



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هشتم / شماره سی‌ام / تابستان ۱۳۹۸

تأثیر ریسک‌ادراک شده توسط سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام (مطالعه موردی: سرمایه‌گذاران فعال کارگزاری‌های بورس مشهد)

احمد ناطق گلستان

استادیار و عضو هیات علمی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور، گروه مدیریت مالی، خراسان رضوی، ایران. (نویسنده مسئول)
a.nateq@gmail.com

الهه دامغانی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، مؤسسه آموزش عالی عطار، مشهد، ایران.
el.damghani@gmail.com

احمد صباحی

استاد و عضو هیات علمی، دانشگاه فردوسی مشهد گروه اقتصاد
sabahi@um.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۴/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۰۲

چکیده

تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، موضوع مورد توجه مباحث مالی رفتاری است. قلمرو مالی رفتاری به چگونگی تصمیم‌گیری افراد در شرایط عدم اطمینان می‌پردازد. در این پژوهش تأثیر ریسک‌ادراک شده سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام مورد بررسی قرار گرفته است. تحقیق حاضر، تحقیق کاربردی از نوع توصیفی پیمایشی است که برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز تحقیق از پرسشنامه استفاده شده است. در این تحقیق از روش نمونه‌گیری ساده استفاده شده و نمونه شامل ۱۰۴ سرمایه‌گذار می‌باشد. ۲۴ فاکتور مؤثر بر ریسک ادراک شده و ۲۱ فاکتور مؤثر بر مدیریت سبد سهام به صورت مقیاس لیکرت از سرمایه‌گذاران سنجیده شد. داده‌های حاصل از پرسشنامه از طریق نرم‌افزارهای SPSS و Smart PLS با استفاده از روش معادلات ساختاری (تحلیل مسیر) مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که ریسک ادراک شده به صورت مستقیم و مؤلفه‌های مؤثر بر ریسک ادراک شده به صورت غیرمستقیم بر مدیریت سبد سهام تأثیرگذار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: ریسک، ادراک ریسک، مالی رفتاری، مدیریت سبد سهام.

۱- مقدمه

یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی و قابل پیش بینی، همان گونه که توسط مدل های رایج نشان داده شده اند، رفتار نمی کنند. بر اساس نظریه‌های روانشناسی، انسان‌ها تمایل به نگهداری حوادث خاصی در ذهن خود به صورت تصورات دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود حوادث بر رفتار افراد دارند (گرینبلات و هان، ۲۰۰۵). احساسات، حالات سرمایه‌گذاران و سایر عوامل، بر ادراک اثر می‌گذارند و به همین علت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نیز مؤثر می‌باشند. ادراک ریسک سرمایه‌گذاران، قضاوت ذهنی سرمایه‌گذاران از ریسک است که ممکن است بیشتر و یا کمتر از ریسک واقعی برآورد گردد. این ریسک ذهنی یا ادراک شده تحت تأثیر عوامل اقتصادی و غیراقتصادی متعددی قرار گرفته و هر زمان این عوامل حضور پر رنگتری داشته باشند، ریسک ادراک شده فاصله بیشتری از ریسک واقعی خواهد داشت که منجر به اتخاذ تصمیمات متفاوت از سوی سرمایه‌گذاران می‌گردد (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۹۴). سرمایه‌گذاری از راه‌های مختلفی صورت می‌گیرد که از جمله آن‌ها سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار است. برای یک سبد سرمایه مهم‌ترین مسأله‌ای که مطرح است مدیریت آن است، مدیریت سبد سهام بخش مهمی از مفهوم مدیریت سرمایه‌گذاری و کانون توجه آن را تشکیل می‌دهد. مدیریت سبد سهام، مطالعه همه‌ی ابعاد سهام را در بر می‌گیرد و این مدیریت شامل ترکیب سهام موجود در سبد، وزن هر سهم در سبد و بهترین زمان برای تغییر ترکیب سبد است. از طرفی مهم‌ترین بخش مدیریت سبد سهام، بهینه‌سازی سبد سرمایه است که بهینه‌سازی سبد سرمایه عبارت است از انتخاب بهترین ترکیب از دارایی‌های مالی به نحوی که باعث شود تا حد ممکن بازده پرتفوی سرمایه‌گذاری حداکثر و ریسک پرتفوی حداقل شود. در واقع در بهینه‌سازی پرتفوی (سبد سهام)، مسأله اصلی انتخاب بهینه دارایی‌ها و اوراق بهاداری است که با مقدار مشخصی سرمایه می‌توان تهیه کرد (اشرفی، ۱۳۹۱).

هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران به صورت مستقیم و ابعاد مؤثر بر ریسک ادراک شده به صورت غیرمستقیم بر مدیریت سبد سهام آن‌ها می‌باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مفهوم شناسی ادراک ریسک^۱

مفهوم ادراک ریسک، یکی از مفاهیمی است که در پژوهش‌های بررسی رفتار افراد مورد توجه قرار گرفته است. در نظریه تصمیم‌گیری کلاسیک، ریسک اغلب ناشی از تغییر در توزیع نتایج ممکن، تغییر در احتمالات و ارزش‌های ذهنی می‌باشد. به طور کلی در نظریه‌ها فرض بر این است که تصمیم‌گیرندگان خطرات کوچکتر را به آن‌هایی که بزرگتر هستند، به شرطی که عوامل دیگری (به عنوان مثال ارزش مورد انتظار) ثابت باشند، ترجیح می‌دهند (میچل، ۱۹۹۲).

ادراک ریسک بیان می‌کند که در ریسک یک جزء کیفی و یا ذهنی وجود دارد که در محاسبات کلاسیک مالی، حسابداری و اقتصاد مطرح نمی‌شود (ریکاردی، ۲۰۰۸) به عبارت دیگر ادراک ریسک یک فرایند ذهنی تصمیم‌گیری

خواننده می‌شود که در جهت محاسبه میزان ریسک و یا عدم اطمینان به کار گرفته می‌شود. وهمین پدیده ادراک باعث می‌گردد تا آنچه یک سرمایه‌گذار در رابطه با سهم خاصی ادراک می‌کند به عنوان یک ریسک اصلی تلقی نموده درحالی که سرمایه‌گذار دیگری به عنوان ریسک جزعی تلقی نماید. در واقع ادراک ریسک به دنبال توضیح میزان ریسک یک پدیده ریسکی توسط سرمایه‌گذار تحت تاثیر متغیرها (محرک‌های) مختلف پیرامونی و درونی است (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۹۴).

از آن جا که ادراک از پدیده‌ها بربرآوردهای ذهنی و در نتیجه تصمیم‌گیری و رفتار انسان‌ها اثرگذار است، از اهمیت زیادی برخوردار می‌باشد. اغلب گفته می‌شود که "هرکس دنیا را با دیدگاه متفاوتی می‌بیند" (بارون و گرینبرگ، ۱۹۹۰) هنگامی که اشخاص در معرض اطلاعات، وضعیت‌ها یا رخداد‌های واحدی قرار می‌گیرند اغلب واکنش‌های کاملاً متفاوتی از خود نشان می‌دهند و هرکس مایل است که نظر خودش را درست بداند. بنابراین شناخت تصمیم‌گیری‌های افراد و رفتار آن‌ها بدون شناخت ادراک و چرایی تفاوت دیدگاه‌های مختلف در برابر مشاهده رخداد واحد ممکن نیست. تفاوت دیدگاه‌ها بیانگر این نکته است که برخلاف آنچه شعور متعارف حکم می‌کند انسان دنیای اطراف خود را بی‌پیرایه و مستقیم درک نمی‌کند؛ به عبارت دیگر شخص از طریق ادراکات، صرفاً نظاره‌گری انفعالی بر گستره‌ی زندگی خود نیست بلکه بازیگری است که فعالانه تصویر یا جلوه‌ای از دنیای پیرامون خود را از طریق فراگرد پیچیده و پویای ذهنی می‌سازد و بر اساس آن برنامه‌ی زندگی خود را تدوین کرده و ایفای نقش می‌کند (رضائیان، ۱۳۸۲).

در این پژوهش می‌خواهیم تأثیر ریسک ادراک شده را به صورت مستقیم و ابعاد موثر بر آن را به صورت غیر مستقیم بر مدیریت سبد سهام سرمایه‌گذاران بررسی نماییم. مؤلفه‌های مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران: ۱- ناهمگونی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، ۲- نقدشوندگی، ۳- اعتماد به ناشر اوراق، ۴- نگرانی و اضطراب، ۵- احتمال زیان، ۶- نوسانات درآمد، ۷- احتمال بازدهی قیمت، ۸- اعتماد به اقتصاد

عوامل موثر بر ادراک ریسک

نقد شونده‌گی؛ به اعتقاد گرگوریور انجین^۳ (۲۰۱۰) نقدشوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد. از نظر او اهمیت نقد شونده‌گی سهام در ارتباط مثبت و معنی دار بین هزینه‌های معاملاتی و پاداش سرمایه‌گذاران خود نقدشونده‌گی را نشان می‌دهد. از نظر رابین (۲۰۰۷) نقدشونده‌گی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. نقدشونده‌گی یا بازارپذیری از جنبه‌های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت‌گذاری دارایی‌ها می‌باشد، که تأثیر بسیار زیادی بر قیمت آن‌ها دارد. (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷) در واقع نقد شونده‌گی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان است، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار دارد. از طرفی ادراک ریسک بر مدیریت سبد سهام تأثیر گذار است (عبد الداعم، ۲۰۱۵). فقدان نقدشونده‌گی به معنای ریسک نقدشونده‌گی، که تأثیر

منفی بر ارزش سهام می‌گذارد، چرا که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز برای جبران ریسکی که متحمل می‌شوند، نیازمند صرف ریسک هستند (صفری، ۱۳۸۹).

نگرانی و اضطراب؛ نگرانی یک عکس‌العمل طبیعی است که در آن **ذهن** تلاش می‌کند با عامل تهدید بیرونی مبارزه کند و جلوی آن را بگیرد. احساس نگرانی با **اضطراب** یا توجه بیش از حد به مسائل واقعی یا خیالی همراه است. این مسائل معمولاً یا به خود شخص مربوط است مانند مسائل مالی و سلامتی، یا به محیط اطراف وی مانند آلودگی محیط و تغییرات **تکنولوژی** یا **جامعه**. (قربانی، ۱۳۸۴).

نگرانی و اضطراب یکی از فاکتورهای ادراک ریسک سرمایه‌گذاران است که افزایش آن برنامه ریزی بیشتری را ایجاد می‌نماید که یکی از ارکان مدیریت سبد سهام است. (عبدالداغ، ۲۰۱۵)

نگرانی نسبت به وقایع غیر منتظره؛ صنایع مختلف تحت تاثیر شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می‌تواند دچار رونق و رکود گردد. (همان) بنابر این هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به عوامل خارجی بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن شرکت بیشتر ادراک می‌شود که مدیریت بیشتری را از سوی تشکیل دهندگان سبد سهام به همراه خواهد داشت. (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷).

نگرانی نسبت به تغییرات بازده؛ مهمترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن می‌باشد. از آنجایی که یک سرمایه‌گذار همواره دو فاکتور ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود مد نظر قرار می‌دهد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳)، بنابراین هرچه میزان انحراف سودآوری سال‌های گذشته و یا سودهای احتمالی دوره‌های آتی نسبت به میانگین سود یا سود مورد انتظار بیشتر باشد، ریسک بالاتری درک شده و همچنین نظارت بیشتری در جهت کسب بازده انجام خواهد گرفت. (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷).

اعتماد به اقتصاد؛ امنیت اقتصادی به میزان حفظ و ارتقای شیوه زندگی مردم یک جامعه از طریق تأمین کالاها و خدمات، هم از مجرای عملکرد داخلی و هم حضور در بازارهای بین‌المللی اطلاق می‌شود (ماندل، ۱۳۷۹). فساد مالی و اقتصادی عبارت است از کلیه رفتارها و سوءرفتارهایی که موجب اختلال در نظم اقتصادی یا عملکرد بهینه مراکز اقتصادی در مقیاس‌های مختلف از واحدهای کوچک گرفته تا اختلال در اقتصاد کشور می‌شود (عباس‌زادگان، ۱۳۸۳). فلذا هر چه میزان اعتماد به جریان کلی اقتصاد بیشتر باشد ادراک ریسک سرمایه‌گذاران و به تبع آن برنامه ریزی کمتری برای سبد سهام لازم است. (مایورال و ایلا، ۲۰۱۲)

مدیریت سبد سهام

مدیریت سبد سهام، مطالعه همه ابعاد سبد سهام را در بر می‌گیرد که شامل ترکیب سهام موجود در سبد، وزن هر سهم در سبد و بهترین زمان برای تغییر ترکیب سبد است. مدیریت سبد سهام، بخش مهمی از مفهوم مدیریت سرمایه‌گذاری و کانون توجه آن را تشکیل می‌دهد (ذاکری زیارتی، ۱۳۹۳).

برای یک سبد سرمایه‌های مهمترین مسأله، مدیریت آن می‌باشد. مدیریت سبد سهام، مطالعه همه‌ی ابعاد سهام را در بر می‌گیرد و این مدیریت شامل ترکیب سهام موجود در سبد، وزن هر سهم در سبد و بهترین زمان برای تغییر ترکیب سبد است. (چندرا و کومار، ۲۰۱۱) از طرفی مهم‌ترین بخش مدیریت سبد سهام، بهینه‌سازی سبد

سرمایه است که بهینه سازی سبد سرمایه عبارت است از انتخاب بهترین ترکیب از دارایی های مالی به نحوی که باعث شود تا حدممکن بازده پرتفوی سرمایه گذاری حداکثر و ریسک پرتفوی حداقل شود. (ریکاردی، ۲۰۰۸) در واقع در بهینه سازی پرتفوی (سبد سهام)، مسأله اصلی انتخاب بهینه دارایی ها و اوراق بهاداری است که با مقدار مشخصی سرمایه می توان تهیه کرد (اشرفی، ۱۳۹۱).

فرآیند سرمایه گذاری، نحوه ی تصمیم گیری سرمایه گذاران در رابطه با انواع اوراق بهادار قابل دادوستدی که باید سرمایه گذاری کنند، میزان سرمایه گذاری در این اوراق بهادار، و زمان سرمایه گذاری در آن ها را تشریح می کند. (شارپ و بریلی، ۲۰۰۱) دستورالعمل پنج مرحله ای برای اتخاذ این تصمیمات اساس فرآیند سرمایه گذاری را شکل می بخشد: ۱- تعیین برنامه و سیاست سرمایه گذاری ۲- انجام تجزیه و تحلیل اوراق بهادار ۳- تشکیل سبد سرمایه گذاری ۴- تجدیدنظر در سبد سرمایه گذاری ۵- ارزیابی عملکرد سبد سرمایه گذاری (ریکاردی، ۲۰۰۸)

پژوهش های صورت گرفته در زمینه ادراک ریسک و مدیریت سبد سهام

پژوهش های صورت گرفته پیرامون موضوع در داخل و خارج از کشور در جداول ۱ و ۲ به اختصار آمده است.

جدول ۱- پژوهش های انجام گرفته پیرامون موضوع داخل کشور

| ردیف | موضوع | پژوهشگر پژوهشگران | نتایج | سال |
|------|---|----------------------|--|------|
| ۱ | عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس تهران | خادمی و قاضی زاده | عوامل سیاسی، عوامل روانی بازار، عوامل اقتصادی و عوامل مالی در سطح شرکت بالاترین تأثیر را بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران دارند. | ۱۳۸۶ |
| ۳ | بررسی عوامل روانی تأثیر گذار بر قصد افراد به سرمایه گذاری در بورس | فلاح شمس عبدالمجید | عوامل روانی همچون بیوریتیم، قدرت تحلیل ذاتی، اعتماد به نفس، میزان درجه ریسک پذیری، کسب پرستیژ سهامداران و انطباق تصویر ذهنی خود و شرکت بر قصد افراد به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار مؤثر می باشد. | ۱۳۸۷ |
| ۴ | بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری سهام در بورس | ابزری و همکاران | ادراک ریسک در تصمیمات سرمایه گذاری و مالی دارای نقش محوری است. | ۱۳۸۷ |
| ۵ | ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری در بورس تهران | یحیی زاده فر | با توجه به ریسک غیرسیستماتیک بالا در کشور و اینکه پرتفوی شرکت ها به خوبی تنوع بخشیده نشده است، لذا استفاده از دو معیار ریسک (سیستماتیک و غیر سیستماتیک) برای ارزیابی عملکرد ضروری به نظر می رسد. | ۱۳۸۹ |
| ۶ | نظریه مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه گذاری افراد در بورس | لشکری و مرتضی | وجود عوامل روانی بسیاری موجب می شود که افراد در تصمیم گیری های سرمایه گذاری خود به صورت کاملاً عقلایی عمل نکنند. | ۱۳۹۰ |

| ردیف | موضوع | پژوهشگر پژوهشگران | نتایج | سال |
|------|---|-----------------------------|--|------|
| ۷ | مؤلفه‌های فرهنگی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران | ناطق گلستان و همکاران | تفاوت‌های فرهنگی سرمایه‌گذاران در ادراک ریسک آنان و تصمیم‌گیری آنان در خرید و فروش سهام اثرگذار است. | ۱۳۹۲ |
| ۸ | بررسی آثار روانشناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک | کمالی‌اردکانی رجبی‌قیری | درک ریسک یک نقش کلیدی در مکانیزم‌های روانشناختی سرمایه‌گذاران انفرادی بازی می‌کند. | ۱۳۹۴ |
| ۹ | ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس | رهنمای‌رودپشتی و همکاران | که ادراک ریسک بر رفتار و در نهایت بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار است. | ۱۳۹۴ |

جدول ۲- پژوهش‌های انجام گرفته پیرامون موضوع خارج از کشور

| ردیف | موضوع | پژوهشگر پژوهشگران | نتایج | سال |
|------|--|-------------------------|---|------|
| ۱ | مروری بر ادراک ریسک و مدیریت سبد سهام | پرابهکران و کارتیکان | ادراک ریسک بر ابعاد مختلف مدیریت سبد سهام تاثیر معناداری دارد با افزایش ادراک ریسک مدیریت سبد بیشتر می‌گردد. | ۲۰۱۱ |
| ۵ | بررسی مکانیزم‌های روانشناختی سرمایه‌گذاران در بازار سهام | وانگ و همکاران | ریسک درک شده توسط سرمایه‌گذاران به واسطه تأثیر بر عملکرد آنها، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی سرمایه‌گذاران (که برای توسعه بازار حیاتی است) را تحت تأثیر قرار می‌دهد. | ۲۰۰۷ |
| ۶ | ادراک ریسک سرمایه‌گذاران | ریکاردی | رفتارهای مخاطره‌آمیز افراد می‌تواند در زمینه‌های مالی و سرمایه‌گذاری افراد تأثیر زیادی داشته باشد. | ۲۰۰۸ |
| ۸ | تاثیر سواد مالی بر ادراک ریسک و گزینه‌های سرمایه‌گذاری | آرن و زنگین | در این پژوهش ضمن بررسی سواد مالی تاثیر آن بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران مورد بررسی و تاثیر آن تایید گردید. | ۲۰۱۶ |
| ۹ | تأثیر درک سرمایه‌گذاران بر پویایی بازارهای مالی | مایورال وایلادو | چگونه درک سرمایه‌گذاران از ریسک بر پویایی بازارهای مالی اثرگذار بوده و تصمیمات مالی با فاکتورهای غیرمالی به هم گره خورده است. | ۲۰۱۲ |
| ۱۰ | تأثیر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام | عبدالدايم | ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بر مدیریت پرتفوی مؤثر است | ۲۰۱۵ |

۳- روش‌شناسی پژوهش

روش این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت از نوع تحقیقات توصیفی پیمایشی به شمار می‌آید. جامعه آماری این تحقیق، سرمایه‌گذاران فعال می‌باشند که در طول سال گذشته حداقل ۵ بار از طریق کارگزاری‌های بورس مشهد سرمایه‌گذاری کرده‌اند (بر اساس نظر خیرگان). با مراجعه به ۵۴ کارگزاری واقع در

مشهد تعداد این افراد ۴۰۰ نفر برآورد شد در این تحقیق نمونه‌گیری به روش تصادفی ساده و با استفاده از فرمول کمی مورگان (که با توجه به نمونه‌ی پایلوت برآورد حجم نمونه می‌کند) با سطح خطای ۵ درصد انجام گرفته است. پس از مشخص نمودن جامعه آماری و روش نمونه‌گیری، در این قسمت برای تعیین حجم نمونه‌ی مورد نیاز می‌پردازیم. با توجه به مقیاس متغیرهای تحقیق حاضر، که از مقیاس فاصله‌ای پیروی می‌نمایند، برای تعیین حجم نمونه می‌توان از روابط ذیل استفاده نمود:

$$n_o = \left(\frac{z \cdot S}{r \cdot \bar{Y}_N} \right)^2 \quad (3-1)$$

$$n = \frac{n_o}{1 + n_o / N} \quad (3-2)$$

که در این روابط r ضریب خطا است که از قبل تعیین می‌شود، N تعداد افراد جامعه، \bar{Y}_N میانگین S ، انحراف معیار جامعه است که اگر معلوم نباشند باید از روی نمونه‌ای مقدماتی برآورد آن را به دست آورد، و z

طول نقطه متناظر با احتمال تجمعی $1 - \frac{\alpha}{2}$ یا صدک $\frac{1 - \alpha}{2}$ ام توزیع نرمال استاندارد است.

همان‌طور که ذکر گردید برای جانشین کردن \bar{Y}_N و S در روابط فوق، به دلیل نامشخص بودن مقدار میانگین و واریانس امتیازات متغیرها در جوامع مذکور، از نمونه مقدماتی استفاده می‌نمائیم.

بر این اساس، با توجه به یک نمونه مقدماتی ۱۰ عضوی که از جامعه آماری شامل سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در مشهد که بیش از سه مرتبه در سال جاری اقدام به سرمایه‌گذاری از طریق کارگزاری‌ها کرده‌اند، جمع‌آوری گردید. میانگین و انحراف معیار امتیازات متغیر وابسته‌ی مدیریت سبد سهام $\bar{Y} = ۳/۶۷$ و $\hat{S} = ۰/۹۷$ برآورد گردید و با در نظر گرفتن حجم جامعه $N=400$ نفری و ضریب خطای $r = ۰/۰۵$ با ضریب اطمینان ۹۵ درصد ($z_{0.۹۷۵} = ۱/۹۶$) داریم:

$$n_o = \left(\frac{۱/۹۶ \times ۰/۹۷}{۰/۰۵ \times ۳/۶۷} \right)^2 = ۱۰۶۷۶$$

$$n = \frac{۱۰۶/۷۶۰}{1 + \frac{۱۰۶/۷۶}{۴۰۰}} \cong ۸۵$$

بنابراین حجم نمونه لازم از رابطه‌ی (۲-۳) حدوداً برابر با $n=85$ نفر به دست آمد. این عدد حداقل نمونه را با توجه به فرمول کمی مورگان مشخص می‌کند. بنابراین ۱۲۰ پرسشنامه در بین سرمایه‌گذاران فعال توزیع شد که از بین آن‌ها ۱۰۴ پرسشنامه دریافت گردید.

ابزار جمع‌آوری داده‌ها: در پژوهش حاضر به منظور یافتن و اولویت‌بندی متغیرهای اصلی پژوهش از پرسشنامه محقق ساخته استفاده شده است. در این راستا ابتدا از طریق بررسی متون در زمینه‌ی پایه‌های نظری پژوهش، شاخص‌های مختلف گردآوری شده و بر اساس محتوای موضوع، پرسشنامه طراحی شده است. کیفیت تنظیم پرسشنامه در به دست آوردن اطلاعات صحیح و درست و قابل‌تعمیم بسیار با اهمیت می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌ها از دو پرسشنامه استفاده شده است. پرسشنامه ریسک‌ادراک‌شده (ناهمگونی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، نقدشوندگی، اعتماد به ناشر اوراق، نگرانی و اضطراب، اعتماد به اقتصاد، احتمال زیان، احتمال بازدهی قیمت، نوسانات درآمد) که دارای ۲۴ سؤال و پرسشنامه مدیریت سبد سهام (برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری، تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، تشکیل سبد سرمایه‌گذاری، تجدیدنظر در سبد سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری) از ۲۱ سؤال تشکیل شده است.

روایی و پایایی پرسشنامه: جهت بررسی روایی پرسشنامه هم از اعتبار محتوا و هم از اعتبار عاملی استفاده شد. برای سنجش اعتبار محتوای پرسشنامه از نظرات متخصصان، اساتید دانشگاهی و کارشناسان خبره استفاده شد. در این مرحله با انجام مصاحبه و کسب نظرات افراد یاد شده، اصلاحات لازم به عمل آمده و بدین ترتیب اطمینان حاصل گردید که پرسشنامه همان خصیصه مورد نظر محققین را می‌سنجد. به منظور تعیین پایایی پرسشنامه از آلفای کرونباخ استفاده شد.

جدول ۳- ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی سازه‌های (متغیرهای مکنون) تحقیق

| متغیر | نوع مقیاس | آلفای کرونباخ | پایایی ترکیبی |
|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| ریسک ادراک‌شده | لیکرت ۵ نقطه‌ای | 0/70 | 0/71 |
| مدیریت سبد سهام | لیکرت ۵ نقطه‌ای | 0/89 | 0/92 |

طبق جدول ۳، نتایج پیش‌آزمون از طریق نرم‌افزار SPSS نشان می‌دهد که پرسشنامه از پایایی لازم برخوردار می‌باشد. بنابراین پایایی پرسشنامه تأیید می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها: در تحقیق حاضر، از آن‌جا که متغیرهای اصلی، مکنون و نیز مدل ساختاری خاصی مفروض است، برای تحلیل معادلات ساختاری از نرم‌افزار PLS استفاده می‌شود.

۴- فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش یک فرضیه اصلی و هشت فرضیه فرعی وجود دارد که پژوهشگر به دنبال بررسی آن‌ها می‌باشد. این فرضیات عبارتند از:

فرضیه اصلی

ریسک ادراک شده توسط سرمایه گذاران بر مدیریت سبد سهام تأثیر دارد.

فرضیه های فرعی

فرضیه ۱: ناهمگونی به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه ۲: نقدشوندگی به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه ۳: اعتماد داشتن به ناشر اوراق به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه ۴: نگرانی واضطراب به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه ۵: اعتماد به اقتصاد به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه ۶: احتمال زیان به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه ۷: احتمال بازده قیمتی به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه ۸: نوسانات درآمد به عنوان مولفه تأثیرگذار بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۵- نتایج پژوهش

۵-۱- نتایج توصیفی

بر اساس مطالعات صورت گرفته خلاصه ای از آمار توصیفی به قرار زیر می باشد:

جدول ۴- مشخصات جمعیت شناسی پاسخ دهندگان به پرسشنامه

| | | | | | | | | |
|-----|------------------|-----|-------------|---------------|-----|------------|-------------------|-----|
| جنس | زن | ٪۳۴ | مدرک تحصیلی | دیپلم | ٪۱۵ | تجربه کاری | زیر ۵ سال | ٪۲۸ |
| | مرد | ٪۶۶ | | کاردانی | ٪۱۸ | | بین ۵ تا ۱۵ سال | ٪۵۴ |
| سن | کمتر از ۳۰ سال | ٪۲۱ | | کارشناسی | ٪۴۵ | | بین ۱۵ تا ۲۵ سال | ٪۱۱ |
| | بین ۳۰ تا ۴۰ سال | ٪۴۰ | | کارشناسی ارشد | ٪۱۴ | | بالا تر از ۲۵ سال | ٪۸ |
| | بین ۴۰ تا ۵۰ سال | ٪۱۶ | | دکتری | ٪۷ | | | |
| | بیشتر از ۵۰ سال | ٪۲۲ | | | | | | |

همانطور که مشاهده می‌گردد میزان پاسخگویی خانم‌ها بیشتر از آقایان است که البته می‌تواند ووثر بر نتایج تحقیق باشد چراکه برنامه ریزی در خانم‌ها بصورت شناختی بیشتر از آقایان است. در این بخش پس از پرداختن به مشخصات عمومی پاسخگویان، برای خلاصه کردن داده‌ها و شناخت بیشتر متغیرهای مورد بررسی ریسک ادراک شده و مدیریت سبد سهام و مؤلفه‌های تشکیل دهنده‌ی آن یافته‌های توصیفی مانند میانگین، انحراف معیار و... طی جدول زیر ارائه می‌شود.

جدول ۵- نتایج توصیفی متغیرهای تحقیق

| متغیر | تعداد | میانگین | کمترین امتیاز | بیشترین امتیاز | انحراف معیار |
|---------------------------------|-------|---------|---------------|----------------|--------------|
| ناهمگونی | 104 | 3/91 | 2 | 5 | 0/664 |
| نقدشوندگی | 104 | 3/16 | 2 | 5 | 0/794 |
| اعتماد به ناشر اوراق | 104 | 3/24 | 2 | 4 | 0/464 |
| نگرانی و اضطراب | 104 | 3/31 | 1 | 5 | 1/102 |
| احتمال زیان | 104 | 3/57 | 2 | 5 | 0/771 |
| نوسانات درآمد | 104 | 3/63 | 2 | 5 | 0/784 |
| احتمال بازدهی قیمتی | 104 | 2/84 | 2 | 5 | 0/725 |
| اعتماد به اقتصاد | 104 | 3/97 | 2 | 5 | 0/791 |
| برنامه‌ریزی و سیاست گذاری | 104 | 3/52 | 1 | 5 | 0/898 |
| تجزیه و تحلیل اوراق بهادار | 104 | 3/30 | 2 | 5 | 0/763 |
| تشکیل سبد سرمایه گذاری | 104 | 3/59 | 1 | 5 | 0/711 |
| تجدیدنظر در سبد سرمایه‌گذاری | 104 | 3/53 | 2 | 5 | 0/742 |
| ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری | 104 | 3/30 | 2 | 5 | 0/887 |

همانطور که مشاهده می‌گردد متوسط اغلب اعداد مربوط به متغیرها بیشتر از ۳ است و کمترین مقدار برای هر مولفه فاصله خیلی زیادی با میانگین ندارد که نشان از توزیع مناسب پرسشنامه و دقت پرسش‌شوندگان در پاسخ به سوالات است.

۵-۲- نتایج حاصل از آزمون‌های آماری

در این بخش پس از پرداختن به مدل تحقیق با استفاده از روش معادلات ساختاری^۴ (SEM)، به آزمون فرضیات و استنباط‌های مرتبط بر اساس آن‌ها پرداخته می‌شود.

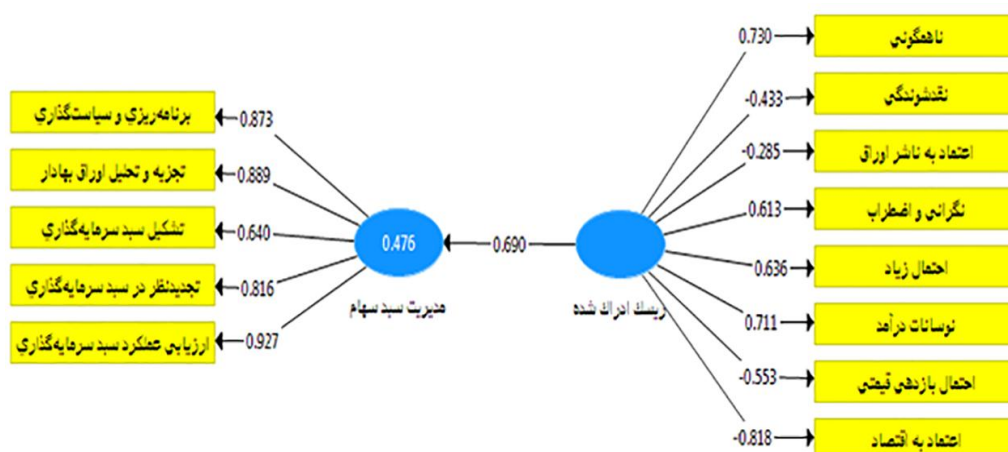
تحلیل مدل ساختاری

بدین منظور، معنی داری هر یک از ارتباطات مؤلفه‌های ناهمگونی، نقدشوندگی، اعتماد به ناشر اوراق، نگرانی اضطراب، احتمال زیاد، نوسانات درآمد، احتمال بازدهی قیمت، اعتماد به اقتصاد و متعاقباً متغیر ریسک ادراک شده و متغیر مدیریت سبد سهام از نظر آماری توسط مقادیر آزمون T و معنی داری P -value متناظر با آن بررسی شده است.

جدول ۶- نتایج مدل ساختاری تحقیق

| نام مؤلفه | نام متغیر | ضریب مسیر استاندارد شده | انحراف معیار | آماره تی | سطح معنی داری |
|---------------------------------|-----------------|-------------------------|--------------|----------|---------------|
| ناهمگونی | ریسک ادراک شده | 0/73 | 0/05 | 14/19 | 0/000 |
| نقدشوندگی | ریسک ادراک شده | -0/43 | 0/09 | 4/80 | 0/000 |
| اعتماد به ناشر اوراق | ریسک ادراک شده | -0/29 | 0/12 | 2/40 | 0/017 |
| نگرانی و اضطراب | ریسک ادراک شده | 0/61 | 0/07 | 8/32 | 0/000 |
| احتمال زیاد | ریسک ادراک شده | 0/64 | 0/08 | 8/26 | 0/000 |
| نوسانات درآمد | ریسک ادراک شده | 0/71 | 0/06 | 12/74 | 0/000 |
| احتمال بازدهی قیمتی | ریسک ادراک شده | -0/55 | 0/10 | 5/76 | 0/000 |
| اعتماد به اقتصاد | ریسک ادراک شده | -0/82 | 0/03 | 24/65 | 0/000 |
| برنامه ریزی و سیاست گذاری | مدیریت سبد سهام | 0/87 | 0/02 | 38/62 | 0/000 |
| تجزیه و تحلیل اوراق بهادار | مدیریت سبد سهام | 0/89 | 0/02 | 52/47 | 0/000 |
| تشکیل سبد سرمایه گذاری | مدیریت سبد سهام | 0/64 | 0/07 | 8/85 | 0/000 |
| تجدیدنظر در سرمایه گذاری | مدیریت سبد سهام | 0/82 | 0/03 | 26/57 | 0/000 |
| ارزیابی عملکرد سبد سرمایه گذاری | مدیریت سبد سهام | 0/93 | 0/01 | 77/93 | 0/000 |

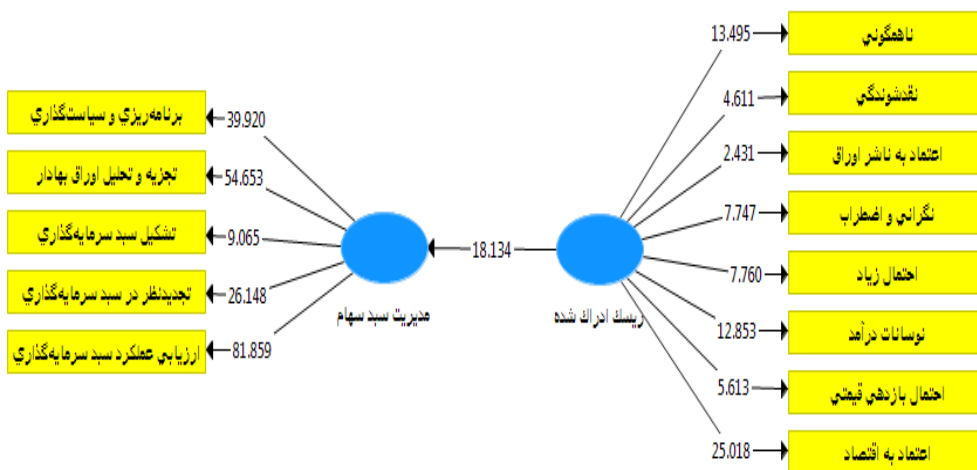
بنابراین باتوجه به نتایج جدول فوق، مناسبت مدل تحقیق در برازش به داده‌های گردآوری شده تأیید می‌شود. بر این اساس مدل ساختاری قابل برازش بوده و ضرایب مسیر بین مؤلفه‌ها و متغیرهای تحقیق در شکل زیر تهیه و گزارش شده است. همانطور که در سطح معنی داری ۵ درصد آماره تی کلیه متغیرها بیش از ۱,۹۶ می‌باشد که به منزله تأیید کلیه فرضیات می‌باشد.



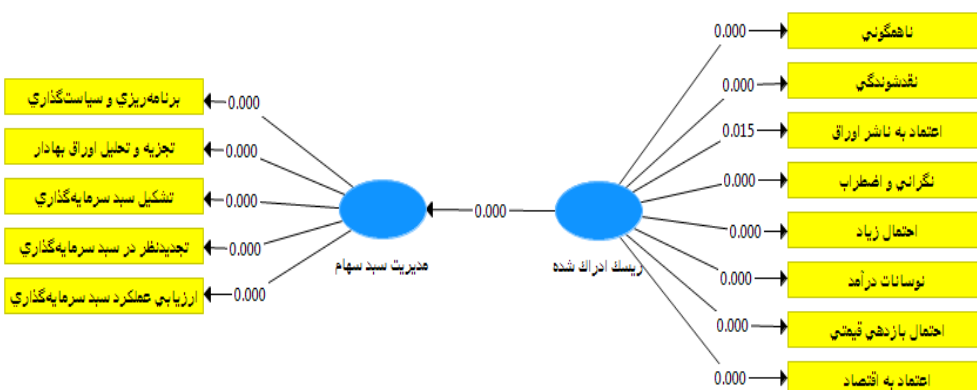
شکل ۲- مدل مفهومی برازش شده در حالت تخمین ضرایب استاندارد و واریانس تبیین‌شده

در شکل ۲ فوق، ضرایب مسیر یا ضریب بتا (β) مشخص شده‌اند. (همچنین پیشتر در جدول ۴-۶ این ضرایب گزارش شده بودند) بر اساس مقادیر ضرایب مسیر، همانطور که از شکل بر می‌آید بین مؤلفه ناهمگونی و متغیر ریسک ادراک شده رابطه‌ی ۷۳ درصدی وجود دارد، که به معنای این است که افزایش ناهمگونی به میزان ۱ درصد ادراک ریسک ۷۳ درصد افزایش می‌یابد. همچنین بین مؤلفه‌ی نقدشوندگی و متغیر ریسک ادراک شده رابطه‌ی ۴۳/۳ درصدی معکوس وجود داشته، بین مؤلفه‌ی اعتماد به ناشر اوراق و متغیر ریسک ادراک شده رابطه‌ی ۲۸/۵ درصدی معکوس و بین مؤلفه‌ی نگرانی و اضطراب و و متغیر ریسک ادراک شده رابطه‌ی ۶۱/۳ درصدی، بین مؤلفه‌ی احتمال زیاد و متغیر ریسک ادراک‌شده رابطه‌ی ۷۱/۱ درصدی، بین مؤلفه‌ی احتمال بازدهی زیاد و متغیر ریسک ادراک شده رابطه‌ی ۵۵/۳ درصدی معکوس و بین مؤلفه‌ی اعتماد به اقتصاد و متغیر ریسک ادراک‌شده رابطه‌ی ۸۱/۸ درصدی معکوس برقرار است. همچنین متغیر ریسک ادراک‌شده بر متغیر مدیریت سبد سهام در حدود ۶۹ درصد تأثیر یا رابطه دارد.

باتوجه به شکل ۳ می‌توان دید که متغیر مدیریت سبد سهام به عنوان متغیر مکنون درون‌زای مدل (یعنی متغیر مکنونی که فرض شده است تحت تأثیر یک یا چند متغیر مکنون دیگر می‌باشد) در برگیرنده‌ی مقدار عددی ۰/۴۷۶ است که با رنگ سفید در درون دایره‌ی متغیر مکنون درون‌زا است. این مقدار ضریب R^2 یا واریانس تبیین‌شده است. این مقدار نشان‌دهنده‌ی درصدی از واریانس متغیر مکنون است که توسط متغیرهای مکنون اثرگذار بر آن توضیح داده می‌شود. (کوک، ۲۰۱۰) به بیان واضح‌تر متغیر مدیریت سبد سهام درون‌زا بوده و تحت تأثیر متغیر ریسک ادراک شده و مؤلفه‌های تشکیل دهنده‌ی آن (ناهمگونی، نقدشوندگی، اعتماد به ناشر اوراق، نگرانی و اضطراب، احتمال زیاد، نوسانات درآمد، احتمال بازدهی قیمتی، اعتماد به اقتصاد) به میزان ۰/۴۷۶ تبیین شده است.



شکل ۳- مدل مفهومی برازش شده در حالت مقادیر آماره تی جهت بررسی معنی داری پارامترها



شکل ۴- مدل مفهومی برازش شده در حالت مقادیر سطح معنی داری جهت بررسی معنی داری پارامترها

همانطور که در مدل ساختار یافته برزش شده ملاحظه می گردد، کلیه متغیر های مستقل که در واقع همان ابعاد ریسک ادراک شده می باشند بر مدیریت سبد سهام تأثیر معنی داری دارند که این تأثیر به جزئی در جدول زیر ارائه گردیده است..

| شماره فرضیه | فرضیات مورد بررسی | نوع مسیر | ضریب مسیر | نتیجه |
|-------------|--|-----------|-----------|-------|
| اصلی | ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام | مستقیم | ۰/۶۹۰ | تأیید |
| فرعی ۱ | ناهمگونی بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | ۰/۵۰۳۷ | تأیید |
| فرعی ۲ | نقدشوندگی بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | -۰/۲۹۸۸ | تأیید |
| فرعی ۳ | اعتماد داشتن به ناشر اوراق بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | -۰/۱۹۶۷ | تأیید |
| فرعی ۴ | نگرانی و اضطراب بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | ۰/۴۲۳۰ | تأیید |
| فرعی ۵ | اعتماد به اقتصاد بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | -۰/۵۶۴۴ | تأیید |
| فرعی ۶ | احتمال زیان بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | ۰/۴۳۸۸ | تأیید |
| فرعی ۷ | احتمال بازدهی قیمت بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | -۰/۲۸۱۶ | تأیید |
| فرعی ۸ | نوسانات درآمد بر ریسک ادراک شده | غیرمستقیم | ۰/۴۹۰۶ | تأیید |

۶- نتیجه‌گیری و بحث

در بحث و نتیجه‌گیری به ازای هر فرضیه موجود تحلیل فرضیه، مقایسه نتیجه با نتایج احتمالی پیشین و پیشنهاد صورت پذیرفته است که به قرار زیر می‌باشد:

در فرضیه‌ی اصلی تحقیق، تأثیرگذاری ریسک ادراک‌شده توسط سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام آن‌ها مورد آزمون قرار گرفته‌است. طبق نظریات و نتایج تحقیقات عبدالدائم^۵ (۲۰۱۵)، ریسک ادراک شده بر مدیریت پرتفوی تأثیر مثبت و مستقیم دارد که این موضوع با یافته‌های این فرضیه مطابقت می‌باشد. که بر اساس تئوری‌های مالی بدان معناست که هرچه قدر سرمایه‌گذاران ریسک بالاتری را بر اساس رویکرد ذهنی خود ادراک نمایند و شرایط را نامطمئن تر ارزیابی کنند ریسک‌پذیری آن‌ها کمتر شده و مدیریت بیشتری بر سبد سهام خود اعمال می‌کنند. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که سرمایه‌گذاران در وضعیتی از بازار قرار می‌گیرند که ریسک بالاتری را درک می‌کنند باید هرچه سریع‌تر به سبد سهام خود رسیدگی نمایند و آن را به نحو مطلوب مدیریت کنند. که البته هر چه قدر ریسک کمتری را ادراک نمایند، که ناشی از ثبات نسبی بازار تلقی می‌گردد، پویای بیشتری در بازار وجود خواهد داشت که احتمالاً جذب نقدینگی که یکی از مهم‌تری اهداف بازار سرمایه است محقق خواهد شد. در فرضیه‌ی فرعی اول، تأثیر مثبت ناهمگونی، به عنوان مؤلفه‌ی مؤثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته‌است. نتیجه می‌گیریم که اثر غیرمستقیم ناهمگونی به عنوان مؤلفه‌ی مؤثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مثبت می‌باشد. بعبارت مالی می‌توان بیان نمود که هرچه تعداد کمی و کیفی شرکت‌ها و صنایع بورسی از ناهمگونی بالاتری برخوردار باشند نیاز به برنامه‌ریزی، کنترل بیشتری در تشکیل سبد وجود دارد که طبق نظریات و نتایج تحقیقات اردورف و همکاران^۶ (۲۰۱۳) تنوع و ناهمگونی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بر ریسک سرمایه‌گذاران اثرگذار است که این موضوع با یافته‌های این فرضیه مطابقت می‌باشد. در نهایت بر اساس نتایج این

فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که بازار بورس از نظر صنایع و شرکت‌های پذیرفته شده دارای ناهمگونی زیادی باشد در این شرایط سرمایه گذاران نیاز بیش تری دارند که به تجزیه و تحلیل سبد سهام خود بپردازند. در فرضیه‌ی فرعی دوم، تأثیر منفی نقدشوندگی، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته است. نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم نقدشوندگی به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده، بر مدیریت سبد سهام منفی و معکوس می‌باشد. به این معنی که اگر نقدشوندگی سهام و خرید و فروش در بازار بورس به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان ۲۹ درصد کاهش خواهد یافت. عبارت دیگر در صورتیکه ریسک نقد شونگی سهام مورد نظر سرمایه گذار در سبد وی کم باشد، ادراک وی از ریسک کاهش یافته و ریسک پذیری افزایش فلذا مدیریت سبد سهام کمتر انجام می‌گردد. نتایج این فرضیه مطابق نظریات برلوتی و همکاران^۷ (۲۰۰۶) می‌باشد. طبق نظر آنان میزان نقدشوندگی سهام بر تصمیمات سرمایه گذاران در تشکیل و مدیریت پرتفوی موثر است. به عبارت دیگر سرمایه گذاران منطقی برای سهامی که نقدشوندگی کمتری دارد، صرف ریسک بیش تری را مطالبه می‌کنند و بازده مورد انتظار آن‌ها بیشتر خواهد بود بنابراین رابطه‌ی منفی بین نقدشوندگی و ریسک و به دنبال آن مدیریت سبد سهام وجود دارد. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که میزان خرید و فروش در بازار بورس کم است، فرد سرمایه گذار ریسک بالاتری را درک می‌کند که در نتیجه باید در این شرایط به تجزیه و تحلیل سبد سهام خود بپردازد.

در فرضیه‌ی فرعی سوم، تأثیر منفی اعتماد داشتن به ناشر اوراق، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته است. نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم اعتماد داشتن به ناشر اوراق به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده، بر مدیریت سبد سهام منفی و معکوس می‌باشد. به این معنی که اگر اعتماد سرمایه گذار به ناشر اوراق به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان حدود ۲۰ درصد کاهش خواهد یافت. با توجه به مفاهیم مالی، اگر ناشر اوراق اعتماد سرمایه گذار را به هر وسیله ای جلب نماید، ریسک ذهنی سرمایه گذار کاهش یافته که منجر به ریسک پذیری بالای وی می‌گردد و کنترل و تجزیه و تحلیل وی نسبت به سهام موجود در سبد کاهش می‌یابد. نتایج این فرضیه مطابق نظریات دیاکول و اینیوا^۸ (۲۰۰۱) می‌باشد. طبق نظر آنان عدم اطمینان به ناشران سهام باعث افزایش ریسک سرمایه گذاری می‌شود. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که فرد سرمایه گذار به ناشران اوراق بهادار اعتماد کمی دارد یا این که اصلاً اعتماد ندارد ریسک بالاتری را در سرمایه گذاری خود ادراک می‌کند که در نتیجه باید در این شرایط به بررسی سبد سهام خود بپردازد و آن را به نحو احسن مدیریت کند تا در وضعیت مطلوبی قرار گیرد.

در فرضیه‌ی فرعی چهارم، تأثیر مثبت نگرانی و اضطراب، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته است. بر اساس نتایج، نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم نگرانی و اضطراب به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مثبت می‌باشد. به این معنی که اگر میزان نگرانی و اضطراب فرد سرمایه گذار در بازار بورس به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد

سهام به میزان ۴۲ درصد افزایش خواهد یافت. طبق نظریات و نتایج تحقیقات راناو همکاران^۹ (۲۰۱۱) نگرانی و اضطراب سرمایه‌گذاران بر میزان ریسک آن‌ها اثر مثبت و مستقیمی دارد که این موضوع با یافته‌های این فرضیه مطابق می‌باشد. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که فرد سرمایه‌گذار بنا به شرایط به وجود آمده دچار نگرانی و اضطراب زیاد تری می‌شود نیاز بیش تری دارد که به بررسی سبد سهام خود بپردازد و آن را به نحو مطلوب مدیریت کند.

در فرضیه‌ی فرعی پنجم، تأثیر منفی اعتماد به اقتصاد، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته‌است. نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم اعتماد به اقتصاد به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده، بر مدیریت سبد سهام منفی و معکوس می‌باشد. به این معنی که اگر اعتماد سرمایه‌گذار به اقتصاد به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان حدود ۵۶ درصد کاهش خواهد یافت. یعنی اگر اقتصاد از ثبات بیشتری برخوردار باشد منجر به اعتماد سرمایه‌گذاران به آن شده که در این صورت ریسک کمتری را در خصوص نوسانات خرد و کلان موثر بر قیمت و سودآوری سهام خود درک نموده که باعث می‌شود کنترل‌های شدید بر سبد خود نداشته باشد. نتایج این فرضیه مطابق نظریات ریاض و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۲) می‌باشد. طبق نظر آنان اگر اقتصاد کشور دچار نوسانات زیادی باشد و در واقع سلامت اقتصادی در یک جامعه وجود نداشته باشد افراد آن جامعه به اقتصاد کشورشان اعتماد نخواهند کرد که این موضوع موجب می‌شود سرمایه‌گذاران ریسک بالاتری را درک نمایند که باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود و افرادی که ریسک بالاتری را در این زمینه درک کنند همیشه نگران سبد سهام خود می‌باشند و به سرعت اقدامات لازم را انجام می‌دهند. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که فرد سرمایه‌گذار به اقتصاد کشور اعتماد کمی دارد یا این که اصلاً اعتماد ندارد ریسک بالاتری را در سرمایه‌گذاری خود ادراک می‌کند که در نتیجه باید در این شرایط به بررسی سبد سهام خود بپردازد و آن را به نحو احسن مدیریت کند تا در وضعیت مطلوبی قرار گیرد.

در فرضیه‌ی فرعی ششم، تأثیر مثبت احتمال زیان، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته‌است. بر اساس یافته‌ها نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم احتمال زیان به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مثبت می‌باشد. به این معنی که اگر میزان احتمال زیان فرد سرمایه‌گذار در بازار بورس به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان ۴۳ درصد افزایش خواهد یافت. یعنی هر چه احتمال زیان سرمایه‌گذار که خود می‌تواند متأثر از مولفه‌های دیگری باشد افزایش یابد سرمایه‌گذار ریسک بیشتری را ادراک نموده و سبد سهام خود را به نحو جدی تری مدیریت می‌نماید. نتایج این فرضیه با تحقیقات ساین و باول^{۱۱} (۲۰۱۰) مطابق می‌باشد. به نظر آنان اگر فرد سرمایه‌گذار با توجه به شرایط بازار احتمال دهد که زیان و رکود در بازار افزایش خواهد یافت در نتیجه بر اساس آن پرتفوی خود را هر چه بهتر رسیدگی می‌کند تا بتواند در این شرایط سهام شرکت‌های مختلف را ارزیابی کند و سهام زیان‌ده را هر چه سریع‌تر بفروشد و با این اقدام کمتر متحمل ضرر شود. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که فرد سرمایه‌گذار بنا به شرایط بازار و تحلیل‌هایی که انجام می‌دهد احتمال

متضرر شدن در پرتفوی خود را بدهد باید هرچه سریع تر نسبت به ارزیابی و مدیریت سبد سهام خود اقدام نماید تا از زیان احتمالی جلوگیری شود.

در فرضیه‌ی فرعی هفتم، تأثیر منفی احتمال بازدهی قیمت، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته است. لذا یافته‌ها بیان می‌دارد که اثر غیر مستقیم احتمال بازدهی قیمت به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده، بر مدیریت سبد سهام منفی و معکوس می‌باشد. به این معنی که اگر سود حاصل از افزایش قیمت سهام خریداری شده به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان حدود ۳۸ درصد کاهش خواهد یافت. یعنی هرچه قدر احتمال بازده حاصل از نوسان قیمت بیشتر باشد ادراک ریسک سرمایه گذار کمتر و مدیریت سبد سهام کاهش پیدا می‌کند. نتایج این فرضیه مطابق نظریات سیمونسون و تورسکی^{۱۲} (۱۹۹۲) می‌باشد. به نظر آنان هرچه سود حاصل از افزایش قیمت سهام بیشتر باشد، سرمایه‌گذار ریسک کمتری را درک می‌کند و در نتیجه اقدام به خرید و فروش سهام نمی‌نماید. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که سود حاصل از افزایش قیمت سهام کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذار باید به سرعت این کاهش قیمت سهام را ارزیابی کند و اقدام لازم را برای مدیریت سبد سهام خود انجام دهد.

در فرضیه‌ی فرعی هشتم، تأثیر مثبت نوسانات درآمد حاصل از خریداری سهام، به عنوان مؤلفه‌ی موثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مورد آزمون قرار گرفته است. لذا نتیجه می‌گیریم که اثر غیر مستقیم نوسانات درآمد به عنوان مؤلفه‌ی مؤثر بر ریسک ادراک شده بر مدیریت سبد سهام مثبت می‌باشد. به این معنی که اگر میزان نوسانات درآمد حاصل از خرید سهام به میزان ۱ درصد افزایش یابد، بر اساس آن مدیریت سبد سهام به میزان ۴۹ درصد افزایش خواهد یافت. بر اساس مفاهیم مالی بین ریسک عینی و ذهنی رابطه وجود دارد بطوریکه هر چه قدر ریسک عینی بیشتر باشد ادراک ریسک سرمایه گذار بیشتر و در نتیجه ریسک پذیری وی کمتر و در نتیجه مدیریت سبد سهام بیشتر اعمال می‌گردد. نتایج این فرضیه با نویسک و وبر^{۱۳} (۲۰۱۰) مبتنی بر این که عدم ثبات درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری در بورس میزان ریسک بالاتری را موجب می‌شود و سرمایه‌گذاران با توجه به آن اقدام به خرید سهام می‌کنند مطابق می‌باشد. در نهایت بر اساس نتایج این فرضیه پیشنهاد می‌گردد زمانی که فرد سرمایه‌گذار متوجه می‌شود که درآمدهای حاصل از خرید و فروش سهام وی ثابت نیست باید نسبت به ارزیابی و تجزیه و تحلیل سبد سهام خود اقدام نماید.

فهرست منابع

- * ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید؛ هادی، تیموری (۱۳۸۷) "بررسی عوامل موثر بر سرمایه گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار منطقه ای اصفهان)؛ فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی، سال پنجم، شماره ۱۰

- * اشرفی، محمود (۱۳۹۱) "مدیریت سبد سرمایه با استفاده از ارزش در معرض ریسک (VaR): یک مقایسه بین الگوریتم‌های ژنتیک و بهینه‌سازی تجمع ذرات"؛ (پایان نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه شیخ بهایی، دانشکده علوم ریاضی
- * خادمی، مهدی؛ مصطفی قاضی زاده (۱۳۸۶) "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران"؛ بر مبنای مدل معادلات ساختاری، دومانه علمی پژوهشی دانشگاه شاهد، سال ۱۴، شماره ۲۳
- * راعی، رضا، تلنگی، احمد (۱۳۸۳) "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"؛ تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)
- * رضائیان، علی (۱۳۸۷) "مبانی مدیریت رفتار سازمانی"؛ تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌های (سمت)
- * رهنمای رود پستی، فریدون؛ ناطق گلستان، احمد و یعقوب نژاد، احمد (۱۳۹۴) "ارائه الگو ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران"؛ فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۱۹۵-۲۱۶
- * فلاح‌شمس، میرفیض، حق‌شناس کاشانی، فریده، افشاره‌ار، فیروزه (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر کانون کنترل بر خطاهای ادراکی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار"؛ فصلنامه علمی-پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری ۱. (۳). ۱-۳
- * قربانی، نیما (۱۳۸۴) "روان‌درمانگری پویایی فشرده و کوتاه مدت، مبادی و فنون"؛ تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها. ۵۲
- * کمالی اردکانی، محسن و رجبی قیری، علی (۱۳۹۴) "بررسی آثار روانشناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران"؛ فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰، تابستان
- * لشکری، محمد، مرتاضی، هما (۱۳۹۰) "نظریه‌ی مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران"؛ راهبرد توسعه شماره ۲۶ صص ۴۸ تا ۶۳
- * ناطق گلستان، احمد، رهنمای رودپستی، فریدون، یعقوب نژاد، احمد (۱۳۹۲) "مؤلفه‌های فرهنگی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران"؛ مجله مدیریت فرهنگی، سال هفتم، شماره بیست و یکم
- * یحیی زاده، فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و رضا زاده، مرتضی (۱۳۸۹) "ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پژوهشنامه مدیریت اجرایی علمی-پژوهشی، سال دهم، شماره ۲
- * Abdeldayem, Marwan, M. (2015) "An Empirical Analysis of the Relationship between New Investors and Telecommunications Stocks' Bubble Post the Egyptian Revolution", Research Journal of Finance and Accounting, ISSN: 2222-1697, Vol. (6), No. (2), P.178-195
- * Alexander, G. J., Sharpe, W. F., & Bailey, J. V. (2001) "Fundamentals of investments", Pearson College Division.

- * Aren, S., & Zengin, A. N. (2016) "Influence of Financial Literacy and Risk Perception on Choice of Investment", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 235, 656-663.
- * Chandra, Abhijeet and Kumar, Ravinder. (2011) "Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach" *Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi*
- * Chen, S. and Tsai, C. (2010) "Investment Preference, Risk Perception and Portfolio Choices under Different Socio-Economic Status" Department of Finance, Nan Hua University, Chiayi, Taiwan
- * Fischer, D.E. and Jordan, R.J. (2006) "Security Analysis and Portfolio Management", (6th Ed.). Prentice Hall of India, pp: 77-102
- * Hwang, S.N. and Chang, T.Y. (2003), "Using data envelopment analysis to measure hotel managerial efficiency change in Taiwan", *Tourism Management*, Vol. 24 No. 4, pp. 357- 69.
- * Kim, K.A; Nofsinger, J.R. (2008), "Behavioral finance in Asia", *Pacific-Basin Finance Journal* ; Vol.16, pp.1-7.
- * Mitchell, V. W. (1999) . "Consumer Perceived risk : conceptualisations and models", *European Journal of marketing* , 163-195
- * Peterson, c., Schwartz. S.M. and Seligman M.E.P. (1981) "Self -blame and depressive symptoms", *Journal of Abnormal and social psychology*, 41.
- * Prabhakaran, K., & Karthika, P. (2011). "A study on risk perception and portfolio management of equity investors in Coimbatore city", *Journal of Management and Science*, 1(2), 1-13.
- * Ricciardi, Victor (2008). "Handbook of Finance: Investment Management and Financial Management", ch10, Published by John Wiley & Sons
- * 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.
- * Ward, S.-J. (2008). "The consumer-preceived risk associated with the intention to purchase online", Stellenbosch University.
- * Weber, E. U. and Hsee, C. (1998). "Channel Contract Behavior: The Role of Risk At-attitudes, Risk Perceptions and Channel Members' Market Structures", pp. 44

یادداشت‌ها

- ¹ Risk Perception
- ² Mitchell
- ³ Gregoriou, A., Nguyen
- ⁴ Structural Equation Models
- ⁵ Abdeldayem
- ⁶ Erdorf
- ⁷ Bortolotti et al
- ⁸ Diacon & Ennew
- ⁹ Rana et al
- ¹⁰ Raiz et al
- ¹¹ Singh & Bhowal
- ¹² Simonson & Tversky
- ¹³ Nasic & Weber