



پژوهش‌های نوین در تصمیم‌گیری

دوره ۹، شماره ۳، پاییز ۱۴۰۳، صص ۱۵۲-۱۸۳

نوع مقاله: پژوهشی

شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاری در سهام، رویکرد نوین به نقش عوامل بازاریابی در تصمیم خرید در بهابازار

ابراهیم بهشتی^۱، کامبیز حمیدی^{۲*}، تحفه قبادی لموکی^۲، محمد ایدی^۲، جواد نیک نفس^۲

۱. دانشجوی دکتری تخصصی، گروه مدیریت، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران

۲. استادیار، گروه مدیریت، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران

۳. استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۲۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۷

چکیده

در حوزه‌های بازاریابی، مالی و اقتصادی، یافتن عواملی که منجر به تصمیم خرید می‌شوند بسیار مهم است. در روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بهابازار (بورس اوراق بهادار) نیز عوامل گوناگونی نقش دارند که باعث ایجاد تمایل و قصد خرید سهام می‌شوند. هدف پژوهش شناسایی عوامل اصلی (مقوله‌ها) و فرعی (مولفه‌ها) و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تمایل خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران انفرادی در بهابازار است. در مرحله نخست براساس روش تحقیق کیفی و آنالیز تماتیک به کمک نرم افزار اطلس‌تی‌آی، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاران که باعث ایجاد قصد خرید می‌شوند مشخص شدند. در مرحله کمی، بوسیله استراتژی پیمایش، پرسشنامه مورد نیاز جهت ارزیابی قابلیت تعمیم مدل، تدوین و در جامعه آماری پژوهش توزیع شد. تجزیه و تحلیل داده‌ها بر روی ۵۰۹ خریدار فردی سهام بهابازار تهران انجام شد. بمنظور برآورد الگو، روش مدلیابی معادلات ساختاری و نرم افزارهای اسپاس‌اس و ایموس بکار گرفته شد. مطابق نتایج تحقیق، ۹ گروه مقوله شناسایی شد. بسیاری از مولفه‌ها در زیرگروه های عوامل بازاریابی (کالا و خدمات، برند و تبلیغات) برای نخستین بار معرفی گردیدند. در ادامه با استفاده از روش فریدمن، رتبه‌بندی عوامل مؤثر انجام گرفت. نتایج بیانگر این بود که روند قیمت سهم، اخبار و رویدادها، تجربیات، سودآوری بازارهای موازی و شایعات، ۵ عامل دارای بالاترین نقش مؤثر می‌باشند.

کلیدواژه‌ها: تمایل خرید سهام، تصمیم سرمایه‌گذار، بهابازار، عوامل بازاریابی



۱- مقدمه و بیان مسئله

سرمایه‌گذاران فردی (خریداران حقیقی سهام) رکن کلیدی بازار سهام‌اند و چگونگی رفتار آنها برای سیاستگذاران، برنامه‌ریزان و مدیران این بازار با اهمیت است. در سالهای اخیر پژوهشگران مختلفی از جمله ربیازینا^۱ و همکاران (۲۰۲۴)، میشرآ^۲، بنسل^۳، موریآ^۴، پالویندر^۵ (۲۰۲۳) و میتال^۶ (۲۰۲۲) با استفاده از مفاهیم بازاریابی به دنبال توضیح علل تصمیم سرمایه‌گذاران بوده‌اند [۱]. ملموس و مشاهده‌پذیر نبودن سهام که می‌توان آنرا کالایی ذهنی نامید بر تمایل خرید و تصمیم خریداران تأثیرگذار می‌باشد در نتیجه برای تحلیل دقیق‌تر لازم است فرآیند خرید سهام، در چارچوب مدل‌های رفتاری بررسی شود. مطابق الگوی رفتار مصرف‌کننده‌ی کاتلر و آرمسترانگ، محرک‌های بازاریابی و سایر محرک‌ها منطبق بر مدل محرک-پاسخ وارد "جعبه سیاه" مصرف‌کننده شده و پاسخ مشخصی را ایجاد می‌کنند. از این رو پژوهشگران بازاریابی برای درک چگونگی تبدیل این محرک‌ها (عوامل مؤثر) به پاسخ، باید آنها را کشف کنند [۲]. تمایل خرید سرمایه‌گذار در مطالعات بسیاری به عنوان متغیر وابسته جهت پیش‌بینی قصد سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است [۳]. براساس عوامل انگیزشی، نیت بر رفتار تأثیر داشته و نشان می‌دهند افراد چه مقدار با عزم جدی تمایل به اقدام دارند. مطابق نظریه آجزن^۷ در حالت کلی، هرچه قصد و نیت قویتر باشد، عمل و اقدام حتمی‌تر است. در نتیجه با احتمال قوی نیت معادل اقدام تلقی می‌شود. پس نیت و قصد را می‌توان به عنوان پیش‌بینی کننده رفتار فرض کرد [۴]. بررسی رفتار سرمایه‌گذاران دیدگاهی وسیعتر از علوم اجتماعی و روانشناسی را دربر می‌گیرد و لازم است نحوه رفتار، از ورای بازده مالی و سرمایه‌گذاری بررسی گردد [۵]. در پژوهش‌های بین‌رشته‌ای جدید از مفاهیم بازاریابی برای پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران استفاده شده است [۶]. یکی از حوزه‌هایی که در آن پیش‌بینی مهم است، حوزه مالی و اقتصادی، بویژه بازار سرمایه است. پیش‌بینی، عنصری کلیدی در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران است [۷]. می‌توان تمایل خرید سرمایه‌گذار را بعنوان پیش‌بینی کننده رفتار که با احتمال زیاد رخ می‌دهد، در نظر گرفت [۸]. در پژوهشی که اخیراً در بازار سهام هند بعنوان

^۱ Rebiazina

^۲ Mishra

^۳ Bansal

^۴ Maurya

^۵ Palvinder

^۶ Mittal

^۷ Ajzen



یکی از بزرگترین بورس‌های جهان از نظر تعداد سهامدار حقیقی انجام شد، عوامل غیر مالی مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام در چهار حوزه ادراک افراد، پیش‌بینی‌ها، عوامل شرکت و رفتار توده وار شناسایی شدند اما زیر گروه‌های آن شناسایی نشده است [۹]. بازارهای مالی در کارآمدی سیستم اقتصادی تأثیر بسزایی دارند [۱۰]. با توجه به دغدغه تصمیم‌گیران بازار سرمایه به محافظت از دارایی سرمایه‌گذاران حقیقی، شناسایی عوامل اثرگذار بر تمایل خرید سرمایه‌گذاران بینش‌هایی را در خصوص چگونگی خرید سرمایه‌گذاران در اختیار مدیران سازمان بورس می‌گذارد تا با درک آن عوامل، راهکارها و برنامه‌های شکوفایی بازارهای سهام را تدوین نمایند و باعث ماندگاری سرمایه‌گذار فعلی و جذب سرمایه‌گذاران جدید شوند. به علت وجود معضل رفتارهای غیرقابل پیش‌بینی از سوی خریداران فردی در بازار سهام ایران کشف جنبه‌های مربوط به تمایل خرید سرمایه‌گذاران، می‌تواند در برنامه‌ریزی‌های آتی مورد استفاده سیاستگذاران و تصمیم‌گیران سازمان بورس قرارگیرد و چنانچه بر روی عوامل افزایش تمایل خرید سهام، برنامه‌ریزی شود، فقدان محرک در بازار بورس که یکی از دلایل مهم رکود است، مرتفع خواهد شد. امروزه با توجه به تسریع جریان تبادل دانش، فرآیند تصمیم‌گیری تغییر یافته [۱۱]. با توجه به افزایش تعداد شرکت‌های حاضر در بازار سهام، درک علل تصمیم خرید سهام، به سرمایه‌گذاران کمک خواهد کرد، تصمیمات صحیح‌تری بگیرند [۱۲]. مدیران بازاریابی و متخصصان تبلیغات شرکتهای بورسی هم می‌توانند با استفاده از نتایج پژوهش‌های استراتژی‌های بازاریابی و پروژه‌های تبلیغاتی را اثر بخش‌تر نمایند که همزمان، افزایش فروش محصول و افزایش ارزش سهام شرکت ایجاد گردد. کارگزاری‌ها، سببگردان‌ها، صندوق‌های بازارگردانی، تامین سرمایه‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری هم با آگاهی از عوامل مؤثر بر تمایل خرید مشتریان، قادر خواهند بود سرمایه‌گذاران را بصورت مؤثرتری راهبری نمایند.

نوسانات بازار سهام بر سایر بازارهای موازی اثرگذار است، بنابراین شناخت عمیق عوامل دخیل در تصمیم سرمایه‌گذاران اهمیت بالایی دارد. از نظر دانش بازاریابی، فعالیت‌های بازاریابی زمانی اثر بخش است که تمایل خرید در مشتریان ایجاد شود. با وجود اقدامات و تغییرات مختلف در قوانین، آیین‌نامه‌ها و تصمیمات متولیان بازار سرمایه، عدم موفقیت در



جلب اعتماد سرمایه‌گذاران برای خرید سهام، این مسئله را نمایان می‌کند که هنوز در بازار سهام کشور درباره رفتار سرمایه‌گذاران و عوامل موثر بر تمایل سرمایه‌گذاری، ناشناخته‌های زیادی وجود داشته و نیاز به پژوهش‌های بیشتر احساس می‌شود. انجام این پژوهش، منجر به غنای دانش سیاستگذاران و تصمیم‌گیران نسبت به رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و اخذ تصمیمات اثربخش‌تر می‌شود. تعمق در تحقیقات اشاره شده بیانگر شروع نهضتی از پژوهش‌های میان رشته‌ای در حوزه بازاریابی، مالی رفتاری و روانشناسی است. در بازار سهام هم مانند سایر بازارها عوامل مختلف قابل کنترل و غیرقابل کنترلی وجود دارند که در افزایش یا کاهش تمایل خرید سرمایه‌گذاران، بعنوان خریداران این بازار، نقش دارند. باوجود اهمیت شناسایی عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاری در سهام، پژوهش‌های قبلی صرفاً برخی از مقوله‌های اصلی را شناسایی کرده‌اند و دارای جامعیت و عمق لازم نبوده و نقصان عوامل جزئی‌تر یا زیرگروه عوامل، به‌ویژه عوامل غیرمالی تحت کنترل شرکت‌ها موسوم به عوامل بازاریابی، مشاهده می‌شود. به عنوان مثال در مورد عوامل بازاریابی، صرفاً برند یا تبلیغات به عنوان عامل اثرگذار بر رفتار بیان شده، درحالی‌که هرکدام از عوامل اصلی دارای چندین زیرعامل (عامل فرعی) است که بایستی بصورت دقیق‌تر شناسایی گردد تا جنبه‌های مختلف هر گروه از عوامل احصاء گردد. همچنین فقدان رتبه‌بندی عوامل نیز دیده می‌شود. درنتیجه یافتن کلیه عوامل بصورت جزئی و رتبه‌بندی عوامل از نوآوری‌های پژوهش است. لذا سوال پژوهش اینست که عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاری افراد که پیش‌بینی کننده تصمیم خرید سهام در بهابازارند (با تاکید برعوامل بازاریابی که در کنترل شرکت‌هاست) کدامند؟ و رتبه‌بندی عوامل تأثیرگذار بر تمایل سرمایه‌گذاری در سهام چگونه است؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- ادبیات و مبانی نظری پژوهش

فیشبین و آیزن^۱ بهترین پیش‌بینی کننده رفتار فرد را نیت او برای اجرای آن رفتار می‌دانند. طبق مدل نیت رفتاری فیشبین که براساس تئوری کنترل پیشنهادی است، نیت و تصمیم فرد و اجرای یک رفتار تابع هنجارهای حاکم بر رفتار در آن وضعیت و انگیزه‌ی فرد برای تبعیت از

^۱ Fishbein & Ajzen



آن هنجارهاست [۱۳]. بر اساس نظریه کنش مستدل^۱ نگرش‌ها می‌توانند قصد و تمایل افراد را پیش‌بینی کنند. در این مدل رفتار خرید گذشته می‌تواند رفتار خرید آینده را پیش‌بینی کند و این یکی از تکنیک‌های بازاریابی است که خریداران احتمالی را می‌توان براساس سابقه خرید شناسایی نمود. در این مدل نگرش بسیار مهم است و نگرش نسبت به خرید علاوه بر نگرش نسبت به کالا و خدمت اندازه‌گیری می‌شود. دانستن اینکه فرد درباره خریدن یا داشتن یک محصول چه احساسی دارد معتبرتر از این است که فقط ارزیابی او نسبت به آن کالا یا خدمت بدانیم [۸]. قصد یا تمایل خرید، ایجاد نگرش در مورد رفتار انتخاب‌های آتی و تصمیم‌گیری اقتصادی مصرف‌کننده است و شامل همه دستورات عمل‌هایی می‌شود که افراد در جهت عملی خاص در نظر می‌گیرند. به بیان دیگر قصد خرید احتمال خرید از یک محصول یا برند معین می‌باشد [۱۴]. انواع نیت خرید عبارتند از آینده مدار، حال مدار و هدف مدار و این نیت به پیامدهایی می‌پردازد که فرد برای آنها تلاش می‌کند. بر اساس تئوری مدل پذیرش^۲ (TAM) که تئوری رفتار انسان در استفاده از تکنولوژی نیز نامیده می‌شود و توسعه یافته تئوری رفتار برنامه‌ریزی شده^۳ (TPB) است، رفتار انسان بر اساس تمایل یا علیقی اولویت بندی می‌شود که به انجام یا عدم انجام آن رفتار دارد لذا تمایل خرید و تصمیم واقعی خرید بصورت کاملاً متناسبی با هم ارتباط دارند. رفتار تحت تأثیر تمایلات و تمایلات متأثر از نگرش است. نگرشها و هنجارهای ذهنی شاخص اصلی رفتار هستند و فرد، نتایج رفتار را محاسبه و تصمیم به انجام یا عدم انجام رفتاری خاص می‌گیرد. «فیشبین و آجزن» مدلی را توسعه دادند که تمام عوامل مهم در پیش‌بینی رفتار را شامل شود [۱۵].

در مورد تمایل خرید دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد کیم و پارک^۴ (۲۰۲۳) بیان کردند با توجه به دیدگاه تصمیم‌گیری خرید، مصرف‌کننده به وجود یک مسأله پی می‌برد و در خلال سلسله مراحل سعی در حل منطقی مسأله دارد [۱۶]. در دیدگاه تجربی، مصرف‌کنندگان گاهی برای سرگرمی، خیال پردازی، هیجانانگیز و احساسات خرید می‌کنند. ریشه این دیدگاه در روان‌شناسی انگیزشی و حوزه‌های جامعه‌شناسی و انسان‌شناسی است. محققان دیدگاه تجربی از روش‌های

^۱ Theory of Reasoned Action (TRA)

^۲ Theory Acceptance Model

^۳ Theory of Planned Behavior
^۴ Kim & Park



تفسیری تحقیق استفاده می‌کنند [۱۷]. در دیدگاه تأثیر رفتاری فرض بر این است که نیروهای قوی محیطی مصرف‌کننده را به سمتی سوق می‌دهند که او بدون احساسات و باورهای قوی پیش‌ساخته اقدام به خرید محصول نماید. در این هنگام مصرف‌کننده از طریق فرآیند عقلایی تصمیم‌گیری یا متکی بر احساسات، اقدام به خرید محصول نمی‌کند بلکه خرید او ناشی از تأثیر مستقیم رفتار از طریق نیروهای محیطی از قبیل تبلیغات، هنجارهای فرهنگی، محیط فیزیکی و یا فشارهای اقتصادی است [۱۸]. گانگ^۱ و همکاران، (۲۰۲۳) در دیدگاه ارزش سهامدار و خدمات و دیدگاه رابطه‌مندی بیان داشتند که ارزش ایجاد شده برای مشتری یک روند طولانی مدت ارتباط با مشتری را ایجاد می‌کند. برقراری روابط سودآور با مشتریان تعیین‌کننده ارزش سهام از دید سهامداران است. بنابراین شرکت باید روابط خود با سهامداران، مؤسسات مالی^۲ و تحلیل‌گران و مشاوران بورس را نیز مدیریت کند. مدیریت روابط با سهامداران رابطه نزدیکی با موفقیت طولانی مدت شرکت دارد و گاهی از مدیریت روابط مشتریان، کارمندان و سایر شرکای این حوزه مهم‌تر است. شرکت‌های آمریکایی نیمی از سرمایه‌گذاران را تنها در یک سال از دست می‌دهند درحالی‌که نیمی از مشتریان را در پنج و نیم سال از دست می‌دهند [۱۹]. تصمیم‌گیری خرید بر این اساس استوار است که باید بهترین گزینه خریداری شود. دو عامل عقاید دیگران و عوامل پیش‌بینی نشده بر تصمیم اثرگذارند. عوامل غیر قابل پیش‌بینی موقعیتی ممکن است درست زمانی که خریدار می‌خواهد وارد عمل شود، قصد او را تغییر دهد. تصمیم برای تغییر خرید یا به تعویق انداختن و اجتناب از آن شدیداً تحت تأثیر ادراک ذهنی است. بسیاری از خریدها مستلزم قبول میزانی ریسک است و میزان مخاطره ذهنی، بسته به مبلغ اختصاص یافته به خرید، عدم قطعیت خرید و میزان اعتماد به نفس تغییر می‌یابد. در نهایت رفتار پس از خرید بیانگر آنست که آیا فرد پس از خرید رضایت خواهد داشت یا پشیمان می‌شود. فرآیند تصمیم خرید سرمایه‌گذاران برای خرید سهام نیز مشابه فرایند تصمیم خرید مصرف‌کنندگان است. خریداران سهام در تقابل با مصرف‌کنندگان کالا و خدمت از قدرت درونی و تحلیل ذهنی بیشتری استفاده می‌کنند و به همین دلیل، در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاران، مالی رفتاری اهمیت بالایی دارد. خریداران سهام همچون مصرف‌کنندگان کالا و خدمات دو بعد درونی و

^۱ Quang

^۲ Financial Institution



بیرونی را برای تصمیم خرید، در نظر می‌گیرند که این دو بعد برای مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران از نظر اهمیت متفاوت می‌باشد. افراد در فرایند تصمیم سرمایه‌گذاری نسبت به فرایند تصمیم خرید مصرف‌کنندگان، از عوامل درونی بیشتری استفاده می‌کنند [۲۰]. زمان و ریسک در خرید سهام موثرند. تقریباً هر شخص یک پرتفوی سرمایه‌گذاری دارد که ممکن است نتیجه مجموعه‌ای از تصمیمات اتفاقی یا برنامه‌ریزی سنجیده باشد. این پرتفو دربرگیرنده دارایی مالی مانند سپرده‌های بانکی، اوراق قرضه، سهام و دارایی فیزیکی مانند موتورسیکلت و خانه است [۲۱]. حجم زیادی از تحقیقات و استراتژی‌های بازاریابی با فرض اینکه سرمایه‌گذار یک فرد منطقی است و ترجیحات کاملاً تثبیت شده و روشنی دارد انجام شده. علاوه بر این، در بسیاری از این تئوری‌ها فرض بر این است که سرمایه‌گذار از مهارت کافی برای انجام محاسبات ذهنی برای انتخاب گزینه‌های با بیشترین ارزش، برخوردار است. این دو رویکرد تحت عنوان تئوری انتخاب منطقی شناخته می‌شوند. در این تئوری، وظیفه سرمایه‌گذار این است که انتخاب بهینه را شناسایی نماید و تصمیم بگیرد. در این حالت فرد می‌تواند به راحتی اطلاعاتی را بر پایه ویژگی گزینه‌ها جمع‌آوری کند، ارزشی را برای هر کدام از آن‌ها در نظر بگیرد و با استفاده از قوانین تثبیت شده، انتخاب کند. علاوه بر این، فرض بر این است که سرمایه‌گذار به خوبی می‌داند کدام گزینه برتر است. اما در واقعیت افراد تابع تئوری عقلانیت محدود هستند. یعنی ظرفیت محدودی برای پردازش اطلاعات دارند. در بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها سرمایه‌گذار درگیر انتخاب کاملاً منطقی نیست بلکه یک فرایند تصمیم‌گیری ایجاد می‌کند که با موقعیت او متناسب باشد. در عمل سه نوع فرایند انتخاب وجود دارد که عبارتند از: انتخاب احساسی/عاطفی، انتخاب بر پایه نگرش و انتخاب بر پایه ویژگی [۲۲]. نمونه‌هایی از شاخص‌هایی که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در بورس مؤثر می‌باشند در جدول ۱ آورده شده است.

جدول ۱: شاخص‌های اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار حقیقی در بورس کولومبو (Kengatharan ۲۰۱۹)

چشم انداز	بازار	شهودی	رفتار گروهی
۱	داده‌های بازار	اطمینان بیش از حد	خرید سهم توسط سرمایه‌گذاران حقوقی



چشم انداز	بازار	شهودی	رفتار گروهی
۲	تغییرات قیمت	نمایندگی	خرید سهم توسط سایر سرمایه گذاران حقیقی
۳	روند گذشته سهم	تله قمار بازی	حجم معاملات سهم
۴	اصول زیرساختی سهم	تله در دسترس بودن	سرعت حرکت گله ای خرید سهم
۵	ترجیحات مشتری	استحکام	
۶	واکنش بیش از حد به قیمت		

احساسات سرمایه‌گذار ناشی از باور ذهنی بر ارزیابی سهام تأثیر داشته و موجب انتظارات سوگیرانه مانند تمایل به خوشبینی یا بدبینی بر ارزیابی سهام می‌شود. احساس سرمایه‌گذار تأثیر بااهمیتی بر بازار سهام و قیمت سهام دارد و واکنش افراطی نسبت به اخبار مطلوب یا نامطلوب می‌شود [۲۳]. احساسات و شناخت به دو نوع از پاسخ‌های ذهنی سرمایه‌گذاران حقیقی به محرک‌ها و وقایع محیط اشاره می‌کند. شرکت‌ها به دنبال استراتژی‌هایی جهت خلق احساس مثبت برای محصولات، برند و سهامشان هستند. [۲۴]. از سوی دیگر طبق نتایج تحقیق موریرا^۱ رفتار سرمایه‌گذار تحت تأثیر عوامل فرهنگی، اجتماعی، شخصی و روانی قرار دارد [۳۰]. چون ظرفیت پردازش اطلاعات بشر محدود است، اشخاص به روش‌های تصمیم‌گیری ناقص و ابتکاری روی می‌آورند. استفاده از روش‌های ابتکاری همیشه به یک تصمیم‌گیری صحیح منجر نمی‌شود. شناخت الگوهای رفتاری که مربوط به قواعد سرانگشتی و میان‌برهای ذهنی هستند باعث می‌شود بتوانیم تورش‌های احتمالی در تصمیم‌گیری اشخاص را پیش‌بینی کنیم [۲۵].

۲-۲- الگوهای رفتار ناشی از تورش‌های تصمیم‌گیری

برجستگی در مورد اطلاعات متمایز از گذشته ایجاد شده و باعث می‌شود، سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید واکنش بیش از حد نشان دهد. نمایندگی یعنی اشخاص احتمال رخداد یک پدیده را با توجه به میزان شباهت با رویدادهای قبلی، برآورد می‌کنند. طبق بررسی کیو^۲، نمایندگی به شکل "قاعده اعداد کوچک" نیز رخ می‌دهد و سرمایه‌گذار تصور می‌کند رویدادها و روندهای جدید تداوم خواهند یافت. مثلاً سرمایه‌گذار به سمت خرید سهامی که

^۱ Moreira

^۲ Qiu



به تازگی بازده خوب داشته، می‌رود و از خرید سهامی که عملکرد بد داشته اجتناب می‌کند. در اثرهاله‌ای فرد تحت تأثیر ویژگی مطلوب سهام قرار گرفته و تعمیم آن باعث قیمت‌گذاری اشتباه در بازار سهام می‌شود [۲۶]. در لنگر انداختن یا واکنش کند، اشخاص هنگام برآورد کمی، بی‌جهت تحت تأثیر برآوردهای قبلی یا اعداد و ارقام در بیان مسئله قرار می‌گیرند. لنگر انداختن باعث می‌شود سرمایه‌گذار نسبت به اطلاعات جدید، عکس‌العمل کمی از خود نشان دهد که این امر، برعکس اثر نمایندگی است. خودفریبی یعنی اریب‌های رفتاری که افراد به دنبال راه‌هایی می‌گردند که پیامد تصمیمات گذشته خود را توجیه نمایند [۲۷]. اثر تعاملات اجتماعی بر تصمیم بیان می‌دارد اشخاص تمایل دارند در تصمیم و قضاوت‌ها با دیگران هم‌نوا شوند. ممکن است سیستم اطلاعاتی خوبی موجود باشد که به موقع سیگنال خرید و فروش سهام را نشان دهد اما فرد نتواند بر عوامل احساسی جو بازار و تعاملات اجتماعی غلبه و از این سیگنال‌ها استفاده کند و یکی از اشکال آن رفتار توده‌وار است. [۲۸]. طبق محدودیت در آربیتراژ سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت آربیتراژ استفاده کنند، زیرا مستلزم پذیرش ریسک بنیادی و ریسک معامله‌گران اختلال‌زا است [۲۹]. اعتماد بیش از حد مبتنی بر تئوری خودفریبی است و بر تمایل خرید و تصمیم مالی اثرگذار است و تجربه نمی‌تواند آنرا حذف‌کند. براین اساس سرمایه‌گذار دانش خود را بیشتر و ریسک را کمتر تخمین زده، در مورد توانایی کنترل رویدادها مبالغه نموده و احساس می‌کند بر مسائل کنترل دارد [۲۶].

۲-۳- پیشینه پژوهش

برای بررسی تصمیم خرید در بهابازار بایستی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری در سهام بررسی شود. در داخل و خارج کشور پژوهش‌هایی درمورد رفتار سرمایه‌گذار بعنوان خریدار سهام انجام شده که عمدتاً بصورت کمی بوده و در جدول ۲ بصورت اجمالی بیان شده است.



جدول ۲: خلاصه اجمالی پیشینه پژوهش (داخلی و خارجی)؛ منبع: یافته‌های پژوهشگر

محقق	عنوان تحقیق	روش	جامعه آماری	نتایج
شارما و آگنی هورتی (۲۰۲۴)	عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی	کیفی (توصیفی) - تحلیل نظام-مند	۸ کشور توسعه یافته و ۱۰ کشور در حال توسعه	سرمایه‌گذاران به دلیل لنگر انداختن، اعتماد بیش از حد و ترس از دست دادن سود، تصمیمات ضعیف می‌گیرند. سواد مالی و توانایی دیجیتالی بر رفتار تأثیر دارد. سن، درآمد و تحصیل بر رفتار سرمایه‌گذار تأثیر دارد
ژیا و مدنی (۲۰۲۴)	عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	کمی (توصیفی) (پرسشنامه)	سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام پکن، شانگهای و شنژن	رفتار گله‌ای، اعتماد بیش از حد، چشم‌انداز بازار، مغالطه قمار، و سوگیری لنگر انداختن اغلب باعث انحراف تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ناکارآمدی در بازارهای سهام چین می‌شود.
کوماری و همکاران (۲۰۲۴)	پیش‌بینی تمایل سرمایه‌گذاری در بازار سهام در دوران کووید-۱۹	کمی (پرسشنامه)	سرمایه‌گذاران حقیقی موجود و بالقوه در بازار سهام سریلانکا	نگرش و کنترل رفتاری درک شده تأثیر معناداری بر تمایل خرید دارد. دانش درک شده از کووید-۱۹ توانایی پیش‌بینی را بهبود بخشید. ریسک روانی ارتباط بین هنجارهای ذهنی سرمایه‌گذاران و نگرش را تعدیل کرد
وکویچ و پیواک (۲۰۲۴)	تأثیر عوامل رفتاری بر تصمیم سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری در بازار سهام	کمی	بازار سهام کرواسی	اعتماد به نفس بیش از حد، عناصر نظریه چشم‌انداز، احساسات، ثبات و انعطاف‌پذیری بر تصمیم سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و رفتار گله‌ای تأثیر منفی دارد. تصمیم با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، بر رضایت تأثیر مثبت دارد
الانگو و همکاران (۲۰۲۳)	عوامل مؤثر بر تمایل خرید سرمایه‌گذاران نسل Z	کمی	سرمایه‌گذاران بازار سهام هند	کنترل رفتاری درک شده و هنجارهای ذهنی تأثیر مثبت معناداری بر تمایل خرید سرمایه‌گذاران دارد.
گانگ (۲۰۲۳)	عوامل مؤثر بر تمایل خرید سهام	کمی	سرمایه‌گذاران ویتنام	عوامل دموگرافیک بر تصمیمات خرید مؤثرند.
فیروز حسین و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی سیستماتیک رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سهام شرعی هند	کمی	سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سهام هند	مطالعات رابطه معنی داری بین رفتار سرمایه‌گذاران بر اساس سهام شرعی و مفاهیم مذهبی را نشان نداد اما عواملی مثل اطلاعات مالی درباره سهام شرعی نقش غالب در میان سایر عوامل داشتند.



محقق	عنوان تحقیق	روش	جامعه آماری	نتایج
ممتاز و همکاران (۲۰۲۳)	تاثیر عوامل روانی و اقتصادی بر تصمیم سرمایه‌گذاران خرد	کمی	سرمایه‌گذاران خرد بازار سهام پاکستان	عوامل روانشناختی و اقتصادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خرد تاثیر معنی‌داری دارند
انیسا و نور خالد (۲۰۲۲)	بررسی عوامل مؤثر بر تمایل خرید سهام	آمیخته	بازار سرمایه اسلامی اندونزی	نگرش، کنترل رفتاری ادراک شده، اعتماد و سواد مالی تاثیر معنی‌داری بر افزایش تمایل خرید سهام دارد
آران و آیزیدور (۲۰۲۲)	تاثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر تمایل خرید	کمی	بازار ثانویه سهام هند	مشاوران سرمایه‌گذاری با شناخت شخصیت سرمایه‌گذاران می‌توانند استراتژی سرمایه‌گذاری مناسبتری را به سرمایه‌گذاران پیشنهاد دهند
سیتنگو (۲۰۲۲)	بررسی رفتار سرمایه‌گذاران جوان	کمی	بورس کره جنوبی	ترکیب رسانه‌های اجتماعی و احساس سرمایه‌گذار، تاثیر بر تصمیم دارد
مرادی و همکاران (۱۴۰۳)	الگوی تبیین رابطه تورش رفتاری مؤثر بر تصمیم مدیران مالی	کیفی	بازار سهام ایران	در بازار سهام ایران، ۲۱ تورش رفتاری و ۶۰ مفهوم اصلی رابطه بین تورش‌های رفتاری و تصمیمات مدیران مالی را تبیین می‌کنند
یوسف نژاد و ملکیان (۱۴۰۳)	بررسی تاثیر رفتار مالی، دانش مالی، نگرش مالی و عوامل فردی-اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذاران	کمی (توصیفی-تحلیلی)	سهامداران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران	متغیرهای فردی و اجتماعی با رفتار سرمایه‌گذاران همبستگی معناداری را نشان می‌دهند. که بیان‌کننده نقش اساسی این عوامل فردی و اجتماعی در شکل‌دهی به فرآیند تصمیم‌گیری و انتخاب منطقی‌تر در سرمایه‌گذاران بود
مروت و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی عوامل شخصی مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سهام تهران	کمی	سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سهام تهران	سن، جنس و ریسک‌پذیری اثر معنی‌دار بر عملکرد سرمایه‌گذاران ندارد درجه صبوری اثر مثبت و معنی‌دار بر عملکرد سرمایه‌گذار داشته و افراد صبورتر بازدهی بیشتری دارند. بیش اعتمادی و زیان‌گریزی اثر منفی و بر عملکرد و تجربه و مهارت اثر مثبت بر عملکرد سرمایه‌گذاران دارد



۲-۴- چارچوب مفهومی پژوهش

تئوری رفتار مصرف‌کننده، اساسی‌ترین نظریه بازاریابی است. همانطور که در ادبیات و پیشینه پژوهش بررسی گردید دانشمندان بازاریابی مانند کاتلر، سولومون، اسپارا و تیکانن نشان دادند تحلیل رفتار خرید سهام نوعی بررسی رفتار مصرف‌کننده است و بررسی توأم بازار مصرفی و سرمایه‌گذاری بخوبی پاسخگوی بسیاری از مسائل بازارهای مالی است. بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری، محیطی غنی برای بررسی رفتار مصرف‌کننده هستند و سرمایه‌گذاری در واقع نوعی تصمیم خرید مهم است که در بازاری اتخاذ می‌شود که فرآیند انتخاب در آن از دشواری و اهمیت زیاد برخوردار است. تمایل خرید به عنوان پیش‌نیاز تحریک و تشویق مصرف‌کنندگان به خرید واقعی محصولات و خدمات تعریف می‌شود. بسیاری از مطالعات از تمایل خرید برای بررسی رفتار واقعی استفاده می‌کنند. براساس تئوری رفتار مصرف‌کننده، سه عامل اصلی که بر تصمیم خرید مصرف‌کننده تأثیر دارد عبارتند از: عوامل روانی، ویژگی‌های شخصی و عوامل اجتماعی. رفتار افراد تحت کنترل فعالیت‌های روانی آنهاست، عوامل روانی عمدتاً شامل انگیزه و عوامل ادراکی می‌شود. ویژگی‌های شخصی عمدتاً شامل علاقه، نگرش و سبک زندگی است. همچنین رفتار مصرف‌کننده تحت تأثیر عوامل اجتماعی است که عمدتاً شامل خانواده، گروه‌های مرجع و طبقه اجتماعی است. تمایل خرید مصرف‌کننده نوعی تجسم رفتار خرید مصرف‌کننده است، بنابراین تمایل خرید سهام را می‌توان با تئوری‌های رفتار مصرف‌کننده توضیح داد [۳۰]. نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده (TPB) یکی از تأثیرگذارترین نظریه‌های رفتاری است که توجیه‌کننده بسیاری از تمایلات خرید و تصمیمات خریداران و مصرف‌کنندگان می‌باشند. TPB از نظریه کنش مستدل (TRA) فیشبین نشأت می‌گیرد که تأثیر عوامل تعیین‌کننده فردی، محیط اجتماعی و تعیین‌کننده‌های غیر ارادی را بر تمایل توضیح می‌دهد. این سه عامل در تئوری‌های رفتار مصرف‌کننده نیز به عنوان عوامل اصلی مؤثر بر رفتار ذکر شده‌اند. بر اساس تئوری رفتار برنامه‌ریزی شده، باورهای رفتاری و ارزیابی نتایج، نگرش مطلوب یا نامطلوبی را نسبت به انجام رفتار در فرد ایجاد می‌کنند. به عنوان یکی از سه مفهوم اصلی در نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده، نگرش به ارزیابی مثبت یا منفی یک

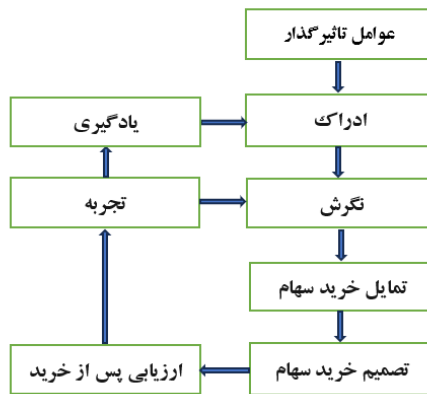


شی خاص اشاره دارد نگرش‌ها ممکن است ادراکات مصرف‌کننده را از محصول نشان دهند. تحقیقات زیادی بر رابطه بین نگرش و تمایل خرید متمرکز شده و معتقدند که نگرش یک متغیر ضروری هنگام پیش‌بینی تمایل خرید است. نگرش مثبت باور مثبتی (ناشی از تجربه و یادگیری) در فرد ایجاد می‌کند و اغلب تأثیر مثبت بیشتری بر رفتار دارد. بسیاری از محققان دریافته‌اند که نگرش مثبت به طور مثبت بر تمایل خرید سهام تأثیر می‌گذارد. نظریه نگرش-رفتار-زمینه (ABC) چارچوب ارزشمندی برای بررسی رفتار مصرف‌کننده است لذا نگرش نقش اساسی در ایجاد تمایل خرید سهام و رفتار سرمایه‌گذاران (یعنی مصرف‌کننده سهام) ایفا می‌کند. بر اساس ادبیات پیش‌گفته و تئوری‌های رفتار مصرف‌کننده، ادراک عوامل مختلف روی نگرش خریدار تأثیر می‌گذارد. از طرف دیگر تجربیات گذشته نوعی یادگیری در خریدار سهام ایجاد می‌کند و به عمل یا فرآیندی گفته می‌شود که باعث کسب دانش و مفهوم از طریق تفکر تجربه و حواس شده و باعث درک و ارتباط معانی جهان پیرامون می‌شود. یادگیری باعث بروز تغییرات در شناخت و فرآیندهای ذهنی خریدار می‌شود. سرمایه‌گذاران حقیقی بر اساس ارزش تحریک می‌شوند. ارزش درک شده یک ویژگی مرتبط با ادراک ارزش سهام است و می‌تواند تمایل خرید را افزایش دهد. به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، درک کامل ارزش سهام قبل از خرید برای سرمایه‌گذاران فردی دشوار است، بنابراین ممکن است درک ریسک خاصی از خرید سهام داشته باشند. اگر سرمایه‌گذاران بر این باور باشند که ریسک خرید سهام زیاد است، ممکن است سهام را نخرند. بنابراین، ریسک ادراک شده مصرف‌کنندگان به طور منفی با تصمیم خرید سهام مرتبط است [۳۱]. در بررسی عوامل مؤثر بر تمایل خرید سهام، علاوه بر ادراک خریدار، توجه به نگرش برخاسته از ادراک عوامل نیز اهمیت دارد. همچنین برای پیش‌بینی دقیق تمایل خرید، توجه به تجارب خرید گذشته سرمایه‌گذاران در بازار سهام که منجر به یادگیری خواهد شد نیز اهمیت دارد. به نقل از روانشناسی به نام کورت لوین^۱ رفتار تابعی از تعامل بین نگرش و عوامل محیطی درک شده توسط افراد است. گاهی اوقات عوامل محیطی مطابق با فعالیتی است که فرد تمایل به انجام آن را دارد. در چنین موقعیتی می‌توان

^۱ Kurt Lewin



با آگاهی از نگرش افراد، رفتار آنان را پیش‌بینی کرد. براساس مطالب گفته شده و از آنجایی که عوامل موثر بر تمایل خرید، مقدمتاً باعث ایجاد انگیزش در سرمایه‌گذار می‌شود سپس ادراک فرد از عوامل رخ داده و بر اساس ادراک فرد، نگرش که حالتی پایدارتر است رخ می‌دهد. این روند منجر به شکل‌گیری باور و در نهایت تمایل خرید سهام خواهد شد با توجه به تلفیق نظریه‌های اشاره شده، عوامل موثر بر تمایل خرید سهام وارد جعبه سیاه مصرف‌کننده شده و خروجی آن بصورت تصمیم سرمایه‌گذار بروز می‌کند. لذا می‌توان چارچوب مفهومی پژوهش را مطابق نمودار ۱ بیان نمود.



نمودار ۱: چارچوب مفهومی پژوهش

۳- روش‌شناسی پژوهش

نوع پژوهش توصیفی-تحلیلی، از نظر روش، آمیخته اکتشافی (کیفی-کمی) و از منظر هدف، کاربردی و توسعه‌ای می‌باشد. در مرحله اول رساله‌ها، کتب، پایگاه‌های علمی قابل دسترس و مقالات معتبر، به روش کتابخانه‌ای بررسی گردید. برای گردآوری داده‌های از روش تحقیق کیفی و مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته عمیق استفاده شد. جهت تجزیه تحلیل داده‌های مصاحبه‌ها و استخراج عوامل، از تحلیل تماتیک^۱ (رویکرد استقرایی کلارک براون) استفاده شد. جامعه آماری بخش کیفی تحقیق شامل فعالان حرفه‌ای و خبره‌گان بازار سرمایه بودند (با

^۱ Thematic Analysis



حداقل ۱۲ سال تجربه مداوم معاملات سهام). سوالات مصاحبه‌ها به گونه‌ای طراحی شد تا با استفاده از تجارب، دانش، نظرات تخصصی، ادراکات و مشاهدات میدانی خبرگان، عوامل اصلی و فرعی تأثیرگذار بر افراد در ایجاد تمایل خرید سهام شناسایی گردند. پروتکل مصاحبه براساس رهنمودهای مونتویا^۱ (۲۰۱۶) طراحی شد که شامل ۴ مرحله کسب اطمینان از هماهنگی پرسش‌های مصاحبه با پرسش‌های تحقیق، طراحی مکالمه مبتنی بر پرس و جو، اعمال بازخوردهای دریافتی در طراحی پرسشنامه و اجرای پروتکل است. [۳۲] با حفظ چارچوب کلی حین مصاحبه به منظور روشن‌تر شدن مفهوم پاسخ‌های ارائه شده، سؤالات دیگری نیز طرح گردید، در طول مصاحبه علاوه بر نت‌برداری پاسخ‌ها، برخی کلیدواژه‌های مهم بعنوان کد ثبت و بعد از هر مصاحبه، داده‌ها مرتب و کدگذاری گردیدند. پس از ۱۶ مصاحبه اشباع اطلاعاتی ایجاد و جهت اطمینان بیشتر ۳ مصاحبه دیگر انجام شد که به دلیل یافت نشدن داده‌های مؤثر جدید، مصاحبه‌ها متوقف گردید. قابلیت اعتماد یافته‌های فاز کیفی توسط ۴ معیار جداگانه سنجش و تایید شد [۳۳]. ۱) باورپذیری: یادداشت برداری دقیق در هنگام پژوهش، صرف زمان کافی در مصاحبه و تحلیل داده‌ها، بازخورد به مصاحبه‌شوندگان و استفاده از کدگذار دوم برای چند مصاحبه. ۲) اطمینان‌پذیری: یادداشت جزئیات پژوهش و بازبینی کدهای اولیه پس از کدگذاری هر مصاحبه و رسیدن به تم‌ها. ۳) تأییدپذیری: گزارش کدگذاری اولیه ۵ مصاحبه به مصاحبه‌شوندگان ارائه و تغییرات لازم اعمال شد. در مرحله پایانی مولفه‌ها و مقوله‌ها به ۴ نفر از مصاحبه‌شوندگان ارائه و با اعمال نکات پیشنهادی، نتایج تایید شد. ۴) انتقال‌پذیری: بخشی از داده‌ها در اختیار خبره مرتبط که در تحقیق مشارکت نداشت (ناظر خارجی) گذاشته شد تا مشخص شود آیا او نیز درک مشابهی از داده‌ها دارد یا خیر. جهت بررسی قابلیت تعمیم نتایج مرحله کیفی، از پیمایش نظرات سرمایه‌گذاران فردی استفاده شد. در بخش کمی سرمایه‌گذاران افرادی بودند که حداقل ۳ سال سابقه فعالیت در بهابازار ایران (فرا بورس ایران و بورس اوراق بهادار تهران) داشتند. اطلاعات بوسیله پرسشنامه محقق ساخته در قالب ۹۰ گویه جمع‌آوری شد. در تدوین پرسشنامه از مرور ادبیات و پژوهش‌های مرتبط، پیشینه تحقیق و داده‌های مصاحبه‌ها استفاده شد. بدلیل نامشخص بودن تعداد و شرط

^۱ Montoya



سابقه برای جامعه آماری از روش نمونه‌گیری در دسترس و هدفمند استفاده شد. برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول کوکران و جدول مورگان استفاده شد که تعداد نمونه ۳۸۴ نفر بدست آمد. ۵۵۰ پرسشنامه کاغذی با مراجعه به تالار معاملات کارگزاری‌های بورس، سیدگردان‌ها، هلدینگ‌های مالی و سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری شهر تهران توزیع و تعداد ۵۰۹ پرسشنامه صحیح بازگردانده شد. با محاسبه آلفای کرونباخ $0/893$ ، پایایی پرسشنامه بخش کمی برای نمونه تصادفی ۳۰ نفره تأیید شد. اطمینان از روایی بخش کمی بر اساس نظرات کارشناسان بدست آمد. با روش تحلیل عاملی اکتشافی تعداد مولفه‌ها تعیین و با تحلیل عاملی تأییدی تعمیم‌پذیری مدل بررسی شد. به علت ماهیت چند متغیره بودن عوامل مؤثر بر تمایل خرید سرمایه‌گذاران حقیقی از نرم افزار ایموس در تحلیل داده‌ها و برازش مدل استفاده شد.

۴- نتایج و یافته‌های پژوهش

در راستای پاسخ به سوال اصلی تحقیق مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته با خبرگان انجام شد که آمار توصیفی آنها مطابق جدول ۳ است. خبرگان ۱۹ نفر با میانگین ۲۳ سال تجربه در بازار سهام، شامل ۲۲٪ اساتید دانشگاه، ۳۶٪ مدیران ارشد شرکت‌های مرتبط بازار سهام و ۲۲٪ مدیران ارشد هلدینگ‌های بزرگ نهاد مالی بخش دولتی و عمومی بودند.

جدول ۳. آمار توصیفی خبرگان فاز کیفی

کد مصاحبه	پست سازمانی	تحصیلات	تجربه (سال)	زمان مصاحبه
P۱	مدیرعامل کارگزاری	فوق لیسانس	۲۲	۷۱ دقیقه
P۲	مدیرعامل صندوق بازرگانی سهام	دکتری تخصصی	۲۰	۴۷ دقیقه
P۳	عضو شورای عالی بورس	دکتری تخصصی	۳۳	۳۶ دقیقه
P۴	مدیر معاملات کارگزاری	فوق لیسانس	۱۸	۵۱ دقیقه
P۵	مدیر معاملات کارگزاری	فوق لیسانس	۲۴	۳۹ دقیقه
P۶	مدیر مالی کارگزاری و سیدگردان	فوق لیسانس	۲۸	۵۷ دقیقه
P۷	عضو هیئت علمی دانشگاه	دکتری تخصصی	۲۰	۳۸ دقیقه
P۸	عضو هیئت علمی دانشگاه	دکتری تخصصی	۱۷	۴۵ دقیقه
P۹	عضو هیئت علمی دانشگاه	دکتری تخصصی	۱۹	۶۴ دقیقه



کد مصاحبه	پست سازمانی	تحصیلات	تجربه (سال)	زمان مصاحبه
P10	عضو هیئت علمی، مدیرعامل شرکت سیدگردان	دکتری تخصصی	۲۵	۴۳ دقیقه
P11	عضو هیئت علمی پژوهشگاه	دکتری تخصصی	۱۵	۱۱۲ دقیقه
P12	مدیرکل معاملات سهام نهاد عمومی	دکتری تخصصی	۳۴	۴۲ دقیقه
P13	معاون سرمایه‌گذاری بانک	فوق لیسانس	۲۵	۳۹ دقیقه
P14	مدیرعامل هلدینگ مالی سرمایه‌گذاری دولتی	دکتری تخصصی	۲۷	۶۰ دقیقه
P15	مدیر سهام و مجامع هلدینگ سرمایه‌گذاری	دکتری تخصصی	۱۹	۵۳ دقیقه
P16	مدیرعامل شرکت تامین سرمایه	فوق لیسانس	۲۳	۴۶ دقیقه
P17	عضو هیئت علمی دانشگاه	دکتری تخصصی	۱۵	۴۰ دقیقه
P18	مشاور سرمایه‌گذاری در بازار سهام	دکتری تخصصی	۲۱	۴۷ دقیقه
P19	عضو هیئت علمی دانشگاه و مشاور مالی	دکتری تخصصی	۲۶	۴۳ دقیقه

تحلیل داده‌های مصاحبه‌ها: گام اول: آشنایی و غوطه‌ور شدن در داده‌ها، بازخوانی، علامتگذاری معانی و تشخیص کلمات کلیدی. گام دوم: کدگذاری باز (برچسب‌گذاری) و تقلیل ناشی از ادغام و ترکیب کدها گام سوم: دسته‌بندی موضوعی کدهای اولیه و استخراج ۱۰۶ مفهوم (تم یا مضمون پایه). گام چهارم: بازبینی، تصفیه و دسته‌بندی مضامین پایه حول محور مشترک و استخراج ۵۱ مضمون سازمان دهنده (مولفه). گام پنجم: گزینش و گروه‌بندی تم‌های اصلی در غالب ۹ مقوله مطابق نمودار ۲ انجام شد.



نمودار ۲: نقشه شماتیک عوامل مؤثر (عوامل اصلی و زیر عامل‌های) بر تمایل سرمایه‌گذاری در سهام



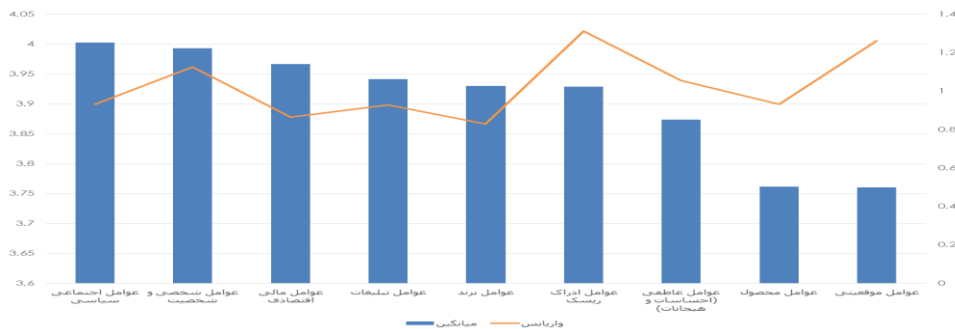
در مدل، مقوله‌های برند، محصول و موقعیت برای اولین بار شناسایی شد. برای بررسی قابلیت تعمیم نتایج، مرحله کمی با ارزیابی نظرات سرمایه‌گذاران فردی انجام شد. از بین ۵۰۹ پاسخ دهنده ۳۶۴ نفر معادل ۷۱.۵ درصد مرد و ۱۴۵ نفر زن بودند. در پرسشنامه پاسخ‌دهندگان میزان تاثیر عوامل گوناگون را مطابق طیف لیکرت در قالب یکی از گزینه‌های کاملاً موافق تا کاملاً مخالف علامت‌گذاری می‌کردند. برای ورود پاسخ‌ها در spss کاملاً مخالف با ۱ و کاملاً موافق با ۵ ارزش‌گذاری شد. براساس آزمون کولموگروف/اسمیرنوف یک‌نمونه‌ای، نرمال بودن جامعه آماری بررسی و مطابق جدول ۴ مشاهده شد جامعه نرمال نیست و نمی‌توان از آزمون T، استفاده کرد لذا برای تحلیل از آزمون ویلکوکسان که براساس عملیات ناپارامتریک، بجای میانگین از میانه استفاده می‌کند، استفاده شد.

جدول ۴: آزمون کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه ای (بررسی نرمال بودن جامعه)

نتیجه فرضیه	اهمیت	آزمون	فرضیه صفر
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل مالی اقتصادی نرمال، میانگین ۳.۹۷ و انحراف معیار ۰.۹۳
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل برند نرمال و میانگین ۳.۹۳ و انحراف معیار ۰.۹۱ است
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل ادراک ریسک نرمال و میانگین ۳.۹۲ و انحراف معیار ۱.۱۴
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل شخصی/شخصیت نرمال، میانگین ۳.۹۹ انحراف معیار ۱.۰۶
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل تبلیغات نرمال و میانگین ۳.۹۴ و انحراف معیار ۰.۹۶ است
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل عاطفی نرمال و میانگین ۳.۸۷ و انحراف معیار ۱.۰۲ است
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل اجتماعی سیاسی نرمال، میانگین ۴ و انحراف معیار ۰.۹۶ است
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل محصول نرمال و میانگین ۲.۷۶ و انحراف معیار ۰.۹۶ است
رد فرضیه صفر	۰.۰۰	کولموگروف/اسمیرنوف یک نمونه	توزیع عوامل موقعیتی نرمال و میانگین ۲.۷۶ و انحراف معیار ۱.۱۲ است



براساس آزمون ویلکاکسون مشاهده شد نتایج فاصله معناداری با میانه دارد و چون مقادیر شاخص‌ها بیش از یک بود، تایید نه مقوله و پنجاه و یک مؤلفه مبتنی بر آمار توصیفی حاصل شد. مقایسه واریانس و میانگین ۹ گروه عوامل مطابق نمودار ۳ می‌باشد.



نمودار ۳: مقایسه واریانس‌ها و میانگین عوامل اصلی (مقوله‌ها)

علاوه بر آمار توصیفی از آمار استنباطی نیز برای تحلیل نتایج استفاده شد. برای سنجش میزان همخوانی داده‌ها از ماتریس همبستگی متغیرهای پرسشنامه و برای ارزیابی ماتریس همبستگی از آزمون کرویت بارلت استفاده شد که نتایج آن در جدول ۵ مشاهده می‌شود.

جدول ۵: آماره KMO و تست بارلت پرسشنامه

Kaiser-Meyer-Olkin شاخص کفایت نمونه برداری		آزمون کروی بارلت Bartlett's Test of Sphericity
۰.۹۴۰	آزمون خی دو Approx. Chi-Square	
۴۱۸۶۰.۰۶۰	تابع چگالی df	
۱۲۷۵	درجه اهمیت Sig.	

چون میزان احتمال بدست آمده بسیار کوچک است بنابراین در سطح خطای ۰.۰۱ می‌توان فرض صفر را رد و نتیجه گرفت همبستگی‌های مشاهده شده بین متغیرها، مربوط به جامعه‌ای با متغیرهای همبسته است. چون مقدار KMO بیش از ۰.۹ بود، کفایت داده‌ها برای تحلیل عاملی در سطح عالی ارزیابی شد.



برای تعیین تعداد عوامل اصلی از روش تحلیل مولفه‌های اصلی^۱ استفاده شد. بعد از انجام تحلیل عاملی اکتشافی برای متغیرها، بخشی از واریانس هر متغیر با استفاده از عامل‌های استخراج شده تبیین گردید. پس از استخراج ۹ عامل بیش از ۸۰ درصد واریانس کل متغیرها تبیین شد. از آنجا که از ۵۱ متغیر استفاده شده و واریانس هر متغیر برابر ۱ است مجموعاً بایستی واریانس کل به میزان ۵۱ را تبیین نماید. مولفه اول توانست به میزان ۱۳.۴ از کل واریانس ۵۱ را تبیین کند. سپس ماتریس بار عاملی چرخش یافته^۲ استخراج و مشاهده شد تمامی سوالات تحقیق در مولفه مورد نظر خود بارگذاری شده‌اند و دارای کوواریانس مشترک بالایی با یکدیگر هستند لذا نتایج تحلیل عاملی اکتشافی نشان داد که الگوی نهایی بصورت ۹ عامل اصلی و ۵۱ عامل فرعی است. به بیان دیگر نتایج تحلیل عاملی اکتشافی رویی پرسشنامه در نظر گرفته شده برای سنجش ۹ مولفه مورد نظر را تایید نمود. میزان واریانس تبیین شده هر متغیر نیز در جدول ۶ مشاهده می‌شود.

جدول ۶: میزان واریانس تبیین شده هر متغیر

متغیر	Extraction	Initial	متغیر	Extraction	Initial
روند قیمت سهم	.۵۸۶	۱.۰۰۰	شغل	.۸۷۶	۱.۰۰۰
ارزش ذاتی سهم	.۸۰۵	۱.۰۰۰	تجربیات	.۸۲۲	۱.۰۰۰
EPS	.۹۳۸	۱.۰۰۰	آگهی تجاری	.۷۳۲	۱.۰۰۰
DPS	.۹۹۲	۱.۰۰۰	تبلیغات دهان به دهان	.۶۶۴	۱.۰۰۰
نرخ تورم	.۹۸۷	۱.۰۰۰	روابط عمومی	.۷۶۲	۱.۰۰۰
P/E	.۹۵۴	۱.۰۰۰	شبکه های اجتماعی	.۷۳۱	۱.۰۰۰
شاخص کل	.۹۸۵	۱.۰۰۰	هیجانان مثبت	.۴۶۶	۱.۰۰۰
روند معاملات سهم	.۵۹۹	۱.۰۰۰	هیجانان منفی	.۹۲۸	۱.۰۰۰
روند مالکیت سهام	.۹۹۳	۱.۰۰۰	فشار روانی	.۹۲۷	۱.۰۰۰
رفتار توده وار	.۹۱۶	۱.۰۰۰	سودآوری بازارهای موازی	.۹۸۰	۱.۰۰۰
افزایش سرمایه	.۴۹۲	۱.۰۰۰	ارزشها و باورها	.۹۰۸	۱.۰۰۰
شهرت برند	.۶۵۶	۱.۰۰۰	اخبار و رویدادها	.۸۲۲	۱.۰۰۰
اعتماد به برند	.۸۰۱	۱.۰۰۰	گروه های مرجع	.۹۲۸	۱.۰۰۰

^۱ Principal Axis Factoring

^۲ Direct Oblimin



متغیر	Extraction	Initial	متغیر	Extraction	Initial
تعهد به برند	.۵۵۸	۱.۰۰۰	تغییر قوانین کسب و کار	.۸۲۶	۱.۰۰۰
آگاهی از برند	.۷۸۴	۱.۰۰۰	شایعات	.۸۵۱	۱.۰۰۰
تصویر برند	.۸۳۶	۱.۰۰۰	اثر آخرفته	.۸۴۶	۱.۰۰۰
وفاداری به برند	.۷۹۸	۱.۰۰۰	رضایت از محصول	.۶۹۹	۱.۰۰۰
تداویات برند	.۸۳۶	۱.۰۰۰	ادراک کیفیت محصول	.۶۹۴	۱.۰۰۰
ریسک مالی	.۷۷۴	۱.۰۰۰	قیمت محصول	.۷۶۵	۱.۰۰۰
ریسک روانی	.۸۲۲	۱.۰۰۰	ارتباط با قلمرو محصول	.۷۱۹	۱.۰۰۰
ریسک زمانی	.۷۶۴	۱.۰۰۰	درگیری ذهنی با محصول	.۶۵۸	۱.۰۰۰
اعتماد به نفس	.۸۰۷	۱.۰۰۰	زمان خرید	.۷۷۲	۱.۰۰۰
ریسک پذیری	.۸۵۷	۱.۰۰۰	دلایل و اهداف خری (وظیفه)	.۷۹۹	۱.۰۰۰
افق سرمایه گذاری	.۸۶۵	۱.۰۰۰	مکان فیزیکی خرید	.۷۷۵	۱.۰۰۰
درآمد	.۹۰۶	۱.۰۰۰	محیط اجتماعی خرید	.۷۸۳	۱.۰۰۰
تحصیلات	.۸۹۲	۱.۰۰۰	Extraction Method: Principal Component Analysis.		

برای سنجش الگوی اولیه و برآورد قابلیت تعمیم آن، نتایج تحلیل عاملی اکتشافی برای انجام تحلیل عاملی تائیدی در نرم افزار ایموس پیاده سازی شد. نخست مدل اندازه‌گیری متغیرهای مکنون و سپس مدل ساختاری پیاده‌سازی و روابط بین متغیرها و آزمون فرضیات بررسی شد. براساس الگوی تحقیق دو مرحله تحلیل عاملی تائیدی انجام شد. ضرایب استاندارد تحلیل عاملی تائیدی مرتبه اول در نرم افزار ایموس در جدول ۷ مشاهده می‌شود.

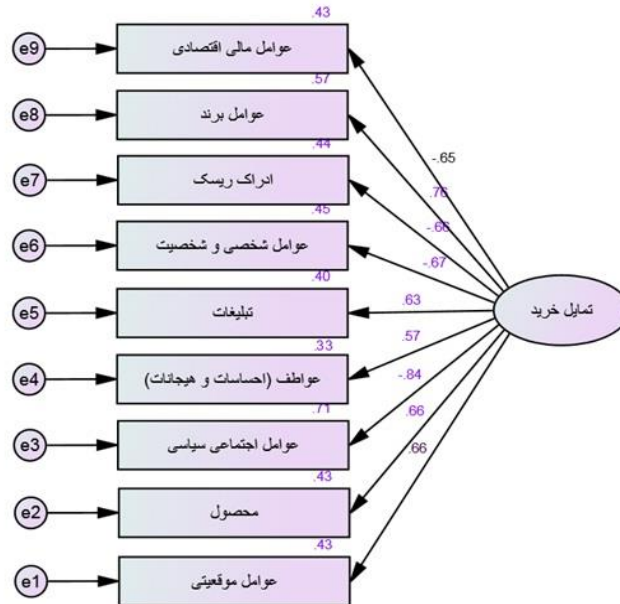
جدول ۷: ضرایب استاندارد تحلیل عاملی تائیدی مرتبه اول (مدل اندازه گیری)

متغیر (عامل / مؤلفه)	بار عاملی استاندارد شده Estimate	متغیر (عامل / مؤلفه)	بار عاملی استاندارد شده Estimate
ارزش ذاتی سهم	.۸۷۰	اعتماد به نفس	.۹۳۱
روند قیمت سهم	.۷۴۴	تبلیغات دهان به دهان	.۷۷۹
EPS	.۸۸۸	روابط عمومی	.۶۵۵
DPS	.۸۸۶	شبکه‌های اجتماعی	.۶۳۷
نرخ تورم	.۸۸۱	هیجانان مثبت	.۵۸۸
P/E	.۸۷۷	هیجانان منفی	.۹۲۹
شاخص کل	.۸۸۹	استرس	.۹۲۲



متغیر (عامل / مؤلفه)	بار عاملی استاندارد شده Estimate	متغیر (عامل / مؤلفه)	بار عاملی استاندارد شده Estimate
روند معاملات سهم	.۷۰۳	رفتار توده‌وار	۸۹۸
روند مالکیت سهام	۸۸۶	ارزشها و باورها	۷۱۴
اخبار و رویدادها	.۶۶۰	سودآوری بازارهای موازی	۸۸۷
ریسک زمانی	۸۱۵	گروه های مرجع	۶۸۲
ریسک روانی	.۹۱۷	تغییر قوانین کسب و کار	۸۵۸
ریسک مالی	.۹۲۸	شایعات	۸۶۴
تداعیات برند	۸۶۳	اثر آخر هفته	۸۶۱
وفاداری برند	.۷۸۲	زمان خرید	۸۶۲
تصویر برند	۸۶۵	دلایل و اهداف خرید (وظیفه)	۹۱۳
آگاهی برند	۸۱۶	مکان فیزیکی خرید	۸۱۶
تعهد برند	.۷۴۷	محیط اجتماعی خرید	۸۶۲
اعتماد برند	.۶۱۲	رضایت از محصول	۵۱۴
شهرت برند	.۷۵۷	ادراک کیفیت محصول	۵۳۱
تجربه	۸۴۶	قیمت محصول	۹۱۷
شغل	۸۷۹	ارتباط شخصی با قلمرو محصول	۹۰۶
تحصیلات	۸۸۴	درگیری ذهنی با محصول	۵۴۶
درآمد	۸۸۲	آگاهی تجاری	۸۷۲
افق سرمایه‌گذاری	۸۶۲	افزایش سرمایه	۵۴۱
ریسک‌پذیری	.۹۲۹		

در ادامه با استفاده از نرم‌افزار اموس تحلیل عاملی تائیدی مرتبه دو مطابق نمودار ۴ انجام شد و احتمال تمام مسیرهای آزمون شده بین متغیرهای پنهان مشخص شد.



نمودار ۴: تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم در نرم افزار ایموس پس از سنجش ضرایب استاندارد

همه مسیرهای آزمون شده احتمالی کوچکتر از مقدار ۰.۰۵ دارند لذا همه مسیرها معنی‌دار هستند. یعنی براساس احتمال بدست آمده که کوچکتر از مقدار ۰.۰۵ است فرض برابر بودن ضرایب رگرسیونی با عدد صفر، رد شد و این ضرایب بصورت معنی‌داری با عدد صفر متفاوتند. بنابراین همه ۹ عامل در نظر گرفته شده بطور معنی‌دار بر مفهوم تمایل خرید (سرمایه‌گذاری سهام) بارگذاری شده‌اند. جهت بررسی برازش مدل، مطابق جدول ۸، از ۲ شاخص که توافق بیشتری بر اعتبار آنها وجود دارد، استفاده شد.

جدول ۸: شاخص‌های برازش تحلیل عاملی تاییدی

مقدار شاخص	نوع شاخص	شاخص
۰.۹۱۵	شاخص برازش تطبیقی	CFI (Comparative Fit Index)
۰.۹۱۴	شاخص برازندگی فزاینده	IFI (Incremental Fit Index)

پس از بررسی برازندگی مدل و با توجه اینکه مقادیر شاخص‌های CFI و IFI بالاتر از ۰/۹ است لذا برازش مدل آزمون شده در حد عالی می‌باشد.



چون براساس آزمون ناپارامتریک ویلکاکسون، عوامل اثرگذار به دست آمده به عنوان متغیرهای فاصله‌ای، غیر نرمال بودند، برای رتبه‌بندی عوامل از آزمون رتبه‌بندی فریدمن (FRT)^۱، که معادل ناپارامتریک آزمون تحلیل واریانس یکطرفه است، استفاده شد و نتایج آن در جدول ۹ مشاهده می‌شود.

جدول ۹: نتایج آزمون فریدمن جهت رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم سرمایه‌گذاری در سهام

رتبه	عامل مؤثر	میانگین رتبه	رتبه	عامل مؤثر	میانگین رتبه
۱	روند قیمت سهم	۳۷.۰۸	۲۷	تحصیلات	۳۰.۸۸
۲	اخبار و رویدادها	۳۴.۹۳	۲۸	روابط عمومی	۳۰.۸۷
۳	تجربیات	۳۳.۹۷	۲۹	EPS	۳۰.۸۳
۴	سودآوری بازارهای موازی	۳۳.۳۷	۳۰	شبکه های اجتماعی (بازاریابی ویروسی)	۳۰.۷۹
۵	شایعات	۳۳.۳۷	۳۱	ارزشها و باورها	۳۰.۶۶
۶	نرخ تورم	۳۳.۲۹	۳۲	شغل	۳۰.۳۸
۷	شاخص کل	۳۳.۲۹	۳۳	ریسک روانی	۳۰.۲۹
۸	روند مالکیت سهام	۳۲.۸۵	۳۴	تبلیغات دهان به دهان	۳۰.۲۷
۹	DPS	۳۲.۸۴	۳۵	اثر آخر هفته	۳۰.۲۰
۱۰	تغییر قوانین کسب و کار	۳۲.۳۷	۳۶	زمان خرید	۲۹.۶۷
۱۱	اعتماد به نفس	۳۲.۳۵	۳۷	اعتماد به برند	۲۹.۴۸
۱۲	گروه های مرجع	۳۲.۲۸	۳۸	وفاداری به برند	۲۹.۳۵
۱۳	قیمت محصول	۳۲.۲۴	۳۹	محیط اجتماعی خرید	۲۹.۱۳
۱۴	آگهی تجاری	۳۲.۲۳	۴۰	هیجانات منفی	۲۹.۰۵
۱۵	هیجانات مثبت	۳۲.۲۲	۴۱	درگیری ذهنی با محصول	۲۸.۹۸
۱۶	افق سرمایه گذاری	۳۲.۱۹	۴۲	فشار روانی	۲۸.۹۶
۱۷	ریسک زمانی	۳۲.۱۰	۴۳	دلایل و اهداف خرید	۲۸.۸۳
۱۸	تصویر برند	۳۲.۰۲	۴۴	ارتباط شخصی با قلمرو محصول	۲۸.۵۰
۱۹	تداویات برند	۳۲.۰۰	۴۵	روند معاملات سهم	۲۸.۱۷

^۱ Friedman's ranking test (FRT)



رتبه	عامل موثر	میانگین رتبه	رتبه	عامل موثر	میانگین رتبه
۲۰	درآمد	۳۱.۹۵	۴۶	مکان فیزیکی خرید	۲۷.۹۹
۲۱	ریسک پذیری	۳۱.۹۲	۴۷	تعهد به برند	۲۷.۵۱
۲۲	ریسک مالی	۳۱.۷۰	۴۸	ادراک کیفیت محصول	۲۷.۲۷
۲۳	P/E	۳۱.۵۷	۴۹	افزایش سرمایه	۲۷.۰۴
۲۴	آگاهی از برند	۳۱.۵۴	۵۰	رضایت از محصول	۲۶.۸۳
۲۵	رفتار توده وار	۳۱.۰۶	۵۱	ارزش ذاتی سهم	۲۵.۸۵
۲۶	شهرت برند	۳۰.۹۷	Asymp. df: ۵۹. Chi-Square: ۵۷۴.۵۴۰. Sig.: .۰۰۰۰.		

۵- بحث و بررسی

هدف پژوهش شناسایی عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاری در بهابازار تهران توسط سرمایه‌گذاران انفرادی بود. عوامل مذکور نقش مهمی در روند تصمیم‌گیری خرید سهام ایفا می‌کنند. یکی از موضوعات نوین در مطالعات بازاریابی و مالی، تحلیل رفتار خرید سرمایه‌گذاران است که بیان می‌دارد غیر از عوامل عقلانی و منطقی عوامل دیگری وجود دارند که باعث تمایل و تصمیم خرید می‌شوند. در این تحقیق بعد از مطالعه پیشینه و ادبیات، عوامل مؤثر بر افراد حقیقی در ایجاد تمایل سرمایه‌گذاری در سهام با استفاده از روش تحقیق کیفی شناسایی و مدل اولیه طراحی شد، در مرحله کمی، جهت ارزیابی اعتبار مدل، پرسشنامه مربوطه طراحی و در جامعه آماری مورد پیمایش قرار گرفت. در این تحقیق، شاهد ایجاد تم‌های اصلی و فرعی (مقوله‌ها و مؤلفه‌ها) ناشی از تجزیه و تحلیل داده‌های کیفی مستخرج از مصاحبه با خبرگان آگاه در این حوزه بودیم که در پژوهش‌های قبلی بدین تنوع و گستردگی مورد توجه قرار نگرفته بود. مطابق نمودار ۲، نتایج نشان داد نه عامل اصلی بر ایجاد تمایل سرمایه‌گذاری در سهام توسط افراد موثر است که شامل عوامل شخصی و شخصیتی، عوامل مالی و اقتصادی، عوامل فرهنگی/اجتماعی، عوامل مربوط به برند، ادراک ریسک، تبلیغات (ترفیع و پروموشن)، عواطف (هیجانان و احساسات)، عوامل موقعیتی و عوامل محصول می‌باشد. چندین مؤلفه جدید مربوط به گروه عوامل برند، تبلیغات، محصول و موقعیت برای اولین بار در یک تحقیق



جامع و کیفی داخلی شناسایی شدند. نتایج پژوهش حاضر با عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری افراد حقیقی در بازار سهام ۸ کشور توسعه یافته و ۱۰ کشور در حال توسعه که شارما و آگنی هورتی (۲۰۲۴) بدست آوردند. همخوانی دارد اما ضمن یافتن گروه عوامل جدید، در اکثر گروه‌ها با یافتن دقیق‌تر مؤلفه‌ها، تکمیل کننده آن است. همچنین با نتایج پژوهش انیسا و نورخالد (۲۰۲۲) و رات (۲۰۲۰) در مورد تاثیر سواد مالی، تجربه قبلی و اعتماد، با نتایج پژوهش گانگو همکاران (۲۰۲۳) و سیتنگو (۲۰۲۲) در مورد نقش شبکه‌های اجتماعی و احساسات و برونداد تحقیق ناتسیر و همکاران (۲۰۲۱) که دانش محصول و ریسک درک شده را از عوامل مؤثر در تمایل سرمایه‌گذاری در بهابازار گزارش نمودند همخوانی داشته اما با شناسایی سایر عوامل تکمیل کننده آنها است. همچنین یافته‌های مطالعه کمی سیتندور و آران (۲۰۲۲) درباره تاثیر شخصیت و پژوهش (کوکاک، ۲۰۲۳) و چوی (۲۰۲۰) و قدری و همکاران (۲۰۲۰) در مورد تاثیر تصویر، شهرت و اعتبار برند بر تمایل خرید سرمایه‌گذاران را با اعتبار بالاتر تکمیل نمود. با توجه به مشترکات ۹ گروه عوامل مؤثر استخراج شده، ۵۱ عامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاری فردی در بازار سهام در ۳ بعد کلی (عوامل کلان) قابل گروه‌بندی است. بعد عوامل دانشی مربوط به عوامل مرتبط با فرایندهای پردازش اطلاعات در ذهن، تحلیل و استدلال شامل ۱۱ عامل است. بعد عوامل مارکتینگ یا بازاریابی مربوط به عوامل قابل کنترل از طرف شرکت‌ها بوده که در این بعد ۱۶ عامل یافت شد. در این بعد عوامل برند، تبلیغات و محصول را می‌توان دسته بندی نمود که شامل ۱۶ عامل فرعی شهرت برند، اعتماد برند، تصویر برند، آگاهی از برند، وفاداری برند، تداعیات برند، تعهد برند، آگهی تجاری، تبلیغات دهان به دهان، شبکه‌های اجتماعی (بازاریابی ویروسی)، روابط عمومی، رضایت از محصول، ادراک کیفیت، قیمت محصول، ارتباط شخصی با قلمرو کالا و خدمات، و درگیری ذهنی سرمایه‌گذار با کالا و خدمات شرکت بورسی می‌شود. بعد عوامل کلان روانی بیشتر تحت تاثیر ادراک، نگرش و تجربه و یادگیری قرار دارد. در این بعد گروه عوامل ریسک، شخصی و شخصیت، عواطف، اجتماعی/سیاسی و موقعیت قرار می‌گیرند که شامل ۲۴ عامل بود. از نظر تعداد بیشترین عوامل در گروه عوامل مالی اقتصادی دست‌بندی شد. عوامل سیاسی اجتماعی تبیین بیشتری در تمایل سرمایه‌گذاری داشتند و پس از آن عوامل مرتبط با برند بالاترین تبیین را دارند. این



مسئله نشانگر اینست که بعد روانی تاثیر بیشتری بر بهابازار ایران دارد و از این منظر با نتایج مطالعه ممتاز و همکاران (۲۰۲۳) در بازار سهام پاکستان سازگار و تکمیل‌کننده یافته‌های فیروز حسین و همکاران (۲۰۲۳) در بازار سهام هند است.

براساس محاسبه میانگین رتبه، از آزمون فریدمن جهت رتبه‌بندی عوامل استفاده شد. نتایج بیانگر این است که روند قیمت سهم، اخبار و رویدادها، تجربیات، سودآوری بازارهای موازی (شامل بانک، ارز، طلا، مسکن و خودرو) و شایعات ۵ عامل با بالاترین رتبه می‌باشند و در بین آنها غیر از عامل روند قیمت سهم و بخشی مالی بازارهای موازی، سایر عوامل غیرمالی هستند که بیانگر سهم بیشتر عوامل غیرمالی در تصمیم سرمایه‌گذاری فردی در بهابازار ایران است. در تعمیم نتایج پژوهش ملاحظاتی وجود دارد که بایستی تاثیرات آن بر نتایج مورد توجه قرار گیرد. از جمله احتمال تغییر شرایط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی در دوره‌های زمانی مختلف. پایین بودن حجم معاملات در بازار سهام ایران در قیاس با بازارهای بزرگ دنیا، لذا با تغییر روش نمونه‌گیری، تغییر جامعه آماری یا تغییر بازه زمانی تحقیق، احتمال تغییر در نتایج حاصله دور از ذهن نمی‌باشد. اکثر عوامل موثر بر سرمایه‌گذاران فردی در بعد روانی قرار داشت. پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران برای بهینه‌شدن تصمیمات خود در کنار تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال، از تحلیل‌های روانی و رفتاری استفاده کنند تا با آگاه‌تر شدن نسبت به عوامل روانی موثر مانند عوامل عاطفی، شخصیتی، موقعیتی، ادراک ریسک و اجتماعی سیاسی بتوانند استراتژی‌های کارآمدتری برای معاملات طراحی کنند.

مطابق یافته‌ها عوامل عاطفی و احساسات بر تصمیم سرمایه‌گذاران فردی بازار سهام ایران کاملاً اثرگذارند لذا پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار شاخص‌های غیرمالی مانند شاخص عواطف و احساسات سرمایه‌گذاران را محاسبه و منتشر نماید تا برای سرمایه‌گذاران امکان مقایسه شرایط خود با وضعیت سایر سرمایه‌گذاران فراهم شود و خرید خود را صحیح-تر مدیریت نمایند. اهمیت عوامل بازاریابی در نتایج برجسته بود لذا مدیران و مشاوران بازاریابی، برندینگ و تبلیغات شرکت‌ها می‌توانند با بهره‌گیری از قدرت و ابزار بازاریابی و لحاظ عوامل زیرگروه‌های برند، تبلیغات، محصول در استراتژی بازاریابی شرکت، به جذب و وفادار نمودن سرمایه‌گذاران نسبت به رقبا بپردازند. گرچه خریداران حقوقی می‌توانند اثرات



مقطعی مهمی در روند بازار سهام داشته باشند لیکن در بلند مدت تمایل خرید سرمایه‌گذاران حقیقی و معاملات آنهاست که تضمین‌کننده تداوم رونق بورس و بیانگر پویایی و سودآوری بلند مدت بازار سرمایه است. لذا بر اساس پژوهش پیشنهاد می‌شود شرکت‌های بورسی برای افزایش تمایل خرید سهام خود علاوه بر توجه به سودآوری شرکت و مسائل اقتصادی به ارتقاء برند و تبلیغات آگاهی نیز بخش اقدام نمایند.

۶- منابع

- [۱] Rebiazina, V., Sharko, E., & Berezka, S. (۲۰۲۴). The impact of relationship marketing practices on companies' market and financial performance in emerging markets. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, ۲۹(۵۷), ۱۸۶-۲۰۴. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-01-2022-0034>
- [۲] Aspara, J., & Tikkanen, H. (۲۰۰۸). Significance of corporate brand for business-to-business companies. *The Marketing Review*, ۸(۱), ۴۳-۶۰. <https://doi.org/10.1080/10542756.802107462>
- [۳] Kumari, J. S., Senani, K. G. P., & Ajward, R. (۲۰۲۴). Predicting investors' intention to invest in the stock market during COVID-۱۹: can we use an extended theory of planned behavior? *Journal of Asia Business Studies*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2022-0083>
- [۴] Rastogi, N (۲۰۲۲). A Framework for Voting Behavior Prediction Using Spatial Data. *International Journal of Innovative Research in Computer Science & Technology*, 10(۲), ۱۹-۲۸. <https://doi.org/10.55524/>
- [۵] Çal, B., & Lambkin, M. (۲۰۱۷). Brand equity of stock exchange as a mediator in financial decisions. *Journal of Financial Services Marketing*, ۲۲, ۱۴-۲۳. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2016.05.004>
- [۶] Jagongo, A., & Mutswenje, V. S. (۲۰۱۴). Factors influencing investment decisions at the Nairobi stock exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, ۴(۴), ۱۱-۱۴.
- [۷] Abbasi Sir, S., Hashemi Gohar, M Faizi, A (۲۰۲۲). Modeling the factors underlying the behavior of shareholders in the securities market Tehran (Study case: Isfahan Mobarake Steel Company), *Modern Researches in Decision Making*, ۷(۱) DOI; ۲۰.۱۰۰۱.۱.۲۴۷۶۶۲۹۱.۱۴۰۱.۷.۱.۴.۹. [□□ □□□□□□□□]
- [۸] Mishra, R. Bansal, r. Maurya P, and Palvinder Kaur Bakshi. ۲۰۲۳. Predicting the Antecedents of Consumers' Intention toward Purchase of Mutual Funds: A Hybrid PLS-SEM-Neural Network Approach. *International Journal of Consumer Studies* ۴۷: ۵۶۳-۸۷. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12850>



- [۹] Keswani, S., Dhingra, V., & Wadhwa, B. (۲۰۱۹). Impact of behavioral factors in making investment decisions and performance: study on investors of National Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, ۱۱(۸), ۸۰-۹۰. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n8p80>
- [۱۰] Salsabil, M., Rafii Atani, A Naini, A., (۲۰۲۳). Explaining the consumer decision making model based on Cognitive and behavioral sciences using the hybrid method, *Modern Researches in Decision Making*, ۷ (۹), DOI: ۲۰,۱۰۰۱,۱,۲۴۷۶۶۲۹۱,۱۴۰۱,۷,۲,۴,۷. [in Persian]
- [۱۱] Zarei, A., Feiz, D., & Taheri, G. (۲۰۲۰). Providing Social Market Intelligence Framework based on web ۲.۰ Using Text-Mining Technique on Social Media Websites (Case Study: Competitive Analysis between Samsung and Emersun Brands), *Management Research in Iran*, ۲۴(۴): ۹۸-۱۲۵. [in Persian]
- [۱۲] Soleimani, R., Esmaeilpour, R. Akbari, M., & Ebrahimpour, M. (۲۰۲۱). Designing a strategic model for the transnational presence of Iranian knowledgebased firms in foreign markets, *Management Research in Iran*, ۲۵(۱): ۲۱۶-۲۳۷. [in Persian]
- [۱۳] Fishbein, M., Ajzen, I., (۱۹۷۵). *Belief, attitude, intention, and behavior: an introduction to theory and research*. Addison-Wesley Publishing Company, MA. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/0022-3514.62.1.98>
- [۱۴] Nunes, R. H., Ferreira, J. B., de Freitas, A. S., & Ramos, F. L. (۲۰۱۸). The effects of social media opinion leaders' recommendations on followers' intention to buy. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, ۲۰(۱), ۵۷-۷۳. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20.i1.3678>
- [۱۵] Guido, G., Piper, L., Prete, M. I., Mileti, A., & Trisolini, C. M. (۲۰۱۷). Effects of blue lighting in ambient and mobile settings on the intention to buy hedonic and utilitarian products. *Psychology & Marketing*, ۳۴(۲), ۲۱۵-۲۲۶. <https://doi.org/10.1002/mar.20984>
- [۱۶] Kim, H., & Park, M. (۲۰۲۳). Virtual influencers' attractiveness effect on purchase intention: A moderated mediation model of the Product-Endorser fit with the brand. *Computers in Human Behavior*, ۱۴۳, ۱۰۷۷۰۳. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2023.107703>
- [۱۷] Jabeen, G., Ahmad, M., & Zhang, Q. (۲۰۲۱). Factors influencing consumers' willingness to buy green energy technologies in a green perceived value framework. *Energy Sources, Part B: Economics, Planning, and Policy*, ۱۶(۷), ۶۶۹-۶۸۵. <https://doi.org/10.1080/15556724.2021.1952494>
- [۱۸] Aruga, K. (۲۰۲۰). Radiation knowledge and willingness to buy bottled water from regions near the Fukushima Daiichi Nuclear Power Plant. *Water International*, ۴۵(۷-۸), ۸۱۲-۸۲۳. <https://doi.org/10.1080/10767999.2020.1812823>
- [۱۹] Quang, L. T., Linh, N. D., Van Nguyen, D., & Khoa, D. D. (۲۰۲۳). Behavioral factors influencing individual investors' decision making in Vietnam market. *Journal of*



- Eastern European and Central Asian Research (JEECAR), ۱۰(۲), ۲۶۴-۲۸۰.
<https://doi.org/10.10549/jeecar.v10i2.1032>
- [۲۰] Siteng Wu. (۲۰۲۲) "Research on Young Investors' Behaviors --Taking the Gamestop Short Squeeze as an Example". *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume ۶۵۲. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.220405.145>
- [۲۱] Malenko, A. (۲۰۱۹). Optimal dynamic capital budgeting. *The Review of Economic Studies*, ۸۶(۴), ۱۷۴۷-۱۷۷۸ <https://doi.org/10.1093/restud/rdy043>
- [۲۲] Kim, J., Spence, M. T., & Marshall, R. (۲۰۱۸). The color of choice: The influence of presenting product information in color on the compromise effect. *Journal of Retailing*, ۹۴(۲), ۱۶۷-۱۸۵.
<https://doi.org/10.1016/j.jretai.2018.01.002>
- [۲۳] Le-Hoang, P. V., Nguyen, G. T., Phung, H. T. T., Ho, V. T., & Phan, N. T. (۲۰۲۰). The relationship between brand equity and intention to buy: the case of convenience stores. *Independent Journal of Management & Production*, ۱۱(۲), ۴۳۴-۴۴۹.
<https://doi.org/10.14807/ijmp.v11i2.1062>
- [۲۴] Wee, C. S., Ariff, M. S. B. M., Zakuan, N., Tajudin, M. N. M., Ismail, K., & Ishak, N. (۲۰۱۴). Consumer's perception, purchase intention and actual purchase behavior of organic food products. *Review of Integrative Business and Economics Research*, ۳(۲), ۳۷۸.
- [۲۵] Moreira, A. C., Fortes, N., & Santiago, R. (۲۰۱۷). Influence of sensory stimuli on brand experience, brand equity and purchase intention. *Journal of Business Economics and Management*, ۱۸(۱), ۶۸-۸۳.
<https://doi.org/10.3846/16111699.2016.1202793>
- [۲۶] Park, M., & Chai, S. (۲۰۲۰, January). The effect of information asymmetry on investment behavior in cryptocurrency market. In *Proceedings of the ۵۳rd Hawaii International Conference on System Sciences*.
- [۲۷] Qiu, S., Wang, Z., & Geng, S. (۲۰۲۱). How do environmental regulation and foreign Investment behavior affect green productivity growth in the industrial sector? An empirical test based on Chinese provincial panel data. *Journal of Environmental Management*, ۲۸۷, ۱۱۲۲۸۲. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2021.112282>
- [۲۸] Salem, R. (۲۰۱۹). Examining the investment behavior of Arab women in the stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, ۲۲, ۱۵۱-۱۶۰.
<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.03.001>
- [۲۹] Natsir, K., Arifin, A. Z., & Bangun, N. (۲۰۲۱, August). The influence of product knowledge and perceived risk on investment intention of stock investors in the Covid-۱۹ pandemic era. In *International Conference on Economics, Business, Social, and Humanities (ICEBSH ۲۰۲۱)* (pp. ۴۷۳-۴۷۹). Atlantis Press.



- [۳۰] Sharma, P., & Agnihotri, M. (۲۰۲۴). A Study of Factors Affecting the Investment Behaviour of Individuals: A Systematic Literature Review. *Journal of Academic Advancement*, ۳(۰۱), ۱-۱۴.
- [۳۱] Xia, Y., & Madni, G. R. (۲۰۲۴). Unleashing the behavioral factors affecting the decision making of Chinese investors in stock markets. *Plos one*, ۱۹(۲), e۰۲۹۸۷۹۷. <http://dx.doi.org/۱۰.۲۱۳۹/ssrn.۳۶۸۳۲۹۸>
- [۳۲] Montoya, M.C. (۲۰۱۶). Preparing for Interview Research: The Interview Protocol Refinement Framework. *The Qualitative Report*, ۲۱(۵), ۸۱۱-۸۳۱.
- [۳۳] Mohammadpour, Ahmad (۲۰۱۳) *Qualitative research method, anti-method ۱*, Tehran: Sociologists.
- [۳۴] Hussain, F., Ali, A., Malik, N., & Javed, S. (۲۰۲۳). INVESTMENT BEHAVIOUR OF INDIVIDUAL INVESTORS REGARDING SHARIA STOCK INVESTMENT: A SYSTEMATIC REVIEW. *Journal of Southwest Jiaotong University*, ۵۸(۳).
- [۳۵] Mumtaz, A., Munir, N., Mumtaz, R., Farooq, M., & Asif, M. (۲۰۲۳). Impact of Psychological & Economic Factors on Investment Decision-Making in Pakistan Stock Exchange. *Journal of Positive School Psychology*, ۱۳۰-۱۳۵.
- [۳۶] Anisa & Muamar Nur Kholid) ۲۰۲۲) "Examining the determinants of Islamic stock investment: An empirical study of Indonesian young investors". *Research in Business & Social Science IJRBS VOL ۱۱ NO ۲ (۲۰۲۲) ISSN: ۲۱۴۷-۴۴۷۸*. <https://doi.org/۱۰.۲۰۵۲۵/ijrbs.v۱۱i۲.۱۶۶۷>
- [۳۷] Renu Isidor & C. Joe Arun (۲۰۲۲) "THE INFLUENCE OF INVESTORS' PERSONALITY ON DECISION MAKING IN THE SECONDARY EQUITY MARKET – BIG FIVE PERSONALITY MODEL". *The Economics and Finance Letters* ۲۰۲۲ Vol. ۹, No. ۱, pp. ۶۹-۷۷. DOI: ۱۰.۱۸۴۸۸/۲۹.۷۹۱,۳۰۱۶
- [۳۸] Yousefnejad, Rababe, Malekian Kale Basti, Esfandiar. (۱۴۰۳). The effect of financial behavior, financial knowledge, financial attitude and individual-social factors on investors' behavior. *Investment Knowledge*, ۱۴(۵۵), ۲۲۷-۲۴۲. Doi: ۱۰.۳۰۴۹۵/jik.۲۰۲۵.۲۳۵۹۷. [in Persian]
- [۳۹] Moradi Azani, Ahmadi, Faiq, Kordloui, Esdenia, & Jahanbakhsh. (۲۰۲۴). Presenting a model to explain the relationship between behavioral tendencies and decisions of financial managers in the Iranian stock market based on the underlying theory. *Knowledge of Accounting and Management Audit*, ۱۳(۵۰), ۳۳۹-۳۵۶. [in Persian]