

## بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس منطقه‌ای اصفهان در زمینه پیش- بینی بازار و انتخاب سهام

سید عباس هاشمی\* اصغر حق شناس\*

محمد ولیبیدگلی\*\*

تاریخ دریافت مقاله: ۸۵/۸/۲۷

تاریخ پذیرش مقاله: ۸۶/۴/۱۲

در سالهای اخیر توسعه بازار سرمایه به ویژه گسترش عملیات بورس اوراق بهادار کشور، مورد توجه خاص مسئولین امر بوده است. یکی از راههای گسترش بورس اوراق بهادار، راه اندازی بورس های منطقه ای در سطح کشور می باشد. در سال ۱۳۸۲ اولین بورس منطقه ای در شهر مشهد و سپس در اصفهان و شیراز و چندین کلان شهر دیگر تأسیس و شروع به کار نمودند. برای پیش بینی بازار و انتخاب سهام توسط سرمایه گذاران روشهای مختلفی وجود دارد که مشهورترین آنها روش های تجزیه و تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکی و تجزیه و تحلیل پرتفولیو می باشد. هدف از این تحقیق بررسی میزان استفاده از روشهای مذکور توسط سرمایه گذاران در بورس های منطقه ای است. بدلیل عدم دسترسی به کلیه سرمایه گذاران و بعضاً آشنا نبودن آنها با فنون و روشهای مورد استفاده برای پیش بینی بازار و انتخاب سهام، لذا از تحلیل گران مالی شرکتهای سرمایه گذاری و کارگزاری به عنوان جایگزین آنها استفاده شده است. از آنجایی که بورس منطقه ای اصفهان از جمله اولین بورس های منطقه ای کشور می باشد، لذا از تحلیل گران شرکتهای سرمایه گذاری و کارگزاری که در این

---

\* اعضای هیأت علمی گروه حسابداری و مدیریت دانشگاه اصفهان

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مالی دانشگاه اصفهان

بورس منطقه ای فعالیت می کنند به عنوان جامعه آماری استفاده گردیده است. در این پژوهش از روش پرسشنامه ای برای جمع آوری داده ها استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که تحلیل گران بورس منطقه ای اصفهان بر روش های سنتی یعنی تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکی، نسبت به روش تجزیه و تحلیل پرتفولیو تأکید بیشتری دارند.

**واژه های کلیدی:** پیش بینی بازار، انتخاب سهام، تجزیه و تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکی و تجزیه و تحلیل پرتفولیو.

در بورس اوراق بهادار، مانند بسیاری از بازارها، افرادی فعالیت دارند که بر اساس آموخته های تجربی خود، مشورتهای زبانی، شایعات و جو بازار اقدام به معامله می نمایند، بی آنکه به ساختار بازار اشراف داشته باشند. از اصطلاحات رایج استفاده می کنند، بی آنکه ریشه آنها بدانند. در یک جمله می توان گفت غیر استاندارد عمل می کنند. البته این بدین معنی نیست که نتایجی که آنها کسب می کنند، مطلوب نیست؛ بلکه تجارب آنها شخصی است و بعضاً قابل انتقال نیست، از این رو غیر استاندارد محسوب می شوند. اما کسانی که با دیدگاه روشن تر به بازار سهام می نگرند، معمولاً روش های خرید و فروش بصورت علمی و فنی را ترجیح می دهند.

سرمایه گذاران با رفتارهایی که به هنگام خرید یا فروش سهم از خود بروز می دهند، می توانند در رونق و رکود بازار بورس اوراق بهادار نقش بسیار مهمی ایفا نمایند. پیش بینی بازار و نحوه انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار، یکی از مسایل مهم سرمایه گذاران در این گونه بازارهاست. اگر سرمایه گذاران از سطح آگاهی بالایی برخوردار بوده و به هنگام پیش بینی بازار و انتخاب سهام که از حساسترین مراحل فرآیند سرمایه گذاری در اوراق بهادار می باشند، از روش های علمی استفاده نمایند، مسلماً بازار بورس اوراق بهادار می تواند عملکرد بهتری داشته و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی فراهم گردد.

تصور بر این است که سرمایه گذاران حرفه‌ای از روش های علمی برای پیش بینی بازار و انتخاب سهام استفاده می کنند که جای بررسی دارد. سه روش عمده برای تجزیه و تحلیل سهام وجود دارد:

- ۱- تجزیه و تحلیل بنیادی (اصولی)<sup>۱</sup>
- ۲- تجزیه و تحلیل تکنیکی (نموداری)<sup>۲</sup>
- ۳- تجزیه و تحلیل پرتفولیو (پرتفوی)<sup>۳</sup>

روش بنیادی (اصولی)، عبارتست از بررسی صورتهای مالی شرکتها و دیگر اطلاعات اقتصادی و مالی به منظور تعیین ارزش ذاتی شرکت. اساس روش بنیادی بر این فرض استوار است که یک سرمایه گذار باید برای خریدن سهام، وضع اقتصادی کشور، وضع صنعت مربوطه و وضع شرکت را تجزیه و تحلیل کند. در این روش، سهام تا وقتی بازدهی بالایی دارند و قیمت آنها کمتر از ارزش ذاتی شان می باشد، نگهداری می شوند و هنگامی که قیمتشان به بیش از ارزش ذاتی رسید به فروش می رسند.

روش تکنیکی (نموداری)، فرآیند تحلیل قیمتهای تاریخی سهام در جهت تعیین قیمتهای احتمالی آینده است. کاربرد روش نموداری بر این فرض گذاشته شده است که از طریق مطالعه رفتار قیمت و حجم معامله سهام در گذشته، می توان قیمت آینده آنها را تعیین کرد. بنابر این شخصی که از این روش استفاده می کند بر اساس تجزیه و تحلیل نمودار مربوط به حجم و قیمت سهام، سهام مورد نظر را خریداری می کند و یا بفروش می رساند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

- 1- Fundamental analysis
- 2- Technical analysis
- 3- Portfolio analysis

روش پرتفولیو، به بررسی سبد سهام بر اساس ریسک و بازده می‌پردازد. این روش بر دو فرض استوار است: بازار سرمایه کارا می‌باشد و اطلاعات مربوط به بازار و یکایک سهام در دسترس همه است (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

بازار سرمایه ایران از آغاز شکل‌گیری بر پایه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت سال ۱۳۴۵، کم و بیش به داد و ستد دست دوم اوراق سهام عادی و در تالار بورس اوراق بهادار تهران محدود و منحصر بود. جهت سرمایه‌گذاری و امکان‌سازی مشارکت همه افراد در سراسر کشور برای سرمایه‌گذاری در بورس و ایجاد هم‌ترازی در رشد اقتصادی کشور، بورس‌های منطقه‌ای در ایران شروع به کار کردند (اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی، ۱۳۷۹). بر اساس اطلاعات موجود پس از ایجاد بورس‌های منطقه‌ای تاکنون تحقیقی در زمینه روش‌های مورد استفاده تحلیل‌گران مالی بورس‌های منطقه‌ای و میزان استفاده از هر یک از آنها انجام نشده است. برای انجام این پژوهش از بین بورس‌های منطقه‌ای، بورس اصفهان با توجه به قدمت و حجم مبادلات در بین بورس‌های منطقه‌ای انتخاب شد. هدف اصلی از این پژوهش بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس منطقه‌ای اصفهان در زمینه پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام می‌باشد.

### **پیشینه و تاریخچه موضوع پژوهش**

همزمان با پیدایش بازارهای مالی بحث تحلیل بازار بوجود آمد. سرمایه‌گذاران برای اینکه نسبت به حفظ سرمایه‌گذاری خود در شرکتها مطمئن باشند و همچنین به منظور افزایش بازده و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری خود به تحلیل بازار برای انتخاب بهترین گزینه برای سرمایه‌گذاری می‌پرداختند. بعد از پیدایش و ایجاد بازاری به نام بورس در کشورهای توسعه‌یافته، بحث تحلیل بازار سهام به میان آمد. در این بازار مشکل عدم شفافیت بازارهای قدیمی رفع شده بود و دارای مزایای بی‌شمار دیگری

نیز بود (مورفی<sup>۱</sup>، ۱۳۸۴). قدیمی ترین تکنیک برای تحلیل بازار سهام، تکنیک بنیادی (اصولی) است که عبارت از: بررسی صورتهای مالی شرکتها و دیگر اطلاعات اقتصادی و مالی به منظور تعیین ارزش ذاتی شرکت می باشد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

در سال ۱۸۸۲ چارلز داو<sup>۲</sup> به همراه شریک تجاریش ادوارد جونز<sup>۳</sup>، کمپانی داو جونز<sup>۴</sup> را تأسیس کرد. او نظریاتش را در قالب مقالاتی برای مجله وال استریت ارایه می کرد. امروزه با گذشت بیش از یک قرن، اغلب تحلیل گران تکنیکی و محققان بازار سرمایه عقیده دارند که پایه و اساس آنچه امروزه به عنوان تحلیل تکنیکی شناخته می شود در واقع همان نظریه هایی است که توسط داو ارایه شده است (مورفی، ۱۳۸۴).

بعد از آن تحقیقات فراوانی در مورد مؤثر بودن هر یک از روشهای تحلیل بازار انجام شد. گروسمن و استیگلتز<sup>۵</sup> (۱۹۷۶)، تحقیقی بر روی بازار مبادلاتی ارز انجام دادند. نتایج آن تحقیق نشان داد که تحلیل تکنیکی می تواند قیمتهای تعادلی را در بازار مبادلاتی ارز را تعیین نماید. نتایج تحقیقات آن دو توسط فرانکل و فروت<sup>۶</sup> (۱۹۸۶)، و آلن و تیلور<sup>۷</sup> (۱۹۸۹)، تأیید شد. اوکن و کارتر<sup>۸</sup> (۱۹۹۰)، با تحقیقی که در بازار سهام امریکا انجام دادند به این نتیجه رسیدند که در بازار سهام بیشتر از تکنیک بنیادی (اصولی) استفاده می شود و تجزیه و تحلیل تکنیکی در رتبه دوم قرار

1- Murphy

4- Dow Jenes CO.

7- Allen &amp; Taylor

2- Charl Dow

5- Grossman &amp; Stiglitz

8- Auken &amp; Carter

3- Edward Jones

6- Frankle &amp; Froot

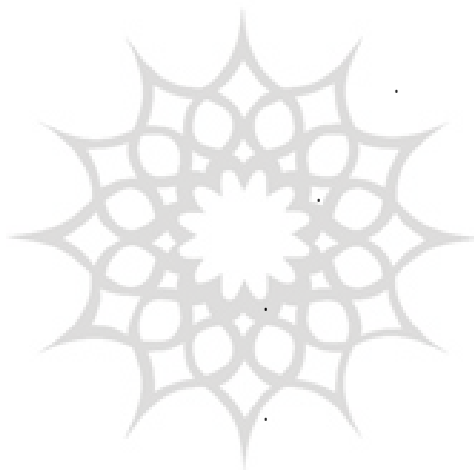
دارد. اگر چه استفاده از تجزیه و تحلیل تکنیکی در بازار سرمایه داری با کارآیی ضعیف مورد شک و تردید است، اما در عمل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای علاقه خاصی به استفاده از تجزیه و تحلیل تکنیکی دارند. در مورد مفید بودن استفاده از تکنیکهای بنیادی در تحلیل بازار سهام مطالعات زیادی انجام شده است. مقالات اخیر نشان می‌دهد که بازده ماهانه، سه ماهه و سالانه می‌تواند با استفاده از تجزیه و تحلیل نسبت P/E (قیمت به درآمد هر سهم)، بازده سود سهام، متغیرهای اقتصادی و شرایط ویژه بنگاه پیش‌بینی نمود. این یافته‌ها در بعضی از زمینه‌ها از شکل نیمه قوی فرضیه بازار کارآ تخطی می‌کند.

ونگ و چیونگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، در تحقیقی تحت عنوان "روش مدیریت سرمایه گذاری در هنگ کنگ: انتخاب سهام و پیش‌بینی بازار" به بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ پرداخته‌اند. این تحقیق بدنبال دستیابی به دو هدف بوده است: شناسایی رویه جاری تحلیل گران مالی در تحلیل سهام در بورس هنگ کنگ و بررسی عوامل تأثیرگذار بر اهمیت نسبی فنون تحلیل سهام در این بورس. برای جمع‌آوری داده‌ها در این تحقیق از پرسشنامه استفاده شده است. پاسخگویان از کارگزاران بورس، شرکتهای سرمایه‌گذاری و بانکهای تجاری/سرمایه‌گذاری انتخاب شده‌اند و از آنان خواسته شده است که اهمیت نسبی هر یک از تکنیک‌های مورد استفاده در پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام را مشخص کنند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

نتایج آن تحقیق نشان می دهد که تحلیل گران هنگ کنگی بیشتر از تجزیه و تحلیل بنیادی و نموداری برای پیش بینی بازار استفاده می کنند و در مقوله انتخاب سهام روشهای تجزیه و تحلیل بنیادی دارای بالاتری رتبه از نظر اهمیت نسبی است و تجزیه و تحلیل نموداری و تجزیه و تحلیل پرتفولیو به ترتیب دارای رتبه های بعدی هستند. همچنین هر گروه از پاسخگویان ترجیحات متفاوت در استفاده از تکنیک ها برای تحلیل سهام دارند.

همچنین تحلیل گران از تکنیکهای متفاوتی در پیش بینی کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت استفاده می کنند. تحلیل گران با تجربه شرکتهای بین المللی فعال در هنگ کنگ، اتکای بیشتری بر تحلیل بنیادی دارند. در حالیکه مراکز کارگزاری تمایل بیشتری به استفاده از روش تحلیل تکنیکی دارند. در ایران تحقیقات زیادی در زمینه مورد پژوهش انجام نشده است، اما نزدیکترین تحقیق در این زمینه به شرح زیر می باشد: توکلی (۱۳۸۳)، تحقیقی تحت عنوان " بررسی رفتار مدیران سرمایه گذاری و تحلیل گران مالی در مورد پیش بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران" انجام داده است. در این تحقیق از پرسشنامه برای جمع آوری داده ها استفاده شده است که جامعه آماری آن کارگزاران بورس، تحلیل گران مالی شرکتهای سرمایه گذاری و مشاوران سرمایه گذاری بانکهای تجاری می باشد و از آنها خواسته شده است تا اهمیت نسبی هر یک از تکنیکهای مهم مورد استفاده برای پیش بینی بازار و انتخاب سهام را مشخص نمایند. تعداد افراد نمونه در این تحقیق ۳۷ نفر می باشند. نتایج آن تحقیق نشان داد که تحلیل گران مالی و مدیران سرمایه گذاری در بورس تهران تاکید بیشتری بر استفاده از تکنیک تجزیه و تحلیل بنیادی نسبت به تکنیک تجزیه و تحلیل تکنیکی برای پیش بینی بازار و انتخاب سهام دارند.



تحقیق حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای و روش میدانی از طریق پرسشنامه انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش کلیه کارگزاران دارای مجوز فعالیت در بورس اوراق بهادار اصفهان و همچنین تحلیل‌گران و مدیران مالی شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و فعال در اصفهان می باشند.



در این پژوهش جهت تعیین حجم نمونه یک مطالعه مقدماتی با توزیع پرسشنامه بین ۳۰ نفر از کارگزاران بورس و تحلیل گران و مدیران مالی شرکتهای سرمایه گذاری در اصفهان انجام شد که از این طریق با برآورد واریانس نمونه اولیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد حجم نمونه از طریق فرمول زیر محاسبه گردید (سرای، ۱۳۷۲):

$$n = \frac{Nt^2 s^2}{Nd^2 + t^2 s^2} \quad (۱-۳)$$

که در رابطه مذکور :

$n$  = حداقل حجم نمونه

$s^2$  = پیش برآورد واریانس

$N$  = حجم جامعه

$t$  = سطح اطمینان که در این تحقیق ۹۵ درصد مدنظر بوده و برابر ۱/۹۶ است .

$d$  = دقت احتمالی مطلوب، (۰/۰۵۵) می باشد.

با توجه به رابطه فوق حداقل حجم نمونه تعداد ۳۳ بدست آمد .

در این پژوهش برای تعیین اعتبار<sup>۱</sup> و پایایی<sup>۲</sup> پرسشنامه از ضریب آلفای

کرونباخ استفاده شده است. از آنجایی که ضریب مذکور ۰/۹۹ بدست آمده است، لذا می توان پرسشنامه مورد استفاده را دارای پایایی دانست.

پرسشنامه مورد استفاده در این پژوهش از دو بخش سوالات عمومی و

سوالات تخصصی تشکیل شده است:

الف- سوالات عمومی: این بخش شامل ۵ سوال در مورد مشخصات عمومی حاوی

سوالاتی در مورد جنسیت، سن، سازمان، تحصیلات و تجربه پاسخگویان می باشد

که در تجزیه و تحلیل اطلاعات از آنها استفاده شده است.

1-Validity

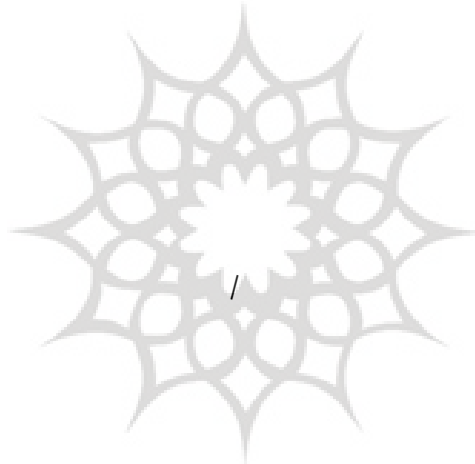
2- Reliability

ب- سوالات تخصصی: این بخش شامل ۶۷ سوال می باشد که این سوالات را نیز می توان به دو قسمت تقسیم کرد: سوالات مرتبط با پیش بینی بازار سهام و سوالات مربوط به انتخاب سهام.

پرسشنامه به سه دسته از تکنیک ها، شامل تجزیه و تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکی و تجزیه و تحلیل پرتفولیو تمرکز می کند، علاوه بر تکنیکهای فوق یک گزینه تحت عنوان " سایر تکنیکها" آورده شده است که شامل نظرات و گزارشهای کارشناسان و عقاید و نظرات عمومی و سایر روشهای مورد استفاده توسط پاسخ گویان است. هر یک از تکنیکهای فوق مشتمل بر تکنیک های زیر می باشد:

۱. تجزیه و تحلیل بنیادی که شامل تجزیه و تحلیل اقتصادی (بازار و صنعت)، تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی بنگاه، تجزیه و تحلیل نسبت P/E (صنعت، بنگاه و بازار)، تجزیه و تحلیل بازده سود سهام (صنعت و بنگاه)، تجزیه و تحلیل ارزش ویژه بنگاه و تجزیه و تحلیل وجوه تنزیل شده سود می باشد.

۲. تجزیه و تحلیل تکنیکی که شامل تجزیه و تحلیل نموداری، تجزیه و تحلیل شاخصهای روند و بررسی شاخصهای تکنیکی افزایش، کاهش بیش از حد قیمت است.
۳. تجزیه و تحلیل پرتفولیو که شامل تجزیه و تحلیل انحراف بازده سرمایه گذاری، تجزیه و تحلیل رابطه بازده و بتای بنگاه و تجزیه و تحلیل شبیه سازی می باشد.
- در این تحقیق تکنیک های مذکور در چهار بخش به شرح زیر گروه بندی می شوند:
- تکنیکهای مورد استفاده در پیش بینی کوتاه مدت (کمتر از یک ماه)
  - تکنیکهای مورد استفاده در پیش بینی میان مدت (بین یک تا شش ماه)
  - تکنیکهای مورد استفاده در پیش بینی بلند مدت بازار (بیش از شش ماه)
  - تکنیکهای مورد استفاده برای انتخاب سهام.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
( )  
پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۱: ویژگیهای مشارکت کنندگان در تحقیق

درصد	فراوانی	ویژگیهای مشارکت کنندگان در تحقیق
		۱- جنسیت
۸۱/۸	۲۷	الف- مرد
۱۸/۲	۶	ب- زن
		۲- سن
۵۱/۵	۱۷	الف- کمتر از ۳۱ سال
۲۷/۳	۹	ب- ۳۱ تا ۴۰ سال
۱۵/۲	۵	ج- ۴۱ تا ۵۰ سال
۶/۱	۲	د- بیشتر از ۵۰ سال
		۳- سابقه سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار
۳۶/۴	۱۲	الف - ۰ تا ۲ سال
۲۷/۳	۹	ب- ۳ تا ۵ سال
۲۴/۲	۸	ج- ۶ تا ۱۰ سال
۱۲/۱	۴	د- بیشتر از ۱۰ سال
		۴- نوع سازمانی که در آن فعالیت می‌کنید
۸۴/۸	۲۸	الف- کارگزاری بورس
۱۵/۲	۵	ب- شرکت سرمایه‌گذاری
		۵- رشته تحصیلی
۳۶/۴	۱۲	الف- مدیریت
۳۰/۳	۱۰	ب- اقتصاد
۱۸/۲	۶	ج- حسابداری
۹/۱	۳	د- فنی مهندسی
۶/۱	۲	ه- علوم پایه

:

/	/							P/E
		/	/	/	/	/	/	
/	/							
		/	/	/	/	/	/	
/	/							P/E
		/	/	/	/	/	/	
/	/							
		/	/	/	/	/	/	
/	/							
		/	/	/	/	/	/	
/	/							P/E
		/	/	/	/	/	/	
/	/							
		/	/	/	/	/	/	
/	/							
		/	/	/	/	/	/	

:

انحراف معیار	میانگین	بسیار زیاد	زیاد	متوسط	کم	بسیار کم	آمار توصیفی	
/	/	/	/	/	/			P/E
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			P/E
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			P/E
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			
/	/	/	/	/	/			

انحراف معیار	میانگین	بسیار زیاد	زیاد	متوسط	کم	بسیار کم	آمار توصیفی	سوالات
۱/۱۵۷۹	۳/۸۱۸۲	۱۲	۱۰	۴	۷	۰	فراوانی	۱-۳- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در صنعت
		۳۶/۴	۳۰/۳	۱۲/۱	۲۱/۲	۰	درصد	
۱/۴۳۴۸	۳/۶۰۶۱	۱۳	۶	۶	۴	۴	فراوانی	۲-۳- تجزیه و تحلیل بازده سود سهام صنعت
		۳۹/۴	۱۸/۲	۱۸/۲	۱۲/۱	۱۲/۱	درصد	
۰/۹۴۷۴	۴/۰۹۰۹	۱۳	۱۳	۴	۳	۰	فراوانی	۳-۳- تجزیه و تحلیل اقتصادی صنعت
		۳۹/۴	۳۹/۴	۱۲/۱	۹/۱	۰	درصد	
۱/۳۴۲۰	۳/۳۶۳۶	۹	۶	۱۰	۴	۴	فراوانی	۴-۳- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در بنگاه
		۲۷/۳	۱۸/۲	۳۰/۳	۱۲/۱	۱۲/۱	درصد	
۱/۱۱۶۳	۳/۹۳۹۴	۱۳	۱۰	۶	۳	۱	فراوانی	۵-۳- تجزیه و تحلیل بازده سود سهام بنگاه
		۳۹/۴	۳۰/۳	۱۸/۲	۹/۱	۳	درصد	
۱/۲۷۰۲	۳/۶۳۶۴	۹	۱۳	۴	۴	۳	فراوانی	۶-۳- تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی بنگاه
		۲۷/۳	۳۹/۴	۱۲/۱	۱۲/۱	۹/۱	درصد	
۱/۴۸۹۲	۳/۶۹۷۰	۱۶	۳	۶	۴	۴	فراوانی	۷-۳- تجزیه و تحلیل ارزش ویژه بنگاه
		۴۸/۵	۹/۱	۱۸/۲	۱۲/۱	۱۲/۱	درصد	
۱/۰۰۸۴	۴/۲۷۲۷	۱۹	۷	۴	۳	۰	فراوانی	۸-۳- تجزیه و تحلیل وجوه تزیل شده سود
		۵۷/۶	۲۱/۲	۱۲/۱	۹/۱	۰	درصد	
۱/۲۷۰۲	۳/۶۳۶۴	۱۲	۶	۷	۷	۱	فراوانی	۹-۳- تجزیه و تحلیل اقتصادی بازار
		۳۶/۴	۱۸/۲	۲۱/۲	۲۱/۲	۳	درصد	
۱/۳۳۸۵	۳/۶۶۶۷	۱۰	۱۳	۳	۳	۴	فراوانی	۱۰-۳- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در بازار
		۳۰/۳	۳۹/۴	۹/۱	۹/۱	۱۲/۱	درصد	
۱/۵۲۶۲	۳/۲۷۲۷	۹	۱۰	۱	۷	۶	فراوانی	۱۱-۳- تجزیه و تحلیل شاخصهای تکنیکی روند
		۲۷/۳	۳۰/۳	۳	۲۱/۲	۱۸/۲	درصد	
۰/۹۶۶۲	۳/۶۰۶۱	۴	۱۸	۶	۴	۱	فراوانی	۱۲-۳- بررسی شاخصهای تکنیکی افزایش و کاهش بیش از حد قیمت
		۱۲/۱	۵۴/۵	۱۸/۲	۱۲/۱	۳	درصد	
۱/۲۴۱۶	۳/۶۶۶۷	۹	۱۳	۵	۳	۳	فراوانی	۱۳-۳- تجزیه و تحلیل نموداری
		۲۷/۳	۳۹/۴	۱۵/۲	۹/۱	۹/۱	درصد	

:

سوالات	آمار توصیفی	بسیار کم	کم	متوسط	زیاد	بسیار زیاد	میانگین	انحراف معیار
۱-۴- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در صنعت	فراوانی	۴	۱۰	۱۱	۱۲	۱	۲/۶۹۷۰	۱/۰۱۵۰
	درصد	۱۲/۱	۳۰/۳	۳۶/۴	۱۸/۲	۳		
۲-۴- تجزیه و تحلیل بازده سود سهام صنعت	فراوانی	۰	۶	۱۳	۷	۷	۳/۴۵۴۵	۱/۰۳۳۵
	درصد	۰	۱۸/۲	۳۹/۴	۲۱/۲	۲۱/۲		
۳-۴- تجزیه و تحلیل اقتصادی صنعت	فراوانی	۱	۴	۱۰	۱۲	۶	۳/۵۴۵۵	۱/۰۳۳۵
	درصد	۳	۱۲/۱	۳۰/۳	۳۶/۴	۱۸/۲		
۴-۴- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در بنگاه	فراوانی	۴	۳	۶	۱۶	۴	۳/۳۹۳۹	۱/۱۹۷۳
	درصد	۱۲/۱	۹/۱	۱۸/۲	۴۸/۵	۱۲/۱		
۵-۴- تجزیه و تحلیل بازده سود سهام بنگاه	فراوانی	۰	۱	۷	۱۶	۹	۴	۰/۷۹۰۵
	درصد	۰	۳	۲۱/۲	۴۸/۵	۲۷/۳		
۶-۴- تجزیه و تحلیل نسبتهای مالی بنگاه	فراوانی	۱	۱	۶	۱۸	۷	۳/۸۷۸۸	۰/۸۹۲۹
	درصد	۳	۳	۱۸/۲	۵۴/۵	۲۱/۲		
۷-۴- تجزیه و تحلیل ارزش ویژه بنگاه	فراوانی	۳	۳	۷	۱۳	۷	۳/۵۴۵۵	۱/۲۰۱۳
	درصد	۹/۱	۹/۱	۲۱/۲	۳۹/۴	۲۱/۲		
۸-۴- تجزیه و تحلیل وجوه تنزیل شده سود	فراوانی	۴	۷	۱۰	۶	۶	۳/۰۹۰۹	۱/۱۲۸۱
	درصد	۱۲/۱	۲۱/۲	۳۰/۳	۱۸/۲	۱۸/۲		
۹-۴- تجزیه و تحلیل اقتصادی بازار	فراوانی	۱	۶	۶	۱۶	۴	۳/۴۸۴۸	۱/۰۳۴۴
	درصد	۳	۱۸/۲	۱۸/۲	۴۸/۵	۱۲/۱		
۱۰-۴- تجزیه و تحلیل نسبت P/E در بازار	فراوانی	۳	۷	۱۰	۱۰	۳	۳/۰۹۰۹	۱/۱۲۸۱
	درصد	۹/۱	۲۱/۲	۳۰/۳	۳۰/۳	۹/۱		
۱۱-۴- تجزیه و تحلیل انحرافات بازده سرمایه‌گذاری	فراوانی	۶	۱۳	۸	۳	۳	۲/۵۱۵۲	۱/۱۷۵۸
	درصد	۱۸/۲	۳۹/۴	۲۴/۲	۹/۱	۹/۱		
۱۲-۴- تجزیه و تحلیل رابطه بازده و بتای بنگاه	فراوانی	۶	۱۴	۶	۶	۱	۲/۴۵۴۵	۱/۰۹۲۳
	درصد	۱۸/۲	۴۲/۴	۱۸/۲	۱۸/۲	۳		
۱۳-۴- استفاده از شبیه‌سازی	فراوانی	۸	۱۵	۷	۳	۰	۲/۱۵۱۵	۰/۹۰۵۵
	درصد	۲۴/۲	۴۵/۵	۲۱/۲	۹/۱	۰		
۱۴-۴- تجزیه و تحلیل شاخصهای تکنیکی روند	فراوانی	۴	۳	۹	۱۰	۷	۳/۳۹۳۹	۱/۲۷۳۲
	درصد	۱۲/۱	۹/۱	۲۷/۳	۳۰/۳	۲۱/۲		
۱۵-۴- بررسی شاخصهای تکنیکی افزایش و کاهش بیش از حد قیمت	فراوانی	۰	۶	۱۰	۱۰	۷	۳/۵۴۵۵	۱/۰۳۳۵
	درصد	۰	۱۸/۲	۳۰/۳	۳۰/۳	۲۱/۲		
۱۶-۴- تجزیه و تحلیل نموداری	فراوانی	۱	۴	۱۰	۱۲	۶	۳/۵۴۵۵	۱/۰۳۳۵
	درصد	۳	۱۲/۱	۳۰/۳	۳۶/۴	۱۸/۲		



فرضیه اصلی اول: تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از تکنیک‌های علمی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می‌کنند.

از پاسخ های نمونه آماری بورس منطقه‌ای اصفهان به سوالات شماره ۱-۱ تا ۱۳-۱ و سوالات ۱-۲ تا ۱۳-۲ و سوالات ۱-۳ تا ۱۳-۳ پرسشنامه، برای آزمون این فرضیه استفاده گردید؛ پاسخ های نمونه آماری به این سوالات در جداول ۲، ۳ و ۴ آورده شده است.

در این آزمون فرضیه آماری به صورت زیر بیان گردید:

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq 3 \\ H_1: \mu_1 > 3 \end{cases}$$

برای آزمون این فرضیه، فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین

نمره پاسخ های مربوط به میزان استفاده از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام توسط تحلیل گران بورس منطقه‌ای اصفهان بزرگتر از ۳ است یعنی تحلیل گران مالی بورس منطقه ای اصفهان از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می‌کنند و فرض  $H_0$  که میانگین نمره پاسخ های مربوط به میزان استفاده از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام توسط تحلیل گران بورس منطقه‌ای اصفهان کوچکتر یا برابر با ۳ است یعنی تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام استفاده نمی‌کنند.

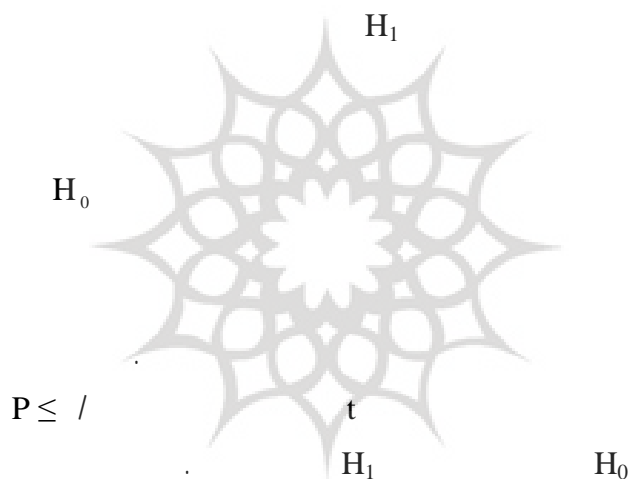
با توجه به جدول ۶ مقدار  $t$  مشاهده شده در سطح  $P \leq 0.05$  معنی دار بوده، فرض  $H_0$  رد و فرض مقابل یا  $H_1$  تایید می‌گردد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان می‌توان گفت که تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می‌کنند.

t :

P	درجه آزادی	t	میانگین	فرضیه
۰/۰۰۳	۳۲	۳/۱۸۶	۳/۵۶۸۸	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روشهای علمی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می کنند.
۰/۰۰۲	۳۲	۳/۴۴۷	۳/۶۰۶۱	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روش تجزیه و تحلیل بنیادی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می کنند.
۰/۰۲۴	۳۲	۲/۳۶۵	۳/۴۴۴۴	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روش تجزیه و تحلیل تکنیکی برای پیش بینی بازار سهام استفاده می کنند.
۰/۱۲۸	۳۲	۱/۵۶۲	۳/۲۳۶۷	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روشهای علمی برای انتخاب سهام استفاده می کنند.
۰/۰۱۳	۳۲	۲/۶۱۹	۳/۴۱۸۲	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روش تجزیه و تحلیل بنیادی برای انتخاب سهام استفاده می کنند.
۰/۰۰۴	۳۲	۳/۱۲۶	۳/۴۹۴۹	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روش تجزیه و تحلیل تکنیکی برای انتخاب سهام استفاده می کنند.
۰/۰۰۰	۳۲	-۴/۰۱۳	۲/۳۷۳۷	تحلیل گران مالی بورس منطقه‌ای اصفهان از روش تجزیه و تحلیل پرتفولیو برای انتخاب سهام استفاده می کنند.

:

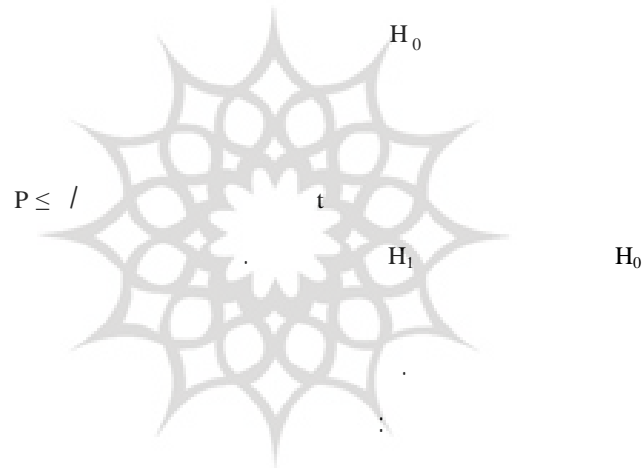
$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$

$H_1$



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$

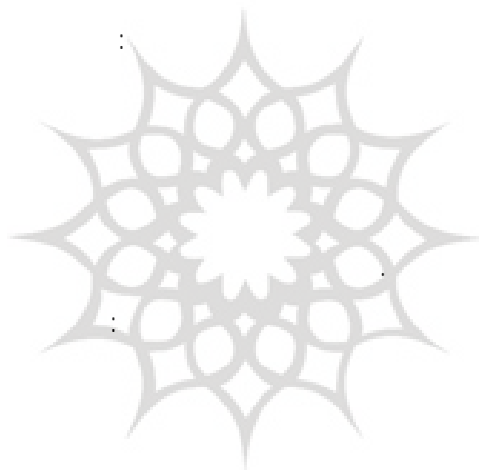
$H_1$

$H_0$

$P \leq /$

$t$

$H_0$



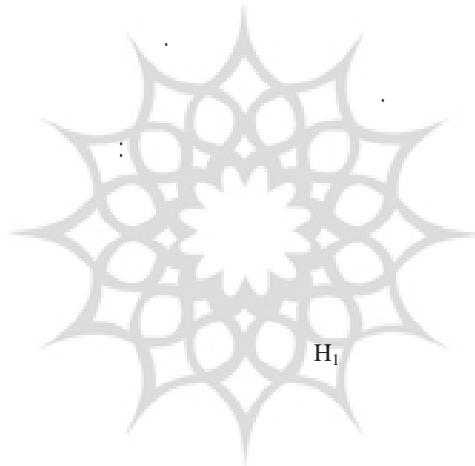
$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 رتال جامع علوم انسانی

$H_0$

$H_0$   $P \leq /$   $t$   $H_1$

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$

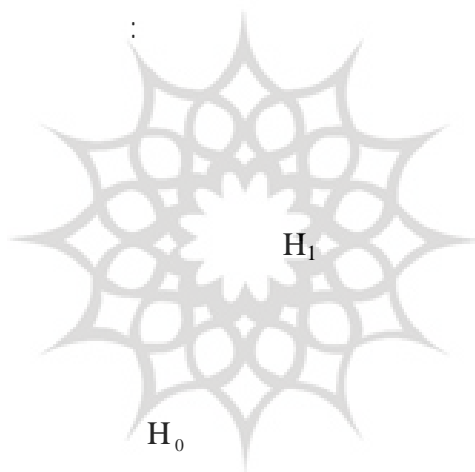


پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

پرتال جامع علوم انسانی

$P \leq /$   $t$   $H_1$   $H_0$

$$\begin{cases} H_0: \mu_1 \leq \\ H_1: \mu_1 > \end{cases}$$

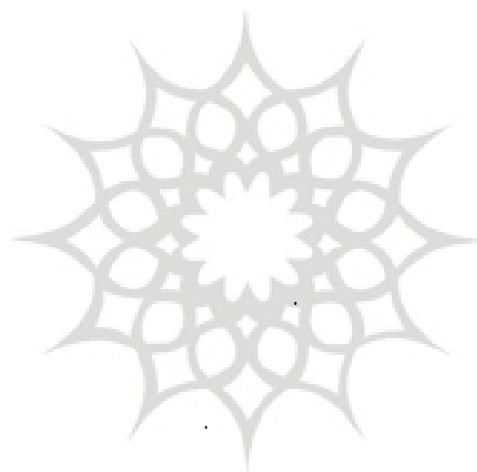


پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی

$P \leq /$

t

$H_0$



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



### محدودیت های پژوهش

- (۱) کوتاه بودن دوره نمونه گیری از جمله محدودیت های تعمیم نتایج این پژوهش به دوره های آتی است.
- (۲) محدودیت ذاتی جمع آوری داده ها از طریق پرسش نامه می تواند دقت نتایج این پژوهش را کاهش دهد.
- (۳) این پژوهش در بورس منطقه ای اصفهان انجام شده و برای تعمیم نتایج آن به سایر بورس های منطقه ای باید با احتیاط عمل نمود .

### پیشنادهای کاربردی پژوهش

(



(

- ۱- اداره مطالعات و بررسی های اقتصادی، (۱۳۷۹). طرح گزینه های منطقه ای و بازار فرا منطقه ای اوراق بهادار: الگویی برای گسترش پوشش جغرافیایی بازار سرمایه در ایران، گزارش شماره ۲۷۹۰۵۰۰۸۰، تهران، سازمان بورس اوراق بهادار.
- ۲- توکلی، محمد، (۱۳۸۳). بررسی رفتار مدیران سرمایه گذاری و تحلیل گران مالی در مورد پیش بینی بازار و انتخاب سهام در بازار بورس تهران. مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، جلد اول، ۴۰۸-۳۹۷، تهران، مرکز فرهنگی و هنری آبتین.
- ۳- جهانخانی، علی. و علی پارسائیان. (۱۳۷۵)، بورس اوراق بهادار، تهران، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۴- سرایی، حسین، (۱۳۷۲)، مقدمه ای بر نمونه گیری در تحقیق، تهران، انتشارات سمت.
- ۵- مورفی، جان. جی، (۱۳۸۴)، تحلیل تکنیکال در بازار سرمایه، ترجمه: فراهانی فرد، کامیار. و قاسمیان لنگرودی، رضا. تهران: نشر چالش.
- 6- Allen, H. & Taylor, P. (1989). Chart analysis and the foreign exchange market. **Bank of England Bulletin**. November, pp547-51.
- 7- Carter, R. B. & Van Auken H. E. (1990). Security analysis and portfolio management: A survey and analysis. **Journal of Portfolio Management**. 16, pp81-85.

- 8-Frankel, J. & Froot, K. (1990). The rationality of the foreign exchange rate: Chartists and fundamentalists and trading in the foreign exchange market. *American Economic Review*. 80, pp181-5.
- 9-Wong, M. C. & Cheung, Y. (1999). The practice of investment management in Hong Kong: Market forecasting and stock selection. *Omega*, August, pp 451-465.

