

## شناسایی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد و تدوین مدل در قراردادهای آتی سکه بورس کالایی ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۲۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۱/۳۱

کد مقاله: ۶۶۲۶۱

مهشید برمخشاد<sup>۱</sup>

### چکیده

در سال‌های اخیر باتوجه به اهمیت بازارهای مالی و نوسانات بازار ارز و سکه، گسترش ابزار جدید مالی بازار آتی سکه طلا در بورس کالا با توجه به جذابیت سرمایه‌گذاری آن، مورد توجه قرار گرفت. به طور کلی هدف از این ابزار جذب سرمایه‌گذاری و جلوگیری از اتلاف سرمایه، بالا بردن بهره‌وری سرمایه بوده است و وجه مشخصه آن نیز این است که برای سرمایه‌گذار امنیت ایجاد گردد. با توجه به اینکه مطالعات و شواهد نشان دهنده این موضوع است که بازار مشتقه از کارایی لازم جهت گسترش منابع از بازارهای غیرمولد به بازارهای مولد و همچنین در جذب سرمایه‌گذاران با انتظارات متنوع ناتوان بوده است، در این مقاله عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد مشتریان در قراردادهای آتی سکه با در نظر گرفتن جامعه آماری شرکت‌های کوچک و متوسط طی دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۴-۱۳۹۸ با استفاده از داده سالیانه مورد بررسی قرار گرفت. داده‌های این پژوهش به صورت پرسشنامه‌ای جمع‌آوری و با استفاده از نرم افزار ایویوز و مدل اقتصادسنجی ترکیبی یا پانل دیتا مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. به طور کلی هدف بررسی این پژوهش شناسایی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد و تدوین مدل در قراردادهای آتی سکه بورس کالایی ایران می‌باشد. پس از بررسی مبانی نظری و مطالعات صورت گرفته در این خصوص، متغیر اعتماد مشتریان، نیاز مشتریان، محافظت مالی و پوشش ریسک از جمله عوامل موثر در نظر گرفته شد. نتایج یافته‌های پژوهش نشان داد از بین فرضیه‌های پژوهش متغیر اعتماد مشتریان، نیاز مشتریان، محافظت مالی و پوشش ریسک تاثیر مثبت و معناداری بر روی سرمایه‌گذاری داشته و متغیر اعتماد مشتریان بیشترین تاثیر را بر روی جذب سرمایه‌گذاری داشته است همچنین رضایت‌مندی مشتریان به طور مستقیم تأثیری بر روی سرمایه‌گذاری بورس کالایی در طول دوره مورد بررسی نداشته است. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود، با توجه به اینکه مهمترین مزیت قراردادهای آتی خاصیت پوشش ریسک آن است موقعیت‌هایی برای سرمایه‌گذار ایجاد شود که در زمان نیاز نسبت به نوسان قیمت‌ها سرمایه خود را در آینده حفاظت نماید و همچنین برای سلامت عملیات انجام شده به وسیله نظارت آنها باعث می‌شود مشتریان، بازار بورس کالایی را همواره امنیت خاطر داشته باشند همچنین از آنجا که داشتن اطلاعات شفاف و به روز برای هر سرمایه‌گذار به عنوان یک نقطه قوت تلقی می‌گردد داشتن اطلاعات دوره ای و منظم تاثیر به سزایی بر عملکرد و تصمیم مشتریان خواهد گذاشت که پیشنهاد می‌شود به این نکته توجه ویژه‌ای داشته باشند. همچنین پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی از روش تجزیه، سهم هر یک از عوامل اثرگذار بر روی سرمایه‌گذاری خرد کالایی، به طور جدا مورد بررسی قرار گیرد.

واژگان کلیدی: پوشش ریسک، جذب سرمایه‌گذاری، اعتماد مشتریان و نیاز مشتریان

## ۱- مقدمه

در سال‌های اخیر بخش عمده‌ای از اقتصاد کشورها را شرکتهای کوچک و متوسط (SME) در بر گرفته‌اند. با توجه به این واقعیت که در برخی از اقتصادها، بیش از ۵۰ درصد از تولید ناخالص داخلی مربوط به این نوع از شرکتها بوده است، به عنوان ستون فقرات اقتصاد در نظر گرفته شده‌اند. این نوع شرکتها در اتحادیه اروپا بیش از ۹۹ درصد شرکتها را تشکیل داده و زمینه اشتغال ۷۶ میلیون نفر را ایجاد نموده که این میزان برابر با ۶۷ درصد اشتغال در سال ۲۰۱۰ بوده است. (کووری، ۲۰۱۳)

با توجه به اهمیت این نوع شرکتها در اقتصاد توجه به عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری آن مورد توجه فراوانی قرار گرفته است. از طرفی آسیب‌پذیری‌های مالی، اقتصادی و سیاسی داخلی و جهانی، محققین را ترغیب نموده است تا عوامل موثر بر این آسیب‌پذیری‌ها را شناسایی نمایند از مسائل مهم و یکی از دغدغه‌های اصلی فعالان اقتصادی فعال در بازار سرمایه نحوه مقابله با ریسک احتمالی است و این ریسک باعث عدم اطمینان فعالیت اقتصادی و همچنین خارج شدن فعالان اقتصادی و ایجاد عدم اطمینانی برای آنان گردیده است (کووری، ۲۰۱۳ و فون نویمان و مورگنسترن، ۱۹۹۴).

در گام اول باید برای یک سرمایه‌گذار یک اطمینان خاطر برای سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. از آنجایی که در سال‌های اخیر برای مقابله با نوسانات مالی ایجاد شده استراتژی‌های مختلفی با توجه به شرایط حاکم بکار برده شده است و یکی از مهمترین آنها استفاده از بازار آتی سکه طلا در بورس کالا بوده است. بر اساس منطق عقلایی بودن رفتار مصرف کننده اگر مشتریان بورس کالایی را در نظر گرفته شوند از آنجایی که همیشه به دنبال حداکثر نمودن سود و مطلوبیت خود بوده‌اند و از کالایی استفاده می‌کنند که مطلوبیت و سود آنان را حداکثر نماید، امور مالی سنتی اظهار داشته است که انسانها منطقی عمل می‌کنند. آنها سعی می‌کنند با انتخاب بهترین گزینه در میان گزینه‌های موجود (فون نویمان و مورگنسترن<sup>۳</sup>، ۱۹۴۴) در زمان عدم اطمینان، سودمندی را به حداکثر برسانند. در زمان عدم اطمینان فرضیه بازار کارآمد به این موضوع اشاره کرده است که بازارها کارآمد هستند و قیمت‌ها تمام اطلاعات موجود را منعکس کرده است. (فاما، ۱۹۷۰)<sup>۴</sup> استفاده از ابزار پوشش ریسک قرارداد آتی با تضمین ریسک، تمایل و تداوم فعالیت او را در یک بازار از طریق پاسخگویی به نیاز بالا می‌برد و این امر از طریق وفادار ماندن به بازار بورس کالایی نقش مهمی در جذب سرمایه‌گذاری جدید و نگهداشتن سطح سرمایه‌گذاری قبلی ایفا می‌نماید. لذا با توجه به اهمیت جذب سرمایه‌گذاری خرد در شرکتهای کوچک و متوسط، مسئله اصلی این تحقیق آن است که عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد تدوین گردد به طور جزئی تر با توجه به مطالعات صورت گرفته و مبانی نظری موجود تاثیر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری، تاثیر اعتماد مشتریان بر سرمایه‌گذاری، تاثیر نیاز مشتریان و محافظت مالی بر سرمایه‌گذاری به عنوان عوامل موثر شناسایی و تدوین گردید و اثر آنان در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت.

## ۲- مروری بر ادبیات موضوع

### ۲-۱- مبانی نظری پژوهش

برای تحقق سرمایه‌گذاری به عنوان جریانی از کالاهای سرمایه‌ای، باید سه شرط تقاضای سرمایه‌گذاری، عرضه وجوه، عرضه کالای سرمایه‌ای برقرار باشد. تقاضای سرمایه‌گذاری بدین معناست که کارآفرینان باید با مناسب تشخیص دادن فضای کسب و کار و شرایط بازار و داشتن چشم‌انداز روشن از انتظارات، بازدهی‌ها و سودآوری مایل به سرمایه‌گذاری باشند به جرات می‌توان گفت که شرط اصلی تحقق سرمایه‌گذاری وجود تقاضای سرمایه‌گذاری از سمت کارآفرینان است. شرط دوم عرضه وجوه، نتیجه تصمیم بنگاه و مردم برای پس‌انداز و ذخیره استهلاک بنگاه است. عرضه وجوه از سه روش (تامین داخلی<sup>۲</sup>) تامین مالی از طریق قرض-گرفتن (۳) تامین مالی از طریق سهام تامین مالی می‌شود. (شاکری، ۱۳۹۵، ۷۴۱-۷۳۶). به طور کلی تصمیمات سرمایه‌گذاری برای عملکرد اقتصادی از دیدگاه خرد و کلان بسیار مهم است. از منظر کلان، در یک چرخه تجاری آنها بیشترین نوسانات را در پویایی تولید ناخالص داخلی (GDP) به خود اختصاص داده است و اندازه آنها به عنوان یک شاخص اصلی، قابل توجه عملکرد اقتصادی است از منظر خرد نیز، سرمایه‌گذاری برای رشد شرکتهای فردی بسیار مهم است و با کاهش هزینه‌های واحد، کارایی آنها افزایش می‌یابد. (زارنویتز،<sup>۵</sup> ۱۹۹۲).

به دلیل اهمیت رفتار مناسب سرمایه‌گذاری بر عملکرد و فرصت‌های رشد شرکت، در ادبیات تلاش‌های زیادی برای توصیف و ارزیابی عوامل موثر بر آن انجام شده است. این مطالعات به طور کلی نشان داده‌اند که عوامل مالی با توجه به روند سرمایه‌گذاری

1 Small and Medium scale Enterprises  
2 Govori  
3 von Neumann and Morgenstern  
4 Fama  
5 Zarnowitz

برای شرکت‌های کوچکتر از اهمیت بیشتری برخوردار هستند. (کار و کولیمانی و میشل<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰، فزازری و هوبارد و پترسون<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸، لیو و پانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹).

از آنجا که دسترسی شرکت‌های کوچک به بازارهای سرمایه محدود است، مجبور می‌شوند بیشتر به صندوق‌های داخلی مانند صندوق پس انداز شخصی یا وجوهی که از نزدیکان یا دوستان وام گرفته‌اند، اعتماد نمایند. از طرف دیگر، شرکت‌های بزرگ دسترسی بهتری به بودجه خارجی (وثیقه، اعتبار و غیره) دارند و برای ارزیابی سرمایه‌گذاری، از روش‌های رسمی‌تری مانند بودجه-بندی سرمایه استفاده می‌کنند (لوکس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). با بیان این موارد، برای کارایی فرآیند سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری باید همراه با نیازهای شرکت‌ها اجرا شود و با توانایی شرکت در جذب آنها مطابقت داشته باشد (نلسون<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵).

با این حال، آنچه اغلب اتفاق می‌افتد این است که شرکت‌ها آماده سرمایه‌گذاری هستند، اما به دلیل عوامل خارجی، فعالیت سرمایه‌گذاری آنها کاهش می‌یابد. به نظر می‌رسد مهمترین عوامل خارجی تأثیرگذار و بنابراین احتمالاً مانع تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیماتی هستند که مربوط به چشم‌اندازهای اقتصاد کلان و سیاست‌های پولی در یک کشور است، که در رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ بهره مورد انتظار آشکار می‌شوند (کریم و آزمن<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲). نقش آنها چنان گسترده است که ممکن است تصور شود آنها در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود بر همه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. از دیگر عوامل مهمی که به شدت امکان سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، نقدینگی و الگوی بازپرداخت بدهی مشاهده شده در میان شرکت‌ها است. اگر شرکت‌ها از تأخیر در دریافت مطالبات خود رنج ببرند، هزینه‌های آنها افزایش و جذب پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید تا حدود زیادی کاهش می‌یابد (بیالوولسکی و پروچنیاک<sup>۷</sup>، ۲۰۱۳).

### ۳- عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد در بورس کالا

**پوشش ریسک:** مفهوم اصلی پوشش ریسک، ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها در بازار نقدی و آتی به منظور ایجاد پرتفویی است که نوسان موجود سرمایه‌گذاری را کاهش و در صورت امکان حذف نماید. این روش یکی از مهمترین روش‌های مدیریت ریسک است که مورد استقبال و مقبولیت زیادی قرار گرفته است. این استراتژی به دو روش مستقیم و متقاطع قابل استفاده بوده و به صورتی است که در پوشش ریسک مستقیم، از قراردادی خود دارایی پایه و در بخش ریسک متقاطع از قراردادی سایر دارایی‌ها استفاده می‌شود. در خصوص موضوع پوشش ریسک مطالعات زیادی صورت گرفته است. برای مثال بعد از خرید سکه بهار آزادی در بازار نقد، می‌توان در بازار آتی بورس کالای ایران در موقعیت فروش گرفت تا در صورت افت قیمت در بازار، ریسک مورد پوشش قرار گیرد. حتی می‌توان سود بیشتری از اتخاذ موقعیت‌های مختلف کسب نمود. ولی در روش متقاطع برای پوشش ریسک یک دارایی، باید از قراردادی دارایی دیگر استفاده کرد. مثلاً برای مصون بودن در مقابل ریسک و نوسانات قیمت دلار، باید وارد بازار قراردادی سکه طلا در بورس کالا شد و بدلیل ارتباط قیمت نقد و آتی سکه طلا با قیمت دلار (در بازار آزاد) و همبستگی تغییرات این دو دارایی، می‌توان با اخذ موقعیت‌های مختلف در بازار آتی ریسک خود را پوشش داد. (رستمی، زمردیان و محمدی، ۱۳۹۶).

به طور کلی در فرهنگ سرمایه‌گذاری یک اصل وجود دارد و آن این است که سرمایه‌گذار از ریسک‌گریزان و به دنبال کسب بازده است. در خصوص تأثیر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری مطالعاتی صورت گرفته است که از جمله می‌توان به مطالعه امیر فامیلی (۱۳۹۸)، اشاره نمود که نشان دهنده تأثیر مثبت پوشش ریسک بر گرایش به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بوده است. رستمی نوروز آباد، صداقت و حبیبی (۱۳۹۴) با بررسی عوامل موثر بر تمایل به سرمایه‌گذاری نشان دادند که امنیت سرمایه‌گذاری دارای تأثیر مثبت بر تمایل به سرمایه‌گذاری بوده است. همچنین نتایج مطالعه اردکانی و قیری (۱۳۹۴) نشان داد که درک ریسک، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در نهایت می‌توان گفت که درک ریسک در مکانیزم روانشناختی رفتار سرمایه‌گذاران نقش کلیدی بازی می‌کند.

**محافظت مالی:** امروزه امنیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری مهمترین شاخص توسعه یافتگی است. امنیت اقتصادی، به کل ویژگی‌ها و مشخصات نهادی یک اقتصاد (شامل سازمان‌ها، قوانین، آداب و رسوم و ایدئولوژی) اشاره دارد. امنیت اقتصادی را می‌توان به صورت یک چارچوب نهادی که مشوق و موجب اعتماد پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران بوده و امنیت فیزیکی افراد و امنیت حقوقی معاملات را تضمین می‌کند، تعریف نمود. تحولات اقتصادی جهان وضعیت خاصی را در به وجود آورده است، به گونه‌ای که اثر خود را بر تمامی کشورها گذاشته است. امنیت اقتصادی در دو سطح خرد و کلان مطرح است که در سطح خرد امنیت اشتغال و درآمد را شامل می‌شود و در سطح کلان به امنیت سرمایه‌گذاری در کشور می‌انجامد. امنیت سرمایه‌گذاری چارچوب

- 1 Carr Kolehmainen Mitchell
- 2 Fazzari, Hubbard Peterson
- 3 Liu and Pang
- 4 Laux
- 5 Nelson
- 6 Karim and Azman
- 7 compare Bialowolski and Prochniak

نهادینه شده‌ای از شرایط اجتماعی، سیاسی و حقوقی است که از طریق تقویت سرمایه اجتماعی، اعتماد پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران را جلب کرده و امنیت اشتغال و درآمد به معنای طرد هرگونه فشار خارج از کنترل افراد یک جامعه در مسیر اشتغال و کسب درآمد برای دستیابی به سطح متوسط رفاه اقتصادی آن جامعه می‌باشد. یک محیط امن اقتصادی ارتباط تنگاتنگی با یک محیط با ثبات اقتصاد کلان دارد. محیط امن اقتصادی ابعاد و ارکان مهمی دارد که عبارتند از: قانون و نظم کارآمد، ثبات معقول اقتصاد کلان، ثبات معقول سیاسی و از همه مهمتر اعتبار دولت در نزد سرمایه‌گذار (سویزی و محمدی، ۱۳۹۰).

وجود نرخ بازده تاریخی بالاتر، تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد؛ ادراک ریسک بالاتر توسط سرمایه‌گذاران، تمایل به ریسک را در آنها کاهش می‌دهد؛ از دید سرمایه‌گذاران متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار رابطه مستقیم وجود دارد؛ درحالی که از دید سرمایه‌گذاران مبتدی، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هیچ نوع همبستگی‌ای وجود ندارد؛ سرمایه‌گذاران با ادراک ریسک بالاتر، حجم سرمایه‌گذاری پایین‌تری خواهند داشت؛ وجود اطلاعات عملکرد گذشته در مورد یک شرکت برای سرمایه‌گذاران، مبنایی برای نرخ بازده مورد انتظار بالاتر ایجاد می‌کند (بیرن، ۲۰۰۵).

**اعتماد سرمایه‌گذاران:** از آنجا که ارزشمندترین دارایی هر سازمان، اعتماد و رضایت مشتریان است، یکی از راه‌های مشتری مداری سازمان بورس، این است که این امکان را فراهم کرده است تا تماس گیرندگان بتوانند پس از دریافت پاسخ خود از کارشناسان مرکز ارتباط یا پس از دریافت پاسخ از سامانه گویا، قبل از قطع تماس در نظرسنجی شرکت نمایند. در بسیاری از خدمات که پاسخگویی آتی را به همراه خواهد داشت، مرکز ارتباط بورس خود را موظف به ارائه کد پیگیری و اطلاع رسانی پاسخ‌ها به صورت سیستماتیک در آینده می‌داند. از طرفی عوامل متعددی در ایجاد وفاداری به یک شرکت و یا از بین بردن آن دخالت دارند. درک این مطلب که چرا مشتریان باقی می‌مانند و یا چرا شرکت را ترک می‌کنند از اهمیت بسیاری برخوردار است. با درک دلایل نحوه رفتار مشتریان، مدیران می‌توانند استراتژی‌های مناسبی را طراحی کنند و آن‌ها را در اجرای برنامه‌های خود بکار گیرند. از جمله عواملی که بر میزان وفاداری مشتریان تاثیرگذار هستند می‌توان به رضایت و عدم رضایت مشتری اشاره کرد. یکی از راههایی که مشتریان رضایت خود را نسبت به عملکرد محصول و یا خدمتی که دریافت می‌کنند نشان می‌دهند، در وفاداری آنها متجلی می‌شود (امیر شاهی و سیاه تیری، ۱۳۸۷).

از آنجایی که فعالیت‌های اقتصادی، برای تحققشان به افرادی نیاز دارند که بر رفتار آتی دیگران تکیه کنند، در جوامعی با اعتماد بیشتر، این فعالیت‌های اقتصادی، هزینه کمتری را به ذینفعان تحمیل می‌کنند. هنجارهای مشارکت مدنی نیز از همین راه-هایی که اعتماد بر فعالیت‌های اقتصادی اثر می‌گذارد، وارد بحث می‌شود. هنجارها باعث می‌شوند، منافع کل که از نتایج همکاری اجتماعی به دست می‌آید، با مخارج کل فاصله زیادی ایجاد کند. به هر میزان که هنجارهای مدنی، فرصت طلبی‌ها را محدود می‌کنند، هزینه‌های نظارت و اجرای قراردادها به کاهش تمایل دارند و بازده بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها و مبادلات اقتصادی به این ترتیب افزایش پیدا خواهد کرد اسلامی بیگدلی و طهرانی در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که بر اساس تئوری اعتماد هر چه سطح اعتماد سرمایه‌گذاران بالاتر رفته است، حجم مبادلات آنان نیز افزایش یافته است.

**رضایت سرمایه‌گذاران:** یکی از راههایی که مشتریان رضایت خود را نسبت به عملکرد محصول و یا خدمتی که دریافت می‌کنند نشان می‌دهند، در وفاداری آنها متجلی می‌شود (امیر شاهی و سیاه تیری، ۱۳۸۷). وفاداری و اعتماد مفهومی بسیار نزدیک به هم است زمانی که سرمایه‌گذار به یک بازار اعتماد داشته باشد و احساس رضایت نماید رضایت‌مندی خود را با وفادار بودن نشان خواهد بود. اگرچه مباحث رفتاری در دنیای سرمایه‌گذاری و موضوعات مالی قدمت دارد، اما از حدود سال گذشته تاکنون شاهد رشد و تبدیل این مباحث به یک رشته مستقل بوده‌ایم. ترکیب حساب قیمتی سهام در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا بر اهمیت درک رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران افزود و موجب رواج واژه‌هایی نظیر انسان "نرمال" در برابر انسان "عقلایی" گردید. انسان "نرمال" در دانش مالی رفتاری، بیان‌گر توصیف رفتار واقعی انسان در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. انسانی که دارای تمایلات و سوگیری‌های رفتاری است و افراد با درجات متفاوتی در معرض این سوگیری‌ها قرار دارند، به نحوی که برخی از آنها را به سادگی می‌توان در رفتارهای روزمره انسان مشاهده کرد (پمپین، ۱۳۸۸). رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (سینایی و داودی، ۱۳۸۸).

رضایت سرمایه‌گذاران تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد را در بازار املاک و مستقالات موجب شده است. همچنین از دیدگاه نوین، مشتری به کسی اطلاق می‌شود که سازمان مایل است با ارزشهایی که می‌آفریند، بر رفتار وی تأثیر گذارد. امروزه ارزش آفرینی برای مشتری در جهت تأثیرگذاری بر رفتار وی از اهمیت بالایی برخوردار شده است. منظور از ارزش آن چیزی است که مشکلی را از مشتری برطرف نماید و نیازی را برآورده سازد (سکاران، ۱۳۸۰). از طرفی در بلندمدت، مهمترین عاملی که عملکرد

سازمانها را تحت الشعاع قرار می‌دهد، کیفیت بالای کالاها و خدماتی است که سازمان نسبت به رقبای خود عرضه می‌کند؛ زیرا کیفیت خدمات، یکی از عوامل اصلی و مهم مورد توجه در رقابت به شمار می‌رود (وست، ۲۰۰۱). ظرابی (۱۳۹۰) به این نتیجه رسید که رضایت‌مندی سرمایه‌گذار بر روی اعتماد سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری مجدد دارای اثر مثبت می‌باشد. همچنین اعتماد سرمایه‌گذار بر روی میل به سرمایه‌گذاری مجدد دارای اثر مثبت می‌باشد.

جدول ۱- خلاصه مبانی نظری

موضوع	مطالعه موجود	نتیجه گیری
۱ پوشش ریسک و سرمایه گذاری خرد	رستمی نوروز آباد، صداقت و حبیبی (۱۳۹۴) امیر فامیلی (۱۳۹۸)، قیری (۱۳۹۴)	تاثیر مثبت پوشش ریسک بر سرمایه گذاری
۲ محافظت مالی و سرمایه گذاری	قیری (۱۳۹۴). بیابوسوکی و همکاران (۲۰۱۴)،	تاثیر مثبت محافظت مالی بر سرمایه گذاری
۳ اعتماد و سرمایه گذاری	اسلامی بیگدلی و طهرانی (۱۳۸۹) ضرابی (۱۳۹۰). کسونی و همکاران (۲۰۱۹)،	بر اساس تئوری اعتماد هر چه سطح اعتماد سرمایه‌گذاران بالاتر رفته است، حجم مبادلات آنان نیز افزایش یافته است.
۴ رضایت و سرمایه گذاری	ضرابی (۱۳۹۰)	رضایت‌مندی سرمایه‌گذار بر روی اعتماد سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری مجدد دارای اثر مثبت می‌باشد. همچنین اعتماد سرمایه‌گذار بر روی میل به سرمایه‌گذاری مجدد دارای اثر مثبت می‌باشد.

در این مقاله با توجه به مبانی نظری و ادبیات پژوهش سوال و فرضیه پژوهش به صورت زیر مطرح گردید:

#### ۴- سوال پژوهش

- ۱- آیا اعتماد مشتریان (سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر دارد؟
- ۲- آیا رضایت‌مندی مشتریان (سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر دارد؟
- ۳- آیا محافظت مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر دارد؟
- ۴- آیا پوشش ریسک بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر دارد؟

#### ۵- فرضیه پژوهش

- ۱- اعتماد مشتریان (سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.
- ۲- رضایت‌مندی مشتریان (سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.
- ۳- محافظت مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.
- ۴- پوشش ریسک بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.

#### ۶- روش شناسی پژوهش

پژوهش شامل هرگونه فعالیت نظام‌یافته و خلاق که با هدف توسعه دانش، حل مشکلات علمی، فنی و اجتماعی و بهبود و اصلاح روش‌ها تعریف می‌شود، می‌باشد. همچنین می‌توان عنوان نمود که پژوهش عبارت است از بررسی نظام یافته بین پدیده‌ها که روابط احتمالی موجود بین آن‌ها بوسیله فرضیه‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. این پژوهش درصدد حل مسئله ای است که به دلیل شناسایی یک نیاز بر اساس مراحل مشخص است به عبارتی در حین دانش‌افزایی، اطلاعات گرد هم می‌آیند تا با انتخاب یک شیوه کمک کند که بهتر بتوانیم دانش بیشتری را به این پیکره بیفزاییم. در این راستا روش پژوهش راهی برای رسیدن به حقیقت است. برای انجام هر پژوهش روش‌هایی وجود دارد که با توجه به نوع داده مورد استفاده در پژوهش و همچنین نحوه گردآوری داده و اطلاعات مورد نیاز در راستای موضوع پژوهش متفاوت است. در اکثر پژوهش‌های صورت گرفته در حیطه مسائل اقتصادی،

اجتماعی، مالی و... از روش‌های آماری برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است که این روش‌های آماری با در نظر گرفتن اهداف پژوهشگر از انجام آن متفاوت است.

این پژوهش از لحاظ دسته‌بندی به لحاظ هدف، کاربردی است. همچنین، روش این تحقیق به لحاظ اجرا توصیفی بوده و از نوع همبستگی می‌باشد. از آن جهت یک پژوهش را توصیفی می‌گویند که هدف آن توصیف شرایط و پدیده مورد بررسی است از طرفی به این دلیل همبستگی می‌گویند که رابطه بین متغیرها مدنظر است. در اینگونه تحقیقات، پژوهشگر در این پژوهش به بررسی رابطه علت و معلولی (متغیر وابسته و متغیر مستقل) می‌پردازد. از نظر ماهیت پژوهش توصیفی-پیمایشی می‌باشد. برای انجام این پژوهش، ابتدا با استفاده از روش میدانی و کتابخانه‌ای، ادبیات نظری آن با استفاده از منابع داخلی و خارجی جمع‌آوری شده است.

در این پژوهش برای مشخص نمودن جامعه آماری که تعداد معامله‌گران بورس یا مشتریان سرمایه‌گذاری خرد در بازار بورس کالا است از آمار بورس کالایی قراردادهای آتی سکه استفاده شده است با در نظر گرفتن محدودیت‌های ارائه شده جامعه آماری پژوهش ۱۹۵ مورد بوده است و تعداد نمونه در نظر گرفته شده در این پژوهش از طریق فرمول کوکران برابر با ۱۲۹ نفر بوده است. تعداد ۱۲۹ پرسشنامه توزیع شد که پرسشنامه مورد استفاده در این پژوهش دارای ۲۷ سؤال است. از طرفی جامعه آماری مدنظر برای تأیید مدل به روش پانل دیتا نمونه آماری ۱۲۹ سرمایه‌گذار فعال در بورس کالایی طی دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۳۹۴ استفاده شده است.

یک پرسشنامه پیشنهادی همیشه باید برای ایجاد اعتبار آماده باشد. اعتبار، مقدار خطای سیستماتیک یا ساخته شده در پرسشنامه است اعتبار یک پرسشنامه را می‌توان با استفاده از یک گروه از کارشناسان مورد بررسی قرار داد که ساختار نظری را بررسی می‌کنند. دو نوع روایی متعلق به پرسشنامه وجود دارد که شامل، روایی صوری و روایی محتوا. از طرفی اعتبار پرسشنامه با استفاده از نطرسنجی دیگری در قالب یک آزمون میدانی ایجاد می‌شود و بررسی می‌کند که چه اندازه یک معیار مطابق با ساختارهای تجربی است. در این پژوهش برای استفاده از پرسشنامه روایی و پایایی سنجش‌ها، معیار ضروری در تعیین دقت و سنجش آن است. از آنجایی که پایایی با خطای تصادفی در ارتباط است و روایی با خطای منظم و از این نظر هر چه تعداد نمونه مورد بررسی در این پژوهش که تعداد مشتریان بورس کالای ایران است افزایش باید پایایی افزایش و دقت اندازه‌گیری بالا خواهد رفت. روایی نیز نشان دهنده صحت اندازه‌گیری است بر این اساس می‌توان عنوان نمود که پایایی شرط لازم برای روایی است. ضریب پایایی بین صفر و یک است که صفر نشانگر عدم پایایی و یک نشان دهنده پایایی صددرصد است (محمد بیگی و همکاران، ۱۳۹۳).

### ۳- یافته‌های تحقیق

در این قسمت به بررسی یافته حاصل از پژوهش پرداخته می‌شود. در تجزیه و تحلیل پانل دیتا قبل از هر چیز باید از ایستایی متغیرها اطمینان حاصل نمود و این موضوع با انجام آزمون ریشه واحد تحقق یافته است. نتایج آزمون ریشه واحد نشان داد که تمام متغیرها به جز متغیر محافظت مالی در سطح ایستا شده‌اند و تنها متغیر محافظت مالی با یکبار تفاضل‌گیری ایستا شده است.

جدول ۱- بررسی آزمون فرض پایایی متغیرها (منبع: یافته‌های تحقیق)

مولفه‌ها	آماره لوین چو	سطح معناداری	آماره شین	سطح معناداری	وضعیت
پوشش ریسک	-۵۴,۰۲	۰,۰۰۰	-۳,۸۳	۰,۰۰۰۱	در سطح ایستا
نیاز مشتریان	-۱۰۱,۳۸	۰,۰۰۰	-۱۰,۵۵	۰,۰۰۰۰	در سطح ایستا
اعتماد مشتریان	-۲۳,۵۲	۰,۰۰۰	۱,۸۸	۰,۰۲۹۷	در سطح ایستا
رضایت مشتریان	-۶۷,۳۳	۰,۰۰۰	۷,۵۹	۰,۰۰۰۰	در سطح ایستا
سرمایه‌گذاری مشتریان	-۶۳,۱۵	۰,۰۰۰	-۴,۲۸	۰,۰۰۰۰	در سطح ایستا
محافظت مالی	۵,۷۴	۰,۰۰۰	۰,۶۱	۰,۷۳	در سطح ایستا نیست

در انجام آزمون پایایی داده‌های پانل، متغیرهایی پایا هستند که حداقل در دو مورد آزمون‌های انجام شده سطح احتمال پایین‌تر از ۰/۰۵ درصد باشد. به‌منظور اطمینان از پایایی داده‌ها آزمون‌های لوین لین چو و پسران و شین استفاده شده و نتایج این آزمون در جدول (۱) آمده است. بر اساس نتایج حاصل، پایایی جمعی متغیرهای مورد استفاده در سطح اطمینان ۹۵ درصد به جز محافظت مالی تأیید شده است به دلیل این که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است، متغیرها طی دوره‌ی پژوهش جز محافظت مالی در سطح پایا بوده‌اند. بدین معنی که میانگین و واریانس (پراکندگی) آن‌ها در طول زمان ثابت بوده است. تنها متغیر محافظت مالی با یکبار تفاضل‌گیری ایستا شده است.

### ۳-۱- نتایج مدل پژوهش

به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است. ضرورت استفاده از این تکنیک که داده‌های سری زمانی و مقطعی را با هم ترکیب می‌کند، بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم خطی بین متغیرها است. لذا تخمین مدل‌ها با استفاده از داده‌های ترکیبی طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ انجام می‌گیرد. آنگاه بر اساس تخمین‌های به دست آمده و به کمک آزمون‌های آماری  $F$  و  $t$  احتمال محاسبه شده ( $p$ -value) و ضریب تعیین به قضاوت و ارزیابی در مورد هر یک از فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. داده‌های ترکیبی به یک مجموعه از داده‌ها گفته می‌شود که بر اساس آن مشاهدات به وسیله تعداد زیادی از متغیرهای مقطعی ( $N$ ) که اغلب به صورت تصادفی انتخاب می‌شوند در طول یک دوره مشخص ( $T$ ) مورد بررسی قرار گرفته باشند. این  $N \times T$  داده‌های آماری را داده‌های ترکیبی یا داده‌های مقطع-سری زمانی<sup>۱</sup> می‌گویند. به عبارت دیگر اگر ویژگی‌های داده‌های مقطعی برای دو سال یا بیشتر مورد بررسی قرار گیرند، ساختار شکل گرفته مشاهدات، مجموعه داده‌های ترکیبی یا مجموعه داده‌های طولی<sup>۲</sup> نامیده می‌شود. به دلیل اینکه داده‌های ترکیبی دربرگیرنده هر دو جنبه‌ی داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است، به کارگیری مدل‌های آماری مناسب که ویژگی‌های آن متغیر را توصیف کند پیچیده‌تر است. در روش تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی ابتدا باید یک مقطع خاص در نظر گرفته می‌شود و ویژگی‌های مربوط برای تمامی  $N$  مقطع در دوره زمانی مورد نظر  $T$  مورد بررسی قرار می‌گیرد (زراء نژاد و انواری، ۱۳۸۴). در مدل اثرات ثابت فرض می‌شود که تفاوت‌های فردی و یا گروهی را می‌توان در جمله ثابت منعکس نمود به عبارت دیگر  $\alpha_i$  بیانگر تمامی عواملی است که به صورت مقطعی بر  $Y_{it}$  تأثیرگذار است ولی اثر این عوامل در طول زمان ثابت است. در ادبیات اقتصادسنجی، اجزا خطا دربرگیرنده‌ی اثرات عوامل یا متغیرهای مؤثر بر رفتار متغیر وابسته‌اند که بنا به دلایلی در تصریح الگو لحاظ نشده‌اند از جمله این دلایل می‌توان به نبود مشاهدات آماری برای برخی از این متغیرها اشاره کرد. از جمله جذابیت‌های و توانایی‌های داده‌های تابلویی، امکان لحاظ کردن اثرات عوامل و متغیرهای مشاهده نشدنی، در الگوسازی رفتار متغیر وابسته و تصریح مدل مربوط به صورت الگوهای اثرات ویژه مقطعی است. آنچه سبب تفاوت میان الگوی اثرات تصادفی با الگوی اثرات ثابت می‌شود، فروض اعمال شده بر ماهیت اثرات ویژه است. برخلاف الگوی اثرات ثابت که اثرات ویژه آن دارای ساختار ثابت و معینی هستند، در الگوی اجزا خطای ترکیبی فرض شده که اثرات ویژه دارای ماهیتی تصادفی است

#### آزمون اف لیمر:

از جمله فروض مهم در این نوع الگوها نبود همبستگی بین اثرات ویژه و متغیرهای توضیحی به کاررفته در مدل است.

برای این منظور، از آزمون لیمر (چاو) استفاده شده است لذا آزمون فرضیه‌ها به صورت زیر تنظیم گردید:

$H_0$ : یکسان بودن عرض از مبدا (داده‌های تلفیقی)

$H_1$ : ناهمسانی عرض از مبدا (داده‌های تابلویی)

بر اساس نتایج بدست آمده از جدول ۲- فرض صفر پژوهش رد می‌گردد و در نتیجه مدل پژوهش مدل ترکیبی خواهد بود و

در گام بعد باید از آزمون هاسمن برای مشخص نمودن اثرات ثابت و تصادفی استفاده نمود.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر

لیمر F	آماره آزمون	سطح احتمال
	۱۳/۴۹	۰/۰۰۰۰

در آزمون هاسمن فرض صفر اثرات تصادفی و فرض یک اثرات ثابت است. با توجه به سطح احتمال بدست آمده فرضیه صفر

پژوهش رد می‌گردد و در نتیجه روش مناسب روش اثرات ثابت خواهد بود.

جدول ۳- نتایج آزمون هاسمن

آزمون هاسمن	آماره آزمون	سطح احتمال
	۲۴/۵۳	۰/۰۰۰۲

در جدول ۲ و ۳ با توجه به مقادیر P-value آزمون اف لیمر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین از روش پانل برای تخمین معادلات استفاده شده است. همچنین مقادیر P-value، آزمون هاسمن پژوهش کمتر از ۱۰ درصد است؛ لذا مدل اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. در گام سوم پژوهش به بررسی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد مشتریان بورس کالایی که در واقع همان سرمایه‌گذاران بورس کالایی بودند، طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۸ با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل دیتا پرداخته شد در این گام به بررسی این موضوع پرداخته شد که پوشش ریسک دارای چگونه اثری بر روی سرمایه‌گذاری بورس کالایی است و کانال‌های تاثیرگذاری آن نیز مورد توجه قرار گرفت.

جدول ۴- نتایج برآورد ضرایب مدل رگرسیونی

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
اعتماد مشتریان	۰,۲۵	۰,۰۴۲	۵,۹۸	۰,۰۰۰۰
رضایت مشتریان	۰,۰۲۹	۰,۱۰	۰,۲۹	۰,۷۷
نیاز مشتریان	۰,۰۵۹	۰,۰۱۷	۳,۴۷	۰,۰۰۰۶
محافظت مالی	۰,۲۰	۰,۰۵۵	۳,۸۱	۰,۰۰۰۲
پوشش ریسک	۰,۱۴	۰,۰۳۸	۳,۸۲	۰,۰۰۰۱
عرض از مبدا	۰,۸۱	۰,۳۲	۲,۵۱	۰,۰۱۲۳

جدول ۵- خلاصه برآورد پژوهش

ضریب تعیین	۰/۹۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۳
دوربین واتسون	۱/۵۶
آماره F	۶۶/۷۸
سطح احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

همانطور که نتایج جدول بالا نشان می‌دهد متغیر اعتماد مشتریان بیشترین تاثیر را بر روی جذب سرمایه‌گذاری خرد در بورس کالایی داشته است در واقع به ازای یک واحد افزایش در اعتماد مشتریان ۲۵ واحد سرمایه‌گذاری و جذب آن افزایش یافته است در واقع این افراد از طریق کلامی و بیان مزایای قراردادی بورس کالایی باعث جذب مشتریان جدید شده‌اند. نشان دهنده تاثیر مثبت اعتماد مشتریان بر جذب سرمایه‌گذاری است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده از تجزیه و تحلیل رگرسیون پانل دیتا رضایت-مندی مشتریان به طور مستقیم تاثیری بر روی سرمایه‌گذاری بورس کالایی در طول دوره مورد بررسی نداشته است. با توجه به نتایج متغیر نیاز و پاسخگویی مشتریان نیز تاثیر مثبت بر جذب سرمایه‌گذاری بورس کالایی داشته است. محافظت مالی و تضمین ریسک سرمایه‌گذاران نیز تاثیر به سزایی در افزایش سرمایه‌گذاری داشت، در واقع با توجه به این نتایج می‌توان بیان کرد که اطمینان سرمایه‌گذار و چشم انداز روشن آینده تقاضای سرمایه‌گذاری باعث افزایش سرمایه‌گذاری شده است و این موضوع از تاثیر مثبت متغیر محافظت مالی و اعتماد مشتریان به وضوح دیده می‌شود. زمانی هم که پوشش ریسک به عنوان یک متغیر مستقل وارد مدل شده، باعث افزایش سرمایه‌گذاری بورس کالایی گردیده است.

در جدول ۵ نتایج نشان داد که میزان ضریب تعیین که نشان دهنده خوبی برازش مدل است در حد بسیار بالایی است که این نشان دهنده خوبی برازش است اما همانطور که مباحث اقتصادسنجی نیز به این موضوع پرداخته شده است که صرفاً برای خوبی برازش یک مدل تنها نباید به میزان ضریب تعیین اتکا نمود بلکه باید میزان ضرایب معناداری و مطابقت با تئوری را در نظر گرفت که با توجه به در نظر گرفتن این دو معیار نیز برازش مدل در حد بسیار بالایی است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده که از تقسیم ضریب تعیین به درجه آزادی محاسبه شده است در حد بسیار بالایی قرار دارد. آماره دوربین واتسون که یکی از مهمترین آزمون-های خودهمبستگی در مدل‌های اقتصادسنجی است بین ۲-۱/۵ قرار گرفته است که نشان دهنده عدم خودهمبستگی در مدل است آماره F نیز نشان دهنده معناداری کلی رگرسیون برآوردی است



#### جدول ۶- خلاصه فرضیه پژوهش

اعتماد مشتریان(سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.	تاثیر مثبت و معناداری دارد
رضایت‌مندی مشتریان(سرمایه‌گذاران) بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد.	تاثیر معناداری ندارد.
محافظت مالی بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد	تاثیر مثبت و معناداری دارد
پوشش ریسک بر جذب سرمایه‌گذاری خرد تاثیر معناداری دارد	تاثیر مثبت و معناداری دارد

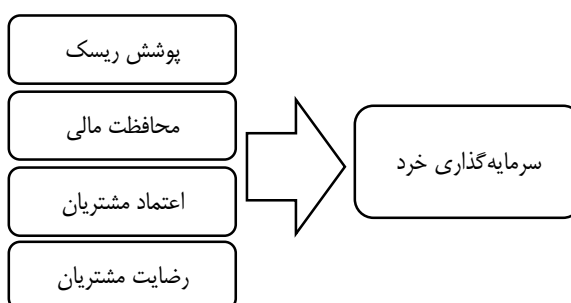
#### ۴- نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل دیتا پرداخته شد. به طور کلی هدف بررسی این پژوهش شناسایی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری خرد و تدوین مدل در قراردادهای آتی سکه بورس کالایی ایران بود که پس از بررسی مبانی نظری و مطالعات صورت گرفته در این خصوص، متغیر اعتماد مشتریان، نیاز مشتریان، محافظت مالی و پوشش ریسک از جمله عوامل موثر در نظر گرفته شد و تاثیر این عوامل بر جذب سرمایه‌گذاری به منظور تدوین مدل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بدست آمده مطابق با انتظارات و اهداف پژوهش بدست آمد. نتایج پژوهش نشان داد که پوشش ریسک و محافظت مالی تاثیر مثبت و معناداری بر جذب سرمایه‌گذاری خرد داشته است. این نتایج هم با تئوری اقتصادی سازگار است و هم با مطالعات محققین دیگر. همان طور که بارها بیان گردیده است سرمایه‌گذار به دنبال بازده سرمایه‌گذاری است و زمانی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نماید که چشم انداز روشن در آن فعالیت وجود داشته باشد و ریسک آن حداقل باشد.

به طور کلی در فرهنگ سرمایه‌گذاری یک اصل وجود دارد و آن این است که سرمایه‌گذار از ریسک‌گریزان و به دنبال کسب بازده است. در خصوص تاثیر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری مطالعاتی صورت گرفته است که از جمله می‌توان به مطالعه امیر فامیلی(۱۳۹۸)، اشاره نمود که نشان دهنده تاثیر مثبت پوشش ریسک بر گرایش به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بوده است. رستمی نوروز آباد، صداقت و حبیبی(۱۳۹۴) با بررسی عوامل موثر بر تمایل به سرمایه‌گذاری نشان دادند که امنیت سرمایه‌گذاری دارای تاثیر مثبت بر تمایل به سرمایه‌گذاری بوده است. همچنین نتایج مطالعه اردکانی و قیری(۱۳۹۴) نشان داد که درک ریسک، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در نهایت می‌توان گفت که درک ریسک در مکانیزم روانشناختی رفتار سرمایه‌گذاران نقش کلیدی بازی می‌کند. این نتایج نتایج این پژوهش را تقویت می‌نماید. همچنین نظریات مختلف در خصوص تاثیر عوامل رفتاری بر تمایل به سرمایه‌گذاری وجود دارد. در این پژوهش دو متغیر اعتماد و رضایت مشتریان در نظر گرفته شد. نتایج نشان دهنده تاثیر مثبت اعتماد مشتریان و عدم تاثیر رضایت مشتریان بر تمایل به سرمایه‌گذاری بوده است.

از آنجایی که فعالیت‌های اقتصادی، برای تحقیقشان به افرادی نیاز دارند که بر رفتار آتی دیگران تکیه کنند، در جوامعی با اعتماد بیشتر، این فعالیت‌های اقتصادی، هزینه کمتری را به ذینفعان تحمیل می‌کنند. هنجارهای مشارکت مدنی نیز از همین راه-هایی که اعتماد بر فعالیت‌های اقتصادی اثر می‌گذارد، وارد بحث می‌شود. هنجارها باعث می‌شوند، منافع کل که از نتایج همکاری اجتماعی به دست می‌آید، با مخارج کل فاصله زیادی ایجاد کند. به هر میزان که هنجارهای مدنی، فرصت طلبی‌ها را محدود می‌کنند، هزینه‌های نظارت و اجرای قراردادها به کاهش تمایل دارند و بازده بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها و مبادلات اقتصادی به این ترتیب افزایش پیدا خواهد کرد اسلامی بیگدلی و طهرانی در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که بر اساس تئوری اعتماد هر چه سطح اعتماد سرمایه‌گذاران بالاتر رفته است، حجم مبادلات آنان نیز افزایش یافته است. با توجه به نتایج پژوهش مدل پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

تمام متغیرها به جز رضایت مشتریان تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری خرد دارد.



شکل ۱- مدل پژوهش

## ۵- محدودیت پژوهش

هر پژوهشی در دوره اجرا دچار کمبودها و نواقصی می‌شود. این پژوهش نیز مصون از این کمبودها و نواقص نمی‌باشد. برخی از مهم‌ترین این محدودیت‌ها را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

الف- با توجه به اینکه در بررسی اثر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری، از سرمایه‌گذاران خرد بورس کالا در پرسشنامه استفاده شده است و از آنجایی که پرسشنامه معمولاً نظر افراد را مورد سنجش قرار می‌دهد، ممکن است که رفتار پاسخ دهنده با عمل ایشان یکسان نباشد که این خود یک محدودیت در پژوهش می‌باشد.

ب- عدم وجود مطالعه جامع مطابق با موضوع پژوهش در ایران.

ج- احتمال موفقیت (منظور نتایج بدست آمده از پژوهش و استفاده کاربردی از آن) تحت تاثیر محدودیت‌های ذاتی (قضاوت انسانی، بی‌دقتی، حواس پرتی، خستگی) قرار می‌گیرد. این محدودیت‌ها در برگیرنده واقعیت‌هایی هستند که، قضاوت انسان در تصمیم-گیریها ممکن است دچار اشتباه شود.

د- همچنین در خصوص محدودیت مکانی پژوهش، از آنجایی که مکان مورد بررسی در پژوهش بازار بورس کالایی و هدف بررسی رفتار سرمایه‌گذاران خرد بورس کالایی بوده است، به همین علت نتایج این پژوهش به بازارهای دیگر و حتی سرمایه-گذاران به صورت معنای عام، قابل تعمیم نمی‌باشد.

ه- با توجه به بازه زمانی پژوهش که طی سال ۱۳۹۸ صورت گرفته است لذا برای استفاده در دوره و بازه های زمانی دیگر به طور کامل قابل تعمیم نخواهد بود.

## ۶- نوآوری پژوهش

از آنجائی که مطالعه جامع در حیطه موضوع پژوهش صورت نگرفته است موضوع پژوهش نوآوری است.

## ۷- پیشنهاد پژوهش

پیشنهاد کاربردی:

الف- با توجه به تاثیر مثبت اعتماد مشتریان بر جذب سرمایه‌گذاری خرد، پیشنهاد می‌شود که از آنجایی که در هر شرکت یا نهادی وفادار ساختن مشتریان و به طور کلی نگاه داشتن مشتریان در هر صنف و هر بازاری تنها در جلب رضایت و اعتماد آنها میسر خواهد بود. بنابراین تکیه بر مشتری‌گرایی در امر سرمایه‌گذاری از طریق بازار سرمایه که همان سرمایه‌گذاران خرد بورس کالایی در این پژوهش است، مبتنی بر اعتماد می‌باشد، یکی از الزامات برای بازار بورس کالایی ایجاد کارگاه های آموزشی (از جمله بالا بردن سطح آگاهی سرمایه‌گذاران در خصوص بیانیه ریسک)، ارائه مشاوره‌های مفید، ارائه خدمات مکمل، برقراری سیستم پاداش و جریمه، آمادگی جهت پاسخگویی به مشتریان و انعطاف پذیری در ارائه خدمات تکیه نمود

ب- با توجه به تاثیر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری خرد، از آنجایی که مهمترین مزیت قراردادهای آتی خاصیت پوشش ریسک آن است موقعیت‌هایی را برای سرمایه‌گذار ایجاد نماید که در زمان نیاز نسبت به نوسان قیمت‌ها سرمایه خود را در آینده حفاظت نماید. که این امر از طریق تضمین معاملات توسط اتاق پایاپای بورس صورت گیرد که به عنوان پشتوانه قابل اطمینان برای طرفین قرارداد است. و همچنین برای سلامت عملیات انجام شده به وسیله نظارت آنها باعث می‌شود مشتریان، بازار بورس کالایی را همواره امنیت خاطر داشته باشند

ج- با توجه به تاثیر پوشش ریسک بر سرمایه‌گذاری خرد، پیشنهاد می‌شود از آنجا که داشتن اطلاعات شفاف و به روز برای هر سرمایه‌گذار به عنوان یک نقطه قوت تلقی می‌گردد داشتن اطلاعات دوره‌ای و منظم تاثیر به سزایی بر عملکرد و تصمیم مشتریان خواهد گذاشت که پیشنهاد می‌شود به این نکته توجه ویژه‌ای داشته باشند.

د- در واقع با توجه به اینکه سرمایه‌گذار بر اساس تصمیمات ریسک و بازده سرمایه‌گذاری خود را صورت می‌دهد اگر پوشش ریسک صورت گیرد سرمایه‌گذار با خیال راحت و آسوده سرمایه‌گذاری خود را صورت می‌دهد. پیشنهاد می‌شود با توجه به تاثیر مهم متغیر ریسک و بازده قبل از هر فعالیت سرمایه‌گذاری، این مورد به طور کامل برای آنان پوشش داده شود به طور مثال می‌توان برای یک سرمایه‌گذار حاشیه امنی ایجاد نمود که در صورت عدم سودآوری درصدی از آن قابل جبران باشد در واقع امتیازی ایجاد شود که یک سرمایه‌گذار در صورت عدم کسب سود زیان هم نکند.

ه- با توجه به اینکه اعتماد و رضایت مشتری در هر فرآیند خرید و فروش و یا سایر فعالیت‌های اقتصادی به عنوان دو رکن اساسی وجود دارد برای یک سرمایه‌گذار امتیازی ایجاد شود که در صورت جذب سرمایه‌گذار جدید درصدی از سود و مزایا به آنان اعطا شود.

پیشنهادهای آتی:

- ۱- پیشنهاد می‌شود از روش تجزیه، سهم هر یک از عوامل اثرگذار بر روی سرمایه‌گذاری خرد کالایی، به طور جدا مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲- همچنین پیشنهاد می‌گردد به نقش دولت در تاثیرگذاری بر پوشش ریسک این سرمایه‌گذاران توجه ویژه‌ای صورت گیرد و در پژوهش‌های آتی نقش دولت به عنوان یک متغیر اقتصادی وارد مدل پژوهش گردد

## منابع

- ۱- امیر شاهی، م.، سیاه تیری، و. (۱۳۸۷). گسترش و توسعه بازار سرمایه به کمک فرایند وفادارسازی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های کارگزاری، همایش نقش بورس اوراق بهادار و اتاق بازرگانی در گسترش مالکیت در سطح عموم
- ۲- اسدی بیگدلی، غ. طهرانی، ا. (۱۳۸۹). بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصادی، پیاپی ۳۹.
- ۳- اردکان، م. رجبی، ع. (۱۳۹۴). بررسی آثار روانشناختی و عوامل موثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰، ص ۱۲۵-۱۴۲.
- ۴- پمپین، م. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، ترجمه دکتر احمد بدری، شرکت انتشارات کیهان
- ۵- رستمی نوروزآباد، م.، صداقت، پ.، حبیبی، ف. (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران)، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۰، صص ۹۴-۶۹
- ۶- رستمی، ع.، زمردیان، غ.، علی محمدی، ع. (۱۳۹۶). امکان سنجی پوشش ریسک نرخ ارز شرکت‌های صادرکننده و واردکننده با استفاده از قرارداد آتی سکه طلا در بورس کالای ایران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ص ۱۰۴
- ۷- سینیایی، ح.، داودی، ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، ۴۳-۶۰.
- ۸- سویزی، م.، محمدی، ف. (۱۳۹۰). نقش سرمایه اجتماعی در تأمین امنیت سرمایه‌گذاری، فصلنامه رهنما سیاست‌گذاری، سال دوم، شماره سوم.
- ۹- سکاران، ا. (۱۳۸۰). روش‌های تحقیق در مدیریت. ترجمه محمد صائبی و محمود شیرازی، تهران: انتشارات مرکز آموزش مدیریت دولتی
- ۱۰- ضرابی، س.، فلاح شمس، م.، زمردیان، غ. (۱۳۹۰). بررسی عوامل موثر بر رضایتمندی، اعتماد و سرمایه‌گذاری مجدد سرمایه‌گذار حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران دانشگاه آزاد اسلامی - دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده مدیریت - ۱۳۹۰
- ۱۱- فامیلی، ۱۳۹۸. تاثیر پوشش ریسک در بازار سرمایه بر گرایش به سرمایه‌گذاری. کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، حسابداری، اقتصاد و بانکداری.
- 12- Byrne, Kathleen (2005). "How do consumers evaluate risk in financial products?" Journal of Financial Services Marketing, Henry Stewart, Publications,
- 13- Bialowolski, P., & Weziak-Bialowolska, D. (2014). External factors affecting investment decisions of companies. Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, 8(2014-11), 1-21.
- 14- Bialowolski, P., and M. Prochniak. (2013). Payment Delays Among Polish Companies and their Impact on Economic Growth: Implications from the Survey Data
- 15- Carr, C., Kolehmainen, K., and F. Mitchell. (2010). Strategic investment decision making practices: A contextual approach. Management Accounting Research 21 (3): 167-184.
- 16- Fama, E.F. (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", The Journal of Finance, Vol. 25 No. 2, pp. 383-417
- 17- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., and B. C. Peterson. (1998). Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on Economic Activity 1: 141-195.
- 18- Govori, A. (2013). Factors affecting the growth and development of SMEs: Experiences from Kosovo. Mediterranean Journal of Social Sciences, 4(9), 701.
- 19- Keswani, S., Dhingra, V., & Wadhwa, B. (2019). Impact of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of National Stock Exchange. International Journal of Economics and Finance, 11(8), 1-80.

- 20- Karim, Z. A., and W. N. W. Azman-Sainib. (2013). Firm-level investment and monetary policy in Malaysia: do the interest rate and broad credit channels matter? *Journal of the Asia Pacific Economy* 18 (3): 396–412
- 21- Liu, J., and D. Pang. (2009). Financial Factors and Company Investment Decisions in Transitional China. *Managerial and Decision Economics* 30: 91–108.
- 22- Laux, V. (2008). On the value of influence activities for capital budgeting. *Journal of Economic Behavior & Organization* 65 (3–): 625–635
- 23- Moore, M. (1997) societies, politics and capitalist in developing countries: a literature survey. *journal of development studies*.33 (3):287-3630
- 24- Ogunlusi, O. E., & Obademi, O. (2019). The Impact of Behavioural Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria. *Global Business Review*, 0972150919851388.
- 25- Von Neumann, J. and Morgenstern, O. (1944), *Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton University Press, Princeton, NJ
- 26- West E (2001). Management matters: the link between hospital organization and quality of patient care. *Qual Health Care*; 10(1): 40-8.
- 27- Zarnowitz, V. (1992). Rational Expectations and Macroeconomic Forecasts. In V. Zarnowitz (Ed.), *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (pp. 462–491). Chicago: University of Chicago Press.