

بررسی عوامل موثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در

محصولات مالی

دکتر مهدی ابزری^۱

دکتر سعید صمدی^۲

هادی تیموری^۳

چکیده

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که از آن به عنوان یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه یاد می‌شود. اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند با افتادن در یک دور مثبت، باعث رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن نیز می‌تواند موجب افت اقتصادی و فروغلتیدن به یک سیر نزولی و دور منفی شود. بنابراین، باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلند مدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذاری، که بر آن

^۱ - دانشیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

^۲ - استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

^۳ - دانشجوی دکترای مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان

تاثیر می‌گذارد امکان‌پذیر نیست. یکی از این عوامل، ریسک و بازده سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری به عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را عرضه می‌نماید. از یک طرف، سرمایه‌گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه می‌باشند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد. به عبارت دیگر، تمامی تصمیمات سرمایه‌گذاری براساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد.

هدف از نگارش پژوهش حاضر، بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی و ارائه مدل ترکیبی از این عوامل می‌باشد. تحقیق حاضر از نوع توصیفی می‌باشد که در آن برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات موضوع از روش کتابخانه‌ای نظیر کتب و مجلات استفاده شده است.

نتایج پژوهش حاضر حاکی از آن است که عوامل کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی، عوامل خرد اقتصادی بر ریسک غیر سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی و عوامل غیر اقتصادی بر ریسک کلی سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است. از طرف دیگر از بین عوامل غیراقتصادی ادراک ریسک با تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری دارای همبستگی منفی، نرخ بازده تاریخی با تمایل به ریسک دارای همبستگی مثبت، ادراک ریسک با نرخ بازده مورد انتظار دارای همبستگی منفی، اطلاعات عملکرد گذشته با نرخ بازده مورد انتظار دارای همبستگی مثبت و نرخ بازده مورد تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و موسسات مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی قرار گیرد.

نتایج این تحقیق می‌تواند مورد استفاده سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی،

تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و موسسات مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی قرار گیرد.

واژگان کلیدی: بازده، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک، محصولات مالی

۱- مقدمه

اصل ثابتی در فرهنگ سرمایه‌گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. به همین خاطر است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از ورود سرمایه خود به جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه‌شان هست، امتناع می‌کنند. اما آیا می‌توان جایی را پیدا کرد که سرمایه‌گذاری در آن ریسک نداشته باشد؟ ریسک و خطر از دست دادن اصل و فرع سرمایه در همه جا هست، بعضی سرمایه‌گذاری‌ها پرخطرند و برخی کم‌خطر. سرمایه‌گذار با توجه به میزان خطر و ریسک سرمایه‌گذاری، انتظار سود و بازده متناسب را دارا می‌باشد. معمولاً سرمایه‌گذاران به وسیله تجزیه و تحلیل‌های مالی خود به دنبال بازده متناسب با توجه ریسک مربوط می‌باشند. در یک بازار متعارف که در آن عوامل بازار واجد اطلاعات می‌باشند، بازده بالا همواره ریسک بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت. این موضوع موجب می‌شود که همواره تصمیم‌گیری جهت سرمایه‌گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت گیرد و یک سرمایه‌گذار همواره دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود مدنظر قرار دهد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری به عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را عرضه می‌کند. از یک طرف، سرمایه‌گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری

هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه می‌باشند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد (۱).

معمولاً در اقتصاد و بخصوص در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند. سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاقه‌ای ندارند، به عبارت دقیقتر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز^۱، 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، اگر چه میزان ریسک خیلی زیاد باشد، چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد. در واقع، سرمایه‌گذاران به طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند (۱). از طرف دیگر تحقیقات انجام شده حاکی از آن است که افراد در تصمیم‌گیری‌های خود تحت شرایط ریسک، به هیچ وجه به صورت منطقی و عقلایی عمل نمی‌کنند (۱۵ و ۱۹).

حال با توجه به اهمیت ریسک و بازده در تصمیمات سرمایه‌گذاری، در این مقاله عوامل موثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی در قالب سه دسته عوامل کلان اقتصادی، عوامل خرد اقتصادی و عوامل غیر اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲- سرمایه‌گذاری

از دیدگاه کلی، سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌هایی بیشتر در آینده است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده. (۱۶)

در سرمایه‌گذاری دو ویژگی متفاوت و مهم وجود دارد که عبارتند از زمان و ریسک.

^۱ -Risk averse investor

اهمیت دو موضوع یاد شده به این علت است که در سرمایه‌گذاری صرف پول در زمان حال صورت می‌گیرد و مقدار آن معین می‌باشد، در حالی که پاداش حاصل از آن در آینده به دست می‌آید و معمولاً با عدم اطمینان همراه است. در بعضی مواقع، ویژگی زمان غالب می‌گردد (مانند اوراق قرضه دولتی) و در بعضی مواقع ریسک از نظر اهمیت مقدم می‌باشد (مانند برگه اختیار خرید سهام عادی) و در مواقع دیگر هر دو دارای اهمیت هستند (مانند سهام عادی).

۳- انواع سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری‌ها به دو شکل عمده واقعی و مالی تقسیم می‌شوند. سرمایه‌گذاری‌های واقعی، نوعی سرمایه‌گذاری است که فرد با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی به دست می‌آورد. خرید ملک یا آپارتمان نمونه‌ای از این سرمایه‌گذاری است. در سرمایه‌گذاری مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می‌آورد (۵).

در اقتصادهای سنتی اکثر سرمایه‌گذاری‌ها از نوع واقعی بوده‌اند، اما در اقتصاد پیشرفته عمده سرمایه‌گذاری‌ها بر روی دارایی‌های متمرکز صورت می‌گیرد و توسعه مؤسسات سرمایه‌گذاری مالی راه را برای سرمایه‌گذاری واقعی امکان‌پذیرتر می‌کند. در واقع این دو شکل سرمایه‌گذاری نه تنها در مقابل یکدیگر نیستند، بلکه مکمل هم نیز می‌باشند (۱۲). در این مقاله به طور معمول مراد از سرمایه‌گذاری، شکل مالی آن است.

۴- محیط سرمایه‌گذاری^۱

محیط سرمایه‌گذاری در برگیرنده انواع اوراق بهادار قابل معامله می‌باشد و از طرف دیگر، وقتی صحبت از محیط سرمایه‌گذاری می‌شود، باید مکان و چگونگی خرید و فروش

^۱ - Investment Environment

اوراق بهادار را نیز مدنظر قرار دهیم. به طور کلی، می‌توان اجزای محیط سرمایه‌گذاری را به سه دسته تقسیم کرد:

۱ - اوراق بهادار یا دارایی‌های مالی

۲ - بازارهای اوراق بهادار یا بازارهای مالی

۳ - واسطه‌ها یا مؤسسات مالی

۵- فرآیند سرمایه‌گذاری^۱

در فرآیند سرمایه‌گذاری به چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در اوراق بهادار قابل معامله و میزان سرمایه‌گذاری در هر کدام از انواع اوراق و زمان انجام سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. رویه‌ای شامل مراحل زیر برای تصمیم‌گیری در این‌باره به عنوان اساس فرآیند سرمایه‌گذاری مطرح می‌باشد:

۱-۵- خط‌مشی سرمایه‌گذاری^۲

در این مرحله به تعیین اهداف و میزان ثروت قابل سرمایه‌گذاری و شناسایی گونه‌های بالقوه دارایی‌های مالی به منظور قرار دادن در سبد سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. اهداف سرمایه‌گذاری را باید براساس ریسک و بازده بیان کرد و شناسایی دارایی‌های مالی تشکیل دهنده سبد را باید براساس اهداف سرمایه‌گذاری و میزان ثروت قابل سرمایه‌گذاری و ملاحظات مالی سرمایه‌گذار صورت داد (۱۶).

۲-۵- تجزیه و تحلیل اوراق بهادار

در ساده‌ترین شکل این نوع تجزیه و تحلیل، به مطالعه قیمت‌های بازار اوراق بهادار در جهت پیش‌بینی تغییرات آتی پرداخته می‌شود. در این روش به منظور شناسایی روندها و

^۱ - Investment Process

^۲ - Investment Policy

الگوهای تکراری موجود در تغییرات گذشته قیمت اوراق بهادار به مطالعه قیمت‌های گذشته آنها پرداخته و مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. تهیه الگوی تغییرات قیمت اوراق بهادار براساس تغییرات گذشته با این فرض صورت می‌گیرد که روندها و الگوهای گذشته در آینده نیز تکرار خواهد شد و بر این اساس تحلیلگران اوراق بهادار امیدوار به پیش‌بینی دقیق تغییرات آتی قیمت اوراق می‌باشد (۱۱).

۳-۵- تهیه سبد سرمایه‌گذاری

گام سوم در فرآیند سرمایه‌گذاری شامل شناسایی و تعیین دارایی‌های مورد نظر برای سرمایه‌گذاری و یافتن نسبت سرمایه اختصاص یابنده از ثروت سرمایه‌گذار به هر کدام از دارایی‌های منتخب می‌باشد. در این مرحله، سرمایه‌گذاران با توجه به نتایج مراحل قبلی به استفاده از موارد زیر در تهیه سبد مورد نظر می‌پردازند:

- ۱ - تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت فردی و پیش‌بینی تغییرات قیمت هر کدام از آنها.
- ۲ - پیش‌بینی تغییرات کلی قیمت سهام عادی و ارتباط آنها با اوراق بهادار با درآمد ثابت.
- ۳ - تهیه سبدهی که با یک سطح معین در بازده دارای حداقل ریسک باشد.

در واقع سرمایه‌گذاران با توجه به برآورد میزان ریسک و بازده هر یک از اوراق بهادار، از طریق تجزیه و تحلیل فردی آنها و رابطه بین نرخهای بازدهی، می‌توانند به مجموعه‌ای دست یابند که در ازای میزان معینی از ریسک دارای بالاترین نرخ بازده می‌باشد.

۶- بازده^۱

معمولاً افراد مصرف کنونی را به مصرف درآینده ترجیح می‌دهند. بنابراین برای تشویق افراد در به تعویق انداختن مصرف فعلی می‌بایستی انتظار کسب پاداش از سرمایه‌گذاری را برای آنان ایجاد کرد. در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود تا

^۱ - Return

سرمایه‌گذاران مصرف در آینده را به مصرف فعلی ترجیح دهند. اغلب از بازده در جهت معرفی بازده سرمایه‌گذاری در یک دارایی در طول یک دوره زمانی که به آن بازده دوره نگهداری می‌گویند استفاده می‌شود و آن عبارتست از تغییرات قیمت و جریان‌های نقدی حاصل از آن دارایی طی دوره سرمایه‌گذاری. این میزان تغییرات را بر حسب درصد بیان می‌کنند که نشان‌دهنده درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری است و به آن نرخ بازده سرمایه‌گذاری می‌گویند (۲). نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی جهت سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود.

۱-۶- اجزای بازده

بازده معمولاً از دو بخش تشکیل می‌شود (۳):

- **سود دریافتی**^۱: مهمترین جزء بازده سودی است که به صورت جریان‌های نقدی دوره‌ای سرمایه‌گذاری بوده و می‌تواند به شکل بهره یا سود تقسیمی باشد. ویژگی متمایز این دریافت‌ها این است که منتشر کننده، پرداخت‌هایی را به صورت نقدی به دارنده دارایی پرداخت می‌کند. این جریان‌های نقدی با قیمت اوراق بهادار نیز مرتبط است.

- **سود (زیان) سرمایه**^۲: دومین جزء مهم بازده، سود (زیان) سرمایه است که مخصوص سهام عادی است ولی در مورد اوراق قرضه بلندمدت و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز مصداق دارد. به این جزء که ناشی از افزایش (کاهش) قیمت دارایی است، سود (زیان) سرمایه می‌گویند. این سود (زیان) سرمایه ناشی از اختلاف بین قیمت خرید و قیمت زمانی است که دارنده اوراق قرضه قصد فروش آنها را دارد. این اختلاف می‌تواند سود یا زیان باشد. مجموع این دو جزء بازده کل اوراق بهادار را تشکیل می‌دهد و نرخ بازده اوراق بهادار که معیاری جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری است به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

^۱ - Yield

^۲ - Capital Gain

$$r_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

r_{it} = نرخ بازده یک قلم دارایی

P_{it} = قیمت سهام در انتهای دوره

P_{it-1} = قیمت سهام در ابتدای دوره

D_{it} = سود تقسیمی در طی دوره

۷- ریسک^۱

تعاریف متعددی از مفهوم ریسک در سرمایه‌گذاری به عمل آمده است. در یک تعریف کلی می‌توان چنین بیان داشت که «نوسان‌پذیری بازده سرمایه‌گذاری را ریسک سرمایه‌گذاری می‌نامند». به عبارت دیگر، هر قدر بازده یک قلم سرمایه‌گذاری بیشتر تغییر کند، سرمایه‌گذاری مزبور ریسک بیشتری دارد. معیاری که جهت اندازه‌گیری تغییرات نرخ بازده از آن استفاده می‌شود، انحراف معیار نام دارد و به شرح ذیل محاسبه می‌شود (۷):

$$\sigma = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i$$

σ = انحراف معیار (شاخص ریسک سرمایه‌گذاری)

R_i = بازده دارایی در حالت i ام

\bar{R} = متوسط نرخ بازده دارایی

P_i = احتمال پیشامد حالت i ام

۷-۱- انواع ریسک

تجزیه و تحلیل‌گران مدرن منابع ریسک را که باعث تغییر و پراکندگی در بازده می‌شود به دو دسته تقسیم می‌کنند (۳). این دو نوع ریسک را که به آنها ریسک سیستماتیک و غیر

^۱ - Risk

سیستماتیک می‌گویند به صورت زیر می‌توان نشان داد:

ریسک سیستماتیک + ریسک غیر سیستماتیک = ریسک کل

ریسک غیر سیستماتیک^۱

به آن قسمت از تغییرپذیری در بازده کلی محصولات مالی که به تغییرپذیری کلی بازار بستگی ندارد، ریسک غیر سیستماتیک می‌گویند. این نوع ریسک منحصر به محصول خاصی نیست و به عواملی همچون ریسک تجاری، مالی و ریسک نقدینگی بستگی دارد. این نوع ریسک را می‌توان با ایجاد پرتفلیو کاهش داد.

ریسک سیستماتیک^۲

آن قسمت از تغییرپذیری در بازده کلی محصولات مالی را که مستقیماً به تغییرات بازار یا اقتصاد بستگی دارد ریسک سیستماتیک گویند. معمولاً تمامی اوراق بهادار تا حدودی از ریسک سیستماتیک برخوردارند و در برگیرنده عواملی همچون ریسک تورم، بازار و نرخ بهره است. این نوع ریسک غیرقابل کاهش است.

۸- عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی

عوامل زیادی بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در هر محصول مالی دخالت دارند. در این مقاله، عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی در سه دسته کلی عوامل کلان اقتصادی، عوامل خرد اقتصادی و عوامل غیر اقتصادی طبقه‌بندی شده و به‌طور خلاصه مورد بررسی قرار می‌گیرد:

۸-۱- عوامل کلان

این عوامل بر ریسک بازار تأثیر داشته که در مدل CAPM^۱ نتیجه و میزان تأثیر این

^۱ - Unsystematic risk

^۲ - Systematic risk

عوامل بر ریسک بازار، تحت عنوان ریسک سیستماتیک، با استفاده از بررسی وابستگی تغییرات قیمت هر محصول به تغییرات قیمت‌های محل بازار اندازه‌گیری می‌شود، و شامل موارد زیر می‌باشد (۱):

۱-۱-۸- سیاست‌ها و خط مشی‌های دولت

دولت به عنوان یک ناظر و سیاستگذار کلان نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه‌ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد (۶). اما به طور کلی تکرر مراکز قدرت و تصمیم‌گیری، ابهام نقش و رابطه این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه‌گانه کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت‌های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پا گیر، نقض آزادیهای اقتصادی و بی‌ثباتی سیاسی دولت، موجب افزایش ریسک سیستماتیک و لذا کاهش شدید سرمایه‌گذاری می‌گردد (۸). اقدامات و میزان دخالت دولت در اقتصاد، صنعت و بازرگانی نیز بر سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است، به این معنی که هرچه میزان دخالت دولت در اقتصاد بیشتر باشد (کاهش مشارکت بخش خصوصی)، ریسک سیستماتیک افزایش و میزان سرمایه‌گذاری در محصولات مالی کاهش می‌یابد. برای مثال اگر دولت برای جبران کسری بودجه خود اقدام به انتشار اوراق قرضه نماید، مقدار اوراق قرضه عرضه شده در قیمت و نرخ بهره‌ای از این اوراق افزایش می‌یابد که این خود منجر به کاهش قیمت اوراق و افزایش نرخ بهره می‌گردد (۱۰).

۲-۱-۸- عوامل فرهنگی و اجتماعی

در کشورهای توسعه یافته از بازار سرمایه به عنوان بازاری که موجب جلب مشارکت تمام افراد جامعه می‌شود نام می‌برند. اما در کشورهای توسعه نیافته و یا در حال توسعه به دلیل عدم فرهنگ‌سازی مناسب، درصد بسیار کمی در این بازار سهمیم هستند، درحالی که اگر

^۱- Capital Asset Pricing Model(CAPM)

بتوان بستر مناسبی فراهم نمود و با ایجاد جاذبه‌های واقعی، پس‌اندازهای مردم را به این سو هدایت کرد، این مساله موجب بالا رفتن درآمد ملی، کاهش تورم، تخصیص نقدینگی موجود در بازار مولد و افزایش سرمایه‌گذاری و رفاه نسبی در جامعه می‌شود (۶).

۳-۱-۸- وضعیت صنعت

صنایع مختلف و شرکت‌های آن تحت تاثیر شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می‌تواند دچار رونق و رکود شود. برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده‌های نفتی، تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آن دچار رونق می‌شود یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آنها دچار رکود خواهد شد (۵). از طرف دیگر هرچه میزان تاکید بر صنایع واسطه‌ای و مصرفی بیشتر باشد و وابستگی این صنایع به خارج بیشتر باشد، ریسک سیستماتیک افزایش می‌یابد که این خود منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در این صنایع می‌شود.

۴-۱-۸- شرایط اقتصادی و دوران‌های تجاری و مالی

کاهش نرخ بهره به تنهایی می‌تواند یک عامل موثر برای افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها باشد. با کاهش نرخ بهره، هزینه‌های سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد و این امر باعث افزایش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود. اما مساله زمانی حالت ایده‌آل دارد که نرخ بهره با توجه به مکانیسم‌های عرضه و تقاضا تعیین گردد، چرا که این نوع کاهش نرخ بهره اگر همراه با ابزارهای مناسب برای کنترل آثار آن نباشد، اگر چه می‌تواند باعث افزایش نرخ سرمایه‌گذاری شود، ولی به احتمال زیاد این سرمایه‌گذاری‌ها در بخش‌های غیر مولد و بعضاً مخرب برای اقتصاد خواهد بود. نکته دیگر اینکه اگر این کار بدون پیش‌بینی‌های لازم انجام شود، با توجه به نرخ تورم موجود در کشور می‌تواند باعث نوعی زیان غیر آشکار (ریسک) برای سپرده‌گذاران شود (۶). از طرف دیگر افزایش نرخ بهره، موجب افزایش ریسک نوسان نرخ بهره می‌شود، زیرا

با افزایش نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه بابت کاهش می‌یابد و در صورتی که دارنده این اوراق آن را قبل از سررسید بفروشد، متحمل زیان خواهد شد (۸).

افزایش در نرخ تورم مورد انتظار نیز بر سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است، بدین‌صورت که با افزایش نرخ تورم مورد انتظار، نرخ بازده مورد انتظار دارایی‌های فیزیکی در مقایسه با دارایی‌های مالی (محصولات مالی) بیشتر افزایش یافته و دارایی‌های فیزیکی جایگزین دارایی‌های مالی در سبد دارایی‌ها می‌شود (۱۰).

در یک اقتصاد در حال رشد (چرخه توسعه تجاری) که میزان ثروت و درآمد افراد در حال افزایش است، میزان تقاضا برای سرمایه‌گذاری در محصولات مالی افزایش می‌یابد که این خود منجر به افزایش قیمت و بازده سرمایه‌گذاری در این محصولات می‌شود. رکود اقتصادی و کاهش اشتغال نیز موجب افزایش ریسک سیستماتیک و کاهش میزان سرمایه‌گذاری می‌شود (۱۰).

۲-۸- عوامل خرد

این عوامل موجبات تغییر در ریسکی خواهند شد که مربوط به وضعیت عمومی بازار نبوده و مختص وضعیت هر شرکت است (ریسک غیرسیستماتیک) که به طور خلاصه عبارتند از:

۲-۸-۱- میزان تقاضا و کشش کالای تولیدی شرکت

میزان تقاضا و کشش کالای تولیدی شرکت نیز بر ریسک سرمایه‌گذاری در آن تاثیر می‌گذارد، به این معنی که هرچه میزان تقاضای کالای تولیدی شرکت پایین‌تر و کشش قیمتی برای کالای تولیدی بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن شرکت نیز افزایش می‌یابد.

۲-۲-۸- سیاستها و خط مشی های مدیریت

مدیریت شرکت می‌تواند با به کار گیری استراتژی‌های گوناگون در رابطه با سرمایه در گردش، میزان نقدینگی شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. این استراتژی‌ها را میزان ریسک و بازده

آنها مشخص می‌کند. استراتژی‌های سرمایه در گردش به دو دسته استراتژی‌های محافظه کارانه و استراتژی‌های جسورانه تقسیم می‌شوند:

استراتژی محافظه کارانه

استراتژی محافظه کارانه آن است که شرکت با نگهداری پول نقد و اوراق بهادار قابل فروش می‌کوشد قدرت نقدینگی خود را حفظ کند. ریسک این استراتژی بسیار اندک است، زیرا داشتن قدرت نقدینگی نسبتاً زیاد به شرکت این امکان را می‌دهد که موجودی کالا را به مقدار کافی تهیه و اقدام به فروش نسبه کند. از این رو ریسک از دست دادن مشتری بسیار اندک است، از طرف دیگر، نقدینگی نسبتاً زیاد به آنها این امکان را می‌دهد که بدهی‌های سر رسید شده را به موقع بپردازند و با خطر ورشکستگی مواجه نشوند. از طرف دیگر مدیر محافظه کار می‌کوشد تا در ساختار سرمایه شرکت، میزان وام‌های کوتاه مدت را به حداقل برساند که این امر احتمال ریسک ورشکستگی (ناتوانی در باز پرداخت به موقع وامها یا تمدید آنها) را به شدت کاهش خواهد داد (۸).

استراتژی جسورانه

مدیری که از استراتژی جسورانه استفاده می‌کند، همواره می‌کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن برساند. اگر مدیر جسورانه عمل کند، درصدد بر می‌آید تا وجوهی را که در موجودی کالا سرمایه‌گذاری می‌شود به حداقل برساند، در این وضعیت شرکت باید ریسک عدم پرداخت به موقع بدهی‌های سر رسید شده را بپذیرد. چنین شرکتی شاید نتواند پاسخگوی سفارش‌های مشتریان باشد و از این لحاظ هم متحمل ضرر خواهد شد (چون نمی‌تواند فروش کند). از طرف دیگر مدیر جسور می‌کوشد تا سطح وام‌های کوتاه مدت را به حداکثر برساند و دارایی‌های جاری خود را از محل این وامها تامین کند که در این وضعیت خطر و احتمال اینکه شرکت نتواند به موقع آنها را باز پرداخت کند (ریسک ورشکستگی)

افزایش خواهد یافت، ضمن اینکه وقتی بازار با کمبود پول و اعتبار مواجه است، گرفتن وام‌های کوتاه‌مدت به آسانی میسر نمی‌شود و هزینه آنها بالا خواهد رفت (۸).

۳-۲-۸- وضعیت مالی و حساب‌های شرکت

ساختار مالی شرکت که ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام آن را تعیین می‌کند آثار هزینه‌ای و ریسکی بر عملکرد شرکت دارد. ساختار مختلف تامین مالی و اثر آن بر شرکت‌های مختلف در شرایط متفاوت اقتصادی تفاوت خواهد داشت (۵). برای مثال اگر در ساختار سرمایه شرکت اوراق قرضه وجود داشته باشد، احتمال دارد که شرکت دچار نوعی بحران مالی شود. شرکت موقعی دچار بحران مالی می‌شود که نتواند اصل و فرع بدهی‌های خود را در موعد مقرر بپردازد (به طور کلی نتواند، طبق مفاد قرارداد عمل کند). به عبارت دیگر، اگر شرکتی اوراق قرضه منتشر کند، متعهد شده است که از محل سودهای نامعلوم آینده، هزینه بهره ثابتی را بپردازد. این اقدام باعث افزایش درجه ریسک و بازده سهامداران شرکت خواهد شد. نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت باید بیش از نرخ بهره اوراق قرضه باشد تا مقدار سود هر سهم شرکت کاهش نیابد (۸).

قابلیت نقدشوندگی یک محصول مالی نیز بر ریسک سرمایه‌گذاری در آن محصول تاثیرگذار است. قابلیت نقدشوندگی یک محصول مالی به معنای امکان فروش سریع آن است. هرچه بتوان یک محصول مالی را سریعتر و با هزینه کمتری به فروش رساند قابلیت نقدینگی آن بیشتر و ریسک سرمایه‌گذاری در آن کاهش می‌یابد (۱۰).

ثبات نسبی سودآوری یک محصول مالی در سرمایه‌گذاری در آن موثر است، بدین صورت که هرچه میزان انحراف سودآوری سال‌های گذشته و یا سودهای احتمالی دوره‌های آتی نسبت به میانگین سود یا سود مورد انتظار بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن محصول بالاتر و در مقابل ارزش آن کمتر خواهد بود (۱۰).

۴-۲-۸- میزان وابستگی تولید شرکت به عوامل حیاتی و به خارج، وضعیت عمومی و

جهانی منابع

صنایع مختلف و شرکت‌های آن تحت تاثیر شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می‌تواند دچار رونق و رکود گردد. برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده‌های نفتی، تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آن دارای رونق می‌گردد یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آنها دچار رکود خواهد شد (۵). بنابر این هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به خارج و عوامل حیاتی بیشتر باشد و وضعیت عمومی و جهانی منابع تولیدی مورد نیاز شرکت نامساعد تر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن شرکت افزایش می‌یابد.

۳-۸- عوامل غیر اقتصادی

این عوامل بر فرآیند تصمیم‌گیری پیرامون سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیر می‌گذارد و شامل تمایل به ریسک، ادراک ریسک، نرخ بازده مورد انتظار، تجربه و دانش سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران، بازده تاریخی و اطلاعات عملکرد گذشته می‌باشد (۱۳).

۴-۸- مطالعات تجربی تاثیر عوامل غیر اقتصادی بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در

محصولات مالی

در این قسمت به منظور بررسی تاثیر این عوامل در سرمایه‌گذاری در محصولات مالی به طور خلاصه به نتایج پژوهش انجام شده در مورد این عوامل اشاره می‌گردد. اما قبل از آن، لازم است توضیح مختصری درباره هر یک از عوامل ارائه شود.

۱-۴-۸- تمایل به ریسک^۱: احتمال درگیر شدن در یک فعالیت خاص و در مورد

سرمایه‌گذاری عبارتست از میزان سرمایه‌گذاری شده در یک محصول مالی خاص (۱۷ و ۲۰ و ۲۱).

^۱ - Risk propensity

۲-۴-۸- ادراک ریسک^۱: عبارتست از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات پیرامون ریسک. به اعتقاد السن^۲ مدیران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و سرمایه‌گذاران فردی با تجربه دارای ادراک ریسک سرمایه‌گذاری مشابه هستند (۱۴).

۱-۲-۴-۸- ابعاد ادراک ریسک سرمایه‌گذاری

به اعتقاد ایونیو^۳ و دیاکول^۴، ادراک ریسک سرمایه‌گذاران متخصص و مبتدی رامی‌توان با ۵ فاکتور مناسب اصلی به شرح زیر بیان کرد (۹):

۱- عدم اطمینان نسبت به عرضه‌کنندگان سهام

۲- نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره

۳- نگرانی درباره تغییرات بازده

۴- شفاف نبودن اطلاعات

۵- نقض مقررات

عدم اطمینان نسبت به عرضه‌کنندگان سهام

این بعد از ریسک به واسطه اعمال کسانی که مسئول اداره یک سازمان هستند به وجود می‌آید (ریسک مدیریت) و منتج از تصمیمات بد تجاری - مالی است که خود منجر به ریسک تجاری و مالی می‌گردد.

ریسک تجاری: ریسک ناشی از انجام تجارت و کسب و کار در یک صنعت خاص یا

یک محیط خاص را ریسک تجاری می‌گویند. به عبارت دیگر ریسک تجاری را در ناتوانی یک شرکت در پایداری صحنه رقابت، یا در حفظ نرخ رشد و یا ثبات میزان سوددهی در کوتاه مدت

^۱- Risk perception

^۲- Olsen

^۳- Eunew

^۴- Diacoul

یا بلند مدت می‌توان تعریف کرد. در چنین حالتی میزان سود تقسیمی شرکت کاهش می‌یابد و این کار بر بازدهی و تغییرپذیری بازدهی سالانه آثار نا مطلوبی می‌گذارد (۳).

ریسک مالی: ریسک ناشی از به‌کارگیری بدهی در شرکت است. شرکتی

که میزان بدهی آن بیشتر باشد، ریسک مالی آن افزایش می‌یابد (۳).

نگرانی نسبت به وقایع غیر منتظره

صنایع مختلف و شرکت‌های آن تحت تاثیر شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می‌تواند دچار رونق و رکود گردد. برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده‌های نفتی، تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آن دچار رونق می‌گردد یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آنها دچار رکود خواهد شد (۵). بنابر این هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به عوامل خارجی بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن شرکت افزایش می‌یابد.

نگرانی نسبت به تغییرات بازده

مهمترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن می‌باشد. از آنجایی که اغلب تصمیم‌گیری‌ها جهت سرمایه‌گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد و یک سرمایه‌گذار همواره دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود مدنظر قرار می‌دهد، بنابراین هرچه میزان انحراف سودآوری سالهای گذشته و یا سودهای احتمالی دوره‌های آتی نسبت به میانگین سود یا سود مورد انتظار بیشتر باشد، ریسک سهم بالاتر و در مقابل ارزش آن کمتر خواهد بود.

شفاف نبودن اطلاعات

تصمیم‌گیری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هر چه اطلاعات دوره‌ای شرکت به صورت منظم‌تر و شفاف‌تری منتشر شود، اثر آن در قیمت سریعتر

بوده و سهم از نقدینگی و گردش مناسبتری بر خوردار خواهد گردید و به تبع آن ریسک سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد (۵).

کارا شدن هر بازاری مستلزم این است که اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، شرایط اقتصادی و اوراق‌بهدار، به سرعت و سهولت در دسترس همگان قرار گیرد. این اطلاعات به صورتی مناسب به وسیله سرمایه‌گذاران در قیمت ورقه‌بهدار تفسیر می‌شوند و بنابراین قیمت همیشه انعکاسی از اطلاعات رایج است. برای اینکه این اطلاعات در دسترس همگان قرار گیرد باید رایگان باشد.

نقض قوانین و مقررات

دولت به عنوان یک ناظر و سیاستگذار کلان نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه‌ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد (۶). اما به طور کلی تکثر مراکز قدرت و تصمیم‌گیری، ابهام نقش و رابطه این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه‌گانه کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت‌های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پا گیر، نقض آزادی‌های اقتصادی، بی‌ثباتی سیاسی دولت، موجب افزایش ریسک سیستماتیک و لذا کاهش شدید سرمایه‌گذاری می‌گردد (۸).

۳-۴-۸- نرخ بازده مورد انتظار^۱: عبارتست از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به دست آورند. بازده مورد انتظار با عدم اطمینان همراه است و احتمال دارد برآورده شود و یا اینکه برآورده نشود (۳).

۴-۴-۸- سرمایه‌گذاران متخصص^۱: این دسته از سرمایه‌گذاران، منابع مالی بیشتر و پایدارتری دارا می‌باشند، تجربه و تخصص آنها در سرمایه‌گذاری بیشتر می‌باشد، دارای دید بلندمدت بوده و معمولاً به صورت مستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (محقق).

^۱ - Expected return

۵-۴-۸- سرمایه‌گذاران مبتدی^۲: این دسته از سرمایه‌گذاران در مقایسه با سرمایه‌گذاران متخصص، منابع مالی کمتری دارند، تجربه و دانش آنها در سرمایه‌گذاری کمتر می‌باشد، دارای دید کوتاه مدت‌تر بوده و بیشتر از مشاوران مالی مستقل در سرمایه‌گذاری‌های خود استفاده می‌کنند (محقق).

۵-۸- شیوه پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه پژوهش، توصیفی - پیمایشی از شاخه میدانی می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌ها و تحلیل آنها از پرسشنامه محقق ساخته استفاده گردیده است.

کلیه افرادی که در زمان انجام پژوهش در بازارهای بورس اوراق بهادار و بازار پول انگلیس حضور فعال و مستمر داشتند، جامعه آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند و روش نمونه‌برداری آن، تصادفی (در دسترس) می‌باشد، بدین صورت که ابتدا با مطالعه مقدماتی^۳ بر روی جامعه آماری، محاسبه واریانس نمونه اولیه و استفاده از فرمول مربوط، حجم نمونه مشخص گردیده و سپس به صورت تصادفی، پرسشنامه میان آنها توزیع گردید. نمونه محصولات مالی مورد بررسی در این پژوهش شامل اوراق قرضه، سهام و حساب سپرده می‌باشد. در این پژوهش جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات پژوهش از آمار توصیفی و آمار استنباطی (آزمون^۴ زوجی و آزمون ANOVA) استفاده گردیده است.

۶-۸- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بازده تاریخی با تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی دارای

^۱ - Expert investor

^۲ - Novice investor

^۳ - Pilot Study

همبستگی مثبت است.

انتظار می‌رود که بازده تاریخی بالاتر در مورد محصولات مالی یک شرکت منجر به تمایل به ریسک بالاتر در سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در محصولات مالی آن شرکت شود.

فرضیه دوم: تمایل به ریسک دارای همبستگی منفی با ادراک ریسک است، به طوری که ادراک ریسک بالاتر در مورد محصولات مالی یک شرکت، تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در محصولات مالی آن شرکت کاهش می‌دهد.

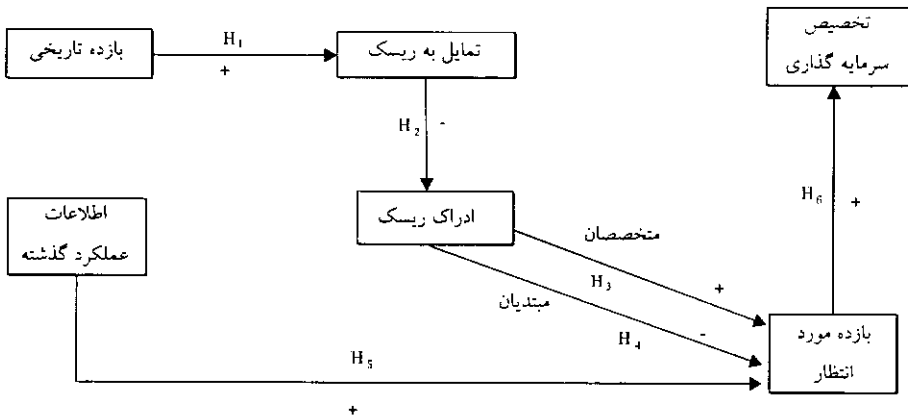
فرضیه سوم: از دید سرمایه‌گذاران متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار همبستگی مثبتی وجود دارد.

فرضیه چهارم: از دید سرمایه‌گذاران مبتدی (نوآموز)، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار همبستگی منفی وجود دارد.

بررسی تحقیقات حاکی از یک دیدگاه عقلایی در سرمایه‌گذاری است، بدین صورت که سطوح بالاتر ریسک با نرخ بازده مورد انتظار بالاتر همراه خواهد بود، اما رفتار سرمایه‌گذاران متخصص و مبتدی در این باره متفاوت خواهد بود. بدین صورت که سرمایه‌گذاران متخصص در سرمایه‌گذاری دیدگاه عقلایی را دنبال کرده که همان همبستگی مثبت میان ریسک و بازده است، ولی از دید سرمایه‌گذاران مبتدی همبستگی ریسک و بازده منفی است.

فرضیه پنجم: انتظارات بازده که از اطلاعات عملکرد گذشته مشتق خواهد بود، مبنایی برای نرخ بازده آتی خواهد بود.

فرضیه ششم: میان نرخ بازده مورد انتظار و تخصیص سرمایه‌گذاری همبستگی مثبتی وجود دارد.



نمودار ۱- مدل تحقیق

علامت مثبت و منفی در مدل فوق مشخص کننده جهت هر رابطه است و هدف از این پژوهش بررسی و آزمایش روابط تعیین شده در مدل می باشد.

۸-۷- نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: نتایج حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که همبستگی بالایی میان نمرات ریسک فعلی و گذشته وجود دارد (۷۸٪)، و بنابراین فرضیه ۱ تأیید می شود. به عبارت دیگر نرخ ریسک گذشته شاخصی برای رفتار ریسک آینده است. در این تحقیق از آزمون t زوجی، برای رد این فرضیه که تفاوتی میان نمرات ریسک گذشته و فعلی وجود ندارد، استفاده شد. نتایج این آزمون نشان داد که تفاوت معناداری از لحاظ آماری میان نمرات ریسک گذشته و فعلی وجود دارد، بدین معنی که میانگین نمرات ریسک گذشته پایین تر از نمرات ریسک فعلی است و سطح ریسک پرتفولیوی سرمایه گذاری در طی زمان در حال افزایش است.

فرضیه دوم: در بسیاری از موارد یک همبستگی منفی میان تمایل به ریسک (احتمال درگیر شدن در فعالیت) و ادراک ریسک وجود دارد. تنها در یک فعالیت قماربازی و شرط بندی

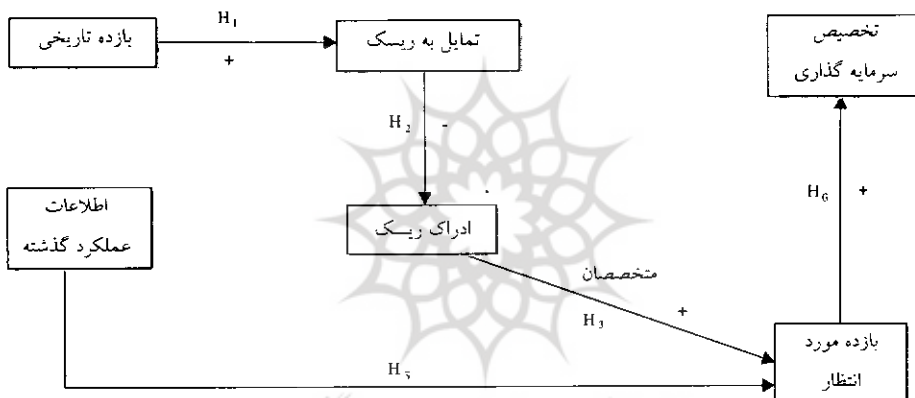
همبستگی معنا داری میان تمایل به ریسک و ادراک ریسک وجود ندارد و این بدان معنی است که در سطوح بالاتر ریسک درک شده یک سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران با احتمال کمتری در آن فعالیت سرمایه‌گذاری می‌کنند.

در این تحقیق همبستگی منفی میان ادراک ریسک و تمایل به ریسک (تخصیص سرمایه‌گذاری) در مورد سرمایه‌گذاری در همه محصولات مالی بجز سپرده‌ها معنی‌دار بود. بنابراین فرضیه ۲ برای همه انواع محصولات مالی مورد بررسی بجز سپرده اثبات شد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران کمترین مقدار را به دارایی‌هایی که بیشترین میزان ریسک را از آنها دریافت می‌کنند، تخصیص می‌دهند. سرمایه‌گذاری در حساب سپرده تفاوت معنی داری میان سرمایه‌گذاران مبتدی و متخصص نشان نمی‌دهد و بنابراین بیشتر سرمایه‌گذاران مقداری از پول خود را به حساب‌های سپرده بدون در نظر گرفتن و ارزیابی ریسک آنها تخصیص می‌دهند.

فرضیه سوم و چهارم: نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها حاکی از آن است که از دید سرمایه‌گذاران متخصص همبستگی مثبت و معنی داری میان ادراک ریسک و انتظارات بازده آتی وجود دارد، در حالیکه از دید سرمایه‌گذاران مبتدی هیچ نوع همبستگی میان ادراک ریسک و بازده مورد انتظار آتی وجود ندارد، بنابراین فرضیه سوم تایید و فرضیه چهارم رد می‌شود.

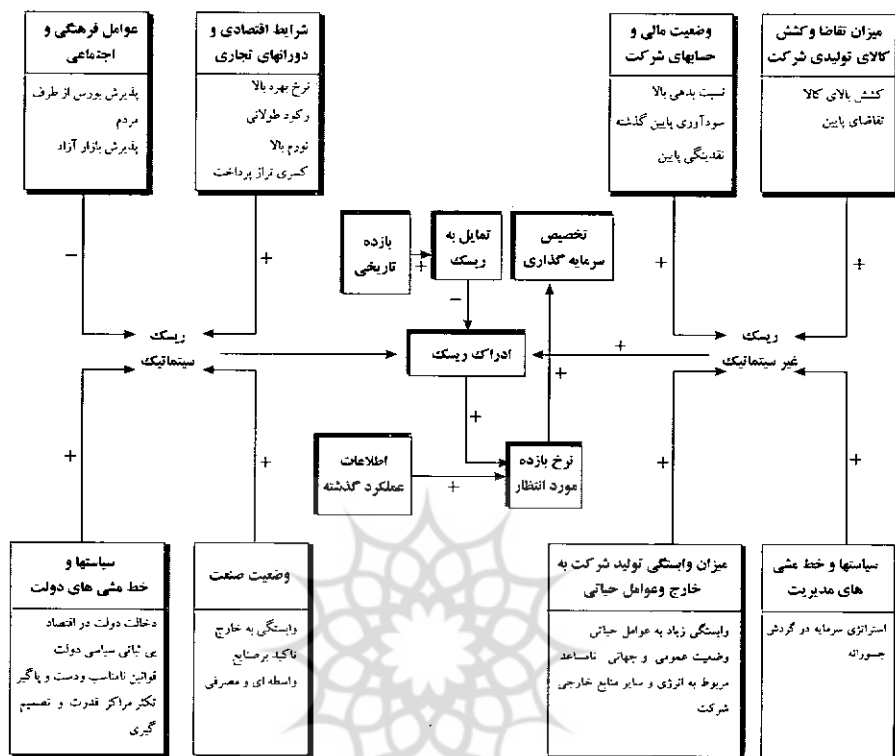
فرضیه پنجم: نتایج حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که گروهی از سرمایه‌گذاران که دارای اطلاعات عملکرد گذشته می‌باشند، دارای میانگین نرخ بازده مورد انتظار بالاتر از گروهی که این اطلاعات را ندارد می‌باشند. این بدان معنی است که در سرمایه‌گذاری‌های مشابه، فراهم آوردن اطلاعات عملکرد گذشته، بازده‌های مورد انتظار بالاتر از هنگامی که اطلاعات عملکرد گذشته فراهم نشده است ایجاد می‌کند. بنابراین فرضیه ۵ در مورد همه محصولات آزمایش شده تأیید می‌شود.

فرضیه ششم: نتایج حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که همبستگی میان نرخ بازده مورد انتظار آتی و تخصیص سرمایه‌گذاری در همه انواع محصولات بجز حساب سپرده معنی‌دار می‌باشد. به عبارت دیگر نرخ بازده مورد انتظار بالاتر، تخصیص سرمایه‌گذاری بالاتری را به همراه دارد. در این تحقیق تفاوت معنی‌داری میان سرمایه‌گذاران متخصص و مبتدی برای حساب‌های سپرده یافت نشد، به عبارت دیگر، تصمیم به سرمایه‌گذاری در حساب‌های سپرده، نرخ بازده مورد انتظار و ادراک ریسک را در نظر نمی‌گیرد.



نمودار ۲- مدل نهایی تحقیق

بنابراین با توجه به آنچه که در این مقاله پیرامون عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری در محصولات مالی در بورس اوراق بهادار مورد بحث قرار گرفت، می‌توان مدل ترکیبی این عوامل را می‌توان به صورت زیر پیشنهاد داد:



نمودار ۳- مدل ترکیبی عوامل موثر بر سرمایه گذاری در محصولات مالی در بورس

اوراق بهادار

راهنما: علامت (+) بیانگر همبستگی مثبت میان عوامل است.

علامت (-) بیانگر همبستگی منفی میان عوامل است.

۹- جمع بندی و نتیجه گیری

در این مقاله ضمن اشاره به فرآیند سرمایه گذاری و ریسک و بازده سرمایه گذاری در محصولات مالی، عوامل موثر بر سرمایه گذاری در محصولات مالی در قالب سه دسته عوامل

کلان اقتصادی، عوامل خرد اقتصادی و عوامل غیر اقتصادی به طور خلاصه مورد بررسی قرار گرفت و در پایان مدل ترکیبی از این عوامل ارائه گردید. نتایج این مقاله حاضر عبارتند از:

- عوامل کلان اقتصادی (عوامل فرهنگی و اجتماعی، شرایط اقتصادی و دوران‌های تجاری و مالی، وضعیت صنعت، سیاست‌ها و خط‌مشی‌های دولت) بر ریسک سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است.

- عوامل خرد اقتصادی (میزان تقاضا و کشش کالای تولیدی شرکت، وضعیت مالی و حساب‌های شرکت، سیاستها و خط‌مشی‌های مدیریت، میزان وابستگی تولید شرکت به خارج و عوامل حیاتی) بر ریسک غیر سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است.

- ادراک ریسک با تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری همبستگی منفی دارند، به این معنی که افراد با ادراک ریسک بالا در مورد یک محصول مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در آن محصول مالی خواهند داشت و میزان سرمایه‌گذاری خود را در مورد آن محصول مالی کاهش خواهند داد.

- سرمایه‌گذاری در مورد حساب سپرده بدون در نظر گرفتن رابطه ریسک و بازده صورت می‌گیرد و این بیانگر آن است که این محصول مالی به عنوان یک سرمایه‌گذاری ویژه حداقل بخشی از پرتفوی همه سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد.

- نرخ بازده مورد انتظار با تخصیص سرمایه‌گذاری در محصولات مالی دارای همبستگی مثبت می‌باشد، بدین معنی که نرخ بازده مورد انتظار بالاتر در مورد یک محصول مالی موجب می‌گردد که سرمایه‌گذاران میزان سرمایه‌گذاری خود را در مورد آن محصول مالی افزایش دهند.

- اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است، بدین معنی که وجود اطلاعات عملکردی مطلوب در مورد گذشته یک شرکت، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در محصولات مالی آن شرکت را کاهش می‌دهد و

بالعکس، وجود اطلاعات عملکردی نامطلوب در مورد گذشته یک شرکت، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در محصولات مالی آن شرکت را افزایش می‌دهد.

- وجود دانش و تجربه سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران موجب می‌گردد که آنها ارتباط میان ریسک و بازده را بهتر درک کرده و تصمیمات درست‌تری اخذ نمایند.

- از دید سرمایه‌گذاران متخصص میان ریسک و بازده همبستگی مثبتی وجود دارد در

حالی که از دید سرمایه‌گذاران مبتدی هیچ همبستگی میان ریسک و بازده وجود ندارد.



منابع و مآخذ

الف: فارسی

- ۱- پیر صالحی، مجتبی، بررسی رابطه ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان، ۱۳۷۲.
- ۲- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، (۱۳۷۵)، بورس اوراق بهادار، چاپ دوم، تهران، دانشگاه تهران.
- ۳- جونز، چارلز پی. مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم، ۱۳۸۴.
- ۴- راعی، رضا و تلنگی، احمد، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، انتشارات سمت، چاپ اول، ۱۳۸۳، ص ۱۱۳-۱۱۴.
- ۵- عبدالله زاده، فرهاد، مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، انتشارات نشر پردازش گران، چاپ اول، ۱۴۸۰، ۱۳۸۱-۱۵۲.
- ۶- عوامل موثر بر بازار سرمایه، شرکت آزمون احیاء سپاهان، فصلنامه احیاء، شماره ۱۲، ۱۳۸۴، ص ۱۷-۱۵.
- ۷- مدرس سبزواری، احمد و عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۷۸)، مدیریت مالی، جلد دوم، تهران، چاپ و نشر بازرگانی.
- ۸- نوو، ریموند پی. مدیریت مالی، ترجمه جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، انتشارات سمت، جلد دوم، ۱۳۸۰، ص ۲۰۱.

ب: انگلیسی

- 1- Diacon, S.R. and Ennew, C. "Consumer perceptions of financial risk", Geneva

- Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice, (2001), Vol. 26 No. 3, pp. 389-409.
- 2- Eakins, Stanley G. Mishkin, Frederic S.(1999), Financial Markets and Institutions, Third Edition, pp.78-120.
 - 3- Francis, J.C. (1976). Investment. (2 nd Ed). New York: MacGraw – Hall Inc.
 - 4- Haugen, .R.A. (1990). Modern Investment theory. (2 nd Ed). New Jersey : Printic Hall Inc.
 - 5- Kathleen Byrne, How do consumers evaluate risk in financial products? Journal of Financial Services Marketing, Henry Stewart Publications, (2005). Vol.10, pp. 21-36.
 - 6- Olsen, R.(1997) "Investment risk: The expert's perspective", Financial Analysis Journal, Vol . 53, No.2, pp.62-66.
 - 7- Rabin, A. and Kahnemmn ,D. (1971)"Belief in the law of small numbers", sychological Bulletin, Vol.2, pp.105-110.
 - 8- Sharp, .w.f., & Aleander, .G.J., & Bailey, .J.V. (1995). Investment. New Jersey: printic – Hall Inc.
 - 9- Sitkin, S.B. and Pablo, A.L.(1992)"Reconceptualizing the determinants of risk behaviour", Academy of Management Review, Vol.17, pp.9-39.
 - 10- Sitkin , S.B. and Weingart , L . R .(1995)" Determinants of risky decision-making behavior : A test of the mediating role of risk perceptions and propensity", Academy of Management Journal , Vol . 38, No. 6, pp.1573-1582.
 - 11- Tversky, A. and Kahneman, D.(1982)" Judgements of and by Under uncertainty: Heuristics and Biasis Judgement representativeness Press, Cambridge Universit, UK, PP.84-100

- 12- Weber, E.and Milliman ,R . (1997)" Perceived risk attitudes: Relating risk perception to risky choice", Management Science, Vol.43, No.2, pp .123-144.
- 13- Weber,E., Blais, A.-R.and Betz, N,(2002) "A domain- specific risk- attitude scale: Measuring risk perception and behaviors", Journal of Behavioral Decision Making,Vol.15,No. 4, pp.263-290.

