



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ودوم / زمستان ۱۳۹۸

## اثر برند بر رفتار سرمایه‌گذار و ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی

### مقصود امیری

استاد تمام و عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری، تهران، ایران  
Mg\_amiri@yahoo.com

### روح اله مرادی

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
rrmoradi@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۲/۰۵

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر تأثیر ارزش ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار، بر قصد سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذاری و نقش ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی در این رابطه است، در پژوهش حاضر به تبعیت از ارزش ویژه برند مشتری-مدار آکار، از مدل ارزش ویژه سرمایه‌گذار-مدار، استفاده گردید. جامعه آماری این پژوهش جوانان تحصیلکرده در یکی از دانشگاه‌های ایران است. نتایج برخی از مطالعات بیانگر آنند که، جوانان بر تصمیمات حساس خانواده‌ها و خرید آنها تأثیر می‌گذارند، این جنبه مورد علاقه برنامه ریزان شرکتی برای کسب وجوه مالی از بازارهای سرمایه بوده، تا بدانند چه چیزهایی در قلمرو مدیریتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری جوانان تأثیر می‌گذارد، و اینکه آیا می‌توان آنان را بعنوان سرمایه‌گذاران بالقوه، یا عامل موثر در تصمیمات سرمایه‌گذاری خانواده‌ها به حساب آورد. بر این اساس در این پژوهش تعداد ۶۹ دانشجوی مقطع دکتری از دانشگاه علامه طباطبایی در سال ۱۳۹۶ خورشیدی با نمونه‌گیری خوشه‌ای انتخاب گردیدند، و رفتار آنان در سرمایه‌گذاری بررسی شد. در این مطالعه، تأثیر ارزش ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار، بر قصد سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذاری، و نقش ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی، بوسیله روش مدل‌سازی معادلات ساختاری-حداقل مربعات جزئی، مورد مطالعه واقع شد. یافته‌ها حاکی از آن است که، ارزش ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار بر قصد سرمایه‌گذاری بطور مستقیم و غیر مستقیم، از طریق ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی تأثیر می‌گذارد. نتایج پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران حوزه مالی و سرمایه‌گذاری، بعنوان نقشه راهی در جهت برنامه ریزی‌های آتی آنها باشد.

**واژه‌های کلیدی:** مدل ویژه برند-مشتری مدار، مدل ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار، ریسک درک شده، قصد سرمایه‌گذاری، مدل‌سازی معادلات ساختاری-حداقل مربعات جزئی.

## ۱- مقدمه

قبل از مطرح شدن مالیه رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد، در حالی که بررسی‌ها و تحقیقات علمی متعدد در زمینه مالیه رفتاری، میزان اهمیت عوامل روان‌شناختی را مشخص کرد (فلاح شمس، افشار، & حق شناس، ۱۳۹۱). در دهه‌های اخیر پژوهشگران به اثر گذاری رفتار انسان در تصمیم‌گیری‌های مالی اشاره دارند، و اعتقاد دارند که، سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی خود، به مقوله ریسک و قیمت‌های آینده سهام و بازدهی آنها، به گونه‌ای کاملاً متفاوت از تئوری‌های مدرن نگاه می‌کنند، و به مفاهیم و فرضیه‌های زیربنایی تئوری‌ها و مدل‌های انتخاب طرح‌ها و سبدهای سرمایه‌گذاری توجهی ندارند، و گاهی آنها را نمی‌شناسند (فهیمی دو آب، ۱۳۸۹). شیلر و پوند (۱۹۸۹) در پژوهشی که انجام دادند، از سرمایه‌گذاران پرسیدند که اخیراً چه چیزی باعث خرید سهام خاصی توسط آنها شده است؟ بیشتر آنها نام شخصی که با او در ارتباط بوده‌اند را بردند که، شامل: فامیل، دوست و... آنها بود (امیرشاهی، شیرازی، & سیاه تیری، ۱۳۸۶). بعضی از معاملات در بورس را نمی‌توان با تئوری‌های عقلایی تشریح کرد، در اینجاست که بحث مالیه رفتاری پیش می‌آید، مالیه رفتاری تلاشی است، برای فهم تمایلات روانشناسی افراد، که با بازارهای مالی مرتبط است (نافسینگر، ۲۰۰۵؛ پرومپیان، ۲۰۱۲). (Severi & Ling, 2017).

امور مالی سنتی تأکید بر این دارد که، افراد برای ماکزیم کردن ثروت خویش، چگونه رفتاری داشته باشند، ولی برعکس دیدگاه سنتی، نگرش جدید، یعنی مالیه رفتاری، این مبحث را پیگیری می‌کند که، افراد بطور واقعی در تصمیم‌گیری‌های مالی چگونه رفتار می‌کنند (نافسینگر، ۲۰۰۷). (Sevic, & Kourtidis, Chatzoglou, 2017). شیلر (۲۰۰۲) بر این عقیده است که مالیه رفتاری یک دیدگاه وسیع تری از علوم اجتماعی و روانشناسی را شامل می‌شود. بر این اساس بسیاری از محققان، حتی بعضی اواخر ۱۹۷۰ (کانیمان و تورسکی، ۱۹۷۹)، پیشنهاد دادند که، مطالعه روانشناسی و دیگر تئوری‌های علوم اجتماعی، به بهتر فهمیده شدن بازارهای مالی کمک می‌کنند (Sevic, 2017 & Kourtidis, Chatzoglou). محققان در حوزه مالیه رفتاری تلاش زیادی کرده‌اند، تا نحوه انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها از طرف سرمایه‌گذاران را درک کنند. اخیراً تحقیقاتی در خصوص درک سرمایه‌گذاران از برندها و ارتباط برندها با نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام انجام شده است. در مورد، چگونگی درک سرمایه‌گذاران از بازارهای مالی یا برندهای بورس، و اینکه آیا شهرت این موسسات، اثر مثبت یا اثر منفی، بر انتخاب ابزارهای سرمایه‌گذاری دارند، و اینکه چگونه این ابزارها خریداری و نگهداری می‌شوند، تحقیقاتی انجام شده است، هر چند تعداد مطالعات، در مورد نقش برندها، در توجیه ابتکارات موثر در انتخاب سرمایه‌گذاران، رو به افزایش است، ولی هنوز در مراحل اولیه رشد خود قرار دارند (هوبرمن، ۲۰۰۱؛ گرویلن و همکاران، ۲۰۰۴؛ کلاه راجو و همکاران، ۲۰۱۲). صحبت کلی این مطالعات این است که، فهم رفتار سرمایه‌گذار مستلزم این است که، نحوه رفتار سرمایه‌گذاران، از ورای بازده مالی سرمایه‌گذاری بررسی گردد (Lambkin, 2017 & Çal). مبانی عقلایی این تحقیقات، این است که احساس و ادراک به برند شرکت‌ها در بازار، در ابعادی گسترده‌تر، به بازارهای سهام نیز منتقل شده است. با توجه به اهمیت ابعاد رفتاری

در حوزه سرمایه گذاری، پژوهش در این زمینه نیز اهمیت فراوانی یافته است. بر این اساس یکی از گروه هایی که می توان به مطالعه رفتار آنان پرداخت، سرمایه گذاران جدید در هر کشور و یا سرمایه گذاران آتی هر جامعه، و شناخت رفتار آنها در خصوص سرمایه گذاری، از زوایای متفاوت است، که در این تحقیق، ما به بررسی ابعاد مدل ویژه سرمایه گذار-مدار و تأثیر آن بر قصد سرمایه گذاری از دیدگاه جوانان تحصیلکرده به صورت مستقیم و غیر مستقیم خواهیم پرداخت.

## ۲- ادبیات تحقیق

ادراکات مشتریان در مورد یک برند خاص و محصولات آن برند، نقشی بسیار مهمی در زمان تصمیم به سرمایه گذاری بازی می کند (WASHINGTON, SHIRLEY, & LISSET, 2015). هوبرمن (۲۰۰۱)، آشنایی با یک شرکت یا برند، را بعنوان یک خصیصه غیرمالی معرفی می کند، که اثر مثبت بر انتخابات سرمایه گذاران دارد. اسپارا و تیکانن (۲۰۱۰) در نتیجه تحقیق خود تصریح نموده اند که، در جایی که برای سرمایه گذار، شرکت های آشنا و نا آشنا، بازده و ریسک مشابهی دارند، آشنایی افراد با یک شرکت اثر مثبتی بر تصمیم افراد در خرید سهام آن شرکت دارد. کلاه رجو و همکاران (۲۰۱۲) بیان می دارند که، سرمایه گذاران با احتمال بیشتر سهام شرکت هایی که مشتری آن هستند را می خردند و کمتر آن را می فروشد. بلیت و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی که بین ۱۲۰۰ برند با ۲۰۰۰۰ مشتری انجام دادند، به این نتیجه دست یافتند، که آشنایی با شرکت های با محصولات پر زرق و برق در بازار، بر تصمیمات سرمایه گذاران برای خرید سهام آنان در بازار سرمایه، اثر مثبت دارد (Çal & Lambkin, 2017). تحقیقات انجام شده مدارک قوی ارائه می دهند که برند شرکت ها و شهرت آنها، تأثیر مهمی بر ادراک سرمایه گذار و رفتار آنان دارند. در جدول (۱) تحقیقات انجام شده در رابطه با اثر برند بر تصمیمات سرمایه گذاری در سال های گذشته آورده شده است:

جدول ۱- تحقیقات انجام شده در رابطه با اثر برند، بر تصمیمات سرمایه گذاری

نویسندگان، متغیرهای مستقل، متغیرهای وابسته	نتایج تحقیق
اسپارا، جی (۲۰۱۱) (نویسنده)، عامل: طراحی محصول. الف) ارزیابی طراحی محصول. ب) ارتباط داشتن با محصول شرکت (متغیرهای مستقل)، علاقه به سرمایه گذاری (متغیر وابسته)	طراحی محصول و ارتباط با محصول، اثر معناداری بر علاقه به سرمایه گذاری دارد. بعلاوه، نتایج تحقیق بیانگر آن است که ارزیابی طراحی محصول، انتظارات بازدهی مالی از شرکت را افزایش می دهد.
اسپارا جی، و تیکانن اچ (۲۰۱۰) b) (نویسندگان) پیش بینی کننده ها: الف) نگرش مثبت به شرکت. ب) اثر حس نزدیکی با شرکت. متغیر کنترل: آشنایی با شرکت (متغیر مستقل)، انگیزه بالا به سرمایه گذاری در سهام شرکت (متغیر وابسته).	اثر خودمانی به شرکت و رای بازده های مالی باعث انگیزه بالا، به سرمایه گذاری در سهام شرکت شده است.

نتایج تحقیق	نویسندگان، متغیرهای مستقل، متغیرهای وابسته
<p>قصد به سرمایه‌گذاری به طور مستقیم اثر می‌پذیرد از: الف) ارزیابی موثر برند. ب) ارتباط شخصی با محصولات اصلی برند.</p>	<p>آسپارا جی و تیکانن اچ (۲۰۱۰) b) نویسندگان، پیش بینی کننده‌ها: الف) ارتباط شخصی با طبقه محصولات شرکت (درگیری). ب) ارزیابی اثر برند. متغیرکنترل: آشنایی با برند (متغیر مستقل)، ۱- قصد به سرمایه‌گذاری وقتی که بازده مالی شرکت مورد نظر، مساوی با یک شرکت دیگر است. ۲- قصد به سرمایه‌گذاری وقتی که بازده مالی شرکت مورد نظر، از یک شرکت مشابه دیگر کمتر است. (متغیر وابسته)</p>

(LISSET, 2015 & WASHINGTON, SHIRLEY)

### ۳- ارزش ویژه برند

آمیلر (۲۰۰۰) و دیال (۲۰۰۱) و جونز (۲۰۰۵) می‌گویند: "برندها، بعد از مشتریان مهمترین دارایی برای شرکت‌ها قلمداد می‌شوند" (Taleghani & Almasi, 2011). و عملکرد برند را می‌توان از طریق رشد فروش، سودآوری و سهم بازار اندازه‌گیری کرد (Tuan, 2014). مدیران شرکت‌ها، به شدت به دنبال شناخت نقشه ذهنی مشتریان خود هستند. مدل ارزش ویژه برند بوسلیه فارکر (۱۹۸۹) معرفی شد، وی بر این عقیده بود که ارزش ویژه برند، ارزش افزوده زیادی برای محصول ایجاد می‌کند. مدیریت ارزش ویژه برند، همان ایجاد و افزایش این دارایی‌هاست. برند از طریق ارزش ویژه خود هم برای شرکت و هم برای مشتریان ایجاد ارزش می‌کند. منظور از مشتریان برند، تمام کسانی هستند که در زنجیره ارزش از صاحب برند تا مصرف‌کننده نهایی، قرار دارند و عبارتند از: عمده فروش، خرده فروش و مصرف‌کننده نهایی. سهام شرکت‌های با بازاریابی بالا برای محصولات خود (گروولن و همکاران، ۲۰۰۴) و شرکت‌های با برندهای معروف و شناخته شده (فریدر و سابرحمانیام، ۲۰۰۵) باعث جلب توجه سرمایه‌گذاران فردی می‌گردد؛ ضمن اینکه به دلیل سهل الوصول بودن سهام چنین کمپانی‌هایی هزینه کسب اطلاعات سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد (Hoffmann & Ketteler, 2015).

### ۳-۱- ارزش ویژه برند سرمایه‌گذار - مدار<sup>۱</sup>

ارزش ویژه برند، در ادبیات تحقیق به سه روش اساسی مورد بحث قرار گرفته است: ارزش ویژه برند مشتری مدار (آکر، ۱۹۹۲؛ بری، ۲۰۰۰؛ فارکر، ۱۹۸۹؛ کلر، ۱۹۹۳)، ارزش ویژه مالی (بارویز، ۱۹۹۳؛ داوسیک و شارما، ۲۰۱۵؛ کاپارلیوتیس و پانپولس، ۲۰۱۰؛ کاپفرر، ۲۰۱۲)، و ترکیب این دو رویکرد (کیم و همکاران، ۲۰۰۳؛ توریس و همکاران، ۲۰۱۲). این رویکردها هنوز در اکثر حوزه‌های تولیدی و خدماتی، غالبند، ولی اخیراً مفهومی که در حوزه خدمات مالی گسترش یافته است، مدل ارزش ویژه سرمایه‌گذار - مدار است (جاکوبسن، ۲۰۰۹). اهمیت ارزش ویژه سرمایه‌گذار - مدار، به میزان زیادی با ابعاد مدل ارزش ویژه مشتری - مدار که به وسیله آکر (۱۹۹۱) معرفی شد، در ارتباط است (Lambkin, 2017 & Çal). تعریف آکر از ابعاد برند مشتری - مدار، شامل: آگاهی از برند، تداعی برند، کیفیت درک شده، و وفاداری به برند می‌باشد که در زیر به تشریح آنها خواهیم پرداخت:

### ۳-۱-۱- آگاهی داشتن از برند<sup>۲</sup>

اولین و مهمترین عنصر مدل ارزش ویژه برند، آگاهی از برند است، یعنی توانایی مشتری برای تشخیص و یادآوری اینکه این برند، مربوط به کدام محصول است (آکار، ۱۹۹۱). برندها در بازار رقابتی خود یک قدرت و ارزش خاصی دارند و با یکدیگر متفاوت هستند. قسمتی از بازار رقابتی در حوزه محصولاتی است که برند آن ها بسیار شناخته شده است و خریداران، کاملاً آنها را می شناسند.

### ۳-۱-۲- تداعی از برند<sup>۳</sup>

تداعی از برند یعنی هر چیزی که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم در ذهن مشتری با برند مرتبط است. سرمایه گذاران تصمیماتی در مورد برندها می گیرند که با تداعی های بایگانی شده در حافظه آنها مرتبط است. تداعی برند یک دارایی است که بر تصمیم خرید، تأثیر قابل توجهی می گذارد.

### ۳-۱-۳- کیفیت درک شده محصولات: <sup>۴</sup>

از آنجایی که کیفیت ادراک شده، نوعی قضاوت در مورد محصول است، و به تجربه مصرف بستگی دارد، این موضوع برای صاحبان برند بسیار با اهمیت است. کیفیت ادراک شده محصولات، همان سنجش برند، در مقابل برندهای جایگزین است. حال سنجش این ارزش می تواند در حوزه کیفیت باشد و یا می تواند در حوزه ارزش های ذهنی باشد. برای مثال، این برند قابل احترام است یا نه، شهرت روبه افزایشی دارد یا نه، دارای کیفیت بالایی است یا نه، و در کل بخاطر تمام این ادراکاتی که در مقایسه با برندهای جایگزینش دارد، آیا ارزش خرید کردن را دارد یا خیر؟

### ۳-۱-۴- وفاداری به برند<sup>۵</sup>

یکی از دارایی های هر برندی، میزان مشتریان وفادار آن می باشد. داشتن مشتریان وفادار تضمینی برای وجود جریان فروش و سود است. رقبا ممکن است محصولات شما را کپی کنند اما مشتریان وفادار را نمی توان کپی کرد. اولیور (۱۹۹۹) در تشریح وفاداری به برند بر این عقیده است که یک تعهد عمیق برای خرید مجدد در آینده، یا تعهد به خرید بیشتر از یک کالا یا خدمت مورد قبول، در آینده، علی رغم تأثیرات محیطی و وسوسه های سایر بازاریابی ها، که بطور بالقوه در تغییر رفتار مشتری موثرند (Najafi, Rahmani, & Safari, 2015). چودهاری می گوید؛ وفاداری مشتری بطور مستقیم بر فروش کمپانی ها اثر می گذارد و کمپانی ها باید نیازها و خواسته های مشتریان خود را اولویت بندی نموده، تا بتوانند آنها را به محصولات خود وفادار نمایند (RAHI, 2015).

۳-۱-۵- قصد سرمایه‌گذاری:<sup>۶</sup>

قصد سرمایه‌گذار، متغیر وابسته در این تحقیق است. فرض بر این است که نیت بر اساس عوامل انگیزشی بر رفتار تأثیر می‌گذارند به وجود می‌آیند و نشان می‌دهند که افراد چقدر با عزم جدی تمایل به اقدام دارند (آجزن، ۱۹۹۱). به گفته آجزن بطور کلی، هر چه نیت و قصد قویتر باشد اقدام و عمل حتمی تر خواهد بود، در نتیجه با احتمال قوی نیت معادل با اقدام تلقی می‌شود. همچنین نیت و قصد را می‌توان پیش بینی کننده رفتار در نظر گرفت (Rastogi, 2016 & Sivaramakrishnan, Srivastava). روایی استفاده از قصد، بعنوان پیش بینی کننده رفتار در تئوری های پیشین ریشه داشته و به طور گسترده در تحقیقات استفاده شده است.

۳-۱-۶- ریسک درک شده<sup>۷</sup>

ریسک درک شده، همان عدم اطمینان مرتبط با نتایج یک تصمیم در هنگام خرید یا سرمایه‌گذاری است. ریسک درک شده توضیح جامعی در مورد اینکه سرمایه‌گذار چگونه موقعیت سرمایه‌گذاری را درک می‌کند ارائه می‌دهد (Samadi, Ph, & Yaghoob-nejadi, 2009). ریسک درک شده متغیر میانجی در این تحقیق است.

## ۴- متدولوژی تحقیق

در این مطالعه فرض بر این است، که گروه‌های واقع در سطوح بالاتر اقتصادی، اجتماعی، با آموزش بالا که سواد بالایی داشته و به خوبی مطلع باشند، جامعه آماری مناسبی برای این پژوهش باشند؛ به نظر می‌رسد دانشگاهیان مثالی خوبی برای این گروه بوده و به همین دلیل نمونه‌گیری از بین آنان انجام شده است. این تحقیق از طریق توزیع پرسشنامه در بین دانشجویان دکتری دانشگاه علامه طباطبایی انجام شده است. در بازارهای نوظهور، اغلب این سوال مطرح می‌شود که؛ چه چیزی تمایل سرمایه‌گذاران جدید را در بازارهای مالی بر می‌انگیزاند (کوله، سامپسون و زیا، ۲۰۱۱). با ملاحظه اینکه که توسعه بازارهای مالی منجر به توسعه اقتصادی می‌شود (هوآنگ، ۲۰۱۱)، برخی از محققان، بطور خاص، توجه خاصی به عوامل تعیین کننده مشارکت جوانان و سرمایه‌گذاران آینده در بازارهای مالی نموده‌اند، برخی مطالعات نشان می‌دهند که، جوانان بر تصمیمات حساس خانواده‌ها و خرید آنها تأثیر می‌گذارند (خان و روحی، ۲۰۱۳). این جنبه مورد علاقه برنامه ریزان شرکتی برای کسب وجوه مالی از بازارهای سرمایه بوده، تا بدانند چه چیزهایی در قلمرو مدیریت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری جوانان تأثیر می‌گذارد، و آیا می‌توان آنان را بعنوان سرمایه‌گذاران بالقوه، یا عامل موثر در تصمیمات سرمایه‌گذاری خانواده‌ها به حساب آورد. بر این اساس در این تحقیق ما جوانان تحصیل کرده در سطح بسیار بالا از یک دانشگاه بسیار معتبر جمهوری اسلامی ایران را در نظر گرفتیم، تا به مطالعه رفتار آنان در سرمایه‌گذاری بپردازیم.

یکی از قواعد شناخته شده برای تعیین حداقل نمونه لازم در روش SEM-PLS، توسط بارکلای و همکاران (۱۹۹۵) ارائه شده است. این نویسندگان اظهار می‌دارند که حداقل حجم نمونه لازم برای استفاده از روش PLS، برابر است با بزرگترین مقدار حاصل از قاعده زیر:

۱۰ ضرب در بیشترین روابط موجود در بخش ساختاری مدل اصلی پژوهش که به یک متغیر مربوط می شوند. که در این تحقیق از این قاعده استفاده شده و با توجه بخش ساختاری مدل ویژه سرمایه گذار-مدار (IBBE) حداقل حجم نمونه لازم عبارت است از:  $10 \times 5 = 50$

روش نمونه گیری پژوهش، نمونه گیری خوشه ای چند مرحله ای است، ، کلیه دانشجویان مقطع دکتری دانشگاه علامه یک خوشه محسوب شده و از بین دانشکده های مدیریت و حسابداری، روانشناسی و علوم تربیتی، پردیس تحصیلات تکمیلی خودگردان، اقتصاد، علوم اجتماعی دانشگاه علامه طباطبایی، فهرست کلاس های مقطع دکتری در نیمسال دوم ۹۵-۹۶ تهیه کردیم، سپس از میان کلاس ها، نمونه گیری انجام شد، و ۱۱ کلاس انتخاب گردید، سپس پرسشنامه پژوهش در بین دانشجویان در هر یک از کلاس های انتخاب شده، توزیع گردید.

با مطالعه پرسشنامه های تحقیقات پیشین، پرسشنامه این تحقیق با مقیاس ۵ امتیازی لیکرت طراحی و انجام شده است، و ۱۰۰ پرسشنامه در بین دانشجویان دکتری دانشگاه علامه طباطبایی توزیع گردید، و طی دو ماه طول کشید تا اینکه ۶۹ پرسشنامه توسط دانشجویان پر شده و تکمیل گردد. و با توجه به قاعده ای که در بخش (۲،۱،۶) توضیح داده شد، این تعداد نمونه برای این پژوهش، کفایت می کند.

#### ۴-۱- فرضیه تحقیق

در این پژوهش، بطور خاص به بررسی این نکته می پردازیم که وراى معیارهای ریسک و بازده، آیا ارزش ویژه برند سرمایه گذار-مدار، بر تصمیم سرمایه گذار به سرمایه گذاری در دارایی های مالی اثرگذار است، پس فرضیه تحقیق بدین صورت خواهد بود.

H1: الف) مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار، بر قصد سرمایه گذار به سرمایه گذاری اثر مستقیم دارد. ب) ولی مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار، از ریسک درک شده تأثیر می پذیرد (اثر غیرمستقیم). توضیح اینکه آیا این ارتباط از ریسک درک شده، تأثیر می پذیرد یا خیر، مفهومی است، که از شاخص های ریسک دارایی متفاوت است.

#### ۴-۲- متغیرهای مستقل: مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار

این تحقیق بطور اساسی متکی بر مدل ویژه مشتری مدار-آکار بوده و متغیرهای آگاهی از برند، تداعی از برند، کیفیت درک شده محصول و وفاداری به برند، بعنوان متغیرهای مستقل بوده، که در این تحقیق به نوبه خود اجزاء تشکیل دهنده مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار محسوب می شوند. شرح علائم اختصاری بکار رفته در مدل در جدول (۲) آمده است.

جدول ۲- علائم اختصاری مورد استفاده در تحقیق

علائم اختصاری	ساختارها
AWA&ASS	آگاهی از برند و تداعی از برند
BL	وفاداری به برند
PQ	کیفیت درک شده محصول
IBBE	مدل ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار
ItoI	قصد سرمایه‌گذاری
PR	ریسک درک شده

## ۳-۴- متغیر وابسته

متغیر وابسته برای این تحقیق، قصد سرمایه‌گذاری است.

## ۴-۴- متغیر میانجی: ریسک درک شده

بخاطر اینکه مشتریان برای حداکثر سازی مطلوبیت در خرید، اغلب تمایل به دوری از اشتباه دارند، ریسک درک شده، می‌تواند رفتار مشتری را توضیح دهد.

## ۵- تحلیل داده

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل سازی معادلات ساختاری با استفاده حداقل مربعات جزئی استفاده شده است. روش PLS-SEM<sup>۱</sup> روش آماری قوی است که فرضیات دست و پاگیر در خصوص توزیع متغیر الزام نمی‌کند (باسیس، ناگو و سینها، ۲۰۱۶، هینسلیر، رینگل و سینکوواسیس، ۲۰۰۹). این روش بطور ایده آل برای آزمون اثرات متغیر میانجی مناسب است، چون، اجازه می‌دهد مقایسه بین اثرات مستقیم مدل صورت گرفته و کمک می‌کند تا تعیین نماید؛ الف) آیا اثرات میانجی وجود دارند و ب) قوت میانجی‌ها را تعیین می‌کند (چین، ۱۹۹۸؛ ناگو و اکاس، ۲۰۱۲) (Jiao, Harrison, Dyball, & Chen, 2017).

## ۱-۵- تخصیص مدل اندازه‌گیری

با استفاده از مدل سازی معادلات ساختاری-حداقل مربعات جزئی، در مرحله اول مدل اندازه‌گیری تخصیص داده شد. تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Smart-Pls-3 انجام شده است. که در این مرحله بعضی از زیرشاخص‌ها مانند (aa1,aa4,qp1) در تخصیص مدل اندازه‌گیری، حداقل بارهای عاملی تایید شده علمی را نداشتند. در مرحله دوم، پس از حذف این ایت‌ها، در نرم افزار، PLS الگوریتم اجرا گردید، که اینبار همگی ایت‌ها حداقل بارهای عاملی لازم، برای تخصیص مدل را داشتند، که نتایج تحلیل و روایی و پایایی ساختار مدل در



اثر برند بر رفتار سرمایه گذار و ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی / مقصود امیری و روح اله مرادی

جدول (۳) آمده است، ضرایب آلفای کرونباخ و ضرایب پایایی که هر دو ضرایب برای کلیه ساختارها، بالاتر از ۰/۷ بوده و قابل قبول است.

جدول ۳- پایایی و روایی مدل اندازه گیری

ساختارها	علائم اختصاری	آلفای کرونباخ	پایایی ترکیبی
آگاهی از برند و تداعی از برند	AWA&ASS	۰/۷۵۱	۰/۸۴۳
وفاداری به برند	BL	۰/۸۰۴	۰/۸۸۵
کیفیت درک شده محصول	PQ	۰/۸۴۷	۰/۹۰۸
مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار	IBBE	۰/۸۸۹	۰/۹۰۹

بارهای عاملی از طریق محاسبه مقدار همبستگی شاخص های یک سازه با آن سازه محاسبه می شوند که برخی نویسندگان مانند ریوارد و هاف (۱۹۸۸)، عدد ۰/۵ را به عنوان مقدار ملاک بارهای عاملی ذکر نموده اند (داوری & رضازاده، ۱۳۹۳). در جدول زیر بارهای عاملی هر شاخص، آورده شده است. و همگی به لحاظ آماری قابل قبول و معنادار است؛ بجز مواردی که با علامت ستاره مشخص شده اند که بعلت عدم برآورد حداقل عدد بحرانی، از مدل حذف گردیدند. جدول (۴) را ببینید.

جدول ۴- سنجنه ها، بارهای عاملی آنها

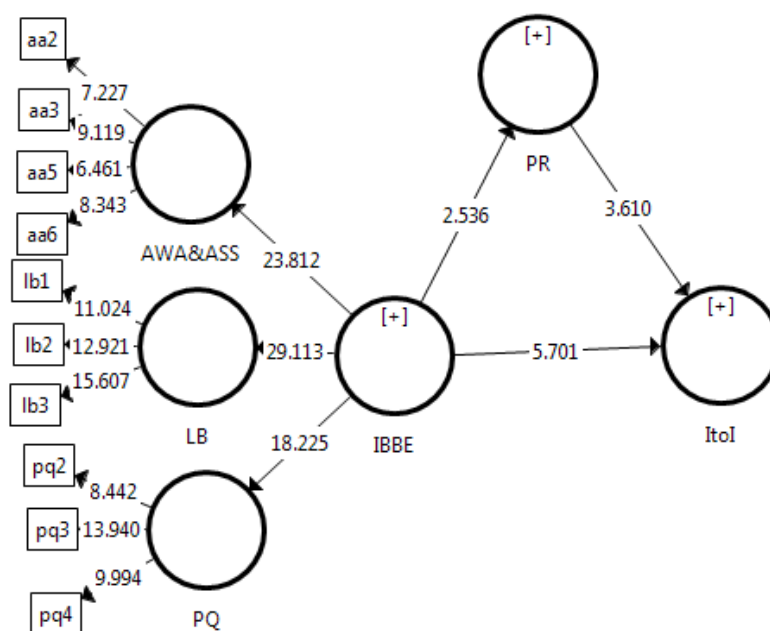
بارهای عاملی	سوال	
<b>آگاهی و تداعی از برند (یو و همکاران، ۲۰۰۰؛ نتمایر و همکاران، ۲۰۰۴)</b>		
*	اطلاع از برند	aa1
۰/۶۸۱	اطلاع از برند	aa2
۰/۷۷۶	اطلاع از برند	aa3
*	اطلاع از برند	aa4
۰/۷۹۷	تداعی برند	aa5
۰/۷۷۸	تداعی برند	aa6
<b>وفاداری به برند (یو و همکاران، ۲۰۰۰)</b>		
۰/۸۵۴	وفاداری به برند.	lb1
۰/۸۳۰	وفاداری به برند.	lb2
۰/۸۵۹	وفاداری به برند.	lb3
<b>کیفیت درک شده محصولات (پایو و همکاران، ۲۰۰۵، ۲۰۰۶)</b>		
*	کیفیت محصولات	qp1
۰/۸۴۶	کیفیت محصولات	qp2

سوال	بارهای عاملی
کیفیت محصولات	۰/۸۷۵
کیفیت محصولات	۰/۹۰۴
مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار	

\*ایتم هایی حذف شده به دلیل فقدان پایایی در این تحقیق.

### ۲-۵- تخصیص مدل ساختاری

در این مرحله ارتباطات بین ساختار مدل و جهت آنها مشخص می‌گردد، که با توجه فرضیه تحقیق و اجزای تشکیل دهنده مدل، و انعکاسی بودن مدل تحقیق در شکل (۱) روابط بین ساختارها، نشان داده شده است. در SEM-PLS ساختارها را با دایره یا بیضی و ایتم‌ها را با مستطیل نشان می‌دهند و رابطه‌ها با بردار جهت دار، نشان داده می‌شود.



شکل ۱ تخصیص مدل ساختاری تحقیق با مقادیر T-Value

در مرحله تخصیص ساختار، PLS الگوریتم و بوت استرپینگ PLS سازگار در نرم افزار Smart-Pls 3 اجرا و روابط بین ساختارها مورد بررسی قرار گرفته است در پژوهش حاضر، مدل ساختاری همه ارتباطات به لحاظ آماری معنادار هستند، و مقدار T-Value هم برای ساختارها و هم برای ایتم‌ها، بیشتر از ۱,۹۶ می‌باشد (شکل ۱).

فورنل و لارکر (۱۹۸۱) معیار AVE<sup>۹</sup> را برای سنجش روایی همگرا معرفی کردند، و اظهار داشتند که در مورد AVE، مقدار بحرانی عدد ۰/۵ است؛ بدین معنی که مقدار AVE بالای ۰/۵ روایی همگرا قابل قبول را نشان می دهند. (داوری & رضازاده، ۱۳۹۳). میانگین واریانس استخراج شده مدل، که طبق تحقیقات باید بالای ۰/۵ باشد، نیز برای اجزاء مدل و خود مدل قابل قبول می باشد. که در جدول (۵) آورده شده است.

جدول ۵- روایی همگرای مدل

AVE	علائم اختصاری	ساختارها
۰/۵۷۴	AWA&ASS	آگاهی از برند و تداعی از برند
۰/۷۱۹	BL	وفاداری به برند
۰/۷۶۶	PQ	کیفیت درک شده محصول
۰/۵۰۱	IBBE	مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار
۱	ItoI	قصد سرمایه گذاری
۱	PR	ریسک درک شده

### ۵-۳- آزمون روابط-بر اساس مدل سازی معادلات ساختاری

#### اثرات مستقیم

اولین قدم در آزمون مدل سازی معادلات ساختاری-حداقل مربعات جزئی، بررسی ارتباط مستقیم ابعاد مدل ویژه سرمایه گذار-مدار با خود مدل بود، که با توجه به جدول (۶) تمامی ابعاد اعم از وفاداری به برند (LB)، آگاهی از برند و تداعی از برند (AWA&ASS)، و کیفیت درک شده محصول (PQ) با خود مدل (IBBE) رابطه مستقیم داشته و به لحاظ آماری معنادار بودند، یعنی  $p\text{-values}=0$ ، دومین رابطه مستقیم رابطه مدل ویژه سرمایه گذار-مدار (IBBE) با قصد سرمایه گذاری (ItoI) بود، بدون در نظر گرفتن متغیر میانجی، یعنی رابطه مستقیم برقرار و به لحاظ آماری معنادار بود. پس می توان گفت که هرچه ادراکات ذهنی مشتری و سرمایه گذار نسبت به برند محصول بیشتر باشد، قصد سرمایه گذاری وی افزایش می یابد.

جدول ۶- نتایج تحلیل اثرات مستقیم در مدل با استفاده از بوت استرپینگ

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ((O/STDEV))	P Values
IBBE -> AWA&ASS	1.062	1.063	0.045	23.812	0
IBBE -> ItoI	0.501	0.502	0.088	5.701	0
IBBE -> LB	1.042	1.049	0.036	29.113	0
IBBE -> PQ	0.954	0.949	0.052	18.225	0
IBBE -> PR	-0.307	-0.303	0.121	2.536	0.011
PR -> ItoI	-0.339	-0.342	0.094	3.61	0

یعنی مدل سرمایه‌گذار-مدار (IBBE) با قصد سرمایه‌گذاری (ItoI) به طور مستقیم در ارتباط بوده،  $0/502$  و علامت ضریب آن مثبت است، بدین معنا که هر چه اندازه زیرشاخص‌های مدل با خود مدل ارتباط قوی‌تری داشته باشند، قصد به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. رابطه مدل ویژه (IBBE) با ریسک درک شده (PR) نیز به طور مستقیم بررسی شد و مشخص شد که مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار از ریسک درک شده تأثیر می‌پذیرد. از آنجایی که در رابطه مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار و ریسک درک شده ضریب  $0/303-$  بوده (جدول ۶) و به لحاظ آماری معنادار است، علامت ضریب منفی در این رابطه، بدین مفهوم است که هر چه اندازه زیر شاخص‌های مدل قویتر باشد، موجب کاهش ریسک درک شده، که به نوبه خود موجب افزایش قصد سرمایه‌گذاری می‌گردد که در اثرات غیرمستقیم توضیح می‌دهیم. پس قسمت اول فرضیه تحقیق که همان رابطه بین مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار و قصد سرمایه‌گذاری بود، پذیرفته می‌شود.

#### اثرات غیرمستقیم و ریسک درک شده به عنوان متغیر میانجی

حال در این مرحله، متغیر میانجی که یعنی همان ریسک درک شده (PR) را وارد مدل کردیم که اثر غیرمستقیم مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار (IBBE) را از طریق ریسک درک شده (PR) بر قصد سرمایه‌گذاری (ItoI) را بررسی کنیم. در آزمون اثر متغیر ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی در مدل، تحلیل، با استفاده مدل سازی معادلات ساختاری-حداقل مربعات جزئی و با استفاده از بوت استرپینگ PLS سازگار انجام شد، نمای دیداری در شکل (۱) آمده است، که بر این اساس ارتباط بین مدل ویژه سرمایه‌گذار-مدار (IBBE) و قصد سرمایه‌گذاری (ItoI) از متغیر میانجی، یعنی ریسک درک شده (PR) تأثیر می‌پذیرند. همانطور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود، ارتباط از مدل ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار، بر ریسک درک شده و از آنجا از ریسک درک شده بر قصد سرمایه‌گذاری رابطه برقرار بوده، و به لحاظ آماری معنادار  $P\text{-value}=027<05$  است. در رابطه با ریسک درک شده (PR) و قصد سرمایه‌گذاری (ItoI)، ضرایب منفی ( $0/342-$ ) جدول (۶)، یعنی رابطه برقرار و معکوس می‌باشد. بر این اساس، یعنی هر چه ریسک درک شده کاهش یابد، قصد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، بعبارتی هر چه شاخص‌های مدل ویژه برند در ذهن مشتری قویتر گردد، این اثر قوی موجب کاهش ریسک درک شده، و به نوبه خود باعث قصد سرمایه‌گذاری قوی‌تر، در ذهن مشتری یا سرمایه‌گذار می‌گردد. از طرفی ریسک درک شده در این تحقیق یک متغیر میانجی با اثر جزئی است، نه یک متغیر میانجی کامل. زیرا هم فرضیه اثر مستقیم، یعنی رابطه مدل ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار بر قصد سرمایه‌گذاری، پذیرفته شد، و هم فرضیه اثر غیرمستقیم، یعنی اثر مدل ویژه برند سرمایه‌گذار-مدار از طریق ریسک درک شده بر قصد سرمایه‌گذاری. پس متغیر میانجی بصورت کامل نیست بصورت جزئی است و به لحاظ آماری نیز مورد قبول و معنادار است، و به لحاظ تئوری نیز در علوم رفتاری چنین نقشی برای متغیر میانجی قابل قبول تراست. نتایج حاصله از تحلیل در اثرات غیرمستقیم، در جدول (۷) یعنی اثر مدل (IBBE) بر ریسک درک شده (PR) و از طریق ریسک درک شده بر قصد سرمایه‌گذاری (ItoI) نشان داده شده است. در نتیجه قسمت دوم فرضیه تحقیق که همان تأثیر پذیری

اثر برند بر رفتار سرمایه گذار و ریسک درک شده بعنوان متغیر میانجی / مقصود امیری و روح اله مرادی

قصد سرمایه گذاری، از مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار، بطور غیر مستقیم از طریق ریسک درک شده بود، نیز پذیرفته می شود.  $P\text{-Value} < /05$

جدول ۷- معنادار یا اثر غیرمستقیم مدل ویژه برند بر ریسک درک شده و از آنجا بر قصد سرمایه گذاری؛ با استفاده از

بوت استرپیگ

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values
IBBE -> PR -> ItoI	۰/۱۰۴	۰/۱۰۱	۰/۰۴۷	۲/۲۱۸	۰/۰۲۷

#### ۶- نتایج پژوهش

مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار، موضوعی است که بطور گسترده به وسیله محققین مورد بررسی قرار گرفته و بعنوان ارزش افزوده ای تعریف شده است که، یک برند به محصولات خود و رای ارزش های کارکردی آن محصول، می دهد، که نتایج آن با واکنش مثبت در رفتار مشتری به سرمایه گذاری در یک برند خاص مشخص می گردد. در این تحقیق، واکنش مثبت، همان قصد سرمایه گذار، به سرمایه گذاری در سهام یک برند معروف بود که در نتیجه مشخص گردید که، با افزایش شاخص های مدل ویژه سرمایه گذار-مدار، قصد سرمایه گذاری به صورت مستقیم افزایش می یابد و از طرفی در این تحقیق ریسک درک شده بعنوان یک متغیر میانجی وارد مدل شد، که نتیجه حاصله، اثر جزئی آن بر قصد سرمایه گذار به سرمایه گذاری بود، که حکایت از آن دارد که دست اندرکاران سرمایه گذاری، باید هم به ابعاد مدل ویژه توجه داشته باشند و هم به مسائلی که باعث کاهش ریسک درک شده سرمایه گذاران می گردد. این نقش مهم یعنی اثر متغیر ریسک درک شده در بین مدل ویژه برند-سرمایه گذار مدار و قصد سرمایه گذاری دلالت بر آن دارد که، مدل ویژه برند سرمایه گذار-مدار با زیر شاخص های خود، هر چقدر در ذهن مشتری اثر قوی تری داشته باشند، باعث کاهش ریسک درک شده و موجب افزایش قصد سرمایه گذاری می گردند. از طرفی این تحقیق بر روی دانشجویان یا همان سرمایه گذاران آینده کشور انجام شد، با توجه به اثر گذاری بالایی که این افراد بر خانواده و دوستان و همکاران و آشنایان دارند، نتایج تحقیق می تواند برای سیاست گذاران حوزه مالی و سرمایه گذاری نقشه راهی در جهت برنامه ریزی های آتی آنان باشد. از طرفی نتایج این بررسی به شناسایی ارتباط بین رفتار مشتری و رفتار سرمایه گذار کمک نموده، و نقش مهم برند در هر دو حوزه را بهم متصل می کند. بطور کلی مشخص گردید که شرکتی که ارزش ویژه برند آن به مقدار بالایی درک شده، احتمالاً با ریسک پایینی همراه بوده، و جذابیت زیادی را برای خریداران ایجاد می کند. از طرفی، نتایج این مطالعه به ادبیات تحقیق در حوزه برندها و رفتار بالقوه سرمایه گذار، وسعت می بخشد.

محدودیت پژوهش: در این پژوهش، افراد تحصیگرده در مقطع دکتری در یک دانشگاه، بعنوان واحد تحلیل در نظر گرفته شده است، و در تعمیم نتایج به کل جامعه باید جانب احتیاط بعمل آید.

فهرست منابع

- \* امیرشاهی، م.، شیرازی، م. &، سیاه تیری، و. (1386). تعیین عوامل تأثیر گذار بر تصمیم سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران. 159-179.
- \* داوری، ع. &، رضازاده، آ. (1393). مدل سازی معادلات ساختاری با نرم افزار pls. تهران: جهاد دانشگاهی.
- \* عریضی، ج.، دری، ب. &، براتی، ه. (1394). بررسی متغیرهای میانجی موثر بر رابطه بین عوامل زمینه ای و سازمانی با واکنش به تغییر و پیامدهای آن. مطالعات مدیریت (بهبود و تحول) 1-27.
- \* فلاح شمس، م.، افشار، ف. ه. &، حق شناس، ف. ک. (1391). بررسی تأثیر کانون کنترل بر خطاهای ادراکی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. 167-185.
- \* فهیمی، دو آب، ر. (1389). بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه گذاران سهام عادی (مطالعه تطبیقی بورس اوراق بهادار تهران و مشهد). (مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی. 135-154.
- \* Çal, B., & Lambkin, M. (2017). International Journal of Bank Marketing, 391-410.
- \* CHATTERJEE, P. S. METHODS OF MEASURING BRAND EQUITY. MODULE 5.
- \* Kourtidis, D., Chatzoglou, P., & Sevic, Z. (2017). The role of personality traits in investors trading behaviour: empirical evidence from Greek. International Journal of Social Economics, 1402-1420.
- \* RAHL, S. (2015). Moderating Role of Brand Image With Relation to Internet Banking and Customer Loyalty: A Case of Branchless Banking. urnal of Internet Banking and Commerce, 5.
- \* Severi, E., & ling, K. C. (2013). The Mediating Effects of Brand Association, Brand Loyalty, Brand Image and Perceived Quality on Brand Equity. Asian Social Science, 125.
- \* Sivaramakrishnan, S., Srivastava, M., & Rastogi, A. (2016). Attitudinal factors, financial literacy, and stock market participation. International Journal of Bank Marketing, 818-841.
- \* Tuan, L. (2014). Corporate governance and brand performance. Management Research Review, 45-68.
- \* WASHINGTON, M., SHIRLEY, E., & LISSET, G. (2015). Students' perceived risk and investment intention: the effect of brand equity. DE Gruyter, 205-225.
- \* Hoffmann, A. O. I., & Ketteler, D. (2015). How experiences with trading a company ' s stock influence customer attitudes and purchasing behavior. <https://doi.org/10.1108/IJBM-11-2014-0163>
- \* Jiao, L., Harrison, G., Dyball, M. C., & Chen, J. (2017). CEO values, stakeholder culture, and stakeholder-based performance, 875-899. <https://doi.org/10.1007/s10490-017-9506-3>
- \* Najafi, H., Rahmani, F., & Safari, M. (2015). Evaluation of Effect of Brand on customer loyalty in the banking industry ( A case study of the Parsian Bank ), 3(2), 908-914.
- \* Samadi, M., Ph, D., & Yaghoob-nejadi, A. (2009). A Survey of the Effect of Consumers ' Perceived Risk on Purchase Intention in E-Shopping, 261-275.
- \* Severi, E., & Ling, K. C. (2017). The Mediating Effects of Brand Association, Brand Loyalty, Brand Image and Perceived Quality on Brand Equity, 9(3), 125-137. <https://doi.org/10.5539/ass.v9n3p125>
- \* Taleghani, M., & Almasi, M. (2011). Evaluate the Factors Affecting Brand Equity from the Perspective of Customers Using Aaker ' s Model, 1(4), 64-76.

یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Investor-based brand Equity
- <sup>2</sup> Brand awareness
- <sup>3</sup> Brand Associations
- <sup>4</sup> Perceived quality
- <sup>5</sup> Brand loyalty
- <sup>6</sup> Intention to invest
- <sup>7</sup> Perceived Risk
- <sup>8</sup> Structural Equation Modelling
- <sup>9</sup> Average Variance Extracted