

## بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار (مطالعه‌ی موردی: بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان)

دکتر مهدی ابزری\*

دکتر سعید صمدی\*\*

هادی تیموری\*\*\*

### چکیده

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه‌ی اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه کرده است؛ اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند باعث شود اقتصاد رشد یابد و شکوفا شود، توجه نکردن به آن می‌تواند موجب شود افت اقتصادی پیش آید؛ بنا بر این باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی، در بلندمدت، بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم مؤثر موجود در محیط آن ممکن نیست. مطالعه‌ی دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران می‌تواند از یک طرف موجب شود حجم نقدینگی‌های سرگردان و تورم کاهش یافته، اشتغال افزایش یابد و از طرف دیگر، باعث شود مدیریت بهتر شده، ثروت سرمایه‌گذاران افزون گردد.

هدف از نگارش پژوهش حاضر بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام است که به وسیله‌ی دو دسته متغیر به عنوان سؤال‌های پژوهش آزمون شده است. این دو دسته، متغیرهای مربوط به ویژگی‌های سرمایه‌گذاران (ادراک ریسک، تمایل به ریسک و تخصیص سرمایه) و ویژگی‌های مربوط به بازار سرمایه (نرخ بازده مورد انتظار و اطلاعات

عملکرد گذشته) هستند. در تحقیق حاضر، برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای (نظیر کتاب‌ها و مجله‌های علمی) و برای جمع‌آوری اطلاعات برای تحلیل و آزمون فرضیات پژوهش از پرسش‌نامه استفاده شده است. در این پژوهش، برای تجزیه و تحلیل و آزمون سؤال‌های پژوهش از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی (آزمون کولموگورف - اسمیرنوف و آزمون t دونمونه‌ای) استفاده شده است. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهند که ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری، نرخ بازده مورد انتظار و تخصیص سرمایه، و اطلاعات عملکرد گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری و نرخ بازده مورد انتظار تأثیر می‌گذارند.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه‌گذاری، ادراک ریسک، تمایل به ریسک، اطلاعات عملکرد گذشته، نرخ بازده مورد انتظار



## مقدمه

امروزه یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد کشورها، سرمایه‌گذاری و امور مربوط به آن است. این موضوع به دلیل اینکه عاملی برای تولید، اشتغال و به حرکت در آوردن چرخ‌های اقتصادی هر کشور است، از جمله‌ی موضوعات اجتناب‌ناپذیر است. سرمایه‌گذاری از راه‌های مختلفی صورت می‌گیرد که از جمله‌ی آنها سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها از طریق بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار با فراهم‌آوری ساز و کار لازم برای سرمایه‌گذاری، در سهام شرکت‌هایی که شرایط عرضه‌ی سهام خود را به مردم دارند، می‌تواند در پویایی شرکت‌ها و اقتصاد نقش بزرگی ایفا نماید؛ بنا بر این، شرکت‌ها با عرضه‌ی سهام از طریق بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران با خرید سهام و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، امکان مشارکت در توسعه‌ی اقتصادی را به دست آورده، خود را جزئی کمک‌کننده به توسعه و پیشرفت اقتصاد کشور می‌دانند.

در این پژوهش، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار بررسی می‌شود و پس از مروری مختصر بر ادبیات موضوع، به آزمون سؤال‌ها و نتیجه‌های حاصل از این پژوهش پرداخته، در نهایت، پیشنهادهایی ارائه خواهد شد.

## ۱. ادبیات موضوعی تحقیق

### سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>

از دیدگاه کلی، سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر، در آینده است؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده (شارپ، ۲۰۰۲).

در سرمایه‌گذاری، دو ویژگی متفاوت و مهم وجود دارند که عبارت‌اند از: زمان و ریسک. اهمیت این دو موضوع به این علت است که در سرمایه‌گذاری، صرف پول، در زمان حال صورت می‌گیرد و مقدار آن معین است؛ در حالی که پاداش حاصل از آن، در آینده به دست می‌آید و معمولاً با نبود اطمینان همراه است. در بعضی مواقع، ویژگی زمان غالب می‌گردد (مانند اوراق قرضه‌ی دولتی) و در بعضی مواقع، ریسک از نظر

1. investment

اهمیت مقدم است (مانند برگه‌ی اختیار خرید سهام عادی) و در مواقع دیگر، هر دو مهم هستند (مانند سهام عادی).

### عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام

عوامل بسیاری در سرمایه‌گذاری در سهام دخالت دارند. اغلب تحقیقات در این زمینه، جنبه‌ی کمی داشته، در آنها تأثیر عوامل خرد و کلان اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در سهام بررسی شده است. در زمینه‌ی بررسی تأثیر عوامل کیفی (رفتاری) بر سرمایه‌گذاری در سهام، تا کنون، تحقیقی در داخل کشور صورت نگرفته است. در خارج از کشور، کاتلین بایرن<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) تحقیقی مشابه این، با عنوان «چگونه مشتریان (سرمایه‌گذاران) ریسک محصولات مالی را ارزیابی می‌کنند؟» انجام شده است. با توجه به جدید بودن موضوع بررسی و اهمیت آن، در این تحقیق، تأثیر عوامل کیفی (رفتاری) بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان، در قالب دو دسته عوامل ویژگی‌های سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه بررسی می‌شود.

### ویژگی‌های سرمایه‌گذاران

۱. تمایل به سرمایه‌گذاری (تمایل به ریسک):<sup>۲</sup> عبارت است از احتمال درگیر شدن در یک فعالیت خاص و در مورد سرمایه‌گذاری، بیانگر احتمال سرمایه‌گذاری در یک محصول ویژه است (وبر و ویلیام، ۱۹۹۷؛ وبر و بلایز، ۲۰۰۲؛ سیتکین و پابلو، ۱۹۹۲). تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری همواره، بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد و یک سرمایه‌گذار همواره، به عامل ریسک و بازده در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری خود توجه می‌کند. از طرف دیگر، در اقتصاد و به خصوص، در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند؛ بنا بر این، سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان داشتن را به نبود آن ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران به ریسک علاقه‌ای ندارند؛ به عبارت دقیق‌تر، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز، کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده مناسبی دارد. باید توجه داشت که

1. Kathleen Byrne

2. risk of propensity

در این حالت، پذیرفتن ریسک یک کار غیر منطقی نیست؛ گرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد؛ چون در این حالت، انتظار بازده بالایی وجود دارد. در واقع، سرمایه‌گذاران به طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند (جونز، ۱۳۸۶).

۲. ادراک ریسک<sup>۱</sup>: عبارت است از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات راجع به ریسک توسط سرمایه‌گذاران. به نظر السن (۱۹۹۷)، مدیران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و سرمایه‌گذاران فردی با تجربه ادراک ریسک سرمایه‌گذاری یکسانی دارند.

### ابعاد ادراک ریسک

به نظر ایونو و دیاکول، ادراک ریسک سرمایه‌گذاران را می‌توان به وسیله‌ی پنج عامل زیر بررسی کرد (دیاکول و ایونو، ۲۰۰۱):

- نبود اطمینان در مورد عرضه‌کنندگان سهام

- نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره

- نگرانی درباره‌ی نوسانات قیمتی سهام

- شفاف نبودن اطلاعات

- بی‌ثباتی و نقض قوانین و مقررات در کشور

- نبود اطمینان در مورد عرضه‌کنندگان سهام

این بعد از ریسک را اعمال کسانی که مسئول اداره‌ی یک سازمان هستند، به وجود می‌آورند (ریسک مدیریت) و منتج از تصمیمات بد تجاری - مالی است که خود منجر می‌شود ریسک تجاری و مالی صورت گیرد که قبلاً توضیح داده شد.

- نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره

صنایع مختلف و شرکت‌های آن تحت تأثیر وضعیت سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می‌توانند دچار رونق و رکود گردند؛ برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده‌های نفتی، تحت تأثیر قرار گرفته، سهام آنها رونق می‌گیرد یا در صورت بروز خشک‌سالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تأثیر قرار گرفته، سهام آنها دچار رکورد خواهد شد

1. risk of perception

(عبداله‌زاده، ۱۳۸۱)؛ بنا بر این هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به عوامل خارجی بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن شرکت بیشتر است.

#### - نگرانی درباره‌ی نوسانات قیمتی سهام

مهم‌ترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن است. از آنجا که اغلب تصمیم‌گیری‌ها برای سرمایه‌گذاری، بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرند و یک سرمایه‌گذار همواره، به دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود توجه می‌کند، 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. هرچه اطلاعات دوره‌ای شرکت، منظم‌تر و شفاف‌تر منتشر شوند، اثر آن بر قیمت سریع‌تر بوده، سهم از نقدینگی و گردش مناسب‌تری خواهد داشت و به تبع آن ریسک، سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد (همان).

کارآ شدن هر بازاری مستلزم این است که اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، موقعیت اقتصادی و اوراق بهادار، به سرعت و سهولت، در دسترس همگان قرار گیرند. سرمایه‌گذاران این اطلاعات را به صورتی مناسب، در قیمت ورقه‌ی بهادار تفسیر می‌کنند و بنا بر این، قیمت همیشه، انعکاسی از اطلاعات رایج است. برای اینکه این اطلاعات در دسترس همگان قرار گیرند، باید رایگان باشد.

#### - بی‌ثباتی نقض قوانین و مقررات در کشور

دولت در جایگاه یک ناظر و سیاست‌گذار کلان نقش بسیاری در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف آن، ارائه‌ی برنامه‌ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. به طور کلی، تکرر مراکز قدرت و تصمیم‌گیری، ابهام نقش و رابطه‌ی این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه‌گانه‌ی کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت‌های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست‌پاگیر، نقض آزادی‌های اقتصادی و بی‌ثباتی سیاسی دولت موجب می‌شوند ریسک سیستماتیک افزایش و در نتیجه، سرمایه‌گذاری به شدت کاهش یابد (نو، ۱۳۸۰).

۳. تخصیص سرمایه: عبارت است از بخشی از سرمایه‌ی هر سرمایه‌گذار که در دارایی‌های خاصی سرمایه‌گذاری می‌شود (محقق).

### ویژگی‌های بازار سرمایه

#### ۱. بازده مورد انتظار

از آنجا که نرخ بازده به علت ریسک سرمایه‌گذاری می‌تواند چندین مقدار داشته باشد، محاسبه‌ی بازده مورد انتظار، به صورت معیاری از تمایل به مرکز متداول است. نرخ بازده مورد انتظار چنین تعریف می‌شود:

که در آن

$$K = \sum_{i=1}^n p_i k_i$$

$K$  = نرخ بازده مورد انتظار

$P_i$  = احتمال وابسته به نتیجه‌ی ممکن  $i$ ام

$K_i$  = نتیجه ممکن  $i$ ام

$n$  = تعداد نتایج ممکن است.

بر اساس معادله‌ی بالا،  $k$  عبارت است از میانگین وزنی (امید ریاضی) نتایج ممکن. وزن هر نتیجه برابر است با احتمال وابسته به آن نتیجه.

#### ۲. اطلاعات عملکرد گذشته

تصمیم‌گیری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هرچه اطلاعات دوره‌ای شرکت، منظم‌تر و شفاف‌تر منتشر شوند، اثر آن در قیمت سریع‌تر بوده، سهم مناسب‌تری از نقدینگی و گردش خواهد داشت و به تبع آن، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد (عبداله زاده، ۱۳۸۱).

کارآ شدن هر بازاری مستلزم این است که اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی و اوراق بهادار، به سرعت و سهولت، در دسترس همگان قرار گیرند. سرمایه‌گذاران این اطلاعات را به صورتی مناسب، در قیمت ورقه‌ی بهادار تفسیر می‌کنند و بنا بر این، قیمت همیشه انعکاسی از اطلاعات رایج است. برای اینکه این اطلاعات در دسترس همگان قرار گیرند، باید رایگان باشند.

بالطبع قبل از هر گونه سرمایه‌گذاری لازم است شناختی کلی در مورد صنایع موجود برای فعالیت به دست آید؛ چرا که فعالیت، در صنعتی که مزیت نسبی دارد، یقیناً بازدهی بالاتر از سایر صنایع خواهد داشت. پارامترهای تأثیرگذار بر انتخاب صنایع دارای مزیت نسبی را می‌توان به شرح ذیل طبقه‌بندی نمود.

#### - نرخ بازده گذشته (بازده تاریخی)

بازده در مجموع منافی است که شرکت، در مقاطع مشخص، عاید سهامداران خود نموده است که از آن جمله می‌توان به سود هر سهم، منافع ناشی از افزایش سرمایه و تفاوت ارزش روز نسبت به قیمت پایه‌ی آن اشاره کرد. کاملاً روشن است که وجود یک روند قابل تشخیص و اعتماد در بازده‌های تاریخی، تا حدود بسیاری می‌تواند در انتخاب سهام مناسب تأثیرگذار باشد (شهادی، ۱۳۸۵).

#### - درجه‌ی نقدشوندگی سهام در گذشته

درجه‌ی نقدشوندگی یک ورقه‌ی سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هرچه بتوان سهامی را سریع‌تر و با هزینه‌ی کمتری فروخت، قابلیت نقدشوندگی آن بیشتر است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات متعدد معامله می‌شوند، نسبت به اوراق بهاداری که با تعداد کم یا در دفعات کم معامله می‌گردند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نتیجه ریسک کمتری دارند. قابلیت نقدشوندگی یک ورقه‌ی سهام، تا حدود بسیاری به تعداد سهام در دست عموم آن بستگی دارد. هرچه تعداد سهامی که در دست عموم قرار دارد، بیشتر باشد، حجم معاملات و سرعت گردش معاملات افزایش یافته، بازار قیمت منصفانه‌تری برای آن پیدا می‌کند. و هرچه تعداد سهام در دست عموم کمتر باشد، رکود بیشتری بر معاملات سهام حاکم شده، در صورت معامله، قیمت‌ها شکلی یک طرفه (صعودی یا نزولی) خواهند داشت (عبد اله زاده، ۱۳۸۱).

#### - ثبات نسبی سودآوری سهام در گذشته

استناد به سود هر سهم یک سال، لزوماً مبنای صحیحی برای ارزیابی سهام نیست؛ زیرا ممکن است سود سال بعد، بسیار کمتر از آن باشد. معیار مهم دیگری که هنگام استفاده از نسبت بازده جاری سهام باید مد نظر داشت، ثبات نسبی سودآوری هر سهم است. همان‌طور که در بحث ریسک اشاره شد، 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 (همان).

### – ساختار مالی شرکت

ساختار مالی شرکت که ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام آن را تعیین می‌کند، آثار هزینه‌ای و ریسکی بر عملکرد شرکت دارد؛ برای مثال هرچه میزان بدهی در ترکیب تأمین مالی شرکت بیشتر باشد، خطر ناتوانی مالی شرکت بیشتر خواهد شد؛ ولی به دلیل تأثیر مالیاتی هزینه‌ی بهره‌ی بدهی، سودآوری شرکت بالاتر خواهد بود. ساختارهای مختلف تأمین مالی و اثر آن بر شرکت‌های مختلف، در موقعیت‌های متفاوت اقتصادی تفاوت خواهد داشت.

## ۳. پیشینه‌ی تحقیق

### ۳-۱. مطالعات داخلی

صفری (۱۳۸۴) تحقیقی با عنوان «عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌های افراد حقیقی در بورس منطقه‌ای اصفهان» کرده است. هدف اصلی این پژوهش، بررسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌ی اشخاص حقیقی در بورس منطقه‌ای اصفهان است. هدف این را متغیرهایی همچون سابقه‌ی سودآوری، تبلیغات راجع به سرمایه‌گذاری در بورس، فرهنگ سهامداری، گروه‌های مرجع، عوامل اقتصادی و سیاسی، عملیات کارگزاران و مکان جغرافیایی به عنوان سؤال‌های پژوهش آزموده‌اند. این تحقیق از نوع توصیفی – پیمایشی از شاخه‌ی میدانی است و روش گردآوری مباحث نظری آن کتابخانه‌ای بوده، داده‌های آن به صورت نمونه‌گیری از جامعه‌ی بزرگ‌تر با پرسش‌نامه به دست آمده‌اند. در این پژوهش، از آزمون‌های تک نمونه‌ای برای آزمون سؤالات پژوهش و تحلیل واریانس تک‌عاملی برای معنی‌دار بودن تفاوت نظرات سهامداران و آزمون فریدمن برای رتبه‌بندی عوامل و سؤال‌ها استفاده شده است.

نتایج حاصل از این پژوهش حاکی است که فقط عواملی همچون سابقه‌ی سودآوری، فرهنگ سهامداری، گروه‌های مرجع، عوامل اقتصادی و سیاسی بر جذب سرمایه‌ی اشخاص حقیقی در بورس منطقه‌ای اصفهان تأثیرگذار بوده، از بین اینها، عوامل سیاسی و داشتن فرهنگ سهامداری، دو عامل مهم‌تر و مؤثرتر شناخته شدند.

### ۲-۳. مطالعات خارجی

کاتلین بایرن (۲۰۰۵)، در تحقیقی با عنوان «چگونه مشتریان(سرمایه‌گذاران) ریسک محصولات مالی را ارزیابی می‌کنند؟» عوامل تأثیرگذار در محصولات مالی را به وسیله‌ی متغیرهایی نظیر ادراک ریسک، تمایل به ریسک، اطلاعات عملکرد گذشته، نرخ بازده تاریخی، نرخ بازده مورد انتظار، تخصیص سرمایه بررسی کرده است؛ بر این اساس، در این تحقیق، شش فرضیه به شرح ذیل تدوین گردیده که عبارت‌اند از:

۱. از دید سرمایه‌گذاران، بین تمایل به ریسک و نرخ بازده تاریخی هم‌بستگی مثبت وجود دارد.

۲. از دید سرمایه‌گذاران، بین ادراک ریسک و تمایل به ریسک هم‌بستگی منفی وجود دارد.

۳. از دید سرمایه‌گذاران، متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هم‌بستگی مثبت وجود دارد.

۴. از دید سرمایه‌گذاران، مبتدی بین ادراک ریسک و نرخ بازده تاریخی هم‌بستگی منفی وجود دارد.

۵. از دید سرمایه‌گذاران، بین ادراک ریسک و تخصیص سرمایه هم‌بستگی منفی وجود دارد.

۶. از دید سرمایه‌گذاران، بین اطلاعات عملکرد گذشته و نرخ بازده مورد انتظار رابطه وجود دارد.

روش تحقیق در این پژوهش، پیمایشی بوده، سرمایه‌گذاران شرکت بیمه‌ی پیناکل<sup>۱</sup> نمونه‌ی آماری آن را تشکیل می‌دهند و تحقیق با ارسال پرسش‌نامه برای آنان انجام گردید. در پایان و پس از بررسی‌های لازم و آزمون سؤال‌های تدوین شده، این نتیجه‌ها به دست آمدند که فرضیه‌ی اول تأیید شد؛ یعنی وجود نرخ بازده تاریخی بالاتر، تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. فرضیه‌ی دوم نیز تأیید شد؛ پس ادراک ریسک بالاتر توسط سرمایه‌گذاران، تمایل به ریسک را در آنها کاهش می‌دهد.

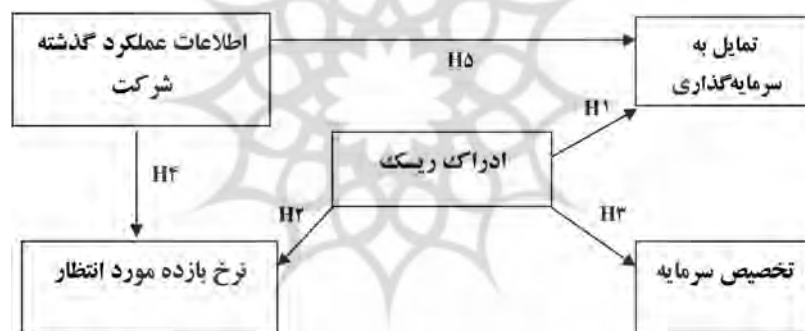
فرضیه‌ی سوم تأیید و فرضیه‌ی چهارم رد شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم در این پژوهش بیانگر آن است که از دید سرمایه‌گذاران متخصص، بین

1. pinnacle

ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار رابطه‌ی مستقیم وجود دارد؛ در حالی که از دید سرمایه‌گذاران مبتدی، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هیچ نوع هم‌بستگی‌ای وجود ندارد. فرضیه‌ی پنجم تأیید شد؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران با ادراک ریسک بالاتر، حجم سرمایه‌گذاری پایین‌تری خواهند داشت. فرضیه‌ی ششم این پژوهش نیز تأیید شد؛ پس وجود اطلاعات عملکرد گذشته در مورد یک شرکت برای سرمایه‌گذاران، مبنایی برای نرخ بازده مورد انتظار بالاتر ایجاد می‌کند.

### مدل مفهومی پژوهش

پس از تشریح عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار، مدل مفهومی مورد استفاده در این پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

در این مدل، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار در قالب سؤال‌های پژوهش بررسی می‌شوند.

### ۴. سؤال‌های پژوهش

برای ارزیابی مدل ترسیمی پژوهش، سؤال‌های زیر متناسب با عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام بررسی شدند:

۱. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام

تأثیرگذار است؟

۲. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؟
۳. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر تخصیص سرمایه تأثیرگذار است؟
۴. آیا از دید سرمایه‌گذاران، اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذارند؟
۵. آیا از دید سرمایه‌گذاران، اطلاعات عملکرد گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذارند؟

### ۵. شیوهی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوهی پژوهش توصیفی - پیمایشی از شاخه‌ی میدانی است. برای جمع‌آوری مطالب مربوط به مبانی نظری پژوهش، از روش کتابخانه‌ای (نظیر کتاب‌ها، مجله‌ها و پایان‌نامه‌های کارشناسی ارشد) و برای جمع‌آوری داده‌ها و تحلیل آنها (اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش) از پرسش‌نامه‌ی محقق‌ساخته (با پایایی قابل قبول ۰/۸۱/۳) استفاده گردیده است.

کلیه‌ی سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان، جامعه‌ی آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. روش نمونه‌گیری در این پژوهش، تصادفی (در دسترس) است؛ بدین صورت که ابتدا، با مطالعه‌ی مقدماتی بر روی جامعه‌ی آماری، حجم نمونه مشخص گردیده، سپس به صورت تصادفی، تعدادی از آنها به عنوان نمونه انتخاب می‌شدند.

در این پژوهش، برای پردازش اطلاعات مستخرج از پرسش‌نامه و تلخیص آنها از نرم افزار SPSS، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آمار توصیفی (درصد، فراوانی و میانگین) و برای تشریح داده‌های جمع‌آوری شده از آمار استنباطی ناپارامتریک (آزمون دوجمله‌ای) برای تأیید یا رد سؤال‌های پژوهش استفاده گردیده است.

### ۶. تجزیه و تحلیل داده‌ها

آزمون طبیعی بودن توزیع جامعه‌ی آماری

در این پژوهش، برای بررسی طبیعی بودن توزیع جامعه‌ی آماری از آزمون

کولموگورف - اسمیرنوف استفاده گردیده است که نتایج حاصل از آن، در جدول ۱ نشان داده شده‌اند.

جدول ۱: بررسی طبیعی بودن توزیع جامعه‌ی آماری

Sig	Kolmogorof- smironov	سؤالات پژوهش
/۰۰۴	۱/۷۶۰	سؤال اول
/۰۱۰	۱/۶۲۸	سؤال دوم
/۰۱۳	۱/۵۸۷	سؤال سوم
/۰۰۰	۲/۷۵۶	سؤال چهارم
/۰۰۰	۳/۱۴۱	سؤال پنجم

با توجه به جدول بالا، چون مقدار آماره‌ی آزمون مشاهده‌شده، در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است، توزیع نمرات در جامعه‌ی این پژوهش، از توزیع طبیعی پیروی نمی‌کند.

#### آزمون سؤال‌های پژوهش

به طور کلی، هدف هر آزمون فرض آماری، تعیین این موضوع است که با توجه به اطلاعات به دست آمده، آیا حدسی که درباره‌ی خصوصیت جامعه زده شده، به طور قوی تأیید می‌شود؟ این حدس، بنا بر هدف تحقیق، نوعاً شامل ادعایی درباره‌ی مقدار یک پارامتر جامعه است. در واقع، هر حکمی درباره‌ی جامعه را یک فرض آماری می‌نامند که قابل قبول بودن آن باید، بر مبنای اطلاعات حاصل از نمونه‌گیری جامعه بررسی شود.

در این بخش، با توجه به داده‌های حاصل از نمونه‌گیری و با استفاده از آزمون‌های آماری که قبلاً توضیح داده شده است، به آزمون سؤالات پژوهش پرداخته می‌شود.

سؤال ۱. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؟

در جدول ۲، پاسخ‌های نمونه‌ی آماری در خصوص سؤال‌های مربوط به سؤال اول پژوهش، با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی نشان داده شده‌اند.

جدول ۲: توزیع فراوانی پاسخ به سؤال‌های مربوط به سؤال اول پژوهش

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۱-۱. تأثیر میزان بدهی شرکت بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۳	۲۳	۸۰	۴۴	۴/۱۰
	درصد	-	٪۲	٪۱۵/۳	٪۱۵/۳	٪۲۹/۳	
۲-۱. تأثیر ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱	۱۲	۷۳	۶۴	۴/۳۳
	درصد	-	٪۷	٪۸	٪۴۸/۷	٪۴۲/۷	
۳-۱. تأثیر وقایع غیر منتظره بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱۶	۵۲	۷۴	۸	۳/۴۹
	درصد	-	٪۱۰/۷	٪۳۴/۷	٪۴۹/۳	٪۵/۳	
۴-۱. تأثیر نوسانات قیمتی سهام شرکت بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	-	۲۸	۸۷	۳۵	۴/۰۴
	درصد	-	-	٪۱۸/۷	٪۵۸	٪۲۳/۳	
۵-۱. تأثیر شفاف نبودن اطلاعات شرکت بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۹	۲۴	۶۶	۵۱	۴/۰۶
	درصد	-	٪۶	٪۱۶	٪۴۴	٪۳۴	
۶-۱. تأثیر بی‌ثباتی نقض قوانین و مقررات در کشور بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۷	۴۳	۶۱	۳۹	۳/۸۸
	درصد	-	٪۴/۷	٪۲۸/۷	٪۴۰/۷	٪۲۶	

با توجه به جدول ۲، از بین ابعاد مختلف ادراک ریسک، ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی، بیشترین تأثیر و وقایع غیر منتظره، کمترین تأثیر را بر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری در سهام دارند.

در این آزمون، فرضیه آماری به صورت زیر بیان می‌شود:

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

برای آزمون این سؤال، فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگ‌تر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها کوچک‌تر یا مساوی ۳ است.

با توجه به جدول ۳، چون مقدار آماره‌ی آزمون مشاهده شده، در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است، فرض  $H_0$  رد و فرض متقابل یا  $H_1$  تأیید می‌گردد.

جدول ۳: آزمون t دو نمونه‌ای مربوط به سؤال اول پژوهش

sig	آزمون احتمال	احتمال مشاهده شده	N	فرض آماری	سؤال
/۰۰۰	/۵۰	/۰۲	۳	$\mu \leq 3$	$H_0$ بررسی تأثیر ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام
		/۹۸	۱۴۷	$\mu > 3$	$H_1$

بنا بر این، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؛ به عبارت دیگر، اگر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، ریسک بالا ادراک کنند، تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد و بالعکس. سؤال ۲. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؟

در جدول ۴، پاسخ‌های نمونه‌ی آماری در خصوص سؤال‌های مربوط به سؤال دوم پژوهش، با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی نشان داده شده‌اند.

جدول ۴: توزیع فراوانی پاسخ به سؤال‌های مربوط به سؤال دوم پژوهش

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۱-۲. تأثیر میزان بدهی شرکت بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۳	۲۸	۸۴	۳۵	۴/۰۰
	درصد	-	٪۲	٪۱۸/۷	٪۵۶	٪۲۳/۳	
۲-۲. تأثیر ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	-	۱۷	۸۶	۴۷	۴/۲۰
	درصد	-	-	٪۱۱/۳	٪۵۷/۳	٪۳۱/۳	
۳-۲. تأثیر وقایع غیر منتظره بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	۱	۷	۴۲	۵۹	۴۱	۳/۸۸
	درصد	٪۷	٪۴/۷	٪۲۸	٪۳۹/۳	٪۲۷/۳	
۴-۲. تأثیر نوسانات قیمتی سهام شرکت بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱۵	۲۲	۷۷	۳۶	۳/۸۹
	درصد	-	٪۱۰	٪۱۴/۷	٪۵۱/۳	٪۲۴	
۵-۲. تأثیر شفاف نبودن اطلاعات شرکت بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	۳	۱۰	۳۱	۷۳	۳۳	۳/۸۲
	درصد	٪۲	٪۶/۷	٪۲۰/۷	٪۴۸/۷	٪۲۲	
۶-۲. تأثیر بی‌ثباتی و نقض قوانین و مقررات در کشور بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱۳	۱۳	۷۳	۴۲	۳/۹۶
	درصد	-	٪۸/۷	٪۱۴/۷	٪۴۸/۷	٪۲۸	

با توجه به جدول ۴، از بین ابعاد مختلف ادراک ریسک، ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی، بیشترین تأثیر و شفاف نبودن اطلاعات شرکت، کمترین تأثیر را بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام دارند.

$$\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases} \quad \text{در این آزمون، فرضیه آماری به صورت زیر بیان می‌شود:}$$

برای آزمون این سؤال، فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگ‌تر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها کوچکتر یا مساوی ۳ است.



با توجه به جدول، چون مقدار آماره‌ی آزمون مشاهده‌شده، در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است فرض  $H_0$  رد و فرض متقابل یا  $H_1$  تأیید می‌گردد.

جدول ۵: آزمون t دو نمونه‌ای مربوط به سؤال دوم پژوهش

سؤال	فرض آماری		N	احتمال مشاهده شده	آزمون احتمال	sig
	$\mu \leq 3$	$\mu > 3$				
بررسی تأثیر ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام	$H_0$	$\mu \leq 3$	۶	۰/۰۴	۰/۵۰	/۰۰۰
	$H_1$	$\mu > 3$	۱۴۴	۰/۹۶		

بنا بر این، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیر می‌گذارد؛ به عبارت دیگر، اگر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، ریسک بالا ادراک کنند، نرخ بازده مورد انتظار آنها را افزایش می‌یابد و بالعکس.

سؤال ۳. آیا از دید سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک بر میزان (درصد)، تخصیص سرمایه در سهام تأثیرگذار است؟

در جدول ۶، پاسخ‌های نمونه‌ی آماری در خصوص سؤال‌های مربوط به سؤال سوم پژوهش، با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی نشان داده شده‌اند.

جدول ۶: توزیع فراوانی پاسخ به سؤال‌های مربوط به سؤال سوم پژوهش

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۱-۳. تأثیر میزان بدهی شرکت بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	۷	۱۷	۸۰	۴۶	۴/۱۰
	درصد	-	۴/۷	۱۱/۳	۵۳/۳	۳۰/۷	
۲-۳. تأثیر ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	-	۲۹	۶۴	۵۷	۴/۱۸
	درصد	-	-	۱۹/۳	۴۲/۷	۳۸	
۳-۳. تأثیر وقایع غیر منتظره بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	۴	۴۵	۶۷	۳۴	۳/۸۷
	درصد	-	۲/۷	۳۰	۴۴/۷	۲۲/۷	

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۴-۳. تأثیر نوسانات قیمتی سهام شرکت بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	۶	۲۳	۹۵	۲۶	۳/۹۴
	درصد	-	٪۴	٪۱۵/۳	٪۶۳/۳	٪۱۷/۳	
۵-۳. تأثیر شفاف نبودن اطلاعات شرکت بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	۴	۲۲	۷۲	۵۲	۴/۱۴
	درصد	-	٪۲/۷	٪۹۴/۷	٪۴۸	٪۳۴/۷	
۶-۳. تأثیر بی‌ثباتی و نقض قوانین و مقررات در کشور بر تخصیص سرمایه در سهام	فراوانی	-	۱۰	۲۵	۷۴	۴۱	۳/۹۷
	درصد	-	٪۶/۷	٪۱۶/۷	٪۴۹/۳	٪۲۷/۳	

با توجه به جدول ۶، از بین ابعاد ادراک ریسک، ناتوانی شرکت در استمرار وضعیت سوددهی، بیشترین تأثیر و وقایع غیر منتظره، کمترین تأثیر را بر تخصیص سرمایه دارند. در این آزمون فرضیه آماری به صورت زیر بیان می‌شود:

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

برای آزمون این سؤال، فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگ‌تر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها کوچک‌تر یا مساوی ۳ است.

با توجه به جدول ۷، چون مقدار آماره‌ی آزمون مشاهده‌شده، در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است فرض  $H_0$  رد و فرض متقابل یا  $H_1$  تأیید می‌گردد.

جدول ۷: آزمون t دو نمونه‌ای مربوط به سؤال سوم پژوهش

سؤال	فرض آماری	N	احتمال مشاهده شده	آزمون احتمال	sig
بررسی تأثیر ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام	$H_0: \mu \leq 3$	۰	۰	۰/۵۰	/۰۰۰
	$H_1: \mu > 3$	۱۵۰	۰		

بنا بر این، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که ادراک ریسک بر تخصیص سرمایه تأثیر می‌گذارد؛ به عبارت دیگر، اگر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار ریسک بالا ادراک کنند، موجب می‌شود که آنها در سرمایه‌گذاری‌های خود، میزان سرمایه کمتری را به سهام تخصیص دهند و بالعکس.

سؤال ۴. آیا از دید سرمایه‌گذاران، اطلاعات عملکرد گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؟

در جدول ۸، پاسخ‌های نمونه‌ی آماری در خصوص سؤال‌های مربوط به سؤال چهارم پژوهش، با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی نشان داده شده‌اند.

جدول ۸: توزیع فراوانی پاسخ به سؤال‌های مربوط به سؤال چهارم پژوهش

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۱-۴. تأثیر نرخ بازده سهام یک شرکت در گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۴	۳۱	۶۹	۴۶	۴/۰۴
	درصد	-	٪۲۰/۷	٪۲۰/۷	٪۴۶	٪۳۰/۷	
۲-۴. تأثیر درجه‌ی نقدشوندگی سهام یک شرکت در گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۴	۱۸	۷۵	۵۳	۴/۱۸
	درصد	-	٪۲/۷	٪۱۲	٪۵۰	٪۳۵/۳	
۳-۴. تأثیر ثبات نسبی سودآوری سهام یک شرکت در گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱	۱۹	۷۹	۵۱	۴/۲۰
	درصد	-	٪۷	٪۱۲/۷	٪۵۲/۷	٪۳۴	
۴-۴. تأثیر میزان بدهی یک شرکت در گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۱۱	۳۲	۷۰	۴۷	۴/۰۲
	درصد	-	٪۷/۳	٪۱۴/۷	٪۴۶/۷	٪۳۱/۳	

با توجه به جدول ۸، از بین ابعاد مختلف اطلاعات عملکرد گذشته، ثبات نسبی سودآوری سهام یک شرکت در گذشته، بیشترین تأثیر و میزان بدهی یک شرکت در گذشته، کمترین تأثیر را بر تمایل به سرمایه‌گذاری دارند.

برای آزمون این سؤال فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین نمره‌ی

پاسخ‌ها، در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگ‌تر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها کوچک‌تر یا مساوی ۳ است.

در این آزمون فرضیه‌ی آماری به صورت زیر بیان می‌شود:

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

با توجه به جدول ۹، چون مقدار آماری آزمون مشاهده‌شده در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است، فرض  $H_0$  رد و فرض متقابل یا  $H_1$  تأیید می‌گردد.

جدول ۹: آزمون t دو نمونه‌ای مربوط به سؤال چهارم پژوهش

sig	آزمون احتمال	احتمال مشاهده شده	N	فرض آماری		سؤال
				$\mu \leq 3$	$H_0$	
/۰۰۰	/۵۰	/۰۱	۳	$\mu \leq 3$	$H_0$	بررسی تأثیر اطلاعات عملکرد گذشته
		/۹۹	۱۴۸	$\mu > 3$	$H_1$	بر تمایل به سرمایه‌گذاری

بنا بر این، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که اطلاعات عملکرد گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیر می‌گذارد؛ به عبارت دیگر، اطلاعات عملکردی مطلوب در مورد گذشته یک شرکت، تمایل سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت را افزایش می‌دهد و بالعکس.

سؤال ۵. آیا اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؟

در جدول ۱۰، پاسخ‌های نمونه‌ی آماری در خصوص سؤال‌های مربوط به سؤال پنجم پژوهش، با استفاده از شاخص‌های آمار توصیفی نشان داده شده‌اند.

جدول ۱۰: توزیع فراوانی پاسخ به سؤال‌های مربوط به سؤال پنجم پژوهش

میانگین	سؤال‌ها					آمار توصیفی
	خیلی زیاد	زیاد	متوسط	کم	خیلی کم	
۳/۸۰	۱۷	۹۶	۲۸	۹	-	فراوانی
	٪۱۱/۳	٪۶۴	٪۱۸/۷	٪۶	-	درصد

سؤال‌ها	آمار توصیفی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	میانگین
۲-۵. تأثیر درجه‌ی نقدشوندگی سهام یک شرکت در گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۷	۳۵	۸۱	۲۷	۳/۸۵
	درصد	-	٪۴/۷	٪۲۳/۳	٪۵۴	٪۱۸	
۳-۵. تأثیر ثبات نسبی سودآوری سهام یک شرکت در گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۸	۱۱	۱۱۵	۱۶	۳/۹۲
	درصد	-	٪۵/۳	٪۷/۳	٪۷۶/۷	٪۱۰/۷	
۴-۵. تأثیر میزان بدهی یک شرکت در گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	فراوانی	-	۸	۲۶	۸۸	۲۸	۳/۹۰
	درصد	-	٪۵/۳	٪۲۷/۳	٪۵۸/۷	٪۱۸/۷	

با توجه به جدول ۱۰، از بین اطلاعات عملکرد گذشته، ثبات نسبی سودآوری سهام یک شرکت در گذشته، بیشترین تأثیر و نرخ بازده سهام یک شرکت در گذشته، کمترین تأثیر را بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام دارند.

در این آزمون، فرضیه آماری به صورت زیر بیان می‌شود:

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

برای آزمون این سؤال، فرض  $H_1$  به این صورت بیان می‌شود که میانگین نمره‌ی پاسخ‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد بزرگ‌تر از ۳ و فرض  $H_0$  به این صورت که میانگین نمره پاسخ‌ها کوچک‌تر یا مساوی ۳ است.

با توجه به جدول ۱۱، چون مقدار آماره‌ی آزمون مشاهده‌شده در سطح  $P \leq 5\%$  معنی‌دار است، فرض  $H_0$  رد و فرض متقابل یا  $H_1$  تأیید می‌گردد.

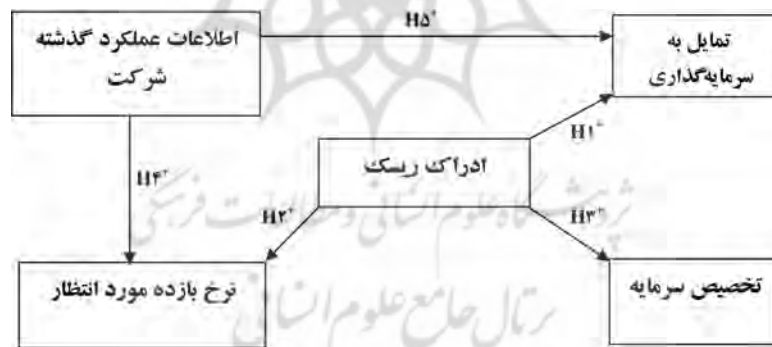
جدول ۱۱: آزمون t دو نمونه‌ای مربوط به سؤال پنجم پژوهش

sig	آزمون احتمال	احتمال مشاهده شده	N	فرض آماری		سؤال
				$\mu \leq 3$	$H_0$	
/۰۰۰	/۵۰	/۱۳	۲۰	$\mu \leq 3$	$H_0$	بررسی تأثیر اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری
		۰/۱۷	۱۳۰	$\mu > 3$	$H_1$	

بنا بر این، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیر می‌گذارند؛ به عبارت دیگر، اطلاعات عملکردی مطلوب در مورد گذشته یک شرکت، موجب می‌شوند که سرمایه‌گذاران نرخ بازده پایین‌تری را از سرمایه‌گذاری خود در آن شرکت انتظار داشته باشند و بالعکس.

#### ارایه‌ی مدل مفهومی پژوهش

پس از آزمون سؤال‌های پژوهش و آزمون روابط میان متغیرهای پژوهش می‌توان به یک مدل مفهومی نهایی دست یافت که در شکل ۲ نشان داده شده است.



شکل ۲: مدل مفهومی نهایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار

#### ۸. نتیجه‌گیری

۱. ادراک ریسک در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی دارای نقش محوری دارد.
۲. وجود اطلاعات عملکرد گذشته در مورد یک شرکت، برای سرمایه‌گذاران انتظاری مشابه آن ایجاد می‌کند.

۳. ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؛ به این معنی که اگر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، ریسک بالاتر ادراک کنند، تمایل به سرمایه‌گذاری را در سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

۴. ادراک ریسک بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؛ به این معنی که ادراک ریسک بالا توسط سرمایه‌گذاران، نرخ بازده مورد انتظار آنها را در سرمایه‌گذاری در سهام افزایش می‌دهد و بالعکس.

۵. ادراک ریسک بر میزان تخصیص سرمایه در فرایند سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تأثیر می‌گذارد؛ به این معنی که ادراک ریسک بالا توسط سرمایه‌گذاران موجب می‌شود که آنها میزان سرمایه‌ی کمتری را به سرمایه‌گذاری در سهام تخصیص دهند و بالعکس.

۶. اطلاعات عملکرد گذشته بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است؛ به این معنی که وجود اطلاعات عملکردی مطلوب در مورد گذشته یک شرکت، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت را کاهش می‌دهد و بالعکس.

۷. اطلاعات عملکرد گذشته بر تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیر می‌گذارد؛ به این معنی که وجود اطلاعات عملکردی مطلوب در مورد گذشته یک شرکت، تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت را افزایش می‌دهد و بالعکس.

## ۹. پیشنهادها

۱. با توجه به تأثیر بسیار استمرار وضعیت سوددهی شرکت بر تمایل به سرمایه‌گذاری افراد در سهام، بورس اوراق بهادار باید اقداماتی را برای کارآتر کردن بازار و افزایش میزان سودآوری بازار انجام داد تا از این طریق، بورس اوراق بهادار به مکانی سودآور تبدیل گردد که امکان مشارکت عمومی را در توسعه‌ی اقتصادی ملی فراهم می‌آورد.

۲. با توجه به تأثیر زیاد ادراک ریسک بر تمایل به سرمایه‌گذاری افراد در سهام، بورس اوراق بهادار کشور باید با استفاده از مکانیسم‌های مناسب برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، ریسک سرمایه‌گذاری در این مکان را کاهش دهد تا از این طریق،

ضمن حفظ تعادل ریسک و بازده، بورس اوراق بهادار را به مکانی تبدیل نماید که ریسک کمتر و بازدهی بالاتری نسبت به سایر فعالیت‌های اقتصادی دارد.

۳. با توجه به تأثیر اطلاعات عملکردی شرکت بر تمایل به سرمایه‌گذاری افراد، فقدان تقارن اطلاعات و از بین بردن رانت‌های اطلاعاتی باید به عنوان یکی از مسائل مهم در دستور کار سازمان بورس اوراق بهادار کشور قرار گیرد تا از این طریق، سرمایه‌گذاران در بورس، با موقعیت مساوی نسبت به سایر افراد، به سرمایه‌گذاری پرداخته، به این کار تشویق شوند.

۴. با توجه به تأثیر اطلاعات عملکردی شرکت بر تمایل به سرمایه‌گذاری افراد و با توجه به نقش و اهمیت روزافزون تبلیغات (اطلاع‌رسانی) در سرمایه‌گذاری، به بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که به اطلاع‌رسانی بیشتر درباره‌ی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار اقدام نماید.





## منابع

- باتاچاریا، ک. گوری و ا. ریچارد جانسون. مفاهیم و روش‌های آماری، ترجمه‌ی مرتضی ابن‌شهرآشوب و فتاح میکائیلی، تهران، مرکز نشر دانشگاهی، ۱۳۷۹.
- جمشیدی، ابو القاسم. بازار سرمایه: اهداف، انگیزه‌ها، ابزارها و مخاطرات: مجموعه‌ای از اطلاعات اساسی در رابطه با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، تهران، خدمات فرهنگی رسا، ۱۳۸۲.
- جونز، چارلز پی. مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه‌ی رضا تهرانی و عسگر نوربخش، تهران، انتشارات نگاه دانش، چ ۳، ۱۳۸۶.
- جهانخانی، علی و علی پارسائیان. مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، تهران، دانشگاه تهران (دانشکده‌ی مدیریت)، چ ۲، ۱۳۸۴.
- شهدایی، سید محمد علی. ارزش‌گذاری سهام بر مبنای P/E، تهران، نشر چالش، چ ۱، ۱۳۸۵.
- صفری، علی. بررسی عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌ی اشخاص حقوقی در بورس اوراق بهادار (مطالعه‌ی موردی: بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان)، پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان، ۱۳۸۴.
- عبد اله زاده، فرهاد. مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، تهران، نشر پردازشگران، چ ۱، ۱۳۸۱.
- نو، ریموند پی. مدیریت مالی، ترجمه‌ی علی جهانخانی و علی پارسائیان، تهران، سمت، ۱۳۸۰، چ ۱.
- Diacon, S.R. & C. Ennew. "Consumer perceptions of financial risk", *Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 2001, Vol. 26 No. 3.
- Eakins, Stanley G. & Frederic S. Mishkin. *Financial Markets and Institutions*, 3rd ed., 1999.
- Francis, J.C. & et al. *Im Investment Analysis and Mgmt*, New York, McGraw-Hall Inc, 1990.

Haugen, .R.A. *Modern Investment theory*, 5th ed., New Jersey, Printic-Hall Inc, 2000.

Byrne, Kathleen. "How do consumers evaluate risk in financial products?", *Journal of Financial Services Marketing*, Henry Stewart, Publications, 2005, Vol.10.

Olsen, R. "Investment risk: The expert's perspective", *Financial Analysis Journal*, 1997, Vol . 53, No.2, 6.

Sharp, .w.f. & G.J. Aleander & J.V. Bailey. "Dynamic Network Model of Investment Control for Quadratic Risk Function", *Automation and Remote Control Journal*, 2002, Vol. 63, No.2.

Sitkin, S.B. & A.L. Pablo. "Reconceptualizing the determinants of risk behaviour", *Academy of Management Review*, 1992, Vol.17.

Weber, E. & R. Milliman. "Perceived risk attitudes Relating risk perception to risky choice", *Management Science*, 1997, Vol.43, No.2.

----- & A. R. Blais & N. Betz. "A domain- specific risk- attitude scale: Measuring risk perception and behavior", *Journal of Behavioral Decision Making*, 2002, Vol.15, No. 4.