

بررسی دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران فرا بورس در رابطه با متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری در ایران

مهدی صالحی^۱

استادیار حسابداری و عضو هیئت علمی دانشگاه

فردوسی مشهد، مشهد، ایران

محمد دنیائی^۲

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علامه

طباطبائی، تهران، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۲/۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۲/۲۳

چکیده

گسترش فرهنگ سهامداری یکی از عوامل کلیدی و موثر در توسعه بازار سرمایه و از نمادهای توسعه اقتصادی است. مطالعه حاضر، نگرش سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرا بورس نسبت به متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری در ایران را سنجیده است.

روش تحقیق از نوع توصیفی-پیمایشی بوده که به روش سرشماری و با استفاده از پرسشنامه محقق ساخته شده که روایی آن تایید گردید و پایایی آن با ضریب آلفای کرونباخ به میزان ۰.۸۷ به دست آمد. دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرا بورس ایران را تحت نرم افزارهای Minitab و SPSS با کمک آزمون‌های کولموگروف-اسمیرنوف (KS)، ویلکاکسون تک نمونه ای، من-ویتنی (آزمون U) و کروسکال-والیس (آزمون H) تحلیل می‌نماید.

نتایج به دست آمده بیانگر این است که شفافیت، هزینه‌های معاملاتی و هم‌چنین مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی بازار فرا بورس ایران برای ورود و مشارکت سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها در بازار سرمایه مناسب و

1- Mehdi.salehi@um.ac.ir

Donyaei911@atu.ac.ir

2- نویسنده مسئول:

مطلوب بوده و این بازار ضمن ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی، باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شود. هم‌چنین بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران فرابورس در مورد متغیرهای مطروحه تفاوت معناداری وجود ندارد. اما، از جنبه میزان تحصیلات در همه موارد و از جنبه زمینه‌فعالیتی نیز به جز در مورد متغیر شفافیت معاملاتی، این تفاوت دیدگاه تایید می‌شود.

واژه‌های کلیدی: مشارکت، فرهنگ سهامداری، سرمایه‌گذاری، بازار فرابورس، بازار سرمایه

طبقه بندی JEL: O16, D92, E22, G11

Investigating the Perspective of OTC Institutional Investors and Brokers' in Relation to Variables of Affecting Promoting Shareholdings Culture in Iran

Mahdi Salehi

Assistant Professor of Accounting,
Ferdowsi University of Mashhad,
Mashhad, Iran

Mohammad Donyaei

Ph.D Student of Financial
Management, Allameh Tabataba'i
University, Tehran, Iran

Received: 3 May 2013

Accepted: 29 Des 2013

Abstract

The stakeholders' culture developing is one of the key factors influencing in the development of capital markets and is one of the economic developments symbols. Current survey, is measured the institutional investors and OTC brokers attitudes about the variables affecting stakeholders culture developing.

This research is a descriptive survey that a census by making use of a researcher made questionnaire that its validity was confirmed and its reliability with Cronbach's alpha coefficient was obtained 0.87, analyzed institutional investors and OTC brokers attitudes by Minitab and SPSS softwares, using the Kolmogorov-Smirnov test (KS), One-sample Wilcoxon test, Mann-Whitney test (U) and the Kruskal-Wallis test (H).

Results reveal that the OTC market's trading transparency, costs and supportive and training mechanisms for investors and companies is appropriate. Furthermore, Iran's OTC market providing innovation and diversification trading opportunities for investors and decrease their risk to invest and participate in the capital market. Also, there is no significant difference between institutional investors and brokers visions on the examined variables. But, in aspects of educational levels, in all variables and

aspects of the activity field, except the transactions transparency, is confirmed this different perspectives.

Key Words: Participation, Shareholder's Culture, Investment, Over the Counter (OTC) Market, Capital Market

JEL Classification: O16, D92, E22, G11

۱. مقدمه

امروزه، تحقق اهداف و برنامه‌های اقتصادی هر کشوری بدون مشارکت عمومی افراد آن کشور امری امکان ناپذیر است (Safari, 2005). در سال‌های اخیر، بسیاری از کشورهای توسعه یافته با توسعه بازارهای سرمایه خود و متعاقباً، با هدایت سرمایه‌های کوچک و پراکنده افراد جامعه به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد، زمینه تامین مالی موسسات و بنگاه‌های اقتصادی و در نتیجه توسعه اقتصادی را فراهم کرده اند (Hosseini, Ezazi, Donyaei and Tehrani, 2012). از این رو، یکی از مهمترین موضوعات در هر اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم پس اندازهای مردم در بازار سهام (سرمایه) است. در حقیقت، وقتی مردم از طریق بازار سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند، در اقتصاد ملی و جهانی، مشارکت و همکاری می‌نمایند (Mohammadzadeha et al., 2013).

یکی از ویژگی‌های کشورهای در حال توسعه، پراکندگی و نابسامانی پس اندازها و سرمایه‌ها است؛ به طوری که جمع‌آوری و هدایت وجوه نقد افراد و مشارکت آنها در سرمایه‌گذاری از طریق فرآیند بازار سرمایه، از راه‌های توسعه اقتصادی، کنترل حجم نقدینگی جامعه، توسعه بازار سرمایه و گسترش مالکیت عمومی بوده و موجب می‌شود که نقدینگی افراد جامعه در مسیر تولید و ارزش آفرینی قرار گیرد و مشکلات ناشی از سرمایه‌های سرگردان در جامعه حل شود (Donyaei, 2011). اما باید توجه نمود که سرمایه‌گذاران بررسی‌های وسیعی را جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و خرید و فروش سهام شرکت‌ها انجام می‌دهند؛ زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. در این میان، وجود بازارها و ابزارهای متناسب با سلائق و نیازهای سرمایه‌گذاران، می‌تواند کمک شایانی به تصمیم‌گیری آنها جهت سرمایه‌گذاری و خرید و نگهداری سهام و اوراق بهادار نماید (Tehrani et al., 2012).

فرهنگ سازی و آشنایی عموم جامعه با مفاهیم سهامداری و سرمایه‌گذاری، یکی از نمادهای

توسعه اقتصادی و لازمه توسعه بازار سرمایه در کشور است که باعث بهبود فرآیند تشکیل سرمایه و از میان برداشتن شکاف بین پس انداز و سرمایه گذاری می شود (Madura, 2006). در ایالات متحده، بیش از ۷۰ درصد از پس اندازهای مردم در قالب سرمایه گذاری در سهام قابل معامله در بازار بورس نگهداری می شود. در حالی که در ایران، بیشتر مردم تمایلی به سرمایه گذاری پس اندازهایشان در بازار بورس نداشته و ترجیح می دهند که پولشان را به طور مستقیم در املاک و مستغلات، طلا و ... سرمایه گذاری نمایند (Mohammadzadeha et al., 2013).

نکته شایان توجه این است که ضرورت توسعه بازار سرمایه برای حضور گسترده افراد (اعم از حقیقی و حقوقی) در ارکان اقتصادی کشور و جذب نقدینگی های سرگردان جامعه، نیازمند وجود بازارها و ابزارهای مالی متنوع و کارآمد، گسترش فرهنگ سهامداری و سرمایه گذاری در بازار سهام، ارتقای دانش عمومی و آشناسازی جامعه با این بازار است (Donyaiei, 2011). در راستای وجود بازارهای مالی متنوع، بازارهای فرابورس از پدیده های جدیدی هستند که در محیط بازار سرمایه و در کنار بورس اوراق بهادار مطرح گردیده و در مرکز سیستم مالی در طی دهه های اخیر قرار گرفته اند (Babus, 2010).

در ایران، الزامات برنامه های توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی و سند چشم انداز بیست ساله کشور، نیاز به توسعه بازار سرمایه جهت توسعه مالی و گسترش روند تشکیل سرمایه از طریق مشارکت عموم را امری اجتناب ناپذیر می داند. وجود بازارهای مالی متنوع نیز با افزایش بهره وری سرمایه از طریق رشد ارزش سرمایه، نقد شوندگی بیشتر و بهبود کیفیت بازار، منجر به ارائه فرصت های تنوع پورتنفوی و اطلاعات بهتر در سودآوری پروژه ها و رشد اقتصادی بالایی می شوند. بر این مبنای، بازار فرابورس ایران جهت ورود شرکت های جدید و هم چنین، سرمایه گذاران با سلاقی و انتظارات سرمایه گذاری متنوع در بازار سرمایه، پا به عرصه وجود نهاد (Donyaiei, 2011).

داشتن فرهنگ سرمایه گذاری و سهامداری در بازار سرمایه و تخصیص بخشی از پس انداز و سرمایه گذاری افراد در سهام شرکت های پذیرفته شده در بازارهای بورس و فرابورس علاوه بر سرمایه گذاری در بازارهای موازی بازار سرمایه (مانند زمین، مسکن، ماشین و غیره)، می تواند در ترغیب آنها به سرمایه گذاری در این بخش بسیار کمک کند (Abzari, Samadi and Safari, 2007). با توجه به موارد گفته شده، فرهنگ سهامداری به معنی تمایل افراد به اختصاص بخشی از

سرمایه‌گذاری خود در اوراق بهادار بازار سرمایه و سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای بورس و فرابورس می‌باشد (Donyaei, 2011)؛ به بیانی دیگر، فرهنگ سهامداری به معنی ورود سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری وجوه خود در اوراق بهادار بازار، به جهت منتفع شدن از بازده و افزایش قیمت سهام و نیز مشارکت در تامین مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها می‌باشد (Osei, 1998).

این مفهوم، متأثر از عواملی هم‌چون میزان ریسک‌پذیری و آگاهی افراد (Friedwald, Jankowitscha and Subrahmanyam, 2012; Madura, 2006; Guiso et al., 2003; Guiso et al., 2003; European Commission, 2002; Haliassos and Hassapis, 2002; Hacoinahmutoglu, 2007; McGovern and Candemir, 2006; European Commission, 2007)، اطمینان و اعتماد به بازار و مکانیزم‌های حمایت از سهامدار (Hacoinahmutoglu, 2007)، سرمایه‌گذاران نهادی و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری (Hennessy, 2007)، هزینه‌های معامله (Guiso et al., 2003; European Commission, 2007)؛ نقد شونگی بازار (European Commission, 2005)، میزان دسترسی افراد به بازار، سرعت انجام معاملات و فن‌آوری اطلاعات (Hendershott and Moulton, 2011; Guvenen, 2006) و ... می‌باشد.

رشد فرهنگ سهامداری و مشارکت افراد جامعه در بازار سرمایه، ضمن تامین مالی بلند مدت پروژه‌های شرکت‌ها و منتفع شدن آنها از سرمایه‌ها و پس اندازهای ارزان قیمت عموم جامعه، نقش مردم را در اقتصاد و به تعبیری مردمی کردن اقتصاد، پررنگ تر نموده و باعث همگرایی بازارها می‌شود (Bozec and Dia, 2012). نوشتار حاضر، به بررسی دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران فرابورس در رابطه با متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری در ایران پرداخته و متغیرهای موثر بر تقویت و توسعه مشارکت افراد در بازار سرمایه را می‌سنجد.

مبانی نظری و ادبیات موضوع

مشارکت افراد جامعه در توسعه و پیشرفت کشور و اقتصاد آن امری بسیار ضروری و با اهمیت می‌باشد؛ به طوری که به عقیده صاحب‌نظران، تحقق اهداف اقتصادی و توسعه ای هر کشوری بدون مشارکت عمومی افراد آن کشور امری امکان ناپذیر است. یکی از مجاری مشارکت افراد جامعه در برنامه‌های اقتصادی کشورها، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌باشد؛ زیرا با سرمایه‌گذاری در

بازار سرمایه، پس اندازه‌های کوچک و نقدینگی‌های سرگردان موجود در جامعه به سمت فعالیت‌های مولد و تولیدی هدایت شده و باعث رونق تولید و اقتصاد می‌شود (Safari, 2005). ذکر این نکته نیز ضروری است که وجود فرهنگ انجام یک کار در نزد افراد جامعه می‌تواند تاثیر بسزایی در انجام آن کار و پایداری آن در نزد افراد جامعه داشته باشد (Abzari, Samadi and Safari, 2007)؛ در واقع، می‌توان فرهنگ انجام یک کار را شالوده و اساس مشارکت در هر کاری دانست (Donyaiei, 2011). به زعم محققان، فرهنگ سهامداری یک جزء مهم محیط سرمایه‌گذاری کلان و تصمیمات سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید (European Commission, 2002).

اواخر دهه ۱۹۸۰، مشارکت افراد در سهامداری و بازار سرمایه رشد چشمگیری نمود و درصد سهامداران و مشارکت کنندگان در بازار سهام افزایش یافت. افزایش تمایل افراد به مدیریت پرتفوی‌های پر ریسک - مخصوصاً برای سرمایه‌گذاران کوچک - منجر به توزیع ارزش و ثروت گردید (Bilias et al., 2013). اما به‌طور جدی، اصطلاح فرهنگ سهامداری در اوایل دهه ۱۹۹۰ در آمریکا مطرح شد (Okamoto, 2010) و بیانگر میزان سرمایه‌گذاری و مشارکت مستقیم عموم در ریسک بازارهای سرمایه می‌باشد (Haliassos and Hassapis, 2002)؛ به بیانی دیگر، فرهنگ سهامداری عبارت از: تلاش در حل چالش نقدینگی افراد به‌وسیله سرمایه‌گذاری در سهام و مشارکت در بهره‌رسانی ریسک دار است (Bilias et al., 2013). ابزری، صمدی و صفری^۱ (۲۰۰۷) فرهنگ سهامداری را نهادینه بودن لزوم اختصاص بخشی از سرمایه‌گذاری خانوارها به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تعریف نموده‌اند. طبق گفته محققان، فرهنگ بر دو ستون نگرش و ساختار استوار است و برنامه‌ریزی‌های لازم و توامان در مورد هر دو رکن آن، باعث ایجاد، توسعه و یا پایداری فرهنگ می‌شود. از این جنبه، می‌توان گفت که فرهنگ سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه (سهامداری)، به معنی برنامه‌ریزی و تمرکز توامان روی نگرش سرمایه‌گذاری و ساختارهای حمایتی لازم در آن می‌باشد (Donyaiei, 2011).

توسعه فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، مزایا و منافع چشمگیری در جوامع

1- Abzari, Samadi and Safari

و کشورها دارد. مشارکت افراد جامعه در بازار سرمایه و وجود فرهنگ سهامداری، منجر به تأثیرات متعددی در اقتصاد و توسعه‌ی کشورها می‌شود. گسترش مشارکت افراد در بازار سرمایه و سهامدار شدن تعداد زیادی از مردم جامعه، باعث به‌وجود آمدن تغییرات ساختاری مهمی در اقتصاد کشورها می‌شود؛ زیرا سهامدار شدن اکثر مردم جامعه، نه تنها بر فرآیندهای اقتصادی، بلکه بر فرآیندهای سیاسی نیز تأثیر می‌گذارد (Guiso et al., 2003).

در سال‌های اخیر، بازارهای نوظهور توجه بیشتری را بر تأثیر فرهنگ سهامداری در توسعه بازار سرمایه و حمایت از سلاطین سهامداران مبذول داشته‌اند و محققان نیز آن را یک جزء مهم محیط سرمایه‌گذاری کلان و تصمیمات سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌آورند؛ زیرا فرهنگ سهامداری عمیق و توسعه یافته، ضمن احترام به علایق سرمایه‌گذاران در جامعه و حمایت از آنها از طریق توسعه مناسب بازار سرمایه، به تامین مالی بنگاه‌های تازه تاسیس کمک می‌کند (European Commission, 2002). هم‌چنین کشورهای دارای فرهنگ سهامداری قوی، از گزارش دهی شفاف و سرمایه‌گذاری‌های نوید بخشی برخوردارند (McGovern and Candemir, 2006).

به‌طور کلی، می‌توان گفت که گسترش فرهنگ سهامداری در کشورها، منجر به بازارهای سرمایه بزرگتر و توسعه یافته‌تر شده (Guiso and Jappelli, 2005) و امکانات جدیدی را برای سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای مخاطره آمیز نوپا به وجود می‌آورد (Geissler and Einwiler, 2001). هم‌چنین می‌توان یکی از علل اصلی عدم موفقیت و ناتوانی بازارها را فقدان فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری در سهام عنوان کرد (European Commission, 2007). به علاوه اینکه، گسترش فرهنگ سهامداری و حمایت‌های مناسب از سهامداران و سرمایه‌گذاران، باعث منتفع شدن از سرمایه‌های مازاد و ترویج و تشویق مشارکت سرمایه‌گذاران و سهامداران در بازارهای سرمایه می‌شود (Hacoinahmutoglu, 2007). در نقطه مقابل، مشارکت محدود و کمتر در بازار سهام منجر به نابرابری ارزش و ثروت در بین افراد جامعه می‌گردد (Bilias, Georgarakos and Haliassos, 2013).

مطالعات تجربی نشان می‌دهد که تنها سهم کوچکی از خانواده‌ها سهام را نگه می‌دارند (۵۲ درصد در آمریکا و ۱۹ درصد در فرانسه) و سهامداری شدیداً به سن و توانگری مالی (ثروت) بستگی دارد. هم‌چنین، درجه ریسک‌گریزی به‌طور منفی با سهامداری مرتبط بوده و ریسک‌گریزی باعث کاهش مشارکت در بازار سرمایه می‌شود. ضمن اینکه، انتظار افزایش قیمت‌های

سهام در بازار سهام، افزایش تمایل به سهامداری را در پی دارد (Arrondel, Debbich and Savignac, 2012).

عوامل مختلفی در فرهنگ سهامداری موثرند. هاکویناموتو گلو^۱ (۲۰۰۷) یکپارچگی، بهبود ساختار نظارتی بازار، بهبود مکانیسم‌های حمایت از سهامدار و تقویت الزامات قانونی را عوامل موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری بر پایه ی اعتماد و آگاهی افراد می‌داند. هم‌چنین، کمیته اروپایی^۲ (۲۰۰۵) وجود بازارهای سهام بزرگ و با نقد شوندگی مناسب، ایجاد شرکت‌های مشاوره‌ای و ارتباطات مناسب سرمایه‌گذاران با تحلیلگران سهام را از عوامل موثر در توسعه فرهنگ سهامداری به‌شمار می‌آورد. تحقیقات انجام شده توسط همین کمیته در سال ۲۰۰۲ نیز حاکی از تاثیر عوامل ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران شخصی و نهادی، بازارهای سهام توسعه‌یافته و نقد شوندگی، پایین بودن هزینه خدمات واسطه‌گری و معاملاتی و وجود کارایی و شفافیت در بازار سهام، بر گسترش مشارکت افراد و فرهنگ سهامداری می‌باشد. ضمن اینکه هنسی^۳ (2007) رشد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و ریسک‌گریزی افراد را در گسترش مشارکت افراد در بازار سرمایه موثر می‌داند. فریدوال، جنکوویچا و سابرحمانیان^۴ (۲۰۱۲) نیز عدم آگاهی سرمایه‌گذاران (به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد) را از بازار سرمایه، عاملی در عدم استقبال افراد جهت مشارکت و کاهش کیفی بازار می‌داند.

با توجه به الگوهای مشارکت مشاهده شده در کشورها، مشارکت بیشتر افراد در بازار سرمایه در جایی است که هزینه‌ها کمتر هستند؛ به‌عبارت دیگر، وقتی که هزینه‌ها کاهش می‌یابد، افزایش مشارکتی در بازار سهام به‌وجود می‌آید و افراد تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار دارند. این هزینه‌ها نه تنها هزینه‌های معامله و حق الزحمه، بلکه هزینه‌های اطلاعات سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک و بهره‌ی سهام را نیز شامل می‌شود (Guiso et al., 2003).

در باره هزینه‌های معاملاتی در بازارهای فرابورس، تحقیقات مختلفی توسط محققان انجام شده

1- Hacoinahmutoglu

2- European Commission

3- Hennessy

4- Friewald, Jankowitscha and Subrahmanyam

است. (Babus, 2010) معتقد است که معامله در بازارهای فرابورس مستلزم وجود هزینه هایی است که کمتر آشکار هستند و این به واسطه‌ی وجود حساسیت هایی نظیر ریسک تعهد طرفین معامله در بازار می‌باشد. یافته‌های گرین و همکاران^۱ (۲۰۱۰) اشاره بر این دارد که هزینه‌های جستجو و فقدان شفافیت قیمت در بازارهای فرابورس، عامل افزایش و بالا بودن هزینه‌های معاملاتی فرابورس می‌باشد. هم‌چنین هوانگ و استول^۲ (۱۹۹۷) با مقایسه‌ی هزینه‌های اجرایی برای بازار سهام نزدک و بورس سهام آمریکا، به این نتیجه رسیدند که هزینه‌های معاملاتی در نزدیک بیشتر از بورس سهام آمریکا است. اما، بررسی‌های اعزازی، صالحی و دنیائی^۳ (۲۰۱۱a) در بازار فرابورس ایران نشان می‌دهد که هزینه‌های پنهان (نا آشکار) معاملاتی در آن کم بوده و همچنین هزینه‌های قانونی و رسمی آن پذیرفتنی است.

گویسو و همکاران^۴ (۲۰۰۳) در بررسی‌های خود درباره گسترش فرهنگ سهامداری، بیان می‌دارند که بایستی رویه‌های افشای اطلاعات و دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات (شفافیت معاملاتی و اطلاعاتی) نیز مناسب باشند تا سهامداران بتوانند به اطلاعات و فرآیندها دسترسی داشته باشند. هم‌چنین، گوونن^۵ (۲۰۰۶) بر این امر اشاره دارد که دسترسی زیر مجموعه بزرگی از جمعیت به ابزارها و بازارهای مالی، امکان ایجاد پرتفوی‌های متفاوت را بر اساس علایق و سلائق شان میسر می‌کند و بنابراین افراد بیشتری به سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه مبادرت می‌ورزند؛ در حالی که عدم تعانس و نابرابری دسترسی به بازار سهام، می‌تواند دلیل موجهی برای عدم استقبال از بازار سرمایه تلقی شود.

در بین تحقیقات انجام شده در مورد شفافیت معاملاتی و دسترسی افراد به بازار سرمایه، دافیه و همکاران^۶ (۲۰۱۰) نتیجه می‌گیرند که افزایش شفافیت بازار برای عموم، باعث بهبود کارایی انتقال ریسک و تسهیل شرایط برای سرمایه‌گذاران می‌شود. اوسی^۷ (۱۹۹۹) بیان می‌کند که شفافیت

-
- 1- Green et al.
 - 2- Huang and Stoll
 - 3- Ezazi, Salehi and Donyaei
 - 4- Guiso et al.
 - 5- Guvenen
 - 6- Duffie et al.
 - 7- Osei

معامله باعث اعتماد، اطمینان و افزایش معاملات بازار سرمایه شده و منجر به توسعه آن می‌شود. آچایرا و بیسین^۱ (۲۰۱۱) در نتایج تحلیل‌های خود نشان می‌دهند که بازارهای فرابورس، ناشفاف و مبهم هستند و این ناشفافی، منجر به ناکارایی بازار و افزایش ریسک مشارکت سرمایه‌گذاران می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران بر اساس دسترسی به جزئیات اطلاعات هر معامله و تحلیل موقعیت، اقدام به مشارکت و معامله خواهند کرد. هم‌چنین، نوفسینگر و وارما^۲ (۲۰۱۰) در بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که مکانیزم افشای اطلاعات در بازار فرابورس، کمتر از بورس بوده و نیازهای قانونی حداقل و کمینه است.

هروسکا و لائوکس^۳ (۱۹۹۹) در یافته‌های خود نتیجه می‌گیرند که معاملات شفاف باعث افزایش نقدشوندگی و کیفیت بازار شده و ریسک معاملاتی را کاهش می‌دهد. آنها می‌گویند که فرآیندهای معاملاتی فرابورس نسبت به بازارهای متمرکز (بورس) دارای شفافیت کمتری هستند. اما اعزازی، صالحی و دنیائی^۴ (۲۰۱۱b) در پژوهش خود نشان می‌دهند که در بازار فرابورس ایران اطلاعات مورد نیاز معامله برای همه مشارکت‌کنندگان بازار به‌طور مناسبی وجود داشته و هم‌چنین مکانیسم‌های قانونی در این بازار مطلوب و مناسب می‌باشد؛ این امر باعث افزایش شفافیت بازار فرابورس ایران می‌شود. هندرشات و مولتن^۵ (۲۰۱۱) نیز با بررسی سرعت معامله و کیفیت بازار سهام در بورس سهام آمریکا، سرعت معاملات را یکی از جنبه‌های با اهمیت در رقابت بازارهای سهام و مشارکت افراد در آنها به‌شمار می‌آورند.

۳. هدف تحقیق

هدف اصلی از این مطالعه، بررسی دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس ایران – به‌عنوان یک بازار مکمل بورس اوراق بهادار تهران – در رابطه با متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری و توسعه مشارکت افراد در ایران می‌باشد. در این راستا و با توجه به تاثیر

1- Acharya and Bisin

2- Nofsinger and Varma

3- Hruska and Laux

4- Ezazi, Salehi and Donyaei

5- Hendershott and Moulton

شفافیت، هزینه، مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی، نوآوره‌های معاملاتی و ریسک سرمایه‌گذاری بر فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری و توسعه مشارکت افراد در بازار سرمایه، اهداف جزئی زیر مطرح می‌شوند:

- ✓ بررسی شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران
- ✓ بررسی هزینه‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران
- ✓ بررسی مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی بازار فرابورس ایران جهت ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه
- ✓ بررسی قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران برای سرمایه‌گذاران
- ✓ بررسی نقش بازار فرابورس ایران در کاهش ریسک سرمایه‌گذاران بازار سرمایه

۴. سوال‌ها و فرضیات تحقیق

- با توجه به اهداف مورد نظر و نیز پیشینه موضوع، سوال‌های تحقیق عبارتند از:
- ۱) آیا بازار فرابورس ایران از شفافیت معاملاتی مناسب و مطلوبی برخوردار است؟
 - ۲) آیا هزینه‌های معاملاتی بازار فرابورس ایران برای ورود سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها، مناسب است؟
 - ۳) آیا بازار فرابورس ایران مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی کافی جهت ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه را دارا می‌باشد؟
 - ۴) آیا بازار فرابورس ایران قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران و افراد را دارد؟
 - ۵) آیا بازار فرابورس ایران ریسک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را کاهش می‌دهد؟
- با توجه به سوالات بیان شده، فرضیات زیر مطرح می‌گردد:
- بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس در رابطه با متغیرهای مطرح شده، تفاوت معناداری وجود دارد.
- بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس از جنبه سطوح مختلف تحصیلی در رابطه با متغیرهای مطرح شده، تفاوت معناداری وجود دارد.

بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس از جنبه زمینه‌های فعالیتی در رابطه با متغیرهای مطرح شده، تفاوت معناداری وجود دارد.

۵. روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر جزء تحقیقات توصیفی-پیمایشی است که نگرش سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس را در رابطه با متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری در ایران مورد آزمون قرار می‌دهد. همان‌طور که بیان شد، با توجه به اینکه متغیرهای شفافیت معاملاتی، هزینه‌های معاملاتی، مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی، قابلیت ارائه نوآوری‌ها، تنوع موقعیت‌های معاملاتی و هم‌چنین ریسک، تاثیر قابل توجهی در مشارکت و سهم شدن افراد در بازار سرمایه را ایفا می‌کنند، در این تحقیق متغیرهای فوق‌الذکر از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس ایران مورد سنجش قرار گرفته و وضعیت بازار فرابورس، از جنبه‌ی این متغیرها سنجیده شده است.

جامعه آماری تحقیق شامل همه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس ایران می‌باشد که لیست آنها از پایگاه اطلاع‌رسانی بازار فرابورس ایران (به نشانی www.irfarabourse.com) استخراج شد. به دلیل اینکه در این تحقیق، تمامی اعضای جامعه آماری مد نظر بوده و نمونه‌گیری انجام نمی‌شود، بنابراین به روش سرشماری، دیدگاه کلیه سهامداران نهادی و کارگزاران فرابورس که شامل ۶۶ کارگزار و ۲۴ سهامدار نهادی می‌باشند، مورد ارزیابی قرار گرفته است.

داده‌های مورد نیاز برای پاسخ به سوالات و آزمون فرضیات، با استفاده از پرسشنامه جمع‌آوری شد. پرسشنامه‌ی مذکور از نوع بسته پاسخ بوده و بر اساس طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت طراحی گردیده است. ضمن اینکه، روایی صوری و محتوایی آن توسط اساتید مالی و حسابداری دانشگاه و هم‌چنین فعالان و مسئولان بازار سرمایه ایران تایید شد و برای تایید پایایی آن، تعداد ۲۰ پرسشنامه بین اعضای جامعه آماری توزیع و جمع‌آوری شد که پس از تجزیه و تحلیل، ضریب آلفای کرونباخ آن به میزان ۰/۸۷ به دست آمد؛ در نتیجه، پایایی پرسشنامه نیز با ضریب بالایی تایید گردید. سپس پرسشنامه نهایی (با روایی و پایایی تایید شده) که دارای ۳ سوال عمومی و ۴۰ سوال در رابطه با متغیرها می‌باشد، بین تمامی اعضای جامعه آماری (۹۰ نفر) توزیع شد که از این تعداد،

۸۴ پرسشنامه برگشت داده شده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پرسشنامه، از آمار توصیفی برای ارائه اطلاعات و ویژگی‌های عمومی جامعه آماری (در قالب جدول) و آمار استنباطی برای آزمون سوالات و فرضیات تحت نرم افزارهای Minitab و SPSS بهره گرفته شد. آزمون‌های مورد استفاده نیز شامل آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (KS) برای آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها جهت انتخاب آزمون‌های پارامتریک یا ناپارامتریک برای آزمون سوالات و فرضیات، آزمون ویلکاکسون تک نمونه‌ای^۱ برای آزمون سوالات و متغیرهای مورد بررسی و آزمون‌های من-ویتنی^۲ (آزمون U) و کروسکال-والیس^۳ (آزمون H) جهت آزمون وجود یا عدم وجود تفاوت معناداری می‌باشد. برای کمی سازی مقیاس رتبه‌ای پرسشنامه به مقیاس فاصله‌ای، بر اساس جدول شماره ۱ اقدام گردید:

جدول (۱) - تبدیل مقیاس رتبه‌ای به فاصله‌ای

کاملاً موافقم	موافقم	نمی دانم	مخالقم	کاملاً مخالفم
۵	۴	۳	۲	۱

مأخذ: محاسبات تحقیق

۶. تجزیه و تحلیل سوال‌ها و فرضیات

در این بخش، ابتدا ویژگی‌های عمومی جامعه آماری با استفاده از آمار توصیفی و در قالب جدول فراوانی به شرح جدول شماره ۲ ارائه گردید. همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود، بیش از ۸۰ درصد از اعضای جامعه آماری تحقیق در هر دو بازار اوراق بهادار فعال در ایران (بازار بورس اوراق بهادار تهران و بازار فرابورس ایران) فعالیت داشته و قریب به نیمی از آنها دارای تحصیلات با تخصص مدیریت مالی می‌باشند. ضمن اینکه، ۳۶ درصد دارای مدرک کارشناسی بوده و نزدیک به همین میزان هم، دارای مدرک کارشناسی ارشد بوده و تنها ۸ درصد مدرک

1- One-Sample Wilcoxon

2- Mann-Whitney

3- Kruskal-Wallis

دکتری دارند.

جدول (۲) - ویژگی‌های توصیفی جامعه آماری تحقیق

متغیر	آیتم	فراوانی	درصد
زمینه فعلیتی	فقط بازار فرابورس	۱۶	٪ ۱۹
	بازار فرابورس و بورس	۶۸	٪ ۸۱
رشته تحصیلی	حسابداری	۲۲	٪ ۲۶/۲
	مدیریت مالی	۴۹	٪ ۵۸/۳
	اقتصاد	۶	٪ ۷/۲
	سایر	۷	٪ ۸/۳
میزان تحصیلات	لیسانس	۳۶	٪ ۴۲/۹
	فوق لیسانس	۳۷	٪ ۴۴
	دکتری	۸	٪ ۹/۵
	سایر	۳	٪ ۳/۶

مأخذ: محاسبات تحقیق

در ادامه، برای تعیین اینکه از آزمون‌های آماری پارامتریک یا ناپارامتریک برای پاسخ به سوال‌ها و فرضیات مطرح شده استفاده گردد، توزیع نرمالیتی داده‌ها با کمک آزمون کولموگروف - اسمیرنوف سنجیده شد (جدول شماره ۳).

توزیع داده‌های متغیرهای مورد بررسی نرمال است: H_0
 توزیع داده‌های متغیرهای مورد بررسی نرمال نیست: H_1

جدول (۳) - نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف (KS) برای توزیع نرمالیتی داده‌ها

متغیر	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
شفافیت معاملاتی	۰/۱۸۸	۸۳	۰/۰۰۱
هزینه معاملاتی	۰/۱۹۰	۸۳	۰/۰۰۱
مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی	۰/۱۴۶	۸۴	۰/۰۰۱
قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی	۰/۱۹۸	۸۴	۰/۰۰۱
ریسک	۰/۱۸۱	۸۴	۰/۰۰۱

مأخذ: محاسبات تحقیق

همان‌طور که در جدول شماره ۳ نشان داده شده است، با توجه به اینکه سطح معناداری مشاهده شده برای داده‌های هر پنج متغیر مورد بررسی، کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین، با اطمینان ۹۵

درصد می توان فرض نرمال بودن داده ها را رد کرد. بدین معنی که داده های مورد بررسی دارای توزیع نرمال نیستند.

بر این اساس، برای آزمون سوال ها و فرضیات تحقیق، از آزمون های ناپارامتریک استفاده می گردد. در ابتدا و برای بررسی سوالات مطرح شده، آزمون ناپارامتریک ویلکاکسون تک نمونه ای با کمک نرم افزار Minitab اجرا شد که فرض صفر و فرض مقابل و هم چنین، نتایج آزمون به شرح زیر و جدول شماره ۴ است:

$$\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$$

جدول (۴)- نتایج آزمون ویلکاکسون تک نمونه ای برای سنجش سوال های تحقیق

متغیر	تعداد	میانگین	مقدار آماره	سطح معناداری
شفافیت معاملاتی مناسب و مطلوب در بازار فرابورس ایران	۸۴	۳/۳۶	۲۸۵۴/۵۰	۰/۰۰۱
هزینه معاملاتی مناسب در بازار فرابورس ایران	۸۳	۳/۳۳	۳۰۰۹/۵۰	۰/۰۰۱
مکانیزم های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران	۸۴	۳/۱۳	۲۰۷۶/۵۰	۰/۰۲۵
قابلیت ارائه نوآوری ها و تنوع موقعیت های معاملاتی در بازار فرابورس ایران	۸۴	۳/۳۳	۲۰۶۴/۵۰	۰/۰۰۱
کاهش ریسک سرمایه گذاران در بازار فرابورس ایران	۸۴	۳/۲۰	۱۷۳۴/۵۰	۰/۰۰۴

مأخذ: محاسبات تحقیق

نتایج جدول شماره ۴ حاکی از این است که سطح معناداری مربوط به آزمون رتبه علامت دار ویلکاکسون، جهت بررسی فرض H_0 برای سوالات مطرح شده، $M=3$ در مقابل $M>3$ برای سوال شماره ۱ (شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران)، سوال شماره ۲ (هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران) و سوال شماره ۴ (قابلیت ارائه نوآوری ها و تنوع موقعیت های معاملاتی در بازار فرابورس ایران) برابر $0/001$ ، برای سوال شماره ۳ (مکانیزم های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران) برابر $0/025$ و برای سوال شماره ۵ (کاهش ریسک سرمایه گذاران در بازار فرابورس ایران) برابر $0/004$ می باشد که همگی از $0/05$ کوچکتر هستند. بنابراین فرض صفر آماری رد شده و فرض مقابل تایید می گردد. در نتیجه پاسخ هر پنج سوال مطرح شده مثبت می باشد؛ بدین معنی که از دیدگاه جامعه آماری تحقیق:

(۱) بازار فرابورس ایران از شفافیت معاملاتی مناسب و مطلوبی برخوردار است.

۲) هزینه‌های معاملاتی بازار فرابورس ایران برای ورود سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها، مناسب است.

۳) بازار فرابورس ایران مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی کافی جهت ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه را دارا می‌باشد.

۴) بازار فرابورس ایران قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران و افراد را دارد.

۵) بازار فرابورس ایران ریسک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را کاهش می‌دهد.

با توجه به نتیجه به دست آمده، جهت بررسی جداگانه دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه سهامدار نهادی یا کارگزار بودن، میزان تحصیلات و هم‌چنین زمینه‌های فعالیت در مورد متغیرهای مطرح شده، تفاوت دیدگاه آنها مورد سنجش قرار گرفت. در اینجا نیز به دلیل توزیع غیر نرمال داده‌ها، از آزمون‌های ناپارامتریک من-ویتنی (آزمون U) و کروسکال-والیس (آزمون H) با کمک نرم افزار SPSS استفاده شد.

جهت بررسی تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه سهامدار نهادی یا کارگزار بودن، فرض صفر و فرض مقابل مربوطه به صورت زیر مطرح می‌گردد:

$$\begin{cases} H_0: \mu_{\text{کارگزاران}} = \mu_{\text{سرمایه‌گذاران نهادی}} \\ H_1: \mu_{\text{کارگزاران}} \neq \mu_{\text{سرمایه‌گذاران نهادی}} \end{cases}$$

نتایج جدول شماره ۵ بیانگر این است که سطح معناداری مربوط به آزمون من-ویتنی جهت بررسی فرض H_0 برای تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری (سهامداران نهادی و کارگزاران)، برای متغیر شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۴۸۲، برای متغیر هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۲۰۰، برای متغیر مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۷۷۰، برای متغیر قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۰۹۲ و برای متغیر کاهش ریسک سرمایه‌گذاران در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۹۸۸ می‌باشد که همگی از ۰/۰۵ بزرگتر هستند؛ بنابراین فرض صفر آماری پذیرفته شده و فرض مقابل رد می‌گردد. در نتیجه، وجود تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری در مورد

متغیرهای مطروحه تایید نمی شود؛ بدین معنی که بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران در رابطه با مناسب و مطلوب بودن شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران، مناسب بودن هزینه معاملاتی بازار فرابورس ایران برای ورود سرمایه گذاران و شرکت ها، مناسب و کافی بودن مکانیزم های حمایتی و آموزشی بازار فرابورس ایران جهت ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه، قابلیت ارائه نوآوری ها و تنوع موقعیت های معاملاتی در بازار فرابورس ایران برای سرمایه گذاران و کاهش ریسک سرمایه گذاران در بازار فرابورس ایران، تفاوت معناداری وجود ندارد.

جدول (۵) - نتایج آزمون من-ویتنی (آزمون U) برای تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری از جنبه سهامدار نهادی یا کارگزار بودن در مورد فرضیه مورد نظر

متغیر	گروه ها	تعداد	میانگین رتبه	مقدار آماره	سطح معناداری
شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۳۹/۳۹	۶۱۳/۵۰	۰/۴۸۲
	کارگزاران	۶۲	۴۳/۶۰		
هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۴۷/۵۹	۵۸/۰۰	۰/۲۰۰
	کارگزاران	۶۲	۳۹/۹۸		
مکانیزم های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۴۳/۸۰	۶۵۳/۵۰	۰/۲۰۰
	کارگزاران	۶۲	۴۲/۰۴		
قابلیت ارائه نوآوری ها و تنوع موقعیت های معاملاتی در بازار فرابورس ایران	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۳۵/۰۵	۵۱۸/۰۰	۰/۰۹۲
	کارگزاران	۶۲	۴۵/۱۵		
کاهش ریسک سرمایه گذاران در بازار فرابورس ایران	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۴۲/۵۷	۶۸۰/۵۰	۰/۹۸۸
	کارگزاران	۶۲	۴۲/۴۸		

مأخذ: محاسبات تحقیق

جهت بررسی تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری از جنبه زمینه فعالیت، فرض صفر و فرض مقابل زیر مطرح می گردد:

$$\begin{cases} H_0: \mu = \text{فقط بازار فرابورس} \\ H_1: \mu \neq \text{فقط بازار فرابورس} \end{cases}$$

جدول (۶) - نتایج آزمون من- ویتنی (U آزمون) برای تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه زمینه‌های فعالیتی در مورد فرضیه مورد نظر

متغیر	گروه‌ها	تعداد	میانگین رتبه	مقدار آماره	سطح معناداری
شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران	فقط بازار فرابورس	۱۶	۵۰/۰۹	۴۰۶/۵۰	۰/۱۳۲
	بازار فرابورس و بورس	۶۷	۴۰/۰۷		
هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران	فقط بازار فرابورس	۱۶	۵۶/۸۸	۲۸۹/۰۰	۰/۰۰۶
	بازار فرابورس و بورس	۶۷	۳۸/۴۵		
مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران	فقط بازار فرابورس	۱۶	۶۱/۶۲	۲۲۲/۰۰	۰/۰۰۱
	بازار فرابورس و بورس	۶۷	۳۷/۳۱		
قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران	فقط بازار فرابورس	۱۶	۵۵/۲۸	۳۲۳/۵۰	۰/۰۱۳
	بازار فرابورس و بورس	۶۷	۳۸/۸۳		
کاهش ریسک سرمایه‌گذاران در بازار فرابورس ایران	فقط بازار فرابورس	۱۶	۵۵/۶۲	۳۱۸/۰۰	۰/۰۱۱
	بازار فرابورس و بورس	۶۷	۳۸/۷۵		

مأخذ: محاسبات تحقیق

نتایج جدول شماره ۶ نشانگر این است که سطح معناداری مربوط به آزمون من- ویتنی جهت بررسی فرض H_0 برای تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه زمینه‌های فعالیتی (فقط بازار فرابورس و یا بازار فرابورس و بورس)، برای متغیر شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۱۳۲ می‌باشد که بزرگتر از میزان خطای در نظر گرفته شده است ($sig > 0.05$). بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌گردد؛ بدین معنی که بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزارانی که فقط در بازار فرابورس هستند با آنهایی که هم در بازار فرابورس و هم در بازار بورس فعالیت می‌کنند، در رابطه با مناسب و مطلوب بودن شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران تفاوت معناداری وجود ندارد و این حاکی از شفافیت مطلوب بازار فرابورس ایران است؛ علی‌رغم اینکه می‌گویند بازار فرابورس دارای شفافیت کمتری نسبت به بازار بورس می‌باشد. اما سطوح معناداری مربوط به متغیرهای: هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۰۰۶، مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۰۰۱، قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۰۱۳ و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران در بازار فرابورس ایران برابر ۰/۰۱۱ می‌باشد که همگی از ۰/۰۵ کوچکتر هستند. بنابراین فرض صفر آماری رد شده و فرض مقابل تایید می‌گردد؛ در نتیجه وجود تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری (فقط بازار فرابورس و بازار فرابورس و بورس) در مورد متغیرهای مطروحه تایید می‌شود. با توجه به میانگین رتبه

مشاهده شده در جدول برای متغیرهای فوق، میانگین رتبه سهامداران نهادی و کارگزارانی که هم در بازار فرابورس و هم در بازار بورس فعالیت می‌کنند، کمتر از آنهایی است که فقط در بازار فرابورس هستند؛ بدین معنی که بر اساس دیدگاه این گروه‌ها، هزینه‌ی معاملاتی بازار فرابورس ایران ضمن مناسب بودن، برای ورود سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها نسبت به بازار بورس بیشتر است و این شاید بدلیل عدم آشنایی کافی و نیز شروع بکار تازه فرابورس ایران می‌باشد. اما، مکانیزم‌های حمایتی و آموزشی بازار فرابورس ایران جهت ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه، قابلیت ارائه نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران در بازار فرابورس ایران نسبت به بازار بورس، مناسب تر است.

جهت بررسی تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه میزان تحصیلات، از آزمون کروسکال-والیس (آزمون H) استفاده شد. فرض صفر و فرض مقابل و نتایج آزمون در زیر مطرح می‌گردد:

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_k \\ H_1: \text{دست کم میانگین دیدگاه دو مقطع یکسان نیست} \end{cases}$$

نتایج جدول شماره ۷ حاکی از این است که سطح معناداری مربوط به آزمون کروسکال-والیس (آزمون H) جهت بررسی فرض H_0 برای تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری (لیسانس، فوق لیسانس و دکترا)، برای همه متغیرهای مطرح شده برابر ۰/۰۰۱ است که کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین فرض صفر آماری رد شده و فرض مقابل تایید می‌گردد. در نتیجه، وجود تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه میزان تحصیلات در مورد متغیرهای مطروحه تایید می‌شود. با توجه به میانگین رتبه مشاهده شده در جدول برای متغیرهای فوق، میانگین رتبه سهامداران نهادی و کارگزاران با سطح تحصیلات فوق لیسانس کمتر از لیسانس و دکترا بوده و میانگین رتبه دکترا از همه بالاتر است.

۷. جمع بندی و نتیجه گیری

گسترش فرهنگ سهامداری از عوامل توسعه بازار سرمایه و یکی از نمادهای توسعه اقتصادی

است؛ (به طوری که کشورهای با فرهنگ سهامداری قوی، دارای سرمایه گذاری های نوید بخش، گزارش دهی مالی شفاف و بازارهای موفق و کار آ می باشند. هم چنین گسترش فرهنگ سهامداری، امکانات جدیدی را برای سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری در کسب و کارهای نوپا بوجود آورده و به تامین مالی بنگاه های تازه تاسیس کمک می کند. از این رو، دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران فرابورس در رابطه با متغیرهای موثر بر گسترش فرهنگ سهامداری در ایران جهت سنجش مطلوب بودن متغیرهای موثر برای مشارکت افراد در بازار سرمایه، مورد تحلیل و ارزیابی قرار گرفت.

جدول (۷) - نتایج آزمون کروسکال - والیس (آزمون H) برای تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری از جنبه میزان تحصیلات در مورد فرضیه مورد نظر

متغیر	گروه ها	تعداد	میانگین رتبه	مقدار آماره χ^2	درجه آزادی	سطح معناداری
شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران	لیسانس	۳۶	۴۴/۹۴	۲۸/۷۴۹	۲	۰/۰۰۱
	فوق لیسانس	۳۷	۲۹/۴۶			
	دکتر	۸	۷۶/۶۲			
هزینه معاملاتی در بازار فرابورس ایران	لیسانس	۳۶	۴۲/۳۳	۲۱/۹۲۲	۲	۰/۰۰۱
	فوق لیسانس	۳۷	۳۲/۰۰			
	دکتر	۸	۷۶/۰۰			
مکانیزم های حمایتی و آموزشی کافی در بازار فرابورس ایران	لیسانس	۳۶	۴۳/۹۳	۲۶/۴۶۴	۲	۰/۰۰۱
	فوق لیسانس	۳۷	۳۰/۴۷			
	دکتر	۸	۷۶/۵۰			
قابلیت ارائه نوآوری ها و تنوع موقعیت های معاملاتی در بازار فرابورس ایران	لیسانس	۳۶	۴۱/۸۶	۲۳/۶۷۴	۲	۰/۰۰۱
	فوق لیسانس	۳۷	۳۲/۴۹			
	دکتر	۸	۷۶/۵۰			
کاهش ریسک سرمایه گذاران در بازار فرابورس ایران	لیسانس	۳۶	۴۵/۹۳	۲۵/۹۴۴	۲	۰/۰۰۱
	فوق لیسانس	۳۷	۲۹/۲۸			
	دکتر	۸	۷۳/۰۰			

مأخذ: محاسبات تحقیق

یافته های تحقیق بیانگر این است که از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران فرابورسی، بازار فرابورس ایران از شفافیت معاملاتی مناسب و مطلوبی برخوردار بوده و دارای هزینه های معاملاتی مناسبی برای ورود سرمایه گذاران و شرکت ها می باشد. به علاوه، ضمن کافی بودن مکانیزم های

حمایتی و آموزشی این بازار برای ورود و مشارکت افراد در بازار سرمایه، بازار فرابورس ایران قابلیت ارائه‌ی نوآوری‌ها و تنوع موقعیت‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران و افراد را دارا بوده و باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه می‌شود. در واقع، بازار فرابورس ایران که خود به عنوان یک نوآوری در بازار سرمایه ایران به‌شمار می‌رود، شرایط و تسهیلات لازم و مناسبی را برای ورود شرکت‌ها و عرضه سهام آنها و همچنین، ورود سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها را فراهم نموده و امکان مشارکت بیشتر افراد در بازار سرمایه و گسترش فرهنگ سهامداری را به ارمغان آورده است.

با توجه به اینکه متغیرهای مورد بررسی با درجه اطمینان مناسب و بالایی تایید شدند، تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج به‌دست آمده از تحلیل تفاوت دیدگاه‌ها موید این مطلب است که بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس در مورد متغیرهای مورد بحث تفاوت معناداری وجود ندارد. اما وجود تفاوت دیدگاه گروه‌های جامعه آماری از جنبه میزان تحصیلات در مورد متغیرهای مطروحه تایید می‌شود. بعلاوه، بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزارانی که فقط در بازار فرابورس هستند، با آنهایی که هم در بازار فرابورس و هم در بازار بورس فعالیت می‌کنند، در رابطه با مناسب و مطلوب بودن شفافیت معاملاتی در بازار فرابورس ایران تفاوت معناداری وجود ندارد ولی در بقیه متغیرهای مورد اشاره، این تفاوت دیدگاه تایید می‌شود.

به‌طور کلی می‌توان چنین گفت که بر اساس دیدگاه جامعه آماری، بازار فرابورس ایران می‌تواند در توسعه مشارکت افراد و گسترش فرهنگ سهامداری در بازار سرمایه نقش موثری ایفا نماید؛ زیرا همان‌طور که نتایج حاصل از اثبات سوال‌ها نشان می‌دهد، بازار فرابورس ایران دارای پتانسیل‌ها و قابلیت‌های مناسب و مطلوبی است.

References:

- [1] Abzari, Mehdi, Samadi, Saeid and Safari, Ali. (2007). the Role of Reference Group in Motivating Individuals on Investing in Stock Exchange. *Quarterly Journal of Iranian Accounting and Auditing Review*; 14 (2): 3-22 (in Persian).
- [2] Acharya, Viral and Bisin, Alberto. (2011). Counterparty Risk Externality: Centralized Versus Over-The-Counter Markets. *NBER Working Paper*, No. 17000.

- [3] Arrondel, Luc, Debbich, Majdi and Savignac, Frédérique. (2012). Stockholding and Financial Literacy: New Results from a French Survey. *IPEDR*, 50 (22): 109-114
- [4] Azizi, Firouzeh. (2004). the study of executive mechanizme of developing capital market. *Research Project*, Management and Productivity Study Center, Tarbiat Modares University (in Persian).
- [5] Babus, Ana. (2010). Strategic Relationships in Over-the-Counter Markets. *Discussion Paper*, University of Cambridge.
- [6] Biliass, Yannis, Georgarakos, Dimitris and Haliassos, Michael. (2013). Equity Culture and the Distribution of Wealth. *Netspar Discussion Paper*, No. 010
- [7] Bozec, Richard and Dia, Mohamed. (2012). Convergence of Corporate Governance Practices in the Post-Enron Period: Behavioral Transformation or Box-Checking Exercise?. *Corporate Governance*, 12 (2): 243-25
- [8] Donyaiei, Mohammad. (2011). The Role of Over the Counter (OTC) Market in Iran's Capital Market Development. *Master Thesis*, Faculty of Management and Accounting, University of Sistan and Baluchestan (in Persian).
- [9] Duffie, Darrell, Li, Ada and Lubke, Theo. (2010). Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure. *IMF Working Paper Series*, No. 2010-002
- [10] European Commission. (2002). Benchmarking Business Angels. Enterprise Directorate General. *Final Report of the Expert Group*, Directorate-General for Enterprise and Industry.
- [11] European Commission. (2005). Best Practices of Public Support for Early-Stage Equity Finance. *Final Report of the Expert Group*, Directorate-General for Enterprise and Industry.
- [12] European Commission. (2007). Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Removing Obstacles to Cross-Border Investments by Venture Capital Funds, Brussels, 21.12.2007.
- [13] Ezazi, Mohammad Esmail, Salehi, Mahdi and Donyaiei, Mohammad (2011a). A Survey on Transaction Costs: Some Evidence from Iranian OTC Market. *Middle-East Journal of Scientific research*. 8 (2): 467-470
- [14] Ezazi, Mohammad Esmail, Salehi, Mahdi and Donyaiei, Mohammad (2011b). Transparency of Trading in OTC Market: Some Evidence from Iran. *Middle-East Journal of scientific research*, 8 (2): 460-466
- [15] Friewald, Nils, Jankowitscha, Rainer and Subrahmanyam, Marti G. (2012). Illiquidity or Credit Deterioration: A Study of Liquidity in the US Corporate Bond Market during Financial Crises. *Journal of Financial Economics*. 105 (1): 18-36
- [16] Geissler, Ulrike and Einwiller, Sabine. (2001). A Typology of Entrepreneurial Communicators: Findings From an Empirical Study in e-Business. *International Journal on Media Management*, 3: 154-160.
- [17] Green, Richard C., Li, Dan and Schurhoff, Norman. (2010). Price Discovery

- in Illiquid Markets: Do Financial Asset Prices Rise Faster Than They Fall. *Journal of Finance*, 65(5): 1669–1702.
- [18] Guiso, Luigi and Jappelli, Tullio. (2005). Awareness and Stock Market Participation. *Review of Finance*, 9 (4): 537-567
- [19] Guiso, Luigi, Haliassos, Michael and Jappelli, Tullio. (2003). Equity Culture: Theory and Cross-Country Evidence. *Economic Policy*, Printed in Great Britain, pp. 123–170
- [20] Guvenen, F. (2006). Reconciling Conflicting Evidence on the Elasticity of Intertemporal Substitution: A Macroeconomic Perspective. *Journal of Monetary Economics*, 53 (7): 1451–1472
- [21] Hacimahmutoglu, Sibel. (2007). The Problems of Minority Protection and Their solutions Within the Legal Framework in Turkish Corporate Governance. *Journal of Banking Regulation*, 8 (2): 131-158
- [22] Haliassos, Michael and Hassapis, Christis. (2002). Equity Culture and Household Behavior. *Oxford Economic Papers*, 54 (4): 719-745.
- [23] Hendershott, Terrence and Moulton, Pamela C. (2011). Automation, Speed and Stock Market Quality: The NYSE’s Hybrid. *Journal of Financial Markets*, 14: 568–604
- [24] Hennessy, Alexandra. (2007). The Role of Agenda Control in the Creation of a Single Market for Pension Funds. in: *UNSPECIFIED*, Montreal, Canada. (Unpublished)
- [25] Hosseini, S. H.; Ezazi, M.E.; Donyaei, M. and Tehrani, R. (2012). Comparative Study on Ranking of the Top Companies In Tehran Stock Exchange based on Financial Ratios and TSE Indice with ahp-topsis method, *Financial Engineering and Portfolio Management*. 2 (9): 27-50 (in Persian).
- [26] Hruska. Sharon Brown and Laux. Paul A. (1999). Complementary Markets, *George Mason University*
- [27] Huang, R. D. and Stoll, H. R. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *The Review of Financial Studies*, 10: 995-1034.
- [28] Madura, Jeff. (2006). Financial Markets and Institutions, *Thomson/South-Western*, 7th edition.
- [29] Mcgovern, Mark and Candemir, Nurcan. (2006). Agents, Institutions and Regions in Transition. *46th Congress of the European Regional Science Association*, 30 August 30-3 September 2006, Greece, Volos
- [30] Mohammadzadeha, Amir, Hamidib, Naser, Abedic, Sadegh and Jabari, Fehimeh. (2013). An Application of Multiple Attribute Group Decision Making in Ranking Investors’ Concerns: A Case Study of Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 3: 457–462
- [31] Nofsinger, John R. and Varma, Abhishek. (2010). Pound Wise and Penny Foolish? OTC Stock Investor Demographics and Portfolios. *Working paper*, Washington State University
- [32] Okamoto, Karl S. (2010). A Law and Personal Finance: View of Legal Origins Theory. *Brigham Young University Law Review*, Desktop Publishing

Example.

- [33] Osei, Kofi A. (1998). Analysis of Factors Affecting the Development of an Emerging Capital Market: The Case of the Ghana Stock Market. *AERC Research Paper*, No. 76
- [34] Safari, Ali. (2005). Factors Affecting the Individuals' Capital Attracting in the Stock Exchange (Case Study: Regional Stock Exchange of Isfahan). *Master Thesis*, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan (in Persian).
- [35] Tehrani, Reza, Donyaei, Mohammad, Navabi zand, Kambiz, Ghasemi, Masoud and Hosseini, Seyed-Hasan. (2012). Comparative Study on Ranking of the Top 50 Companies In Tehran Stock Exchange Based on Financial Ratios and (TSE) Indices. *Archives Des Sciences Journal*, 65 (6): 56-69.