورد قضاوت و پيشبينياش است. بنابراين سرمايه گذاراني كه در پي كسب بازدهي هستند در مورد آينده بازار بيش از حد مطمئن­اند. اين انگيزه آن ها را بر آن مي­دارد كه سهام با قيمت بالا خريداري كنند و چون اطلاعاتشان ناقص است به كاهش قيمت سهام در بازار مالي منجر شده و بازدهي بالقوه آن ها كاهش مي­يابد. به طوركلي اعتماد به نفس كاذب باعث ميشود، سرمايه­گذار سهام را با بيشترين قيمت بخرد و به كمترين قيمت بفروشد (ژو[[38]](#footnote-38)، 2003) که این باعث حجم بیشتر معاملات شده و به بروز حباب قیمتی در بازارهای مالی منجر می­شود (جانسون [[39]](#footnote-39)و همکاران، 2002).

**2-2-9-2) خطاي دسترسي**

خطاي دسترسي ميتواند به عنوان محرك سازنده اي در تصميمات مربوط به پرتفوي باشد خطاي دسترسي بيانگر تمايل فرد به تصميمگيري و قضاوت بر اساس اطلاعات آماده و در دسترس است . ذهن انساني تمايل دارد كه بر مبناي اطلاعات در دسترس به سرعت نتيجه گيري كند. حافظه انسان وقايع احساس برانگيز و به ويژه وقايع اخير را سريع بازيابي مي كند. در ارزشيابي آخر ماه يا آخر سال، وقايع آخر ماه يا سال در دسترس­ترند تا وقايع روزها يا ماه هاي اول؛ بنابراين ادراك را تحت تأثير قرار مي دهند (قلی­پور، 1386).

اطلاعاتي كه به طور زباني در دسترس سرمايه گذاران قرار مي­گيرند؛ همچنين اطلاعاتي كه به طور روزانه منتشر مي شوند، به صورت شناختي در دسترس نيستند. بنابراين زماني كه اطلاعات مقتضي با اين معناي كاربردي در دسترس نباشند، تصميمات سرمايه گذاران درنهايت دچار نقصان مي­شود (مونتیر[[40]](#footnote-40)، 2007).

**2-2-9-3) خطاي تشديد تعهد**

يكي ديگر از خطاهايي كه در تصميم گيري رخ مي دهد ، تمايل به تشديد تعهد است . تشديد تعهد زماني رخ مي دهد كه روند و جريان تصميم، يك سري از تصميمات متوالي را در پي داشته باشد. تشديد تعهد به اين موضوع اشاره دارد كه حتي وقتي يك تصميم اشتباه است و شواهد و تبعات تصميم نيز اين امر را تصديق مي كند باز هم اصر ار بر ادامه آن تصميم وجود دارد و شديدتر مي شود. حتي زماني كه خود فرد مسئول شكست است اصرار بر تعهد پيشين تشديد مي شود تا نشان دهد كه تصميم اوليه اش غلط نبوده است (قلی­پور، 1386).

**2-2-9-4) خطاي تصادفي بودن**

ادراك انسان كم و بيش تحت تأثير شانس و خرافات است. البته اين امر در فرهنگ هاي مختلف متفاوت است. براي مثال در مشرق زمين اعتقاد به شانس و خرافات بيشتر است. اين امر با كانون كنترل مرتبط است. كساني كه كانون كنترل بيروني دارند اعتقادشان به شانس و خرافات بيشتر است و برعكس كساني كه كانون كنترل دروني دارند، اعتقاد كمتري به شانس و خرافات دارند. كساني كه كانون كنترل دروني دارند معتقدند كه روي سرنوشت خود و جهان تا حد زيادي كنترل داشته و مي توانند با تصميم گيري عقلاي ي آينده را متناسب با خواسته خود شكل دهندحتي همين افراد معتقدند كه برخي از وقايع به خاطر شانس اتفاق مي افتد. اين مسئله در بورس اوراق بهادار و خريد و فروش سهام بسيار اتفاق مي افتد. چيزي كه باعث مي شود تصميم گيري از شانس و خرافات تأثير نامطلوب بپذيرد اين است كه انسان براي اين امر شانسي و تصادفي معاني خرافي متفاوتي مي سازد و تفسير مي كند (سعدی و همکاران، 1389).

**2-2-9-5) خطاي پس بيني**

بعضي مواقع افراد تمايل دارند، باور كنند مي توانند پيامد يك واقعه را به درستي پيش بيني كنند، البته بعد از زماني كه آن واقعه اتفاق افتاده است. وقتي واقعه اي رخ مي دهد و فرد بازخور درستي در مورد پيامدهاي آن مي گيرد، به راحتي نتيجه ميگيرد ، اين پيامد همان طوري كه من در قبل گفتم بديهي بود. افرادي كه بعد از يك مسابقه فوتبال تيم برنده را بااطمينان پيشبيني ميكنند، هميشه بيشتر از افرادي هستند كه قبل از مسابقه اين كار را مي­كنند. بنابراين در پسبيني در مقايسه با پيشبيني، بايد براي اطلاعات منطبق با پيامد ، وزن بيشتري قائل شد حافظه فرد در اين شرايط انتخابي عمل مي كند و پيش بيني خود را متناسب با آن چيزي كه در واقع رخ داده است، بازسازي مي كند (اندرسون[[41]](#footnote-41) و همکاران، 1993).

**2-2-10) نقش شخصيت در تصميمات سرمايه گذاري**

همان طوري كه ادراك تصميمگيرنده عامل مهمي در تصميم گيري سرمايه گذار است ، شخصيت وي نيز در امر تصميم­گيري دخيل است. تصميم­گيري چنان با خصوصيات رواني تصميم­گيرنده آميخته است كه نمي توان يكي را بدون ديگري مورد مطالعه قرار داد. عوامل و عناصر شخصيتي نظير هوش و خلق و خوي، نگرش يك فرد، همگي در اتخاذ تصميم نقش دارند. نظريه­پردازان در زمينه تصميم­گيري هميشه سعي داشته­اند، در مدل­هاي خود از دخالت شخصيت و ارزش هاي خاص تصميم گيرنده، در تصميماتش جلوگيري به عمل آورند. اما با اين همه تلاش براي عقلايي كردن تصميم گيري به عنوان عامل كليدي در تصميم­گيري وي نقش فعال دارد. ديدگاه هاي افراد درجه ريسك پذيري ، تجربه وي در نحوه تصميم گيري او دخيل­اند (خوشنود، 1383).

ادبيات مالي نقش چشمگيري براي جنبه هاي رفتاري سرمايه گذاران به هنگام تصميم­گيري به حساب مي­آيد. دركنار ساير فاكتورهاي جمعيت شناسي از قبيل سن، جنسيت، بازدهي، نوع شخصيت نيز تأثير بسزايي در انحرافات رفتاري دارد (فیلبک[[42]](#footnote-42) و همکاران، 2005).

**2-2-10-1) تورش هاي رفتاري[[43]](#footnote-43)**

منظور از تورش، انحراف از تصميم گيري­هاي درست و بهينه است .از آنجائيكه زمان و منابع شناخت محدود هستند، نمي توانيم داده هايي را که از محيط اخذ مي کنيم به صورت بهينه مورد تجزيه و تحليل قرار دهيم. بنابراين ذهن انسان به طور طبيعي از قواعد سرانگشتي[[44]](#footnote-44) استفاده مي کند. اگر از چنين روشهاي ابتكاري به طور مناسب استفاده شود ، مي توانند مؤثر واقع شوند، در غير اينصورت تورش هاي غير قابل

اجتنابي پيش خواهند آمد. به طور کلي ممكن است اشخاص در فرآيند تفكر و تصميم گيري دچار خطا شوند. در اين قسمت به بررسي سه دسته کلي از منابعي که باعث ايجاد تورش در فرآيند تفكر و تصميم گيري افراد مي شوند پرداخته مي شود. اين سه دسته عبارتند از(ریتر، 2003):

**الف) روش هاي ابتكاري[[45]](#footnote-45)**

از آن جائي که ظرفيت پردازش اطلاعات در بشر محدود است اشخاص به روشهاي تصميم گيري ناقص يا روش هاي ابتكاري روي مي آورند که به تصميم گيري هاي نسبتاً خوبي نيز منجر مي شوند. به اين مختصر سازي که در فرآيندهاي تصميم گيري صورت مي گيرد، ساده سازي ابتكاري[[46]](#footnote-46) گفته مي شود. در واقع روشهاي ابتكاري يك سري قواعد سر انگشتي يا ميانبرهاي ذهني هستند که موجب سهولت در فرآيند تصميم گيري مي شوند. ذهن انسان از اين قواعد سر انگشتي به منظور حل سريع مسايل پيچيده استفاده مي کند. براي مثال يك بازيكن بيليارد براي محاسبه زاويه و سرعتي که بايد به توپ ضربه بزند از مثلثات و معادلات ديفرانسيل استفاده نمي کند، بلكه او از يك سري قواعد سر انگشتي بهره مي گيرد و حتي ممكن است از رياضيات چيزي نداند.

**ب) خود فريبي[[47]](#footnote-47)**

مهم ترين پديده اي که در زمينه خود فريبي بحث شده است، اعتماد بيش از حد است . شواهد زيادي وجود دارد که نشان مي دهد اشخاص ، به دانش و توانايي هايشان بيش تر از آن چيزي که هست اعتماد دارند معمولاً پيش بيني افراد از احتمال وقوع پديده ها يا خيلي افراطي يا خيلي تفريطي است . همچنين زماني که قابليت پيش بيني پديده اي کم است يا شواهد و مدارك مبهم هستند، متخصصان بيشتر از افراد عادي در معرض اعتماد بيش از حد قرار مي گيرند. براي مثال وقتي شخصي مي گويد احتمال وقوع يك رويداد ٩٠ درصد است، معمولاً پيش بيني او کمتر از ٧٠ درصد موارد صحيح است . اعتماد بيش از اندازه به هيچ عنوان به سرمايه گذاران شخصي محدود نمي شود. شواهدي وجود دارد که نشان مي دهد تحليل گران مالي، حتي زماني که مدارك و شواهد نشان دهنده اين است که برآوردهاي قبلي آن ها صحيح نيست، برآورد قبلي شان از عملكرد آتي يك شرکت را به راحتي مورد تجديد نظر قرار نمي دهند. به طور کلي در نظريه خود فريبي علاوه بر بحث اعتماد بيش از حد، به مكانيسم هايي پرداخته مي شود که طي آن اشخاص به دنبال راه­هايي مي گردند که پيامد تصميم گيري هاي خود را توجيه کنند و بدين ترتيب بتوانند احترام ديگران را به خودشان جلب کنند.

**ج) تعاملات اجتماعي[[48]](#footnote-48)**

متخصصان مالي، روانشناسي اجتماعي را کمتر مورد توجه قرار داده اند. نظريه پردازان مالي تاثير اطلاعات بر روي قيمت سهام و حجم معاملات را بررسي کرده اند، اما تحقيقات کمتري راجع به تعاملات اجتماعي بين افراد در بازار سهام انجام داده اند. اشخاص گرايش دارند تا در تصميم گيري ها و قضاوت هايشان با ديگران هم نوا شوند .اکثر سرمايه گذاران دچار عكس العمل هاي احساسي در جو بازار مي شوند. به عبارت ديگر حتي زماني که سيگنال هاي اطلاعاتي به فرد مي گويند خريد و فروش کدام يك مناسب است، سرمايه گذاران باز هم نسبت به تصميم گيري صحيح مردد هستند بايد توجه کرد که برخي از الگوهاي اشاره شده در بالا، با هم در تعارض هستند. در اين جا ممكن است اين سئوال پيش بيايد که کدام الگو صحيح است؟ در پاسخ به اين سئوال بايد گفت اين که کدام الگوي رفتاري در بازار غالب مي شود به شرايط و زمينه اي که اطلاعات در آن پخش مي شود بستگي دارد.

**2-3) بخش دوم: بازارهای مالی**

نظام مالی کشورها می تواند بر یکی از دو محور بازار پول و سرمایه قرار داشته باشد. در کشورهای توسعه یافته، بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد و نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار در این کشورها غالب می باشد. در مقابل در بیشتر کشورهای در حال توسعه بازار پول محور تامین مالی است. در چنین نظام هایی بانک ها، همچون سازمان هایی فراگیر عمل می کنند و شرکت ها برای تامین نیاهای خود تا حد زیادی به نظام بانکی وابسته اند(عنایت، 1386). با توجه به اهمیت بازارهای مالی در جذب سرمایه های داخلی و خارجی در این بخش به توضیح مختصری از بازارهای مالی پرداخته می شود.

**2-3-1) اهمیت بازارهای مالی**

يكي از مسائل اصلي هر شركت سرمايه گذاري، شناسايي و تجزيه تحليل سهام و تشكيل پرتفوي بهينه مي باشد. باتوجه به اينكه شرايط بازارمالي متفاوت است در نتيجه، برتصميم مديران جهت تشكيل پرتفوي بهينه تاثير خواهد گذاشت(سلیمانپور ماکویی، 1389). بازارهای مالی علاوه بر انتقال وجوه مازاد از افراد علاقه مند به سرمایه گذاری به افراد و یا موسسات نیازمند به وجوه مورد لزوم، چند کارکرد مهم اقتصادی را نیز در بر دارند؛ یکی از مهمترین کارکردهای بازار مالی، فرآیند کشف قیمت ها[[49]](#footnote-49) می باشد. دیگر کارکرد این بازارها، فرهم سازی ساز و کار مناسب جهت فروش دارایی های مالی که اصطلاحا خاصیت نقدینگی[[50]](#footnote-50) است. آخرین کارکرد اقتصادی بازارهای مالی نیز کاهش هزینه های معاملاتی می باشد(عنایت، 1386). اهميت توسعة بازارهاي مالي در رشد اقتصادي همواره از جمله مباحث كليدي در اقتصاد توسعه بوده است. بنا به ديدگاه اقتصاددانان كلاسيك، بخش مالي به همراه بخش واقعي دو بخش يك اقتصاد را تشكيل مي دهند و رسيدن به رشد اقتصادي بالاتر در هر جامعه اي نيازمند به دو بخش واقعي و مالي كارا، مكمل و قدرتمند است. اينگونه به نظر مي رسد كه در كشورهاي كمتر توسعه يافته، ابتدا رشد و گسترش بخش مالي باعث ايجاد رشد اقتصادي مي شود و سپس با گذر زمان از اهميت بخش مالي در توسعة اقتصادي كاسته شده و توسعة بخش واقعي حائز اهميت بيشتر مي شود(اکبریان و حیدری پور، 1388). توسعه بازار مالی می تواند در برقراري ارتباط بین تولیدکنندة داخلی و تولیدکنندة خارجی (پیوند پیشین یا پسین) و فعال کردن نیروي کار براي کارآفرین شدن مؤثر باشد. در واقع، توسعۀ بازار مالی موجب می شود تا از مزیت هاي سرمایه گذاري مستقیم خارجی بهتر استفاده گردد(مهدوی و مهدوی، 1390).

با گسترش بازارهاي مالي، امكان و زمينه هاي مختلف سرمايه گذاري شكل مي گيرد و بخش خصوصي قادر است انواع راهكارهاي متناسب با نيازهاي خود براي پس انداز در شرايط با ريسك كمتر را انتخاب كند. همچنين از طريق تجهيز منابع حاصل از وجوه پس اندازكنندگان و هدايت آنها به فعاليت هاي اقتصادي سودآور و داراي ارزش افزوده بالا، مي تواند باعث افزايش رشد اقتصادي شود. مجموعه اي از معيارها براي نشان دادن توسعة مالي به كار مي رود. يك معيار، نسبت پس اندازهاي مردم در بانك ها و يا سهم وام هاي تخصيص يافته به بخش خصوصي است. بخش مالي با كاهش هزينه هاي مبادله در اقتصاد نهايتاً باعث ارتقاي سطح پس انداز، انباشت سرمايه، رشد فناوري و رشد اقتصادي مي شود و چنين تأثيري از چند مسير مختلف مي تواند رخ دهد(اکبریان و حیدری پور، 1388).

**2-3-2) توسعه بازارهای مالی**

اصلاح و گسترش بازارهای مالی و خصوصا ایجاد و توسعه ابزارهای نوین مالی در جهت تجهیز، تنظیم و هدایت منابع مالی موسسات فعال بازارهای پول و سرمایه به مکان های انسجام یافته مانند بورس، همگی از اهداف و اولویت های کشورهای در حال توسعه می باشد و اصلاح ساختار بازارهای مالی مدنظر این کشورهاست(عنایت، 1386). توسعة مالي زماني اتفاق مي افتد كه توانايي بازار مالي در انجام اين وظايف توسعه يابد و تصميم گيري براي پس انداز و سرمايه گذاري را بهبود بخشيده و در نهايت موجب رشد اقتصادي گردد(لوین[[51]](#footnote-51)، 2004). محققاني چون مك كينون و شاو بر اين باور هستند كه توسعة مالي يك استراتژي و مقدمه اي براي رسيدن به رشد اقتصادي است. نگاهي متفاوت به ساختار پولي و مالي به عنوان عوامل تعيين كننده در توسعة اقتصاد، اين ديدگاه را درباره نقش پول و سياستهاي مالي تغيير مي دهد. مك كينون و شاو بر پايه مطالعات شومپيتر نظريه آزادسازي مالي را مطرح كردند. در اين نظريه ايشان بر اين باورند كه حذف محدوديت هاي دولتي بر سيستم بانكي، باعث افزايش كميت و كيفيت سرمايه گذاري مي شود. آنها معتقدند كه آزادسازي از محدوديت هايي همچون سقف نرخ بهره، ذخيره قانوني بالا و برنامه هاي اعتبارات گزينشي، توسعة اقتصادي را تسهيل مي نمايداين بدين دليل است كه وقتي نرخ بهره پايين تر از تعادل است، افزايش نرخ هاي بهره به سمت تعادل، پس انداز افراد در مؤسسات مالي را افزايش مي دهد و در نتيجه به تخصيص كارآتر سرمايه خواهيم رسيد. آنها معتقدند كه نرخ بهره بالاتر در نتيجه آزادسازي مالي، خانواده ها را به افزايش پس انداز تشويق مي نمايد و ميانجي گري مالي را به دنبال دارد؛ بنابراين عرضه اعتبارات به بخش خصوصي زياد مي شود. اين امر باعث افزايش سرمايه گذاري و رشد اقتصادي مي شود. به علاوه نرخ هاي بهره حقيقي به تخصيص كاراتر اعتبارات مي انجامد كه اثر مضاعفي بر رشد دارند(اکبریان و حیدری پور، 1388).

**2-3-3) طبقه بندی بازارهای مالی**

بازارهای مالی را از جنبه های مختلفی تقسیم بندی می کنند. یکی از این طبقه بندی ها بر اساس حق مالی است. از این جنبه می توان بازارهای مالی را به بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت (مانند اوراق قرضه و مشارکت) و بازار اوراق بهادار با درآمد نامعین (سهام شرکت ها) دسته بندی نمود. طبقه بندی دیگر بر اساس مرحله انتشار است که بر این اساس بازارهای مالی را به بازارهای اولیه[[52]](#footnote-52) و بازارهای ثانویه[[53]](#footnote-53) تقسیم می کنند. بر اساس ساختار سازمانی نیز بازارهای مالی طبقه بندی می شوند. این بازارها عبارتند از بازارهای حراجی، بازارهای خارج از بورس (OTS)[[54]](#footnote-54) و بازارهای واسطه. اما یکی از مهمترین طبقه بندی های بازارهای مالی، تقسیم بندی این بازارها بر اساس سر رسید حق مالی می باشد که در این حالت بازارهای مالی به بازار دارایی های مالی با سررسید کوتاه مدت (بازار پول) و بازار دارایی های مالی با سر رسید بلند مدت (بازار سرمایه) تقسیم بندی می شوند. به عبارت دیگر دارایی های مالی که دارای سررسید یک سال و یا کمتر از یک سال می باشند در بازارهای پول و در مقابل اوراق بهاداری که دارای سررسید بیشتر از یک سال می باشند در بازار سرمایه داد و ستد می شوند(عنایت، 1386).

**2-3-4) بازار سرمایه در ایران**

در ایران مانند اغلب کشورهای در حال توسعه بازار پول محور نظام مالی است و متاسفانه بورس اوراق بهادار در کشور ما (به عنوان تنها نماد بازار سرمایه در ایران)، با وجود اینکه از یک پیشینه 30 ساله برخوردار است، هنوز جایگاه اصلی خود در اقتصاد ایران را پیدا نکرده است. به طور کلی عواملی که سبب عدم کارایی بازار سرمایه در ایران شده اند را می توان به صورت زیر برشمرد(عنایت، 1386):

* ضعف ساختار تشکیلاتی بورس اوراق بهادار تهران، نفوذ و دخالت مستقیم دولت و سازمان های دولتی بویژه بخش پولی در این سازمان.
* شفاف نبودن و کمبود اطلاعات در خصوص شرکت های پذیرفته شده در بورس.
* ضعف و عدم پویایی مقررات و ضرورت بازنگری در قوانین و مقررات موثر در این سازمان مانند قانون بورس، قانون تجارت و قانون مالیات ها.
* ضرورت ندوین قانون جامع بازار سرمایه در ایران.
* عدم تفکیک بازارهای دست اول و دست دوم سهام و فقدان بازارهای فرعی و ضرورت ایجاد تالارهای جداگانه جهت معاملات بورس.
* عدم استفاده از ابزارهای متنوع مالی و فقدان بورس های کالا در بازار سرمایه ایران.

از این رو در ایران به عنوان کشوری که در حال توسعه که می خواهد گام های بلندی در جهت توسعه پویا بردارد، لزوم توجه به مشکلات و نارسایی های بازار سرمایه و علل توسعه بورس اوراق بهادار تهران به خوبی احساس می شود.

**2-4) بخش سوم: بورس اوراق بهادار**

یکی از اهداف مهمی که از تشکیل بورس ها تعقیب می شود، ایجاد ساز و کار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت دارایی های مالی است(عسگری و ایرانپاک، 1389). بورس نوعی از بازار مالی است که در آن سرمایه های بلند مدت توسط بازرگانان، دلالان و سرمایه داران مورد معامله قرار می گیرد. در اصطلاح کلی بورس به مکانی گفته می شود که در آنجا پاره ای از کالاها و اوراق بهادار را تحت شرایطی قیمت گذاری می کنند اگر در مکان مورد نظر کالا را قیمت گذاری و مورد معامله قرار دهند آن را بورس کالا گویند، به عنوان مثال بورس قهوه در برزیل، بورس چای در سیلان و بورس نفت در اوپک. اما در صورتیکه اوراق بهادار شرکت های بازرگانی یا تولیدی مورد قیمت گذاری و معامله قرار گیرد آن را بورس اوراق بهادار می گویند و از نظر بازرگانی بازاری که سهام و اوراق بهادار موسسات صنعتی و تجاری در آن معامله می شود بورس سهام نام دارد(رمضانی، 1392).

نقش سازمان هاي مالی و عمق بازار سرمایه در تشریح و تفسیر روند رشد اقتصادي بلند مدت نقش مهمی در پژوهش هاي گذشته داشته است. برخی بررسی ها نشان داده اند که بازارهاي مالی نه تنها بر سطح درآمد بلکه بر نرخ رشد اقتصادي اثري دائمی دارند که بطور عمده این تاثیرگذاري ناشی از بهبود فن آوري و همچنین افزایش پس انداز می باشد. برخی از اقتصاددانان توسعه، بازار سهام را به عنوان یک ابزار مهم در تجدید ساختار و اصلاح شرکت هاي بزرگ دولتی به ویژه کشورهاي داراي اقتصاد دولتی می دانند. یافته هاي بسیاري از تحقیقات نیز نشان داده اند که تأثیر بازار سهام در توسعه اقتصادي کشورهاي داراي نظام دولت مدار بسیار ناچیز است. با این وجود شناخت رفتار بازار سرمایه و متغیرهاي مبین چنین رفتاري در تعامل با رشد اقتصادي با توجه به شرایط کنونی اقتصاد کشور مسئله اي است که در برنامه ریزي توسعه از اهمیت ویژه اي برخوردار است(احدی سرکانی، 1389). بازار سرمايه بعنوان يكي از مهمترين گزينه هاي سرمايه گذاري، جايگاه مناسبي براي جذب سرمايه ها به شمار مي رود و سرمايه گذاران با در نظر گرفتن درجه ريسك پذيري و بازدهي مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب مي كنند. در نتيجه بازارهاي سرمايه بايد كارايي لازم را براي جذب سرمايه گذاران و تامين منابع مالي و در نتيجه تخصيص بهينه منابع جهت بازدهي بيشتر آنها داشته باشند(وکیلی فرد و همکاران، 1389).

**2-4-1) تاریخچه پیدایش بورس**

بورس مانند هر پدیده دیگر در جوامع اقتصاد سرمایه گذاری هماهنگ با پیشرفت و توسعه اقتصادی رونق یافت تا به امروز که در اغلب کشورهای بزرگ جهان سازمان ها و تشکیلات بسیار منظم و متمرکز و متشکل یافته ای برای معاملات اوراق و سهام به وجود آمده که کوچک ترین نوسان و تحول اقتصادی تاثیر بسیار عمیقی در آن دارد. در قرون وسطی ابتدا گروه بازرگانان در میدان های مخصوصی دور هم جمع شده و به داد و ستد می پرداختند و به تدریج بازارهای مکاره برای کالاهای مختلف به وجود آمد که در آنها مقرراتی به صورت عرف مقرراتی به صورت عرف تجاری نیز اجرا می گردید. مبادله چند جانبه پول و کالا در بازارهای مکاره قرون وسطی و دریافت وام در ازاء بروات تجاری و قبوض اقساطی در پیدایش بورس سهم به سزایی داشته اند. از سال 1409 میلادی میدان های مبادله کالا، پول و سایر وسایل پرداخت در بورژ[[55]](#footnote-55) مرکز فنلاند واقع در شمال غربی بلژیک به وجود آمد که صرافان همه روزه در مقابل خانه بازرگانی معروف به نام واندربورس[[56]](#footnote-56) برای داد وستد پول و بروات جمع می شدند و به همین مناسبت به این گروه ها به طور اختصار نام بورس داده شود. بعدها عده زیادی از بازرگانان بورژ به بندر آنورس در بلژیک کوچ کردند و اولین بورس واقعی را در سال 1460 میلادی در آن شهر تحت عنوان بورس به وجود آوردند. نام بورس در ابتدا به اجتماع بازرگانان و صرافانی اطلاق می شود که در نقاط غیر مسقف دور هم جمع می شدند اما در قرون 16 و 17 میلادی سایر ساختمان های مربوط به معاملات بورسی را هم بورس می گفتند. بعضی از بورس های مهم دنیا عبارتند از: بورس نیویورک-آمریکا، بورس لندن-انگلستان، بورس توکیو-ژاپن، بورس زوریخ–آلمان، بورس فرانسه، بورس آمستردام– هلند(جعفری، 1386).

**2-4-2) نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد جامعه**

در بیشتر حوزه هاي مربوط به ادبیات مالی، فرض وجود بازارهاي سرمایه با کارکرد مناسب و برخوردار از قابلیت نقدینگی یک فرض اساسی است. با این وجود کارکردهاي نامناسب در بازار سهام در یک اقتصاد می تواند پیامدهاي متفاوتی را به دنبال داشته باشد. اولین پیامد این است که در غیاب یک بازار سرمایه کارا و مناسب، فرصت هاي متنوع سازي براي سرمایه گذاران و شرکت هاي در شرف تاسیس محدود می گردد و هزینه متنوع سازي را افزایش می دهد. چنین وضعیتی شرکت ها را وادار می کند که از بازار سرمایه دور شوند و بدین ترتیب تصمیمات سرمایه گذاري آنان متاثر گردد. زیرا در چنین شرایطی آنان سرمایه گذاري در فرصت هایی با ریسک کمتر را ترجیح خواهند داد. دومین پیامد حاصل از فقدان بازار سرمایه کارا و مناسب، ناتوانی شرکت ها در انتخاب یک ساختار مالی بهینه است. تضاد منافعی که بین مدیران شرکت ها و مشتریان و همچنین ارایه کنندگان منابع وجود دارد مشابه تضاد منافعی است که بین شرکت ها و سایر سهامداران دیده می شود. به عنوان مثال در صورتی که یک شرکت حجم بالایی از منابع خود را از طریق ایجاد بدهی فراهم نموده باشد، بدین دلیل که خود را در معرض مخاطره قرار داده است وادار به سرمایه گذاري در پروژه هاي ریسکی شده و بدین ترتیب بر بستانکاران و اعتبار دهندگان آسیب جدي وارد می سازد. سومین پیامد نیز به نقش بازارهاي سرمایه در فراهم نمودن اطلاعات کافی پیرامون وضعیت شرکت ها از یک سو و نقش کنترلی آنها در بهبود وضعیت اداره شرکت ها مربوط می شود. چنین نقشی کارایی شرکت ها را ارتقاء می بخشد(احدی سرکانی، 1389).

در کشورهایی که بورس اوراق بهادار تشکیل نشده و سهام شرکت ها مورد معامله قرار نگرفته و یا رواج کامل ندارد پس اندازهای مردم یا مصرف خرید و فروش مستغلات زمین و کالا می شود و یا اینکه با سپردن آن به بانکها یا مردم بهره ای به دست می آورند. نظر به اینکه معاملات زمین، مستغلات و کالا احتیاج به سرمایه کافی و تخصص دارد برای اکثر پس انداز کنندگان مخصوصا پس انداز کنندگان کوچک امکان پذیر نیست. به همین ترتیب سپردن پس اندازها به شکل وام به اشخاص با اینکه بازده آن نسبت به سایر معاملات پولی بسیار جالب ست ولی خالی از مخاطره نمی باشد همینطور چنانچه این گونه پس انداز به عنوان سپرده ثابت و ی پس انداز به بانک ها سپرده شود با در نظر گرفتن ینکه بازگشت اصل و بهره آن تقریباٌ خالی از مخاطره است ولی از آنجا که ارزش پول طی مرور زمان تقلیل می یابد پس انداز کننده پس از مدتی مقداری از ارزش پس اندازهای خود ر از دست می دهد، حال اگر این گونه پس اندازها صرف خریدسهام شرکت ها شوند چنانچه انتخاب شرکت مزبور دقیقاٌ انجام گیرد علاوه براینکه اصل سرمایه بدون مخاطره خواهد بود و طی شریط عادی سود حاصله آن نیز قابل مقایسه با سایر سودهای حاصله از منافع دیگر می باشد مضافاٌ اینکه طی مرور زمان به اثبات رسیده که ارزش سهام افزوده شده است(زال نژاد، 1392).

گرچه اکثر بررسی هاي انجام شده در کشورهاي در حال توسعه تاثیرات مثبت بسیار کم بازار سرمایه بر رشد اقتصادي را تجربه نموده اند، اما شواهد جدید بدست آمده، شدت چنین تاثیري را مورد تائید قرار داده اند. این شواهد نشان می دهند که بازار سرمایه قادر است از طریق ایجاد نقدینگی بر رشد اقتصادي تاثیر بگذارد. هرچند که بسیاري از سرمایه گذاري هاي سود آور نیازمند جذب سرمایه هاي بلند مدت است، با این حال سرمایه گذاران همواره نسبت به موضوع از دست دادن کنترل سرمایه هایشان در شرکت ها حساس بوده و در مواجهه با آن مقاومت نشان داده اند. یک بازار سرمایه با قابلیت نقدینگی بالا، زمینه سرمایه گذاري با ریسک پائین را فراهم می نماید و به همین دلیل سرمایه هاي بسیاري را جذب خواهد نمود. در چنین بازاري سرمایه گذاران از این امتیاز برخوردارند که در صورت احساس نیاز به تغییر در پورتفوي خود، بلافاصله و به سهولت قادرند سهام خود را به نقد تبدیل نمایند؛ از سوي دیگر برخی از شواهد تاثیرگذاري بازارهاي سرمایه بزرگ بر رشد اقتصادي را کاملا تائید می نمایند (احدی سرکانی، 1389).

**2-4-3) تاریخچه بورس اوراق بهادار تهران**

در سال 1315 شمسی یک نفر بلژیکی مطالعاتی درباره تاسیس یک بورس در تهران به عمل آورد و طرح قانون، تصویبنامه، اساسنامه و نظام نامه داخلی آنرا تهیه کرد اما چون شرایط آن زمان برای به وجود آمدن بورس مساعد نبود و همچنین وقوع جنگ جهانی دوم و گرفتاریهای ناشی از آن از افتتاح بورس در ایران حدود سی سال به تاخیر انداخت در دوره چهارم قانون گذاری به اقتباس از قانون تجارت فرانسه مقرراتی راجع به سهام شرکت ها تدوین گردید؛ سال ها بعد در قانون اطاق های بازرگانی مصوب 1333 مقرر گردید که وزارت اقتصاد نظریات اطاق های بازرگانی راجع به مسائل مربوط به بورس بخواهد و آنها را مورد توجه قرار دهد. در سال 1341 کمیسیونی در وزارت بازرگانی مرکب از نمایندگان وزارت دارایی و بازرگانی تشکیل شده که نماینده بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران نیز در آن شرکت داشت، نتیجه مذاکرات کمیسیون علمی گزارشی پیرامون وزارت دولت بر امور بورس، اداره بورس، مسائل مالی بورس، دلالان بورس و راه حل هایی که پیشنهاد شده بود به وزیر بازرگانی وقت ارائه شود نتیجه این شد که در اواخر سال 1341 به دعوت وزارت بازرگانی و با موافقت دولت بلژیک هیئتی دو نفره از بورس آن کشور به منظور همکاری با دولت ایران به ایران آمدند و مدت سه ماه مشغول تهیه ی طرح تاسیس سهام بورس ایران و تنظیم سازمان اصلی آن شدند. سرانجام در اردیبهشت ماه 1345 قانون تشکیل بورس اوراق بهادار به تصویب رسید و به وسیله وزارت اقتصاد به بانک مرکزی ایران ابلاغ شود و از بانک مرکزی ایران خواسته شد تا نسبت به شروع کار شورای بورس اقدامات لازم را به عمل آورد، بانک مرکزی در تهیه مقررات تشکیل بورس از کارشناسان بورس لندن بهره گیری نمود(رمضانی، 1392).

**2-4-4) دوره های فعالیت بورس در ایران**

فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در اولین سال تاسیس آن با معاملات سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز شد. در سال 1347 با پذیرفته شدن سهام چند شرکت تولیدی و راه یافتن اسناد خزانه و قبوض اصلاحات ارضی به بورس اوراق بهادار بر حجم معاملات آن افزوده شود. مقایسه حجم معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار با تولید ناخالصی داخلی (به قیمت جاری) موءید حجم ناچیز معاملات بورس در کل اقتصاد و ناتوانی بورس در تجهیز پس انداز های خصوصی و تخصیص آنها به سرمایه گذاری های صنعتی و تولیدی است. دوران فعاليت بورس اوراق بهادار را مي‌توان به چهار دوره تقسيم کرد(رمضانی، 1392):

1. **دوره نخست (1357- 1346)**

بورس اوراق بهادار از پانزدهم بهمن سال 1346 فعاليت خود را با انجام چند معامله بر روي سهام بانك توسعه صنعتي و معدني آغاز كرد. در پي آن شركت نفت پارس، اوراق قرضه دولتي، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالكيت صنعتي و اوراق قرضه عباس‌آباد به بورس تهران راه يافتند. در اين دوره گسترش فعاليت بورس اوراق بهادار بيشتر مرهون قوانين و مقررات دولتي بود. طي 11 سال فعاليت بورس تا پيش از انقلاب اسلامي در ايران، تعداد شركت‌ها و بانك‌ها و شركت‌هاي بيمه پذيرفته شده از 6 بنگاه اقتصادي با 6/2 ميليارد ريال سرمايه در سال 1346 به 105 بنگاه با بيش از 230 ميليارد ريال در سال 1357 افزايش يافت. همچنين ارزش مبادلات در بورس از 15 ميليون ريال در سال 1346 به بيش از 34 ميليارد ريال طي سال1357 افزايش يافت.

1. **دوره دوم (1367-1358)**

در سال‌هاي پس از انقلاب اسلامي و تا پيش از نخستين برنامه پنج ساله توسعه اقتصادي، دگرگوني‌هاي چشمگيري در اقتصاد ملي پديد آمد كه بورس اوراق بهادار تهران را نيز در برگرفت. حجم معاملات سهام در اين دوره از 2/34 ميليارد ريال در سال 1357 به 9/9 ميليارد ريال در سال 1367 کاهش يافت و ميانگين نسبت حجم معاملات سهام به GDP به کمترين ميزان در دوران فعاليت بورس رسيد که از مهمترين دلايل آن شرايط جنگي و روشن نبودن خطوط کلي اقتصاد کشور بود. بدين ترتيب در طي اين سال‌ها، بورس اوراق بهادار تهران دوران فترت خود را آغاز كرد كه تا پايان سال 1367 ادامه يافت.

1. **دوره سوم (1383- 1368)**

با پايان يافتن جنگ، در چارچوب برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادي، اجتماعي و فرهنگي جمهوري اسلامي ايران تجديد فعاليت بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان زمينه‌اي براي اجراي سياست‌هاي خصوصي‌سازي مورد توجه قرار گرفت. در هر حال، گرايش سياست‌گذاري‌هاي كلان اقتصادي به استفاده از ساز و كار بورس، افزايش چشمگير شمار شركت‌هاي پذيرفته شده و افزايش حجم فعاليت بورس تهران را در بر داشت، به‌گونه‌اي که حجم معاملات از 9/9 ميليارد ريال سال 1367 به 104.202 ميليارد ريال در پايان سال 1383 رسيد و تعداد بنگاه‌هاي اقتصادي پذيرفته شده در بورس تهران از 56 شركت به 422 شركت افزايش يافت.

1. **دوره چهارم (از سال 1384 تاکنون)**

در سال 1384، نماگرهاي مختلف فعاليت بورس اوراق بهادار در ادامه روند حرکتي نيمه دوم سال 1383، همچنان تحت تأثير رويدادهاي مختلف داخلي و خارجي و افزايش بي‌رويه شاخص‌ها در سال‌هاي قبل، از روندي کاهشي برخوردار بودند و اين روند، به جز دوره کوتاهي در آذرماه تا پايان سال قابل ملاحظه بود. به‌‌ هرحال از آذرماه سال 1384، سياست‌ها و تلاش دولت و سازمان بورس باعث کند شدن سرعت روند کاهشي معيارهاي فعاليت بورس شد. درحالي‌که شاخص کل در پايان سال 1384 به 9.459 واحد رسيده بود، طي سال 1385 از مرز 10.000 واحد عبور کرد و در نهايت در پايان سال مذکور 9.821 واحد را تجربه کرد. همچنين کاهش چشمگير معاملات سهام در سال 1384، با توجه به اقدامات مؤثر فوق‌الذکر در سال 1385 به تعادل نسبي رسيد، به نحوي که ارزش معاملات سهام و حق تقدم در سال 1384 در حدود 56.529 ميليارد ريال و در سال 1385 معادل 55.645 ميليارد ريال ارزيابي شد.تعداد شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار از 422 شرکت در پايان سال 1383 به 435 شرکت در پايان سال 1385 افزايش يافت. از جمله رويدادهاي اساسي اين دوره عبارتند از:

1. تصويب قانون بازار اوراق بهادار جمهوري اسلامي ايران (1/9/1384)
2. تشکيل شوراي عالي بورس و اوراق بهادار
3. تشکيل سازمان بورس و اوراق بهادار
4. تشکيل بورس اوراق بهادار تهران (شركت سهامي عام)
5. تشکيل شرکت سپرده‌گذاري مرکزي اوراق بهادار و تسويه وجوه

**2-4-5) توسعه بازار اوراق بهادار و عوامل موثر بر آن**

بر اساس مطالعات انجام شده، توسعه مالی مفهومی چند وجهی است چرا که ساختار مالی یک کشور از بازارها و محصولات مالی مختلف تشکیل شده است و چند معیار محدود نمی تواند تمام جنبه هاي لازم توسعه مالی را در بر بگیرد. توسعه مالی را می توان در شش بعد مختلف شامل توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیر بانکی، توسعه بخش پولی و سیاست گذاري پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادي تعریف کرد. توسعه بورس اوراق بهادار را می توان از طریق سه مشخصه اصلی عمق، عرض و خبرگی توصیف کرد. مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقد شوندگی بورس اوراق بهادار دارد. اندازه بازار با توانایی براي تجهیز سرمایه و تنوع سازي ریسک همبستگی مثبت دارد. عرض به معنی تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکت هاي بزرگ و کوچک، انواع شرکت ها از بخش هاي مختلف صنعت و خارجیان می باشد. عرض ریسک کل بازار را کاهش می دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می دهد و شرکت هاي کوچکتر را قادر می سازد تا به سرمایه اي دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکت هاي بزرگتر در بازار موجود نبود. خبرگی نیز بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه هاي اقتصادي بیشتري در بازار حضور دارند، متوسط هزینه فن آوري هاي پیچیده معاملاتی کاهش می یابد و شرکت ها و سرمایه گذاران حساسیت بیشتري در بازار براي انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد که مختص برخی از بازارهاي کوچک می باشد، می تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته یا برعکس به دلیل اجراي ناکارآمد برنامه هاي خصوصی سازي و در نتیجه مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد(فتحی و همکاران، 1389).

به طور کلی عوامل موثر بر توسعه بورس اوراق بهادار را می توان به سه دسته عوامل درونی شرکت ها، عوامل بیرونی غیر اقتصادي و عوامل بیرونی اقتصاد کلان تقسیم بندي کرد. عایدي هر سهم، ساختار مالی شرکت، تقاضا براي محصول شرکت، مدیریت شرکت، سود و سیاست هاي تقسیم سود، سهام جایزه و تجزیه سهام، افزایش سرمایه و ادغام و تملک و غیره از جمله عوامل درون سازمانی موثر بر توسعه بورس اوراق بهادار می باشد. عوامل بیرونی غیر اقتصادي موثر بر توسعه بورس اوراق بهادر نیز عبارتند از عوامل سیاسی، قانونی، اجتماعی و فرهنگی و تکنولوژیکی. عوامل اقتصادي به دو دسته کلان و خرد تقسیم می شوند. عوامل اقتصاد کلان کلیه شرکت هاي بورس را تحت اثر قرار می دهد و عوامل اقتصاد خرد بر شرکت هاي مختلف (حتی از یک صنعت) اثرات متفاوتی می گذارند. با بررسی پژوهش هاي خارجی و داخلی این نتیجه به دست آمد که درآمد ملی، نرخ پس انداز، نرخ سرمایه گذاري، سطح توسعه موسسات مالی واسطه، نقد شوندگی بورس اوراق بهادار، آزادسازي بورس اوراق بهادار، خصوصی سازي، بی ثباتی اقتصاد کلان، نرخ مالیات، نرخ بهره، نرخ تورم و نرخ ارز از مهم ترین متغیرهاي اقتصاد کلان اثر گذار بر توسعه بورس اوراق بهادار می باشد. درآمدهاي مالی افراد به دو بخش مصرف و پس انداز تقسیم بندي می گردد. هر گاه اوضاع اقتصادي کشور به گونه اي باشد که نرخ پس انداز در کشور بالا باشد یعنی مردم علاوه بر صرف هزینه هاي روزانه قادر به انباشته کردن بخشی از درآمد خود باشند می توان گفت سرمایه گذاري در آن کشور تقویت خواهد شد. از طرفی چون نرخ سرمایه گذاري به نرخ پس انداز بستگی دارد می توان حدس زد که سرمایه گذاري یکی از عوامل تعیین کننده مهم سرمایه بورس اوراق بهادار باشد. از طرف دیگر، بورس اوراق بهادار بدون وجود سیستمی کارآمد از واسطه هاي مالی شامل پذیره نویسان، معامله گران و غیره نمی تواند توسعه یابد. از آنجایی که بانک ها و بازارهاي سهام به عنوان واسطه در هدایت پس اندازهاي مردم به سمت پروژه هاي سرمایه گذاري عمل می کنند، می توانند مکمل یا جایگزین یکدیگر باشند. همچنین هر چه بی ثباتی اقتصادي بیشتر باشد (براي مثال نرخ تورم مستمر تغییر یابد) شرکت ها و سرمایه گذاران انگیزه کمتري براي سرمایه گذاري پول خود در بورس اوراق بهادار خواهند داشت و در نتیجه بورس اوراق بهادار چندان توسعه یافته نخواهد بود(فتحی و همکاران، 1389).

**2-4-6) مزایای بورس برای شرکت ها**

پذیرش سهام یا اوراق قرضه شرکتی در بورس، مزایایی به شرح زیر دارد (جعفری، 1386):

* **الف- نشانه قدرت مالی:** نظر به اینکه شرایط پذیرش بورس معمولا" سنگین است لذا وقتی سهام شرکتی در بورس پذیرفته می شود مردم این طور استنباط می کنند که قدرت مالی شرکت بسیار خوب بوده است که مورد قبول مقامات بورس واقع شده است.
* **ب- ارزش تبلیغاتی:** وقتی بورس با شرایط سنگین خود سهام شرکتی را پذیرفت این خود عامل مهمی در تبلیغات های نشان دادن مقام و در نتیجه فعالیت آن خواهد بود به طور یقین در دریافت اعتبار از بانک ها و فروش محصولات و مصنوعات آن موثر می باشد.
* **ج- ایجاد بازار وسیعتر:** چنانچه سهام شرکتی در بورس پذیرفته شود نظر به این که سهام مزبور در معرض خرید و فروش عامه قرار می گیرد افراد بیشتری مالک آن سهام خواهند شود به این ترتیب بدیهی است که حساسیت نوسانات قیمت در مقدار فروش کمتر می شود در صورتی که وقتی مقدار زیادی از سهام شرکت متعلق به یک نفر باشد آن شخص به منظور جلوگیری از ضرر خود فورا اقدام به فروش سهام خود می کند که عملا" اثر عمیقی در بازار آن می گذارد.
* **د- فروش سهام:** وقتی سهام شرکتی در بورس پذیرفته شود چنانچه شرکت مزبور بخواهد سهام جدیدی منتشر کند فروش آن به آسانی انجام می گیرد چون قدرت مالی شرکت به ثبات رسیده و سهامداران قبلی از آن استقبال خواهند نمود.
* **ه- مزایای مالی:** گاهی اوقات به منظور تشویق شرکتها جهت ارائه سهام خود در بورس مزایی مالی مخصوصی برای آنها قائل می شوند در ایران طبق ماده 116 قانون مالیات های مسقیم مصوب اسفند ماه 1345 شرکت هایی که سهام آنها در بورس پذیرفته می شود از سال پذیرش تا زمانی که سهام آنها از لیست قیمت بورس خارج نشود از 5/1 درصد معافیت مالیاتی استفاده خواهند کرد.
* **و**- **افزایش تقاضا برای سهام:** نظر به اینکه عده ای از مردم به بورس دسترسی خواهند داشت تقاضا برای سهام مزبور زیادتر از سهامی است که در بورس پذیرفته نشده اند.
* **ز- بازار آماده:** هر موقع صاحب سهم مایل باشد فورا می تواند سهام خود را به فروش برساند.

**2-4-7) شعب منطقه ای بورس**

شعب بورس اوراق بهادار هر كشور، نقش حساسي در جلب و توسعه سرمايه هاي مفيد و اثربخش اقتصادي دارند و مي توانند در صورت كارا و اثربخش بودن به عنوان يك عامل كنترلي بر تورم (از طريق جذب نقدينگي)، تقويت كننده زيرساختهاي توسعه صنعتي (از طريق گسترش سرمايه گذاري) و همچنين پشتيباني كننده از تبادلات سرمايه عمل كنند و تأثيرات مفيدي بر توسعه پايدار بگذارند(فرید و همکاران، 1389). هر شعبه منطقه اي بورس، بنابر تعاريف سازمان كارگزاران بورس اوراق بهادار، داراي درآمدهاي عملياتي و غير عملياتي است. مهمترين عناوين درآمد هاي عملياتي يك شعبه بورس اوراق بهادار شامل حجم خريد و نيز حجم فروش در معاملات، كارمزد معامله و حق الدرج سهام شركتهاي پذيرفته شده در بورس است و مهمترين عناوين درآمد هاي غير عملياتي شامل حق عضويت كارگزاران، ذخيره پروژه هاي گسترش بورس، درآمد حاصل از تسعير ارز، درآمد حاصل از سرمايه گذاري در اوراق مشاركت، درآمد حاصل از مسدود نمودن سهام وثيقه و اجاره دريافتي از شعب بانك ها مي باشد. اما نكته حائز اهميت آن است كه شعب بورس در تأمين درآمدهاي غير عملياتي خود از اختيارات كافي برخوردار نيستند. تعيين و كنترل ميزان سرمايه گذاري هاي كوتاه مدت و بلندمدت توسط شعب بورس، درآمد حاصل از ارائه تسهيلات به كارگزاران، ذخيره پروژ ه هاي گسترش بورس، درآمد حاصل از تسعير ارز و ساير درآمدهاي غير عملياتي بر عهده سازمان مركزي بورس اوراق بهادار بوده و شعب بورس بر برنامه ريزي ، تحصيل و كنترل آنها از اختيار لازم برخوردار نيستند(فرید و همکاران، 1389).

**2-5) بخش چهارم: پیشینه پژوهش (مروری بر مطالعات گذشته)**

در زمینه مبحث سرمایه گذاری و همچنین جذب سرمایه به ویژه در بورس اوراق بهادار مطالعات مختلفی در داخل و خارج از کشور از ابعاد و جنبه های گوناگون صورت پذیرفته است. در این بخش مختصرا به تعدادی از این مطالعات پرداخته می شود.

**2-5-1) مروری بر تحقیقات انجام شده در داخل کشور**

درویش متولی و همکاران (1391)، در مطالعه ای به **شناسایی و رتبه بندی عوامل موثر بر جذب سرمایه گذار در حوزه های اقتصادی و صنعتی شهرستان فیروزکوه با استفاده از تکنیک تصمیم گیری چند شاخصه AHP** پرداختند. در این مطالعه عوامل زیر به عنوان موانع سرمایه گذاری معرفی شدند: بالابودن ریسک سیاسی، اقتصاد و صنعت، مالی و سرمایه ای؛ ضعف مدیریت امور سرمایه گذاری در کشور؛ ضعف قانون مندی و نظام مندی در نظام سرمایه گذاری؛ نبود زیرساخت های مناسب برای سرمایه گذاری؛ عدم اطلاع رسانی درست، به موقع و شفاف و جامع؛ بورکراسی های شدید در سازمان ها؛ مناراضی بودن سرمایه گذاران فعلی و مشکلات و محدودیت های ناشی از روابط بین الملل(درویش متولی و همکاران، 1391).

جعفری (1386)، در پایان نامه مقطع کارشناسی ارشد خود به موضوع **بررسي تاثير متغيرهاي غير مالي بر تصميم گيري سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران** پرداخت. در این پژوهش از دو روش کتابخانه ای و میدانی(پرسشنامه) جهت جمع آوری داده ها و اطلاعات پژوهش استفاده گردید؛ بدین صورت که براي جمع آوری داده ها و آزمون فرضيه هاي پژوهش یک نمونه آماري 106 نفري از بین سه گروه متخصصین مالی(اساتید دانشگاه) و مدیران شرکت های سرمایه گذاری و سرمایه گذاران حقیقی در سال 1386 به طور اتفاقي انتخاب و بین آنها پرسشنامه توزیع گردید. داده هاي پژوهش با استفاده از آمار توصيفي و آمار استنباطي خلاصه و تجزيه و تحليل گرديد. نرم افزار آماري مورد استفاده در اين پژوهش نيز SPSS مي باشد و پژوهش مزبور طی یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی مورد بررسی و آزمون قرار گرفت که تمامی فرضیه ها پذیرفته شده اند و نکته قابل اهمیتی که در این میان باید بدان اشاره کرد این می باشد که اکثر سرمایه گذاران با در نظر گرفتن خصوصا" عوامل سیاسی و اقتصادی در زمینه سرمایه گذاری دقت ویژه ای دارند که در نوع خود قابل توجه است(جعفری، 1386).

انوار رستمی و لاری سمنانی (1386)، در پژوهش خود به **بررسی ارتباط و تحلیل اثرات سرمایه گذاری های منتخب غیربورسی بر جذابیت سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران** پرداختند. اين مطالعه درصدد بررسی روابط ميان سرمايه گذاريهاي منتخب غيربورسی (سپرده هاي بانكي و اوراق مشاركت) با جذابيت سرمايه گذاري در سهام (نقدينگي سهام و ميزان تشكيل سرمايه) شركت هاي بورس اوراق بهادار تهران است. بر پايه نتايج حاصل از تحليلهاي به عمل آمده در اين تحقيق در سطح اطمينان 95 درصد مي توان چنين ادعا كرد كه ميان ميزان جاذبيت سرمايه گذاري در سپرده هاي بانكي و ميزان جاذبيت سرمايه گذاري در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط مثبت و معناداري وجود دارد، اين به معناي هم سويي ميزان جاذبيت سرمايه گذاري در دو بازار مختلف پولي و سرمايه اي در ايران است. نتايج حاصل از تحليل هاي به عمل آمده همچنين نشانگر آن است كه علي رغم برخي باورها و بر خلاف تصورات اوليه، سرمايه گذاري در اوراق مشاركت در ايران، مخرب و رقيب فعاليتهاي بازار بورس اوراق بهادار تهران و كاهنده جذابيت سرمايه گذاري در آن نبوده وعرضه و فروش آن به عموم، تأثير بسزا و معناداري بر فعاليت هاي بورس نداشته است(انواررستمی و لاری سمنانی، 1386).

صفری (1384)، تحقیقی با عنوان **عوامل مؤثر بر جذب سرمایه­های افراد حقیقی در بورس منطقه ای اصفهان** انجام داده است. هدف اصلی این پژوهش، بررسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه­ی اشخاص حقیقی در بورس منطقه­ای اصفهان است. هدف این را متغیرهایی همچون سابقه­ی سودآوری، تبلیغات راجع به سرمایه­گذاری در بورس، فرهنگ سهامداری، گروه­های مرجع، عوامل اقتصادی و سیاسی، عملیات کارگزاران و مکان جغرافیایی به عنوان سؤال­های پژوهش آزموده­اند. این تحقیق از نوع توصیفی-پیمایشی از شاخه­ی میدانی است و روش گردآوری مباحث نظری آن کتابخانه­ای بوده، داده­های آن به صورت نمونه گیری از جامعه­ی بزرگ­تر با پرسش­نامه به دست آمده­اند. در این پژوهش، از آزمون­های تک نمونه­ای برای آزمون سؤالات پژوهش و تحلیل واریانس تک عاملی برای معنی­دار بودن تفاوت نظرات سهامداران و آزمون فریدمن برای رتبه­بندی عوامل و سؤال­ها استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی است که فقط عواملی چون سابقه­ی سوداوری، فرهنگ سهامداری، گروه­های مرجع، عوامل اقتصادی و سیاسی بر جذب سرمایه­ی اشخاص حقیقی در بورس منطقه­ای اصفهان تأثیرگذار بوده، از بین اینها، عوامل سیاسی و داشتن فرهنگ سهامداری، دو عامل مهم­تر و مؤثرتر شناخته شدند (صفری، 1384).

عباسی­نژاد و جبل عاملی در سال 1384 به **بررسی متغیرهای کیفی بر حجم سرمایه­گذاری به بررسی رفتار یک بنگاه نمونه در شرایط نااطمینانی** پرداختند. آن­ها برای بررسی تأثیر متغیرهای کیفی بر سرمایه­گذاری، دو متغیر موهومی برای دوره انقلاب و دوره جنگ به مدل وارد می­کنند و به این نتیجه دست می­یابند که شرایط بی ثباتی باعث کاهش سرمایه­گذاری بخش خصوصی می­شود. کازرونی و دولتی(1386) به بررسی ارتباط نااطمینانی نرخ ارز حقیقی و سرمایه­گذاری می­پردازند. در این مطالعه شاخص نااطمینانی نرخ ارز از طریق مدل گارچ[[57]](#footnote-57) برآورد می­گردد. ارتباط میان این دو متغیر از طریق یک مدل ARDL [[58]](#footnote-58) شناسایی می­شود. آن­ها ارتباط منفی میان نااطمینانی نرخ ارز حقیقی و سرمایه­گذاری خصوصی را گزارش می­کنند (عباسی نژاد و جبل عاملی، 1384).

مختاريان (1383)، تحقیقی را تحت عنوان **عوامل موثر بر تصميم گيري سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار** به انجام رسانيد. در اين تحقيق كليه عوامل مالي و غير مالي همچون پيش بيني درآمد هر سهم، افزايش سرمايه انجام شده توسط شركتها، مشاوره و توصيه كارگزاران بورس، روند قيمت سهام، سود نقدي هر سهم، وضع بازار سهم، نسبت قيمت به سهم، نوسانات قيمت سهام، بازده، بخش صنعت، مديريت شركت، محل اصلي عمليات و مبناي شناخت از شركت را مورد بررسي قرار داد كه 13 فرضيه را شامل می شود. نتايج به دست آمده از اين تحقيق حاكي از آن است كه متغيرهايي چون وضع بازار، روند قيمت، منبع توصيه و سفارشات، سود نقدي سهام، نسبت قيمت به سود، بازده، نوع صنعت، نوسان قيمت، سود هر سهم با 95/0 اطمينان بر تصميم گيري سرمايه گذاري در بازار بورس موثر مي باشند و بقيه عوامل ذكر شده تاثير چنداني بر تصميم گيري سرمايه گذاران ندارند (مختاریان، 1383).

عطايي عظیمی (1379)، موضوع **بررسي عوامل موثر بر تصميم گيري سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران** را در پايان نامه كارشناسي ارشد به انجام رسانيد. هدف اين تحقيق شناسايي عوامل مالي و عوامل غيرمالي مؤثر بر تصميم گيري سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است. ارائه و پردازش اطلاعات كاركرد اصلي واحدهاي اطلاع رساني بازارهاي مالي است، اما چه اطلاعاتي براي سرمايه گذاران جذاب بوده و تصميمات آن ها بر اساس آن انجام مي شود. هدف اصلي ما در اين تحقيق شناخت اطلاعات مورد نياز اغلب سهام داران جهت تصميم گيري در خصوص خريد يا فروش سهام عادي است. همچنين سنجش ميزان آگاهي سهام داران نسبت به مسايل مالي و نقش اطلاعات مالي در اين تصميم گيري ها است. بر اساس پرسشنامه هاي توزيع شده بين حدود 200 نفر از سهام داران و ديگر نيازمندان اطلاعات شركت هاي بورسي، یافته های این تحقیق حاکی از عدم تعیین قیمت سهام بر اساس عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین تصمیم گیری سرمایه­گذاران در بورس اوراق بهادار تهران متأثر از افزایش سرمایه، مالکیت شرکت ها و تولیدات انحصاری آنها می باشد (عطایی عظیمی، 1379).

**2-5-2) مروری بر تحقیقات انجام شده در خارج از کشور**

یوماتلو [[59]](#footnote-59) در سال 2010 طی پژوهشی به **بررسی ارتباط اهرم مالی و تصمیمات سرمایه­گذاری برای شرکت­های تولیدی بورس در کشور ترکیه** پرداخته است. در این پژوهش از داده های تابلویی با روش اثرات ثابت برای تخمین مدل خطی چند متغیره استفاده شده است. خلاصه یافته­های پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه­گذاری دارد و شرکت­هایی که بدهی بیشتری نسبت به سایر شرکت­هایی که بدهی بیشتری نسبت به سایر شرکت­ها دارند، رغبت کمتری به سرمایه­گذاری در دارایی­های سرمایه­ای از خود نشان می­دهند (یوماتلو، 2010).

التمیمی[[60]](#footnote-60) در سال 2006 طی پژوهشی به **شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه­گذاران حقیقی در بازار سرمایه امارات** پرداخت. وی متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار سرمایه­گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه­بندی نمود. این عوامل عبارتند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه جانبدارانه، انطباق تصویر خود/ شرکت و نیازهای شخصی سرمایه­گذار. برای گردآوری داده­ها، 350 پرسشنامه بطور تصادفی بین سرمایه­گذاران حقیقی در بازارهای مالی امارات توزیع گردید و یافته­های این تحقیق حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل: رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش بینی شده از مهمترین متغیرهای تأثیر گذارد. در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود. از دیگر یافته­های این تحقیق بیانگر این است که اطلاعات عمومی بازار از قبیل روند شاخص، وضعیت معاملات در بازار و اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت بر انتظارات سرمایه­گذار تأثیر مستقیم خواهد داشت (التمیمی، 2006).

بایرن در سال 2005، طی تحقیقی با عنوان **چگونه مشتریان (سرمایه­گذاران) ریسک محصولات مالی را ارزیابی می­کنند؟** عوامل تأثیرگذار در محصولات مالی را به­ وسیله­ی متغیرهایی نظیر ادراک ریسک، اطلاعات عملکرد گذشته، نرخ بازده تاریخی، نرخ بازده مورد مورد انتظار، تخصیص سرمایه بررسی کرده است. روش تحقیق در این پژوهش، پیمایشی بوده، سرمایه­گذاران شرکت بیم­ی پیناکل[[61]](#footnote-61) نمونه­ی آماری آن را تشکیل می­دهند و تحقیق با ارسال پرسشنامه برای آنان انجام گردید. در پایان و پس از بررسی­های لازم و آزمون سؤال­های تدوین شده، این نتیجه­ها به دست آمدند که فرضیه اول تأیید شد؛ یعنی وجود نرخ بازده تاریخی بالاتر، تمایل به ریسک را در سرمایه­گذاران، افزایش می­دهد. فرضیه دوم نیز تأیید شد؛ پس ادراک ریسک بالاتر توسط سرمایه­گذاران، تمایل به ریسک را در آنها کاهش می­دهد. فرضیه سوم تأیید و فرضیه چهارم رد شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه­های سوم و چهارم در این پژوهش بیانگر آن است که از دید سرمایه­گذاران متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده موردانتظار رابطه­ی مستقیم وجود دارد؛ در حالی که از دید سرمایه­گذاران مبتدی، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هیچ نوع هم­بستگی­ای وجود ندارد. فرضیه­ی پنجم تأیید شد؛ به عبارت دیگر، سرمایه­گذاران با ادراک ریسک بالاتر، حجم سرمایه­گذاری پایین­تری خواهند داشت. فرضیه­ی ششم این پژوهش نیز تأیید شد؛ پس وجود اطلاعات عملکرد گذشته در مورد یک شرکت برای سرمایه­­گذاران، مبنایی برای نرخ بازده مورد انتظار بالاتر ایجاد می­کند (بایرن، 2005).

چينگ- چانگ[[62]](#footnote-62) در سال 2004 موضوع **تأثير افشاي اطلاعات غيرمالي بسط داده شده­ی نامشهود را بر نحوه­ی تصميم گيري سرمايه­گذار در صنايع داروسازي** را در قالب رساله­ی دكتري در دانشگاه تگزاس انجام داد. فرضيه هاي مورد نظر عبارتند از:

* آشنايي كم سرمايه گذاران با توجه به افشاگري هاي اطلاعات نامشهود غير مالي تاثير چنداني بر نحوه قضاوت هاي آنها ندارد و ارتباط معناداري بين حد بالا و پايين عدم افشاگري اطلاعات نسبت به افشاگري اطلاعات از سوي شركت ها وجود ندارد.
* اطلاعات منتج شده در افشاگري هاي اطلاعات غير مالي نامشهود، براي سرمايه گذاراني كه اطلاعاتي در زمينه صنعت مورد نظر دارند نسبت به سرمايه گذاراني كه اطلاعاتي در زمينه صنعت مورد نظر ندارند تاءثير مستقيم بر فرآيند تصميم گيري آنها دارد.
* انحصاري كردن عملكرد ارزيابي غيرمالي، براي سرمايه گذاراني كه عوامل مختلف محيطي را شناسايي كردند نسبت به سرمايه گذاراني كه عوامل مختلف محيطي را شناسايي نكردند، تاثير بيشتري بر فرآيند تصميم گيري آنها دارد.
* نوسانات منابع اطلاعاتي براي ارزيابي غير مالي براي سرمايه گذاراني كه عوامل محيطي را شناسايي كردند نسبت به سرمايه گذاراني كه عوامل محيطي را شناسايي نكردند تاثير بيشتري دارد.

طبق نتایج به دست آمده فرضيه اول و سوم رد و فرضيه دوم و چهارم تحقيق مورد تاييد قرار گرفتند (چینگ چانگ، 2004).

مریکاس و پراساد[[63]](#footnote-63) در سال 2003 از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که **عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه­گذاران حقیقی در بازار سرمایه یونان** را شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آنها نشان می­دهد که معیار تصمیم گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می­باشند. آنها دریافتند که تصمیم گیری سرمایه­گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود و آنها بر اساس گروهی از عوامل نخواهد بود و آنها بر اساس گروهی از عوامل تصمیمات خود را می­گیرند. یافته های تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات مالی و حسابداری و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار سرمایه انتظارات سرمایه­گذاران را برای خرید یک سهم شکل خواهد داد (مریکاس و پراساد، 2003).

اپستاین و فریدمن[[64]](#footnote-64) در سال 1994 **تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه­گذار حقیقی** را مورد بررسی قرار دادند. یافته­ها بیانگر این است که گزارشات مالی سالیانه شرکت­ها تأثیر چندانی بر تصمیمات سرمایه­گذاران نداشته و بی ارزش می باشند. همچنین نتایج این تحقیق نشان می­دهد که اطلاعات مربوط به آنها مورد تقاضای قوی سرمایه­گذاران است. بعلاوه اکثر سرمایه داران مایلند که وضعیت روابط کارگری، جایگاه اخلاقی شرکت و درگیری های اجتماعی شرکت به سهامداران گزارش شود (اپستاین و فریدمن، 1994).

**2-6) بخش پنجم: چارچوب نظری تحقیق**

با اشاره به بخش چهارم و مطالعات داخلی و خارجی بیان شده و با توجه به ارتباط مطالعات مورد بررسی با متغیرهای تحقیق خلاصه این مطالعات را می توان به صورت جدول 2-1 به نمایش گذاشت.

جدول 2-1) منابع حمایت کننده از متغیرهای پژوهش

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **ردیف** | **متغیر** | **مطالعات انجام شده** |
| 1 | امنیت سرمایه گذاری | درویش متولی و همکاران (1391)؛ انوار رستمی و لاری سمنانی (1386) و جعفری (1386) |
| 2 | فرهنگ سهامداری | ابزری و همکاران (1385)؛ صفری (1384) |
| 3 | گروه های مرجع | ابزری و همکاران (186)؛ صفری (1384 |
| 4 | موقعیت مکانی بورس | ابزری و همکاران (1385)؛ مختاریان (1383) و صفری (1384) |
| 5 | سرمایه گذاری های غیر بورسی | انواری رستمی و لاری سمنانی (1386) |
| 6 | ریسک سیاسی و اقتصادی | ابزری و همکاران (1385)؛ درویش متولی و همکاران (1391)؛ صفری (1384) و جعفری (1386) |
| 7 | رضایتمندی سهامداران فعلی | ابزری و همکاران (1387) و التمیمی (2006) |
| 8 | شفافیت بورس | ابزری و همکاران (1387)؛ درویش متولی و همکاران (1391)؛ مریکاس و پراساد (2003) و چینگ چانگ (2004) |

با توجه به مباحث بیان شده و مشخص بودن تاثیرپذیری تصمیمات سرمایه گذاری به عوامل و متغیرهای گوناگون به همان صورت که در فصل اول و بخش بیان مساله توضیح داده شد با در نظر گرفتن عوامل و متغیرهای غیرمالی زیر نقش و تاثیر آنها بر سرمایه گذاری افراد حقیقی در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار می گیرد. برای روشن تر شدن بحث ابعاد مدل مفهومی پژوهش که به صورت نمودار شماره 2-1 ارائه می شود در این قسمت تشریح می گردد.

**امنیت سرمایه گذاری:** امنيت حاصل مجموعه اي از عوامل سياسي، قانوني، اجتماعي و فرهنگي است كه خود باعث آرامش يا تنش، ايستائي يا پويائي و تغيير يا ترديد مي گردد. نگراني سرمايه گذاران در زمينه امنيت حاصل عدم شفافيت قوانين، بي ثباتي و تغييرات زياد، برخوردهاي سليقه اي، عدم اجراي درست قوانين، تبعيض، كارشكني، عدم همخواني وعده و عمل، برخوردهاي خصمانه و نادرست با سرمايه گذاران و تهديدها و تحريك هاي گوناگون، تصميم دادن بعضي از خطاها و خطا كاران به كل سرمايه داران و سرمايه گذاران، درخواست ها و انتظارات غير منطقي بعضي از افراد مسئول و غير مسئول و هسته هاي قدرت كاذب و وجود رشوه و فساد آشكار و پنهان است(درویش متولی و همکاران، 1391، ص 77).

امنیت سرمایه گذاری

فرهنگ سهامداری

گروه های مرجع

موقعیت مکانی بورس

سرمایه گذاریهای غیربورسی

ریسک سیاسی و اقتصادی

رضایتمندی سهامداران فعلی

شفافیت بورس

**متغیرهای مستقل پژوهش**

**متغیر وابسته پژوهش**

**جذب سرمایه** افراد حقیقی

نمودار شماره 1-1) مدل مفهومی پژوهش

**فرهنگ سهامداری**: داشتن فرهنگ سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار و سهام شرکت ها و اختصاص بخشی از سرمایه گذاری افراد علاوه بر اموری همچون زمین، مسکن، ماشین و غیره در سهام شرکت ها و بورس اوراق بهادار می تواند در ترغیب افراد به سرمایه گذاری در این بخش بسیار کمک کننده باشد. از این نظر، می توان داشتن فرهنگ سهامداری را به صورت مشخص، نهادینه بودن لزوم اختصاص بخشی از سرمایه گذاری خانوارها به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تعریف نمود و به عنوان یکی از عوامل موثر در ترغیب افراد در نظر گرفت(ابزری و همکاران، 1385 ، ص 117).

**گروه های مرجع**: با توجه به این که گروه های مرجع در موارد مختلف تاثیرگذار بر تصمیم گیری افراد هستند، در مورد تصمیم افراد به اختصاص بخشی از سرمایه خود به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار نیز تاثیرگذار می باشند(ابزری و همکاران، 1386، ص 19).

**موقعیت مکانی بورس**: استقرار تالار بورس اوراق بهادار در مکانی مناسب با امکاناتی جهت دسترسی آسان افراد متمایل به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار می تواند به عنوان عاملی پیش برنده و یا بازدارنده در ترغیب افراد به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار محسوب گردد(ابزری و همکاران، 1385 ، ص 118).

**سرمایه گذاری های غیربورسی:** دسته عوامل ديگري نيز وجود دارند كه مي توان آنها را از جمله سرمايه گذاري هاي خارج از چارچوب بورس اوراق بهادار محسوب كرد كه اين سرمايه گذاري ها به نوعي به صورت فعاليتي مكمل و يا حتي رقيب با بورس عمل مي كنند و ممكن است متغيرهاي يك بورس را تحت تأثير قرار دهند؛ از جمله این موارد می توان به بانک و سپرده های بانکی؛ صندوق های دوجانبه و اموال غیرمنقول اشاره کرد(انواری رستمی و لاری سمنانی، 1386، ص 6).

**ریسک سیاسی و اقتصادی:** بورس اوراق بهادار به عنوان آیینه تمام نمای اقتصاد ملی، به طور مستقیم تاثیرپذیر از عوامل اقتصادی می باشد و مطمئنا عوامل و جریانات اقتصادی بر افراد جهت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تاثیر می گذارند. همچنین عوامل سیاسی به دلیل تاثیرگذاری بر مسایل اقتصادی دارای تاثیر غیرمستقیم بر بورس اوراق بهادار و رونق و رکود آن می باشند(ابزری و همکاران، 1385 ، ص 117). تا روزي كه شاخص ريسك سياسي-قانوني كاهش نيابد و فضاي امنيت اقتصاد و صنعتي مطلوب نگردد، هيچگاه نمي توان انتظار داشت كه تحت تأثير گفته ها و وعده ها و جاذبه هاي كاذب كسي ترغيب به سرمايه گذاري شود(درویش متولی و همکاران، 1391، ص 77).

**شفافیت بورس:** كارآ شدن هر بازاري مستلزم اين است كه اطلاعات مربوط به شركت ها، موقعيت اقتصادي و اوراق بهادار، به سرعت و سهولت، در دسترس همگان قرار گيرند. سرمايه گذاران اين اطلاعات را به صورتي مناسب، در قيمت ورقه ي بهادار تفسير مي كنند و بنا براين، قيمت هميشه، انعكاسي از اطلاعات رايج است. براي اينكه اين اطلاعات در دسترس همگان قرار گيرند، بايد رايگان باشد(ابزری و همکاران، 1387 ، ص 142).

**خلاصه**

در اين فصل توضيحاتي تفصيلي پيرامون سرمایه گذاری؛ پيشينه مطالعات صورت پذيرفته شده و مباحث مرتبط در زمينه موضوع مورد مطالعه ارائه گرديد تا مباني لازم جهت درک فرضيه هاي پژوهش فراهم آيد. مطالعات اين فصل در پنج بخش مطرح شده است. در بخش اول که در مورد سرمایه گذاری می باشد به مباحث و مطالبی در زمینه سرمایه گذاری، ماهیت تعاریف و اهمیت سرمایه گذاری، روش های سرمایه گذاری، مراحل تصمیم گیری در فرایند سرمایه گذاری، عوامل موثر بر تصمیم سرمایه گذاری، ویژگی های سرمایه گذاران، رفتار سرمایه گذاران، خطاهای ادراکی سرمایه گذاران، نقش شخصیت در تصمیمات سرمایه گذاری پرداخته شد که این مباحث برای درک موضوع سرمایه گذاری و فهم بیشتر و بهتر موضوع و مساله مورد مطالعه می باشد. در بخش دوم به بازارهای مالی پرداخته شده و مطالبی همچون اهمیت بازار مالی، توسعه بازارهای مالی، طبقه بندی بازارهای مالی مسائل مربوط به بازار سرمایه در ایران پرداخته شد. این قسمت نیز جهت آشنایی بیشتر با مکانیزم های بازار مالی به ویژه بازار سرمایه آورده شد.

در بخش سوم نیز به معرفی بورس اوراق بهادار پرداخته شده و مباحثی همچون تاریخچه بورس، تعاریف و وظایف بورس، نحوه پذیرش سهام و اوراق قرضه در بورس، مزایای اقتصادی بورس، بورس های اوراق بهادار منطقه ای مورد اشاره قرار گرفت. این مطالب نیز جهت آشنایی با سازمان مورد مطالعه یعنی بورس اوراق بهادار بوده تا در نهایت برای ارائه پیشنهادات کاربردی شناخت مناسبی از بورس و فعالیت ها، وظایف و اهداف آن وجود داشته باشد. در بخش چهارم نیز پيشينه پژوهش داخلي و خارجي بيان شد و مطالعاتي که در داخل کشور و خارج از کشور در رابطه با موضوع مورد مطالعه انجام پذيرفته ارائه گرديد. در نهایت در بخش پنجم به مبانی نظری پژوهش با توجه به ادبیات بیان شده و ارائه مدل مفهومی پژوهش پرداخته شد. با توجه به مباحث تئوريک موضوع مورد مطالعه، کوشش شد تا چارچوب مفهومي جامعي پيرامون مساله مورد بررسي در اين پژوهش بدست آيد.

**منابع و مآخذ**

آقایی، محمدعلی. و مختاریان، امید.(1383). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم­گیری سرمایه­گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، **بررسی­های حسابداری و حسابرسی**، سال یازدهم، شماره36، صص 3-25.

ابزری، مهدی.؛ صمدی، سعید. و صفری، علی.(1385). عوامل موثر بر جذب سرمایه های افراد حقیقی در بورس اوراق بهادار (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار منطقه ای اصفهان)، **مجله پژوهشی دانشگاه اصفهان**، جلد بیست و یکم، شماره 2، صص 113-131.

انواری رستمی، علی اصغر. و لاری سمنانی، بهروز.(1386). بررسی ارتباط و تحلیل اثرات سرمایه گذاری های منتخب غیربورسی بر جذابیت سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه مدرس علوم انسانی** **(ویژه نامه مدیریت)**، صص 1-29.

باباجانی، آرزو.؛ حسینی، سیدمحمود.؛ سهیلی، کیومرث. و دل انگیزان، سهراب.(1388). تعیین عوامل موثر بر جذب سرمایه در تعاونی های صنعتی استان کرمانشاه، **مجله تعاون**، سال بیستم، شماره 204-205، صص 21-39.

تهرانی، رضا.(1389). **مدیریت مالی**، تهران: انتشارات نگاه دانش، صص 1-577.

تهرانی، رضا. و حصازاده، رضا. (1388). تاثير جريان هاي نقدي و محدوديت هاي تامين مالی بر بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري، **تحقيقات حسابداري**، شماره سوم، ص50-66.

جعفری، سعید.(1386). **بررسي تاثير متغيرهاي غير مالي بر تصميم گيري سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل، بابل.

خورشیدی، غلامحسین. (1375). ملاحظات اجرایی در تجزیه و تحلیل طرح های سرمایه گذاری، **تحقیقات مالی**، سال سوم، شماره 9 و 10، صص 26-40.

خوشنود مهدي. (1383). **شناسايي و رتبه بندي گروه هاي مؤثر بر تصميم گيري سرمايه گذاران فردي و نهادي در بورس اوراق بهادار تهران**، پايانامه كارشناسي ارشد مديريت مالي، دانشگاه تهران، تهران.

درویش متولی، محمدحسین.؛ سالاریه، مهدی. و قدیری جوان، حسام الدین.(1391). شناسایی و رتبه بندی عوامل موثر بر جذب سرمایه گذار در حوزه های اقتصادی و صنعتی شهرستان فیروزکوه با استفاده از تکنیک تصمیم گیری چند شاخصه AHP، **پژوهشگر (فصلنامه مدیریت)**، سال نهم، ویژه نامه، صص 75-90.

راعي، رضا. و تلنگي، احمد.(1383). مديريت سرمايه گذاري پيشرفته، تهران، انتشارات سمت.

رمضانی، نسرین.(1392). **بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد، اندازه و اهرم مالی با سیاست تقسیم سود در شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم، تحقیقات و فناوری، تهران.

زال نژاد، سیدسجاد.(1392). **مطالعه عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار منطقه ای مازندران**، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت دولتی گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، چالوس.

زاهدی، شمس السادات.؛ الوانی، سیدمهدی. و فقیهی، ابوالحسن.(1379). **فرهنگ جامع مدیریت**، تهران: انتشارات دانشگاه علامه طباطبایی.

سعدی، رسول.؛ قلی­پور، آرین. و قلی­پور، فتانه. (1389). بررسی اثرات شخصیت سرمایه­گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه­گذاری آن­ها در بورس اوراق بهادار تهران، **تحقیقات مالی**، دوره12، شماره29، صص 4-58.

شهرآبادی، ابوالفضل. و یوسفی، راحله. (1386). مقدمه­ای بر مالیه رفتاری، **ماهنامه بورس**، شماره69، صص51-70.

صفری، علی. (1384). **بررسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه­ی اشخاص حقیقی در بورس اوراق بهادار (مطالعه­ی موردی: بورس اوراق بهادار منطقه­ای اصفهان)**، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان، اصفهان.

عباسی، ابراهیم. و ابراهیم­زاده رحیملو، بهروز. (1388). بررسی عوامل مؤثر بر سطح سرمایه­گذاری در شرکت­های بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه­ی مدلسازی اقتصادی**، سال سوم، شماره4 (پیاپی10، صص 49-62.

عسگری، محمدرضا. و ایرانپاک، محسن.(1389). تاثیر میزان سهام شناور آزاد بر دامنه نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران و ارایه راه حل های مناسب در این زمینه، **فصلنامه بصیرت**، سال هفدهم، شماره 45، صص 61-80.

عطایی عظیمی، جواد. (1379). **بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه­گذاران در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی، دانشگاه تهران، تهران.

فتحی، سعید.؛ صامتی، مجید. و عسگرنژادنوری، باقر.(1389). تبیین توسعه ساختار بازار اوراق بهادار، **مطالعات مدیریت راهبردی**، شماره 3، صص 33-48.

فرید، داریوش.؛ زارع، محمدحسن.؛ زارع، حبیب. و رجبی پور میبدی، علیرضا.(1389). رتبه بندی شعب بورس اوراق بهادار در ایران با استفاده از تکنیک فازی، **پژوهشنامه اقتصادی**، سال دهم، شماره اول، صص 309-331.

قلي پور آرين. (1386). **مديريت رفتار سازمان ( رفتار فردي)**، چاپ اول،تهران: انتشارات سمت.

مختاریان، امید. (1383). **بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه­گذاران در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه تربیت مدرس، تهران.

نخجوانی، احمد. (1382). **اقتصاد ایران،** چاپ اول، تهران: انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران.

نوبخت، زهرا.(1383). **ارزيابي شفافيت اطلاعات شركتها در بورس اوراق بهادار تهران**، پايان نامه كارشناسي ارشد دانشگاه الزهرا(س)، تهران.

نوو، ریموند پی.(1380). مدیریت مالی، ترجمه­ی علی جهانخانی و علی پارسائیان، تهران: انتشارات سمت.

وکیلی فرد، حمیدرضا.؛ طالب نیا، قدرت اله. و کیانی، مهرداد.(1389). بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی**، شماره چهارم، صص 67-87.

يحيي زاده فر، محمود و احمدپور، احمد.(1384). **مديريت سرمايه گذاري**، جزوه چاپ نشده، دانشكده علوم اقتصادي و مديريت، دانشگاه مازندران، بابلسر.

یوسفی، محمدقلی. و عزیزنژاد، صمد.(1388). بررسی عوامل تعیین کننده سرمایه­گذاری خصوصی در ایران با روش خود توضیح برداری، **فصلنامه پژوهش های اقتصادی**، سال نهم، شماره اول، صص 79-100.

Al-Tamimi, H. A. (2006). Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical study of the UAE Financial Markets. **The Business Review**, Cambridge, 5(2), pp. 225-232.

Anderson, J.; Lowe, D; Reekers, M, J. (1993). Evaluation of auditor decisions: Hindsight bias effects and the expectation gap, **Journal of Economic Psychology**, Vol. 14, pp. 711-737.

Barro, R. J. & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 12(1), pp. 101-121.

Chen, H.; Jegadeesh, N. & Wermers, R. (2000). The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 35, No. 3. Pp. 343-368.

Dotsey, M. & Sarte, P.D. (2000). Inflation uncertainty and growth in a cash in advance economy, **Journal of Monetary Economics,** 45, pp. 631– 655.

Downs, A. (2003). Investor Bias Favors Real Estate in 2004, **National Real Estate Investor**, Vol. 45, No. 12, P. 1.

Denis, D.; Denis, D. & Sarin, A.(1994). The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 29, pp. 567–587.

Easterly, W. & Levine, R. (2001). Africa's Growth Tragedy: Policy and Ethnic Divisions, **Quarterly Journal of Economics**, 112, pp. 1203-1250.

Fazzari, S. R.(2000). Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and zing ales, **The Quarterly Journal of Economics**, 115, pp. 595-705.

Filbeck, G,; Hatfield, P. & Horvath, P. (2005). Risk Aversion and Personality Type, **The Journal of Behavioral Finance**, Vol. 6, No. 4, pp. 170-180.

Hubbard, D. (2007). How to Measure Anything: Finding the Value of Intangibles in Business, **John Wiley & Sons**.

Johnsson, M.; Lindblom, H. & Platan, P. (2002). Behavioral Finance and Change of Investor Behavior During and after The Speculative at The end of The 1990s, **Schoole of Economice and Management**.

Umutlu, M. (2010). Firm leverage and investment decisions in an emerging market, **Quality & Quantity**, 44(5), pp. 1005-1013.

Merilkas, A. & Prasad, d.(2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens Stock Exchange, **Behavioral Research in Accounting**, 14, pp. 129-158.

Montier, J (2007). Behavioral Investing a Practitioners Guide to Applying Behavioural Finance, **John Wiley & Sons**.

Nadikumana, L. (2000). Financial Determinants of Domestic Investment in Sub-saharan Africa, **World Development**, 282, pp. 381-400

Nagy,R and Obenberger, R. W.(1994). Factors influencing investor behavior, **Financial Analysts Journal**, 50, pp. 63- 68.

Ritter, R. Y.(2003). Behavioral Finance , **Pacific- Basin Finance Journal**, pp. 429-437.

Shefrin, H; Belotti, M.L (2006). The Role of Behavioral finance in Risk Management, **Behavioral Finance and Compensation System**, pp. 654-679.

Verdi, R.(2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, M.I.T, **Working paper**, pp. 405–424.

Zhu, N. (2003). **Investor Behavior Differential Information and Asset Pricing**, pp. 1-134.

1. - Investment [↑](#footnote-ref-1)
2. - Fazzari [↑](#footnote-ref-2)
3. - Easterly & Levine [↑](#footnote-ref-3)
4. - Financial Assets [↑](#footnote-ref-4)
5. - Physical Assets [↑](#footnote-ref-5)
6. - Productive Activities [↑](#footnote-ref-6)
7. - Nadikumana [↑](#footnote-ref-7)
8. - Investement Process [↑](#footnote-ref-8)
9. - Competing Theory [↑](#footnote-ref-9)
10. - Neumann and Morgenstern [↑](#footnote-ref-10)
11. - Nagy and Obenbenger [↑](#footnote-ref-11)
12. - Wharton [↑](#footnote-ref-12)
13. - Demographic variable [↑](#footnote-ref-13)
14. - Cohn and Lewellen [↑](#footnote-ref-14)
15. - Riley and Chow [↑](#footnote-ref-15)
16. - LeBaron *et al.* [↑](#footnote-ref-16)
17. - Denis [↑](#footnote-ref-17)
18. - Verdi [↑](#footnote-ref-18)
19. - Chen & et al*.* [↑](#footnote-ref-19)
20. - Lewellen [↑](#footnote-ref-20)
21. - Merilkas & Prasad [↑](#footnote-ref-21)
22. - Risk of propensity [↑](#footnote-ref-22)
23. - Weber & Williman [↑](#footnote-ref-23)
24. - Weber & Blais [↑](#footnote-ref-24)
25. - Sitkin & Pablo [↑](#footnote-ref-25)
26. - Risk of perception [↑](#footnote-ref-26)
27. - Diacon & Ennew [↑](#footnote-ref-27)
28. - Risk averse [↑](#footnote-ref-28)
29. - Hubbard [↑](#footnote-ref-29)
30. - Fellner [↑](#footnote-ref-30)
31. - Kydland & Prescott [↑](#footnote-ref-31)
32. - Barro & Gordon [↑](#footnote-ref-32)
33. - Okun [↑](#footnote-ref-33)
34. - Friedman [↑](#footnote-ref-34)
35. - Dotsey & Sarte [↑](#footnote-ref-35)
36. - Downs [↑](#footnote-ref-36)
37. - Shefrin & Belotti [↑](#footnote-ref-37)
38. - Zhu [↑](#footnote-ref-38)
39. - Johnsson & et al. [↑](#footnote-ref-39)
40. - Montier [↑](#footnote-ref-40)
41. - Anderson & et al*.* [↑](#footnote-ref-41)
42. - Filbeck & et al [↑](#footnote-ref-42)
43. - Behavioral Biases) [↑](#footnote-ref-43)
44. - Rule Of Thumb [↑](#footnote-ref-44)
45. - Heuristics [↑](#footnote-ref-45)
46. - Heuristics Simplification [↑](#footnote-ref-46)
47. - Self-Deception [↑](#footnote-ref-47)
48. -Social Interactions [↑](#footnote-ref-48)
49. - Price Discovery [↑](#footnote-ref-49)
50. - Liquidity [↑](#footnote-ref-50)
51. - Levine [↑](#footnote-ref-51)
52. - Primary Market [↑](#footnote-ref-52)
53. - Secondary Market [↑](#footnote-ref-53)
54. - Over the Counter Market [↑](#footnote-ref-54)
55. - Bourge [↑](#footnote-ref-55)
56. -Vander Bourse [↑](#footnote-ref-56)
57. - Garch [↑](#footnote-ref-57)
58. - AutoRegressive Distributed Lagmodel [↑](#footnote-ref-58)
59. - Umutlu [↑](#footnote-ref-59)
60. - Al-Tamimi [↑](#footnote-ref-60)
61. - Pinnacle [↑](#footnote-ref-61)
62. - Ching-Chung [↑](#footnote-ref-62)
63. - Merilkas,A. and Prasad [↑](#footnote-ref-63)
64. - Epstein and Freedman [↑](#footnote-ref-64)