



پرديس بين الملل
مديريت MBA (مالي)

شناسايي و رتبه بندي عوامل موثر بر خريد سهام عادي در بورس اوراق بهادار تهران با
استفاده از تكنيکهاي تصميم گيري چند معياره

از
محمدرضاچاووشيان

استاد راهنما
دکتر محمدحسن قليزاده

استاد مشاور
دکتر محمد رحيم رمضانيان

فروردين 1391

تقدیم به

روح مرحوم پدرم

که در شروع این مقطع مشوق بنده بودند

واکنون از وجودش بی بهره ام

و مادر مهربانم که دعایش راهگشای مشکلاتم بوده و هست

با تقدیر و تشکر شایسته از اساتید فرهیخته جناب آقایان دکتر قلیزاده و دکتر رضانیان که با نکته های دلاویز و گفته های بلند ، صحیفه های سخن را علم پرور نمودند و همواره راهنما و راه گشای بنده در اتمام پایان نامه بودند.

معلمان مقامت ز عرش برتر باد همیشه توسن اندیشه ات مظفر باد

فهرست

1	فصل اول کلیات پژوهش
2	1-1- مقدمه
2	2-1- تعریف موضوع (تعریف مساله هدف از اجراء و کاربرد نتایج تحقیق)
2	3-1- سوالات پژوهشی
2	4-1- اهداف پژوهش
3	5-1- قلمرو مکانی و زمانی تحقیق
3	6-1- روش تحقیق
3	7-1- محدودیت‌های تحقیق
3	8-1- فصل‌بندی تحقیق
3	9-1- شرح واژه‌ها و اصطلاحات به کار رفته در تحقیق
5	فصل دوم مبانی نظری و پیشینه تحقیق
6	1-2- مقدمه
6	2-2- علل پیدایش بورس اوراق بهادار
6	1-2-2- سابقه ایجاد بورس در ایران
7	2-2-2- جایگاه بورس اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران
7	3-2- بورس اوراق بهادار
7	1-3-2- مقررات حاکم بر بازار سرمایه
11	4-2- ریسک و بازده
12	5-2- بازده
13	6-2- سهام عادی
14	7-2- سود تقسیمی هر سهم (DPS)
17	8-2- نحوه تصمیم‌گیری خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران
17	1-8-2- انتخاب سهام
17	2-8-2- انواع تجزیه و تحلیل بنیادی
17	1-2-8-2- تجزیه و تحلیل اقتصاد کشور
18	2-2-8-2- تجزیه و تحلیل صنعت
20	4-2-8-2- تعیین ارزش سهام عادی
21	9-2- مدل‌های ارزیابی سهام
21	1-9-2- بر اساس سود
21	2-9-2- بر اساس سود سهام پرداختی
22	1-9-2-2- شرکت‌های بدون رشد
22	2-9-2-2- شرکت‌ها، با رشد ثابت
22	3-9-2-2- شرکت‌ها، با رشد متغیر
23	9-2-3- یافته‌های تجربی

23	..... نکات و عوامل مهم در انتخاب اوراق بهادار (10-2)
33	..... نسبت‌های مالی (11-2)
46	..... پیشینه تحقیق (12-2)
49	..... فصل سوم روش شناسی پژوهش
50	..... 1-3-1 مقدمه
50	..... 2-3-2 الگوریتم پیشنهادی
50	..... 1-2-3-1 شناسایی خبرگان بورس اوراق بهادار تهران
50	..... 2-2-3-2 تعیین معیارهای اولویت‌بندی
53	..... 3-2-3-3 تحلیل میزان تاثیرگذاری شاخصهای تدوین شده تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام عادی
53	..... 4-2-3-4 رتبه‌بندی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام بورس اوراق بهادار
56	..... 3-3-3 روش انجام تحقیق
57	..... 4-3-4 روش شناسی تحقیق:
57	..... 1-4-3-1 سوالات پژوهشی:
57	..... 2-4-3-2 قلمرو مکانی و زمانی تحقیق:
57	..... 3-4-3-3 ابزارهای مورد استفاده در گردآوری اطلاعات:
57	..... 1-3-4-3-1 روایی پرسشنامه
58	..... 1-1-3-4-3-1 تحلیل عاملی
59	..... 2-3-4-3-2 پایایی داده‌های جمع‌آوری شده
59	..... 4-4-3-4-3 جامعه آماری:
60	..... 5-4-3-5 نمونه آماری:
60	..... 5-3-5-5 تجزیه و تحلیل اطلاعات:
60	..... 1-5-3-1 مدل‌های تصمیم‌گیری ریاضی
60	..... 1-1-5-3-1-1 تکنیکهای تصمیم‌گیری چندمعیاره (MCDM)
60	..... 1-1-5-3-1-1-1 ارزیابی و بررسی مدل‌های MADM
61	..... 2-1-1-5-3-1-1 روش Topsis
62	..... 3-1-1-5-3-1-1 روش AHP
64	..... 4-1-1-5-3-1-1 روش Electre
65	..... 6-3-6 جمع‌بندی
66	..... فصل چهارم جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها
67	..... 1-4-1 مقدمه
67	..... 2-4-2 روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
67	..... 1-2-4-1 روایی پرسشنامه (تحلیل عاملی)
69	..... 2-2-4-2 آزمون قابلیت اعتماد پرسشنامه (آزمون آلفای کرونباخ)
70	..... 3-2-4-3 تجزیه و تحلیل داده‌های پرسشنامه
	..... 3-4-3 رتبه‌بندی شاخص‌های موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام عادی بورس اوراق بهادار با
73	..... روشهای MCDM
83	..... 4-4-4 جمع‌بندی
84	..... فصل پنجم نتیجه‌گیری و پیشنهادات
85	..... 1-5-1 مقدمه

85	..... خلاصه پژوهش	2-5
85	..... یافته‌های پژوهش:	3-5
90	..... تأیید مدل:	4-5
91	..... پیشنهادات پژوهشی:	5-5
92	..... منابع و مأخذ	
95	..... پیوست 1: پرسشنامه 1	
97	..... پیوست 2: پرسشنامه 2	

فهرست جداول

- جدول (1-3) شاخص های تصمیم گیری 51
- جدول (2-3) ماتریس تصمیم گیری 54
- جدول (3-3) ارزش گذاری شاخص ها نسبت به هم 63
- جدول 1-4: آزمون KMO و بارتلت در مورد شاخصهای پرسشنامه 67
- جدول 2-4: ماتریس نهایی عوامل بعد از چرخش واریماکس 68
- جدول 3-4: آزمون آلفای کرونباخ (قابلیت اعتماد پرسشنامه) 69
- جدول 4-4: یافته های برآمده از بررسی فرضیه 1 70
- جدول 5-4: یافته های برآمده از بررسی فرضیه 2 71
- جدول 6-4: یافته های برآمده از بررسی فرضیه 3 71
- جدول 7-4: یافته های برآمده از بررسی فرضیه 4 72
- جدول 8-4: یافته های تحلیل واریانس 73
- جدول 9-4: میانگین هندسی مقایسات زوجی نظرات پاسخ دهندگان 74
- جدول 10-4: رتبه بندی و وزن عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران 74
- جدول 11-4: رتبه بندی شاخص های عوامل مالی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Topsis 75
- جدول 12-4: رتبه بندی شاخص های عوامل اقتصادی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Topsis 76
- جدول 13-4: رتبه بندی شاخص های عوامل سیاسی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Topsis 76
- جدول 14-4: رتبه بندی شاخص های عوامل روانی بازار موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Topsis ... 77
- جدول 15-4: تشکیل ماتریس همهانگ شاخص های عوامل مالی 77
- جدول 16-4: تشکیل ماتریس ناههانگ شاخص های عوامل مالی 78
- جدول 17-4: تشکیل ماتریس همهانگ موثر شاخص های عوامل مالی 78
- جدول 18-4: تشکیل ماتریس ناههانگ موثر شاخص های عوامل مالی 79
- جدول 19-4: تشکیل ماتریس کلی موثر شاخص های عوامل مالی 80
- جدول 20-4: رتبه بندی شاخص های عوامل مالی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Electre 80
- جدول 21-4: رتبه بندی شاخص های عوامل اقتصادی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Electre 81
- جدول 22-4: رتبه بندی شاخص های عوامل سیاسی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Electre 82
- جدول 23-4: رتبه بندی شاخص های عوامل روانی بازار موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با استفاده از Electre ... 82
- جدول 1-5: مقایسه نتایج رتبه بندی شاخص های عوامل مالی 87
- جدول 2-5: مقایسه نتایج رتبه بندی شاخص های اقتصادی 88
- جدول 3-5: مقایسه نتایج رتبه بندی شاخص های عوامل سیاسی 89
- جدول 4-5: مقایسه نتایج عوامل روانی بازار 89
- جدول 5-5: بارهای عاملی شاخص ها 90

فهرست اشکال

- شکل 3-1: مدل مفهومی تصمیم گیری..... 53
- شکل 3-2: الگوریتم تحقیق..... 55
- شکل 3-3: نمایش سلسله مراتب یک مسئله تصمیم..... 63
- شکل 4-1: نمودار سلسله مراتبی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری خرید سهامداران..... 73
- شکل 4-2: وزن هر یک از عوامل موثر تصمیم‌گیری سهامداران..... 74
- شکل 5-1: وزن هر یک از عوامل با AHP..... 87

شناسایی و رتبه بندی عوامل موثر بر خرید سهام عادی در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران با استفاده از تکنیکهای تصمیم گیری چند معیاره
محمد رضا چاووشیان نایینی

وجود بازار سرمایه قوی، یکی از ارکان مهم رشد و توسعه اقتصادی است. این بازار با استفاده از مکانیسم‌های درونی خود به تعیین قیمت عادلانه سهام و تخصیص بهینه سرمایه میپردازد و پیشرفت و گسترش آن معیاری جهت رتبه‌بندی کشورها از لحاظ توسعه اقتصادی تلقی میشود. از سوی دیگر از آنجا که سرمایه‌گذاری در یک سهم خاص، به عنوان یکی از بحث انگیزترین حوزه‌های تحقیقات مالی و اقتصادی تبدیل شده است، پژوهش حاضر بر آن است تا با شناسایی مهم‌ترین شاخص‌های تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، به رتبه بندی این عوامل در با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره بپردازد. در این تحقیق با توجه به داده‌های گردآوری شده از طریق پرسشنامه توزیع شده در میان سرمایه‌گذاران سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، اطلاعات ماتریس تصمیم‌گیری تکمیل شده است. بدین‌سان با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره AHP، TOPSIS و Electre عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام بورس اوراق بهادار رتبه‌بندی شده تا راهنمایی جامع در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد. نتایج این مطالعه حاکی از آن است که به ترتیب عوامل مالی، اقتصادی، سیاسی و عوامل روانی بازار از دارای اهمیت بیشتری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هستند و از سوی دیگر نتایج مقایسه دو روش تاپسیس و الکره نیز بیانگر آن است که تنها در شاخص‌های مالی بین رتبه‌بندی دو روش اختلاف معناداری وجود دارد. علت این امر هم می‌تواند نزدیکی پاسخ‌های تعیین درجه اهمیت پاسخ‌دهندگان در خصوص شاخص‌های روانی بازار باشد.

کلید واژه: خرید سهام، تصمیم‌گیری خرید، سازمان بورس و اوراق بهادار، تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره

Abstract

Identify and rank factors that influence the purchase of ordinary shares in the Tehran Stock Exchange using a multi criteria decision making techniques

Mohammadreza chavoshian naeni

Strong capital market, one of the important pillars of economic development. This market using its internal mechanisms to determine the optimal allocation of capital stock and pays a fair price and its progress and development of criteria for ranking countries in terms of economic development is considered out. the investment in a certain proportion, as one of the most controversial areas of financial and economic research has become, The present study is to identify the most important parameters influencing investors' decisions, to rank these factors using multi-criteria decision making techniques. In this study the data collected through questionnaires distributed among the investors, the Securities and Exchange Tehran, information, decision matrix has been. Thus, using the techniques of decision Chndmyarh TOPSIS, AHP and Electre factors influencing the decision of investors to buy shares of stock ranking system to provide comprehensive advice to investors is. The results suggest that financial factors, economic, political and psychological factors of market, investors are more important decisions.

key words: Stock, Buying decisions, The Securities and Exchange, Multi criteria decision making techniques

فصل اول:

کلیات پژوهش

1-1- مقدمه

وجود بازار سرمایه قوی، یکی از ارکان مهم رشد و توسعه اقتصادی است. این بازار با استفاده از سازوکارهای درونی خود به تعیین قیمت عادلانه سهام و تخصیص بهینه سرمایه می پردازد و پیشرفت و گسترش آن معیاری جهت رتبه‌بندی کشورها از لحاظ توسعه اقتصادی تلقی میشود. از سوی دیگر از آنجا که سرمایه‌گذاری در یک سهم خاص، به عنوان یکی از بحث‌انگیزترین حوزه‌های تحقیقات مالی و اقتصادی تبدیل شده است، پژوهش حاضر بر آن است تا با شناسایی مهم‌ترین شاخص‌های تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، به رتبه‌بندی این عوامل با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره بپردازد. لذا این فصل از پژوهش، به بررسی کلیات تحقیق شامل اهمیت و ضرورت انجام تحقیق، اهداف و سوالات پژوهشی، روش انجام پژوهش و نوع تحقیق با توجه به اهداف آن اختصاص خواهد داشت.

1-2- تعریف موضوع (تعریف مساله هدف از اجراء و کاربرد نتایج تحقیق)

اکثریت افراد جامعه‌ی ما بورس را نمی‌شناسند و با نحوه‌ی سرمایه‌گذاری در آن و فواید و سودمندی‌های ناشی از آن آشنا نیستند. این در حالی است که آشنایی با بورس و فعالیت در آن می‌تواند در زندگی اقتصادی مردم بسیار مؤثر باشد. تا همین سال‌های اخیر، بیشتر مردم پس‌اندازهای خود را فقط در بانک‌ها نگهداری می‌کردند و با راه‌های دیگر استفاده از اندوخته‌های خود آشنا نبودند. اما امروزه بسیار شنیده می‌شود که راه دیگری هم برای استفاده از پس‌اندازها وجود دارد و آن این است که یک فرد عادی می‌تواند در مالکیت واحدهای تولیدی و تجاری بزرگ مشارکت نماید و از نتایج مشارکت و سرمایه‌گذاری خود به سادگی بهره‌مند شود. حال سوال اینجاست که چه عواملی می‌تواند بر خرید سهام نقش داشته باشد؟

نقش اصلی بورس اوراق بهادار، جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در اقتصاد به سوی مسیرهای بهینه آن است. به گونه‌ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی شود که این امر مهم، منوط به شناسایی اولویت‌های خرید سهام میباشد (امیرشاهی و همکاران، 1386).

از طرف دیگر، هرچه میزان این اولویت‌ها به واقعیت بازار در طولانی مدت نزدیک‌تر باشد، به همان اندازه اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به بورس بیشتر شده و رغبت آنها نیز برای سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت (گلریز، 1374). طی سالهای اخیر اقدامات مناسبی جهت پیشرفت، توسعه و افزایش شفافیت بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است که توانسته است تا حدی، منجر به بهبود فرهنگ سهام‌داری مردم شود. همچنین تعیین دلایل اولویت یک سرمایه‌گذاری میتواند تاثیر دوچندانی بر شناسایی محدودیتهای موجود و اصلاح مسیر آتی توسعه بورس اوراق بهادار داشته باشد. در این پایان‌نامه تکنیک‌های تصمیم‌گیری چند معیاره برای رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، مورد بررسی قرار می‌گیرد. لذا موضوع این پایان‌نامه ارائه مدلی جهت رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است.

1-3- سوالات پژوهشی

1. مهمترین عوامل تصمیم‌گیری در خرید سهام عادی بورس اوراق بهادار تهران چیست؟
2. رتبه‌بندی ابعاد این عوامل با استفاده از تکنیک AHP چگونه می‌باشد؟
3. رتبه‌بندی این عوامل با استفاده از تکنیک TOPSIS چگونه می‌باشد؟
4. رتبه‌بندی این عوامل با استفاده از تکنیک Electre چگونه می‌باشد؟

1-4- اهداف پژوهش

- بررسی عواملی که بر رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیمات آنها در بورس اثرگذار است.
- تعیین درجه اهمیت و اولویت عواملی که بر رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیمات آنها در بورس تاثیر می‌گذارد.

1-5- قلمرو مکانی وزمانی تحقیق

این پژوهش در سال 1390 و در سطح بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است و لذا جامعه آماری این پژوهش را سرمایه‌گذاران موجود در این سازمان و کارگزاران تشکیل می‌دهند و حجم جامعه آماری نیز نامحدود می‌باشد.

1-6- روش تحقیق

در این بخش به روش تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده از طریق پرسشنامه پرداخته خواهد شد. پس از جمع‌آوری داده‌ها، جهت بررسی روایی پرسشنامه از تحلیل عاملی و در مرحله بعد جهت بررسی تاثیرگذاری عوامل، از آزمون فرض آماری T استیودنت استفاده می‌شود. در نهایت از تکنیک AHP جهت رتبه‌بندی ابعاد عوامل و از تکنیک‌های TOPSIS و Electre جهت رتبه‌بندی شاخص‌های مذکور استفاده می‌شود.

1-7- محدودیت‌های تحقیق

مهمترین محدودیت‌هایی که محقق در تحقیق حاضر با آن مواجه شده است در رابطه با کار میدانی بوده است. با توجه به اینکه جامعه آماری را سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دادند، فرایند جمع‌آوری نظرات این گروه‌ها بسیار زمان‌گیر و مشکل بوده است. از سوی دیگر با توجه به کمبود منابع در این زمینه، استخراج منابع نیز از دیگر مشکلات پیش روی محققین بوده است.

1-8- فصل‌بندی تحقیق

در فصل اول گزارش تحقیق به طرح مساله و اهمیت آن، اهداف تحقیق، دامنه تحقیق و محدودیت‌های تحقیق پرداخته شده است. در فصل دوم، ادبیات و سوابق تحقیق، گردآوری و مورد بررسی قرار گرفته است. در فصل سوم، فرآیند تحقیق، روش‌های جمع‌آوری داده‌ها و روایی و پایایی آنها، جامعه و نمونه آماری و روش تحلیل داده‌ها تشریح شده است. در فصل چهارم، نتایج حاصل از تحلیل عاملی شاخص‌های تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، در قالب الگوریتم پیشنهادی ارائه گردیده است. در فصل پنجم، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای حاصل از تحقیق بیان شده است تا رویکردهای پیش‌روی دست‌اندرکاران این حوزه در کشور ایران به تفصیل مورد بحث قرار گیرد.

1-9- شرح واژه‌ها و اصطلاحات به کار رفته در تحقیق

* بورس اوراق بهادار:

بازار رسمی است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها اوراق قرضه دولتی یا خصوصی تحت ضوابط معین انجام می‌شود.

* تصمیم‌گیری چندشاخصه (Multiple Attribute Decision Making):

یک دسته از مدل‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره است که به منظور انتخاب مناسب‌ترین گزینه از بین m گزینه موجود به کار می‌رود (اصغرپور، 1383).

* تصمیم‌گیری چندمعیاره (Multiple Criteria Decision Making):

در این روش، تصمیم‌گیرنده از چندین معیار به منظور انتخاب راه‌کار استفاده می‌کند (اصغرپور، 1389).

***تکنیک TOPSIS:** یکی از روش‌های مرسوم در بحث تصمیم‌گیری چند معیاره (MADM) می‌باشد که از قابلیت‌های قابل توجهی برخوردار است. برای استفاده از این روش نیاز به یک ماتریس تصمیم‌گیری داریم که سطرهای این ماتریس گزینه‌ها و ستون‌های آن معیارها می‌باشد (آذر و مومنی، 1378؛ اصغرپور، 1389). با یک رویکرد سیستمی می‌توان تکنیک تصمیم‌گیری TOPSIS را به فضای فازی توسعه داد. استفاده از این رویکرد به خصوص در زمانی که هدف حل یک مساله تصمیم‌گیری به صورت گروهی می‌باشد بسیار کارسازتر است.

* **تکنیک AHP:** فرایند تحلیل سلسله مراتبی یکی از معروفترین فنون تصمیم‌گیری چند منظوره است که اولین بار توسط توماس ال. ساعتی عراقی الاصل در دهه 1970 ابداع گردید. فرایند تحلیل سلسله مراتبی منعکس کننده رفتار طبیعی و تفکر انسانی است. این تکنیک، مسائل پیچیده را بر اساس آثار متقابل آنها مورد بررسی قرار می‌دهد و آنها را به شکلی ساده تبدیل کرده به حل آن می‌پردازد.

* **تکنیک Elcetre:** یکی از معتبرترین تکنیک‌های طبقه بندی تصمیم‌گیری چند معیاره که گزینه‌ها را بر اساس بازه‌های از پیش تعیین شده طبقه مینماید. این طبقه بندی در نتیجه مقایسه هر گزینه با پروفایل‌هایی که بیانگر مرز طبقات هستند حاصل میگردد (اصغرپور، 1389).

* **حاشیه سود:** به معنای نسبت سود به فروش یک شرکت پس از کسر سایر درآمد‌های شرکت است و مشخص می‌سازد که شرکت به ازای هر 100 ریال فروش خود چه میزان سود کسب می‌کند.

* **درآمد هر سهم EPS:** از تقسیم سود خالص شرکت پس از کسر مالیات، بر تعداد کل سهام شرکت، محاسبه می‌شود.

* **سود تخصیصی هر سهم DPS:** این نسبت بیانگر درصد سود تقسیم شده از سود خالص هر سهم است. معیاری برای سرمایه‌گذارانی می‌باشد که از سرمایه‌گذاری خود قصد دریافت سود سالانه بالاتری را دارند.

* **نسبت قیمت به سود P/E:** معیاری است که درآمد سالانه یک سهم را با قیمت بازار آن مقایسه می‌کند و از تقسیم قیمت بازار به درآمد یک سهم (EPS) بدست می‌آید

فصل دوم:

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

2-1- مقدمه

اطلاعات در مورد فاکتورهای مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بسیار کم است. مطالعات نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که با استفاده از حدس و گمان معامله می‌کنند یا دست به معاملات پر ریسک می‌زنند، منفعت کمی می‌برند. در مورد تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معیارهای مالی از قبیل: نوع قسیم سود و سود هر سهم بسیار مهم هستند؛ با اینحال اهمیت آنها کمتر از مدیریت یک شرکت یا روند قیمت سهام در بورس است. این فصل از پژوهش به بررسی روشها و مدل‌های به کارگرفته شده در تحقیق اختصاص دارد. (جهانخانی و پارساییان، 1374).

2-2- علل پیدایش بورس اوراق بهادار

پیدایش بورس در دنیا با دو پدیده، یکی پیدایش شرکتهای سهامی با مسئولیت محدود و دیگری پیدایش شرکتهای سهامی عام نیز مرتبط است. در گذشته، بازرگانان خطر کرده و ضرر دیده به دنبال ساز و کاری بودند تا ضرر و خسارات احتمالی را با شریک یا شرکای فرضی تسهیم نمایند و تنها فرمول ممکن ایجاد یا تأسیس یک شرکت سهامی با چند نفر شریک و سهامی متفاوت یا مساوی و مسئولیتی در حدود سرمایه پرداخت شده یا سهام خریداری شده بود. این فرمول ابتدا در سال 1553 میلادی در کشور روسیه تزاری و برای ایجاد شرکت MOSEOVIE به وجود آمد که قرار بود کالاهای آن از شمال اروپا راهی شرق آسیا و چین شود و لازم نباشد آفریقا را دور بزنند. سرمایه لازم برای انجام عملیات این شرکت توسط عده معدودی از تجار تأمین شد و هر تاجر به نسبت آورده خویش در سود یا زیان عملیات شریک بود. فرم تکامل یافته این نحوه مشارکت در سال 1602 میلادی و با تأسیس اولین شرکت سهامی عام در دنیا، به نام کمپانی هند شرقی در تاریخ تجارت دنیا به ثبت رسید (Barber & Odean, 2006). در حقیقت این کمپانی استعماری برای انجام مقاصد سیاسی و نظامی خود نه تنها ریسک را تسهیم کرده بوده، بلکه با جمع‌آوری نقدینگی از مردم، این عملیات را با سرمایه آنان انجام می‌داد و خود فقط هزینه سرمایه را می‌پرداخت. بعدها، گسترش مبادلات تجاری در اروپا و لزوم ارتباط هرچه بیشتر مردم و صاحبان سرمایه، مراکزی بوجود آمد که در آن دارندگان سرمایه و متقاضیان استفاده از نقدینگی مردم با یکدیگر تماس گرفته و با داد و ستدهای مالی به منظور رفع احتیاجات بلندمدت یکدیگر، بازار سرمایه را بوجود آوردند.

واژه بورس از نام خانوادگی شخصی به نام «واندر بورس» اخذ شده که در اوایل قرن پانزدهم در شهر بروژ (BRUGES) بلژیک می‌زیسته و صرافان شهر در مقابل خانه او گرد می‌آمدند و به داد و ستد کالا، پول و اوراق بهادار می‌پرداختند. نام او بعدها به کلیه اماکنی اطلاق شده که محل داد و ستد پول و کالا و اسناد مالی و تجاری بوده است.

2-2-1- سابقه ایجاد بورس در ایران

بورس ایران به دنبال تحولات اقتصادی و اجتماعی دهه 1340، و با توجه به ارتباط گسترده سیاسی و اقتصادی ایران در آن دوره با نظام اقتصاد سرمایه‌داری غربی، متولد شد. فکر اصلی ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران به سال 1315 بر می‌گردد. در این سال یک کارشناس هلندی و یک کارشناس بلژیکی به منظور بررسی و اقدام در مورد تهیه و تنظیم مقررات قانونی ناظر بر فعالیت بورس اوراق بهادار به ایران آمدند، اما مطالعات آن دو با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف گردید. پس از کودتای 28 مرداد 1332، مجدداً در سال 1333 مأموریت تشکیل بورس اوراق بهادار به اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، بانک مرکزی و وزارت بازرگانی وقت محول گردید. این گروه پس از دوازده سال تحقیق و بررسی در سال 1345، قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران را تهیه و لایحه مربوطه را به مجلس شورای ملی ارسال داشتند. این لایحه در اردیبهشت ماه سال 1345 تصویب شد، اما به دلیل عدم آمادگی محافل صنعتی و بازرگانی، در بهمن ماه سال 1364 بورس تهران با ورود سهام بانک صنعت و معدن و نفت پارس، فعالیت خود را آغاز نمود (نخستین، 1388).

2-2-2- جایگاه بورس اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران

هرچند که بازار اوراق بهادار مفهومی محدودتر از بازار سرمایه دارد لیکن در ایران نیز همانند بسیاری از کشورهای در حال توسعه، شبکه بانکی بر بازار سرمایه غلبه داشته است و بازار سرمایه ایران کم و بیش در بورس اوراق بهادار تهران متجلی می شود که پیشینه آن به سال 1346 باز می گردد. از این رو در گام اول، اقتصاد ایران برای دستیابی به رشدی درون زا و قابل قبول نیازمند گسترش منابع پس انداز واقعی است، در گام دوم باید وضعیت بازار سرمایه کشور را برای تجهیز منابع مالی و انباشت سرمایه ساماندهی نماید. بی گمان نقطه آغاز حرکت از بورس اوراق بهادار می باشد. یک بازار خوب می تواند ضمن افزایش کارایی بازار سرمایه و بهره مند ساختن بخش های تولیدی از منابع حاصل از آن فشار تقاضا را برای منابع مالی در بازار پول به کمترین حد ممکن کاهش دهد (جهانخانی و پارساییان، 1384). علاوه بر این، ارتباط بازار سرمایه ایران با شبکه های مالی بین المللی می تواند زمینه برخورداری از سرمایه های خارجی را نیز فراهم آورد. همچنین یک بازار مالی خوب باید به گونه ای عمل کند که « شفاف و قاعده مند» باشد. در این راستا سازمان بورس اوراق بهادار تلاش می کند تا با به کارگیری سیاست های زیر بتواند تا حدود زیادی از کاستی های مشهود کنونی بازار سرمایه بکاهد:

- اصلاح ساختار بازارهای مالی کشور
- ایجاد تنوع ابزاری در بورس
- گسترش جغرافیایی بورس
- گسترش موضوعی بورس

2-3-2- بورس اوراق بهادار

بورس اوراق بهادار یک بازار رسمی و دائمی است که در یک محل معین تشکیل می شود و در آن اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرند.

اوراق بهادار به غیر از پول، چک، سفته و نظایر آن به 3 نوع تقسیم می شود:

الف. سهام شرکتها و واحدهای تولیدی، تجارتي و خدماتی

ب. اوراق قرضه منتشر شده توسط دولت و موسسات خصوصی

ج. اوراق مشارکت

2-3-2-1 مقررات حاکم بر بازار سرمایه

در برخی از کشورها، به دنبال یک سری اتفاقات رایج که از سوی سرمایه گذاران، کارگزاران و مدیران شرکتها منتشر کننده اوراق بهادار صورت گرفت، مسؤولین بازار سرمایه این کشور به فکر وضع مقرراتی جهت حفظ منافع سرمایه گذاران و ایجاد جو اعتماد در بازار سرمایه افتادند. همچنین به منظور نظارت بر اجرای صحیح قوانین فوق الذکر آنها اقدام به تأسیس سازمانهای خاصی نمودند که در اکثر کشورها به کمیسیون بورس و اوراق بهادار¹ و یا SEC معروفند.

قوانین حمایت از سرمایه گذار، بویژه سرمایه گذار جزء:

همانگونه که پیش از این ذکر شد اگر بازار اوراق بهادار کارآیی نداشته باشد، زیانهای فراوانی متوجه سرمایه گذاران خواهد شد. اگر به خاطر اشکالات موجود در بورس، سرمایه گذاران خردپا زیان کنند، دیگر حاضر به سرمایه گذاری در سهام نخواهند شد و سهام موجود خود را نیز خواهند فروخت، و این امر باعث بی اعتمادی مردم به بازار سرمایه می گردد. در این صورت، سالها تلاش لازم است تا اعتماد از دست رفته سرمایه گذاران را یکبار دیگر به دست آورد. برای جلوگیری از چنین رویدادی، دولت باید قوانین و مقرراتی وضع کند تا منافع سرمایه گذاران در حد معقول و منطقی حفظ گردد. به عبارت دیگر، باید تلاش وسیعی

¹ - Securities and Exchange Commission

از جانب مراجع قانونگذار و مسؤولان بورس صورت گیرد تا بورس کارآیی بیشتری پیدا کند و اعتماد عموم را به بازار سرمایه افزایش دهد. حداقل قوانینی که باید برای حمایت از سرمایه‌گذاران وضع گردد، به شرح زیر است:

- قانون مربوط به کارگزاران.
 - قانون مربوط به معاملات توسط کارکنان رده‌بالای شرکت و سهامداران عمده.
 - قانون مربوط به چگونگی فروش اوراق بهادار به عموم.
 - قانون مربوط به فرآیند گزارشگری از سوی شرکتها.
- این قوانین به شرح زیر است:

1- قانون مربوط به کارگزاران

خرید و فروش اوراق بهادار در بورس توسط کارگزاران انجام می‌شود. در بوس اوراق بهادار سرمایه‌گذارها حق معامله با یکدیگر، را به طور مستقیم، ندارند و کارگزارها سفارشها را از مشتریان دریافت و بنا به تقاضای آنان سفارش را اجرا می‌کنند. کارگزاران باید شرایط و ویژگیهای زیر را داشته باشد (نیکزاد لاریجانی، 1385):

- تخصص کافی در زمینه‌های اقتصادی - مالی و حسابداری
- تجربه کافی در زمینه خرید و فروش و همچنین تجزیه و تحلیل اوراق بهادار
- سپردن ضمانت کافی جهت جبران خسارت احتمالی به سرمایه‌گذاران
- مرتب نمودن و انجام به نوبت سفارشهای مشتریان بر حسب تاریخ دریافت سفارش
- اجرای به موقع سفارشها با بهترین قیمت و اولویت دادن به اجرای سفارشهای سرمایه‌گذاران خرده‌پا
- نگهداری دفاتر حسابداری و همچنین حسابهای جداگانه برای هر یک از مشتریان
- سوء استفاده نکردن از وجوه مشتریان به نفع خود
- تبانی نکردن با سرمایه‌گذاران به منظور ایجاد قیمت‌های مصنوعی در بورس
- ارائه اطلاعات صحیح به مشتریان

اگر هر کدام از موارد بالا از سوی کارگزار رعایت نشود و در نتیجه زبانی متوجه مشتری گردد، مشتری قانوناً می‌تواند علیه کارگزار اقامه دعوا نماید. در صورتی که کارگزار دلیل و مدرک کافی برای توجیه عمل خود نداشته باشد باید از عهده خسارت وارده به مشتری برآید. اگر کارگزار چندین بار به وظایف خود عمل ننماید عضویت او در بورس باید به حالت تعلیق درآید و یا از بورس اخراج گردد.

2- قانون مربوط به معاملات کارکنان رده بالا و سهامداران عمده

بهترین وضعیت اطلاع‌رسانی هنگامی است که اطلاعات به طور همزمان در دسترس همگان قرار گیرد، ولی این کار به ندرت عملی می‌گردد. زیرا عده‌ای از افراد، از جمله مدیریت، کارکنان رده‌بالا و سهامداران عمده (سهامدارانی که مالک بیش از 10٪ سهام هستند) سریعتر به اطلاعات دسترسی پیدا می‌کنند. آنان با استفاده از اطلاعات دست اول، زودتر از بقیه افراد اقدام به خرید و فروش سهام خواهند کرد و این عمل به زبان سایر افراد خواهد بود. بنابراین، باید قوانینی وضع گردد تا با اجرای آن بتوان از سرمایه‌گذاران عادی حمایت نمود. چنین قوانینی باید شامل موارد زیر باشد (نخستین، 1388):

نخست - مدیران شرکتها را ملزم نماید که در اسرع وقت اطلاعات مهم مربوط به شرکت را از طریق جراید و رسانه‌های گروهی به اطلاع همگان برسانند.

دوم - این قوانین باید مدیران، سهامداران ارشد و کلیه کسانی را که اطلاعات دست اول دارند از خرید و فروش سهام، قبل از افشای اطلاعات منع نماید. همچنین باید این افراد را ملزم سازد تا تمام داد و ستد سهام خود را به اطلاع سازمان نظارت بر بورس اوراق بهادار برسانند، و اگر این افراد در رابطه با معامله سهام، سودهای کوتاه‌مدت (سودی که ظرف مهلت کمتر از 6 ماه عاید می‌گردد) به دست آورند این سود باید به شرکت برگردانده شود.

3- قانون مربوط به عرضه عمومی اوراق بهادار

شرکتها می‌توانند پس‌انداز مردم را از طریق فروش اوراق بهادار جذب و آنرا صرف سرمایه‌گذاری نمایند. هنگامی مردم اقدام به خرید سهام شرکتها می‌کنند که مطمئن باشند قانون حمایت از منافع سرمایه‌گذاران وجود دارد و یک نهاد دولتی بر شیوه عرضه اوراق بهادار به عموم نظارت می‌کند. این مرجع دولتی باید شرکتها را وادار کند که قبل از انتشار اوراق بهادار، اطلاعات موردنیاز سرمایه‌گذاران را بطور دقیق در اختیار آنان قرار دهد تا بتوانند ضمن بررسی ریسک و نرخ بازدهی شرکت ارزش اوراق بهادار را تعیین و نسبت به خریداری سهام تصمیم‌گیری نمایند. مرجع نظارت‌کننده دولتی باید شرکتهایی را که از ارائه اطلاعات صحیح و جامع طفره می‌روند از انتشار و فروش اوراق بهادار به عمومی منع کند. در کشورهای صنعتی، مقررات و قوانین جامعی در مورد فروش اوراق بهادار به عمومی وضع شده است. به عنوان مثال به موجب قانونی که در سال 1933 در آمریکا وضع گردیده است کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر عرضه عمومی اوراق بهادار نظارت دارد. این کمیسیون، شرکتها را وادار می‌کند تا اطلاعات دقیقی در مورد اوراق بهادار و شرکت منتشر نمایند. همچنین این کمیسیون برای انتشار اطلاعات ناقص و گمراه‌کننده، جریمه‌های سختی در نظر گرفته است. بر اساس این قانون تمام کسانی که به گونه‌ای در تهیه اطلاعات دست دارند، مانند مدیران، حسابداران، کارشناسان رسمی دادگستری و وکلای حقوقی مسؤول صحت اطلاعات ارائه شده هستند و هر یک از آنان مسؤول جبران ضرر و زیانی می‌باشند که خریداران اوراق بهادار در رابطه با اطلاعات نادرست و ناقص متحمل می‌شوند (نیکزاد لاریجانی، 1385).

جهت حمایت از سرمایه‌گذاران، شرکتها باید قبل از فروش اوراق بهادار به مردم، اطلاعات مورد نیاز را برای بررسی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه نمایند.

کمیسیون پس از حصول اطمینان از صحت و جامعیت اطلاعات، اجازه فروش اوراق بهادار را صادر می‌کند. باید توجه داشت که این کمیسیون هیچ‌گونه اظهار نظری در مورد ارزش اوراق بهادار نمی‌کند. ارزیابی اوراق بهادار و اتخاذ تصمیم نسبت به خرید آنها به عهده سرمایه‌گذاران است. شرکتهایی که قصد فروش سهام عادی به عموم دارند باید اطلاعات زیر را در کتابچه‌ای که معروف به اعلامیه پذیرهنویسی² است چاپ کنند.

بر روی جلد اعلامیه، اطلاعاتی مثل: تاریخ آن، تعداد سهام و قیمت فروش، کمیسیون و تخفیف‌های پذیرهنویسی و عواید حاصل از فروش سهام برای شرکت درج می‌گردد. اعلامیه پذیرهنویسی معمولاً حاوی اطلاعات زیر می‌باشد:

1. خلاصه اطلاعات:

شامل شرح مختصری از وضع شرکت، موضع فعالیت آن، اوراقی که عرضه شده‌اند و مقدار و کاربرد درآمد حاصل از عرضه اوراق بهادار. عوامل مهم خطرزا باید به صورت جداگانه ارائه شوند.

2. رقیب شده³:

هر گونه کاهش ارزش سهام، به سبب فروش اوراق بهادار قابل تبدیل به سهام عادی.

3. مصرف درآمد حاصل از فروش اوراق بهادار:

شرکت در این قسمت چگونگی استفاده از درآمد حاصل از فروش اوراق بهادار را توضیح می‌دهد.

4. سیاست پرداخت سود سهام:

سابقه سیاست پرداخت سود سهام در شرکت و هر گونه محدودیتی که شرکت در زمینه پرداخت سود سهام با آن روبروست در این بخش توضیح داده می‌شود. اگر شرکت قصد دارد در آینده، به جای پرداخت سود سهام، آنها را در شرکت سرمایه‌گذاری کند باید تصمیم خود را به اطلاع همگان برساند.

5. ساختار سرمایه:

بیان انواع و مقدار بدهیهای شرکت (در صورت وجود) و حقوق صاحبان سهام آن، قبل و بعد از عرضه، ارائه اثرات ناشی از درآمد به دست آمده، در صورتیکه هدف عرضه، کاهش بدهی شرکت باشد.

2 - Prospectus

3 - Dilution