

## چکیده

بازارهای سرمایه نقش مهمی در اقتصاد دارند، زیرا وجوه نقد افرادی که توان استفاده از وجوه خود را ندارند، به کسانی که این توانایی را دارند، هدایت می کنند. طبیعتاً عملکرد خوب این بازارها عامل کلیدی در تامین رشد اقتصادی خواهد بود، لذا اگر بازارهای سرمایه کارآ باشند، توسعه اقتصادی تحقق می یابد. از سوی دیگر بدلیل تصمیم گیری غیرمنطقی سرمایه گذاران در بازار سرمایه خطاهای سیستماتیک رخ داده و همین مساله موجب عدم کارایی بازار می شود. تحقیق حاضر در صدد است تا تاثیر آمیخته بازاریابی مالی را بر رابطه بین تورشهای رفتاری و تصمیمگیری سرمایه گذاران را مورد بررسی قرار دهد. روش تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از حیث روش انجام و گردآوری داده ها توصیفی پیمایشی می باشد. جامعه آماری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که ۴۲۲ پرسشنامه توزیع شد که با حذف پرسشنامه های ناقص در نهایت ۳۹۱ پرسشنامه جهت تجزیه و تحلیل آماری استفاده گردید. داده های حاصل با نرم افزارهای SmartPLS و LISREL مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که عوامل آمیخته بازاریابی مالی (V) بر رابطه بین تورشهای عاطفی و تصمیم گیری سرمایه گذاران بیشتر از تورشهای شناختی تاثیر گذارند. دو عامل افراد آموزش دیده و ترفیع بیشترین تاثیر را دارند.

کلید واژه:

تصمیم گیری، آمیخته بازاریابی مالی (V)، تورش عاطفی، رفتار سرمایه گذاران،

تورش شناختی

## مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم، وجود سیستم مالی کارآمد در توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی نقش اساسی دارد. معمولاً بازارهای مالی را به عنوان سیستمی مرکب از افراد و مؤسسات، ابزار و رویه هایی که پس اندازکنندگان و قرض گیرندگان را در یکجا جمع می کند، تعریف می نمایند (پنهور، ۲۰۱۲). بازار سرمایه با هدف تأمین منابع بلندمدت برای سرمایه گذاری در بخش های مختلف اقتصادی، نقش عمده ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا نموده که در این میان بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی ترین بخش بازار سرمایه مطرح می باشد. نقش اصلی بورس اوراق بهادار به عنوان رکن اساسی تشکیل بازار سرمایه، جذب و هدایت پس اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده جامعه به مسیرهای بهینه و جهت دادن آن به طرف سرمایه گذاری مولد است (احمدی و همکاران، ۱۳۸۹). در طی دهه های اخیر، حوزه مالی وارد دوران فکری جدیدی شده و برخی مفروضات منطقی بودن سرمایه گذاران را به چالش کشانده است و موجب تقویت این موضوع شده است که قیمتها بیشتر توسط نگرشها و عوامل روانی تعیین میشوند، بنابراین مطالعه روانشناسی بازار اهمیت بیشتری

طراحی و تدوین مدل تصمیم گیری  
رفتاری سرمایه گذاران با توجه نقش  
آمیخته بازاریابی مالی با استفاده از  
مدلسازی معادلات ساختاری

حمیدرضا شکری زاده

دانشجوی دکترا، مدیریت مالی، دانشگاه یزد،

یزد، ایران

HR.Shokrizadeh@stu.yazd.ac.ir

جمالبرزگری خانقاه (نویسنده مسئول)

استادیار، حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

Barzegari@yazd.ac.ir

حجت الله صادقی

استادیار، مدیریت مالی، دانشگاه یزد، یزد،

ایران

sadeqi@yazd.ac.ir



پیدا کرد و مطالعات زیادی به این مقوله پرداختند. که پیشگام آنها آورده شده است. سلدن<sup>۱</sup> (۱۹۱۲)، معتقد بود قیمت سهام در بازار تحت تاثیر نگرشهای ذهنی سرمایه گذاران قرار می گیرد. پیرو آن، فستینگر<sup>۲</sup> (۱۹۵۶)، روانشناس آمریکایی؛ مفهوم جدیدی را در نظریه روانشناسی اجتماعی با عنوان؛ ناهماهنگی شناختی ارائه کرد. پرات<sup>۳</sup> (۱۹۶۴)، با ارائه نظریه توابع مطلوبیت ریسک گریزی را برای اولین بار در حوزه بازارهای مالی بیان کرد. در ادامه کانمن و تورسکی<sup>۴</sup> (۱۹۷۶)، تئوری معروف چشم انداز، مبنای معرفی انواع سوگیری های شناختی - عاطفی سرمایه گذاران در بازار سرمایه را، پایه گذاری نمودند. سپس شیلر<sup>۵</sup> (۱۹۸۱)، نشان داد که نوسانات قیمت سهام، بیش از حد تحت تاثیر اطلاعات جدید قرار می گیرد. ورنر، بونت و تالر<sup>۶</sup> (۱۹۸۵)، در مقاله ای تحت عنوان «واکنش بیش از حد در بازار سهام» بحث مالی رفتاری را مطرح نموده و مفهوم سوگیری حسابداری ذهنی را برای اولین بار در میان سرمایه گذاران ارائه کردند. گوستاولوبن<sup>۷</sup> (۱۹۸۶)، کتابی تحت عنوان «روانشناسی اجتماعی»<sup>۸</sup> تالیف نمود که در آن به مطلوبیتهای ذهنی افراد در انتخاب سرمایه گذاری اشاره شد. ساموئلسون و همکاران<sup>۹</sup> (۱۹۸۸) با بررسی سوگیری های سرمایه گذاران در بازار، سوگیری حفظ وضع موجود را معرفی کردند. در ادامه فرناندز<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۱) با ارایه مدلهای اقتصادی نشان داد که عدم اطمینان، موجب سوگیری حفظ وضع موجود می شود. این در حالی بود که بنارتیز و تالر<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۵)، مفاهیم رفتاری را مستقیم وارد حوزه سرمایه گذاری کرده و سوگیری محافظه کاری را معرفی نمودند. گرینبالت، تیتمن و ورمز<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۵)، رفتار توده واری را ارائه داده و باسو<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۷)، شواهدی از محافظه کاری را بیان کرد و معتقد بود که اخبار بد با سرعت بیشتری از اخبار خوب منتشر می شود. هرشلیفر، بیخچندانی و ولش<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۸)، استدلال کردند که از علل بروز رفتارهای توده واری سرمایه گذاران در بازار سرمایه، آبخارهای اطلاعاتی است. در این مدت، صاحب نظرانی همچون؛ شفرین<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۰)، با تالیف کتاب «مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه گذاری»<sup>۱۶</sup>، شیلر<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۵) با تالیف کتاب «فور عدم عقلانیت<sup>۱۸</sup> در بازارهای مالی» رفتار در حوزه بازارهای سرمایه را برجسته تر کردند. در دهه های اخیر پژوهشگران به اثرگذاری رفتار انسان در تصمیم گیری های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های مالی خود به گونه ای کاملاً متفاوت از تئوری های مدرن نگاه می کنند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه گذاران به هنگام تصمیم گیری به مفاهیم و فرضیه های زیربنایی تئوری ها و مدل های انتخاب طرح ها و سبدهای سرمایه گذاری توجهی ندارند و گاهی آن ها را نمی شناسند. از این رو تکیه بیش از حد بر تئوری ها و مدل های مدرن انتخاب و اداره سرمایه گذاری چندان کار صحیحی نیست و معتقدند:

۱. اولاً: بازار ناکارآ است و یا حداقل از آن کارآیی که تئوری ها بر آن بنا شده اند برخوردار نمی باشند.
۲. دوماً: رفتار سرمایه گذاران فردی در انتخاب سبدهای اوراق بهادار بسیار متفاوت از یکدیگرند.
۳. سوماً: الزاماً میان ریسک و بازده یک رابطه خطی و با شیب مثبت وجود ندارد (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۶).

به طور کلی، سرمایه گذاران در زمان تصمیم گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. بر خلاف سرمایه گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده ای را برای ایجاد تناسب، بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه گذاران انفرادی غالباً فاقد این گونه ابزارها می باشند. به علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی، بی ثباتی قوانین و مقررات و ... به افزایش ریسک تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار منجر می شود. مجموعه این عوامل باعث می شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانویه ای ناشی از فردگرایی و غیرقابل پیش بینی بودن رفتار سرمایه گذاران روبرو گردد. مالی رفتاری در چند دهه اخیر مورد توجه محققان مالی قرار گرفته است. مسائل مطرح در مالی رفتاری مفروضات و نگرش های به بعضی از تئوری ها و مسائل را دگرگون کرده است و به محققان چشم انداز جدیدی در جهت دریافت و تفسیر اتفاقات و واقعیات خارجی به خصوص در زمینه بازار سرمایه داده است. یکی از مسائل مهم در مالی رفتاری وجود تورش های رفتاری گوناگون در فرایند تصمیمی گیری و انتخاب سرمایه گذاران در بازارهای سهام می باشد (رهنمای رودپشتی و ریاحی، ۱۳۹۳). در ادبیات مالی رفتاری سوگیری های رفتاری به عنوان اشتباهات سیستماتیک در قضاوت تعریف شده اند. محققین فهرست بلندی از انواع سوگیری های رفتاری را شناسایی و ارائه نموده اند. در حالی مطالعات اخیر بیش از چند ده سوگیری رفتاری در مورد سرمایه گذاران را معرفی کرده است که هنوز بسیاری از تمایلات رفتاری به روشنی شناسایی نشده اند (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱). رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت گذاری و ارزیابی بازده، شرکت ها را تحت تأثیر خود قرار می دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (سینایی و همکاران، ۱۳۸۸). در نتیجه شناخت عواملی که بر رفتار سرمایه گذاران تاثیرگذار می باشند امری مهم و حیاتی می باشد که نقش بسزایی در جذب سرمایه دارد. یکی از این عوامل بسیار مهم که می تواند نقش خیلی زیادی را بر رفتار سرمایه گذاران بگذارد عوامل آمیخته بازاریابی مالی (V) می باشد که آنطور که باید و شاید مورد توجه قرار نگرفته است. تحقیق سولومان (۲۰۰۰) نشان داده که عوامل زیادی روی انتخاب



یک محصول توسط مشتریان مؤثر است و بازارهای مالی، محیط کاملی برای بررسی رفتار مشتریان است. به رغم این موضوع، تحقیقات بسیار کمی در مورد کاربرد رفتار مشتریان و تکنیک‌های آن در مسائل مالی انجام شده است (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹).

بورس مانند هر بازار دیگری اصول و شرایط ویژه‌ای دارد که با در نظر گرفتن و عمل به این اصول پایه‌ای می‌توان به سرمایه‌گذاری و خرید و فروش سهام اقدام کرده و همچنین، به درک واقعی از مسائل موجود در بورس رسید. اصولاً سرمایه‌گذاران باید بررسی‌های وسیعی در موقع خرید یا فروش سهام انجام دهند؛ زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. انسان به کمک گیرنده‌های حسی خود از وجود واقعیت‌های دنیای خارج و داخل مطلع می‌شود، احساس پس از تعبیر و تفسیر به ادراک تبدیل و تکامل ادراک به شناخت پدیده‌های هستی ختم می‌شود؛ یکی از مسائل مهم ادراک، خطای ادراکی است که پس از سال‌ها پژوهش هنوز به درستی بیان نشده است. با افزایش روز افزون حضور شرکتهای مختلف در بازار سهام، گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. به همین دلیل لزوم بررسی تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد. بازار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه‌ها به شمار می‌رود و بورس اوراق بهادار یکی از ارکان مهم بازار سرمایه است که نقش اصلی آن جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده‌ی جامعه به مسیرهای بهینه است. جهت پیشبرد بهتر سیاست‌های اقتصادی کشور و استراتژی خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، لازم است در راستای کارآمد کردن بازارهای مالی و بورس کشور، موانع پیش‌روی سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی مؤثر بر رفتار ایشان شناخته و رفع شود. موفقیت‌های یک شرکت برای جذب مشتری، که بیشتر به استراتژی‌ها و تکنیک‌های بازاریابی آن شرکت بستگی دارد باعث افزایش جذب مشتریان و در نتیجه افزایش محبوبیت شرکت و افزایش جذب منابع مالی و تغییر در رفتار سهامداران خواهد شد. به عبارت دیگر هر چقدر فرایند بازاریابی قوی تر باشد بالطبع مشتریان زیادی را برای محصول جذب می‌کند که در نتیجه باعث رشد بازار سرمایه و تغییر در رفتار سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌گردد (رهنمای رود پشته، ۱۳۹۴). بر مبنای رویکردهای موجود در این زمینه، رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل ناشی از بازاریابی و انتظارات بازار نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. با توجه به شرایط موجود فرهنگی و اجتماعی در کشورمان و تأثیر زیاد عوامل احساسی بر رفتار روزمره ایرانیان تلفیق نظریه‌های رفتاری با نظریه‌های اقتصاد و مالی از پرداختن صرف به نظریه‌های اقتصاد و مالی مدرن توفیقات بیشتری را در بر خواهد داشت و همین امر می‌تواند متاثر از عواملی همچون عامل آمیخته بازاریابی نیز باشد؛ چراکه بازاریابی و برنامه ریزی استراتژیک بازاریابی از طریق به کارگیری عواملی نظیر محصول، قیمت، کانال توزیع، و ترویج و تأثیر آن بر عوامل احساسی و رفتار، نقش اساسی در افزایش فروش و اندازه سهم بازار محصولات شرکتها در بین رقبا دارند (محمدی و ستوده، ۱۳۹۴). از مهم ترین عوامل مؤثر بر تصمیم خرید مصرف‌کنندگان عوامل آمیخته بازاریابی است. عوامل و عناصر آمیخته بازاریابی خریداران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و تصمیم‌گیری آن‌ها وابسته به چگونگی اعمالی این عوامل از طرف شرکت‌ها می‌باشد (گران‌ت، ۲۰۰۸). بازاریابی یک وظیفه مدیریتی است. بازاریابی بر رسیدن به اهداف مشتریان در کنار رسیدن به اهداف سازمان تأکید دارد. بازاریابی با درک نیازهای مشتریان، توسعه محصولات و خدمات برای رفع این نیازها، قیمت گذاری کارای محصولات و خدمات، اطلاع‌رسانی به مشتریان در مورد قابلیت دسترسی به این محصولات و خدمات، تحویل کارا و اطمینان از رضایت‌مندی در طول و بعد از فرآیند مبادله همراه است. بنابراین بازاریابی باید یک جزء ضروری در شرکتها باشد. بازاریابی یکی از علوم است که در تمام جوامع کاربرد دارد. با پیشرفت جوامع این علم وارد حیطه‌های جدیدتری از جمله بازاریابی خدمات و بازاریابی مالی شده است. این پژوهش بر بازاریابی مالی تأکید دارد و در این راستا تلاش می‌کند مفهوم بازاریابی مالی را در ایران روشن نماید. بازاریابی مالی همانند بازاریابی سنتی در تلاش است علاوه بر حفظ مشتریان فعلی برای محصولات مالی مشتریان جدیدی جستجو نماید. هر چقدر فرایند بازاریابی مالی قوی تر باشد بالطبع مشتریان زیادی را برای این محصول پیدا می‌کند که بالطبع باعث رشد بازار سرمایه در هر کشوری خواهد شد. در مورد بازاریابی مالی یا کاربرد بازاریابی در بورس اوراق بهادار بررسی‌های زیادی در دنیا صورت پذیرفته و همچنین کمتر دیده می‌شود که دانش بازاریابی و مالی با یکدیگر به صورت تعاملی ارائه شده باشند. در حالی که داده‌های بازار مالی می‌تواند در ارزیابی کاربرد ساز و کارهای بازاریابی (آمیخته بازاریابی خدمات) و مطالعه تأثیر آنها بر متغیرهای بازار مالی مطالعه شود (علیپور، صادقی شریف، ۱۳۸۹). که این تحقیقات در بخش ادبیات تحقیق مورد اشاره قرار گرفته‌اند.



باتوجه به نیاز روز افزون شرکت‌ها در فضای رقابتی امروز جهت جذب سرمایه‌ها، تکیه بر منابع حاصل شده از بازارهای مالی به عنوان موتور محرک رشد آنها، و نیز نیاز شرکت بورس جهت سودآوری ضروری به نظر می‌رسد راهکاری همه جانبه جهت ایجاد ارتباط میان دو سوی بازار مالی یعنی سرمایه‌گذاران و شرکت‌های سرمایه‌پذیر طراحی گردد. هدف از این پژوهش، شناسایی آمیخته‌های بازاریابی مالی بورس اوراق بهادار جهت ارتباط مستمر و هدفمند میان دو رکن بازار یعنی سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. ایجاد این ارتباط در جهت هدف نهایی شرکت‌های بورسی است، چراکه درحقیقت منبع اصلی درآمد اصلی این گونه شرکت‌ها از حضور فعال دو قشر سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر ایجاد می‌گردد. بنابراین ضروری است که سازمان بورس اوراق بهادار به دنبال راهکارهایی جهت تسهیل ورود، ترغیب و جذب شرکت‌های سودآور به عرصه بورس و ترویج فرهنگ گذاری در کشور در این بازار باشد. ایجاد دانش بازاریابی در تحلیل‌گران مالی شرکت‌های کارگزاری در موقعیت فعلی امری اجتناب‌ناپذیر می‌نماید که هدف اصلی این پژوهش را تشکیل می‌دهد. با توجه به شرایط موجود فرهنگی و اجتماعی در کشورمان و تاثیر زیاد عوامل احساسی بر رفتار روزمره ایرانیان تلفیق نظریه‌های رفتاری با نظریه‌های اقتصاد و مالی از پرداختن صرف به نظریه‌های اقتصاد و مالی مدرن توفیقات بیشتری را در بر خواهد داشت و همین امر می‌تواند متاثر از عاملی همچون عامل آمیخته بازاریابی نیز باشد؛ چراکه بازاریابی و برنامه ریزی استراتژیک بازاریابی از طریق به کارگیری عواملی نظیر محصول، قیمت، کانال توزیع، و ترویج و تاثیر آن بر عوامل احساسی و رفتار نقش اساسی در افزایش فروش و اندازه سهم بازار محصولات شرکتها در بین رقبا دارند. با توجه به تاثیری که آمیخته بازاریابی و عوامل آن می‌تواند بر مالی رفتاری داشته باشد و با توجه به اهمیت آن، لذا این تحقیق در تلاش است تا به سوال زیر پاسخ بدهد:

عوامل آمیخته بازاریابی مالی بر رابطه بین تورشهای رفتاری و رفتار سرمایه‌گذاران (تصمیم‌گیری) چه تاثیری دارد؟

## ۱. مبانی نظری

### ۱.۱. رویکرد مالی رفتاری

در چندین دهه، عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران، فرضیه اصلی بسیاری از پژوهشهای دانشگاهی به شمار می‌رفت (چاندر<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۱). پارادایم مالی رفتاری، دیدگاه متفاوتی از رفتار انسانی مبتنی بر مبانی مثبت را برای فهم چندرشته رفتار نیز انسان ارائه میکند (تایون<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۶). به اعتقاد هاگن سیر مباحث مالی امروزه به سمت مباحث رفتاری بوده است؛ به گونه ای که الگوهای رفتاری، چارچوب اصلی موضوعات مالی نوین را شکل می‌دهند (هاگن<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۹). داکلاس (۲۰۱۵)، بیان میکند در بسیاری از پیش فرضهای اساسی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تردید شده است و سرمایه‌گذاران را افرادی کاملاً عقلانی نمی‌توان در نظر گرفت که فارغ از سوگیریها و تورشهای روان شناختی تصمیم می‌گیرند (داکس<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۵). امروزه ایده رفتار کاملاً عقلانی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر سازی مطلوبیت خود هستند برای توجیه رفتار و واکنش بازار کافی نیست. بسیاری از الگوهای مالی رفتاری ریشه در ذات افراد دارند و به سختی میتوان با آموزش بر آن غلبه کرد. در موارد متعددی، سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روشهای کمی استفاده نمیکنند و قضاوتهای آنها مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی حاکم بر بورس است (میچن لین<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۰، به نقل از حیدرپور و همکاران ۱۳۹۲). رویکرد مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد که تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوتهای سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. روانشناس مشهور دانیل کاهنمن<sup>۲۳</sup> از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی می‌باشد (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶). نتایج پژوهشهای مالی رفتاری مدرن، نشان داده است که احساسات فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیتی بر بازار سهام و قیمت سهام دارد (لیستون<sup>۲۴</sup>، ۲۰۱۶؛ به نقل از ستایش و شمس الدینی ۱۳۹۵). روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه به سمع سرمایه‌گذاران می‌رسد که منجر به برانگیختگی سرمایه‌گذاران و به تبع آن منجر به تغییر قیمت سهام و بازدهی می‌شود (اسمالزلی<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۴؛ به نقل از ستایش و شمس الدینی، ۱۳۹۵).

دیدگاه مالی رفتاری نشان میدهد، برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و احساسات سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تعیین قیمتها بازی میکند (کیم و ها<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۰؛ به نقل از حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع، فعل و انفعالات پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران، قیمتها را تعیین میکند. سهامی که معامله‌گران اختلال‌زای بیشتری (معامله‌گران منطقی کمتری) داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشم‌گیرتر است (میچن لین، ۲۰۱۰، به نقل از حیدرپور و همکاران ۱۳۹۲). زیرا احساسات معامله‌گران اختلال‌زا بر منطق و عقلانیت آنها غلبه می‌کند. احساسات نقش عمده ای در تصمیم‌گیری دارد و در بسیاری موارد سرمایه‌گذاران بین دو طیف عقلانیت و احساسات، به یکی از دو سر طیف متمایل می‌شوند. تورشهای احساسی، ریشه اصلی بروز تصمیمات مبتنی بر احساسات‌اند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در



فرآیند تصمیم‌گیری دچار احساسات (تصمیم‌گیرهای خوشبینانه و یا بدبینانه) می‌شوند، در طیف تصمیم‌گیری از عقلانیت فاصله گرفته و به سمت احساسات متمایل شده که نتیجه آن اتخاذ تصمیمات مبتنی بر احساسات است. تعاریف متعددی از احساسات سرمایه‌گذار در منابع علمی ارائه شده است. «حاشیه میزان خوشبینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهم» (کیم و ها، ۲۰۱۰؛ به نقل از حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). «خوشبینی و یا بدبینی سرمایه‌گذار درباره سهام به صورت کلی، یا تمایل سرمایه‌گذاران به انجام معاملات پرخطر (تمایلات سرمایه‌گذاران به سفته بازی) (باکر و وُرگلر، ۲۰۰۷). احساسات سرمایه‌گذار بازتاب‌کننده عقاید بازیگران بازار در مورد جریان نقدی آتی مرتبط با برخی هنجارهای هدف است (ژانگ، ۲۰۰۸). پارادایم مالی رفتاری آشکار می‌سازد که سرمایه‌گذاران چگونه رفتار می‌کنند و چطور ممکن است رفتارشان، بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار دهد (نوفیسینگر و کیم، ۲۰۰۸) و به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا پیام‌زنده چگونه می‌توان عقلائی رفتار کرد. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و نظریه‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی، می‌توانند بر قیمت‌داری‌های مالی تأثیرگذار باشد (بهاتا، ۲۰۰۹). مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می‌پردازد که چگونه مدیران اطلاعات را گردآوری، تعبیر و مورد پردازش قرار می‌دهند. به ویژه این حوزه از دانش بر روی پیش‌داوری‌های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می‌شود که مدل‌ها می‌توانند بر روی رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیمات شک‌ل دهند. این پیش‌داوری‌ها می‌توانند در فرآیند تصمیم‌گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین‌تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می‌آیند و به رفتار ما شکل می‌دهند (ریززی، ۲۰۰۸).

## ۲.۱. تورش‌های رفتاری

در رویکرد مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد موثرند، مورد بررسی قرار می‌گیرند. مطالعات مختلفی در زمینه انواع «تورش‌های رفتاری» قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چندین خطا قرار می‌گیرد (وانگ، ۲۰۱۵). از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه کانمن و تورسکی بودند که با مطرح نمودن تئوری انتظار، به بسط این دانش کمک چشمگیری نمودند، همچنین اشنايدر، ویس، بودسکو و توماس پژوهشگرانی بودند که با ارائه مقالات در زمینه مالی رفتاری نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات مالی دارا می‌باشند (فلاح پور و همکاران، ۲۰۱۱). به اعتقاد هورنزا (۲۰۱۴)، سوگیری‌های رفتاری در انسانها ناشی از دو دسته سوگیری‌های مبتنی بر ادراک و مبتنی بر احساس (سوگیری‌های ادراکی و احساسی) است که با شواهد تجربی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأیید شده است. این سوگیریها نه تنها تصمیم‌های سرمایه‌گذاران عادی؛ فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، مدیران صندوقهای سرمایه‌گذاری، تحلیلگران و مشاوران مالی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد (برایهان و همکاران، ۲۰۱۴).

## ۱.۲.۱. سوگیریهای شناختی

سوگیری شناختی هر نوع خطایی است که در نتیجه تجزیه و تحلیل یک تصمیم امکان رخ دادن آن بوده و ناشی از ضعف در استدلال و اطلاعات است و با آموزش و مشاوره قابل مدیریت کردن میباشد. از سوی دیگر، دانش مالی، توانایی قضاوت آگاهانه و تصمیم‌گیریهای موثر در مورد استفاده و مدیریت پول را گویند (پمپین، ۲۰۱۲؛ کیهیان، ۲۰۱۲). به این نوع سوگیری، سوگیری مبتنی بر باورها نیز میگویند (بودایی، ۲۰۱۱). سوگیری شناختی، در فرآیند شناخت انسان اثر نامطلوب گذاشته و شناخت را دچار خدشه می‌کند. آشنایی سرمایه‌گذاران با این سوگیریها، در هنگام قضاوت برای سرمایه‌گذاران، به آنها کمک می‌کند که در دام این سوگیریها قرار نرفته و دچار عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیم‌گیریهای نشوند (ایبرت، ۲۰۱۵). رایج‌ترین سوگیریهای شناختی، که به آنها پرداخته شده، عبارتند از: اعتماد بیش از حد؛ افراد در مورد توانایی‌هایی از جمله؛ قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق نموده، خود را بیش از حد واقع، باهوش می‌پندارند. هر چقدر میزان تخصص افزایش یابد، افراد به میزان بیشتری در معرض این سوگیری قرار خواهند گرفت (آرمیستد، ۲۰۱۴؛ بیکر و نافسینگر، ۲۰۱۰).

اتکاء و تعدیل: سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر این سوگیری قرار می‌گیرند، اغلب تحت تأثیر قیمت خرید و یا شاخص قیمت بر پایه ترجیحات فردی و نه ضابطه‌ای روشن، اقدام کرده و به نقاطی ترجیحی اتکاء می‌کنند. در حالی که سرمایه‌گذاران عقلائی با اطلاعات جدید، واقع‌گرایانه برخورد کرده و قیمتهای خاصی را مبنای تصمیم‌گیری خود قرار نمی‌دهند (چانگ، چو و یه، ۲۰۱۶؛ هائو، چو، هو و کو، ۲۰۱۶).



نماینده‌گی: زمانی که سرمایه‌گذاران با شرایطی متفاوت نسبت به مفروضات پیشین خود مواجه میشوند، تلاش می‌کنند تا بر مبنای تجربیات شخصی خود، پدیده‌ها را طبقه‌بندی نموده و بر همان مبنای اقدام نمایند (لاوریک<sup>۴۰</sup>، ۲۰۰۸؛ رهنمای رود پستی و همکاران، ۱۳۸۷).  
 ناهماهنگی شناختی: وقتی سرمایه‌گذاران در موقعیت انتخاب یک گزینه از میان چند گزینه سرمایه‌گذاری، قرار گرفته و نوعی تعارض در تصمیم‌گیری بروز کند، که ریشه در وابستگی احساسی فرد داشته باشد، اغلب افراد تلاش می‌کنند از موقعیتهای ناسازگار پرهیز کنند (پمپین<sup>۴۱</sup>، ۲۰۱۲).

قابلیت دسترسی: سرمایه‌گذاران در مواجهه با موضوعات مختلف، تصمیمات خود را بر اساس اطلاعات در دسترس اتخاذ می‌کنند. شرایط، علاقمندیها، تجارب و ویژگی‌های فردی در انتخاب این اطلاعات و تجزیه و تحلیل آن تاثیرگذار است. بنابراین تصمیمات سرمایه‌گذاران، بازتابی از ویژگیهای رفتاری آنها خواهد بود (جونز<sup>۴۲</sup>، ۲۰۱۲؛ لیو<sup>۴۳</sup>، ۲۰۱۴ و فرناندز<sup>۴۴</sup>، ۲۰۰۷).

خودساندایی: این سوگیری به تئوری اسناد اشاره دارد. به این ترتیب که افراد تمایل دارند موفقیت‌های خود را به عوامل درونی و ذاتی مانند توانمندیهای خود و شکست‌هایشان را کوچک دانسته و به عوامل بیرونی مانند کوتاهی کردن دیگران نسبت دهند (درامس<sup>۴۵</sup>، ۲۰۰۹).  
 توهم کنترل: در این سوگیری، سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند که می‌توانند پیامدها را کنترل نموده، یا حداقل بر آنها تاثیر بگذارند، در حالی که واقعا این گونه نیست. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران، حاضر به پذیرش ریسک فوق‌العاده بوده که در نهایت بازده آنها به شدت کاهش خواهد یافت (راجوپلان و همکاران<sup>۴۶</sup>، ۲۰۱۵؛ سعیدی و همکار، ۱۳۹۰).

محافظه‌گرایی: نوعی فرآیند ذهنی که موجب میشود سرمایه‌گذاران به پیش بینی‌های خود اعتماد کرده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد مورد لزوم به آنها واکنش نشان دهند. این نوع سوگیری موجب میشود سرمایه‌گذاران هنگام مواجهه با اطلاعات جدید، غیرمنعطف رفتار کنند (ارمیستد<sup>۴۷</sup>، ۲۰۱۴؛ بودایی<sup>۴۸</sup>، ۲۰۱۱؛ چافی و مدیوب، ۲۰۱۴). بنابراین سرمایه‌گذارانی که دچار این سوگیری میشوند به دلیل عدم سرعت در واکنش مناسب، اصطلاحاً همواره از بازار عقب هستند. چنین واکنشی، موجب تحمل زیان و از دست دادن فرصتهای سودآور میشود (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰، به زعم پمپین<sup>۴۹</sup>، ۲۰۱۲).

ابهام‌گریزی: سرمایه‌گذاران در مواجهه با احتمالات نامعلوم، تمایلی به پذیرش ریسک ندارند. بنابراین سرمایه‌گذاران به سوی بورسهای داخلی سوق داده میشوند (باندی<sup>۵۰</sup>، ۲۰۰۵؛ جانگ<sup>۵۱</sup>، ۲۰۱۲؛ روپادریشنی<sup>۵۲</sup>، ۲۰۱۴ و هان<sup>۵۳</sup>، ۲۰۱۳).  
 حسابداری ذهنی: تمایل افراد به کدگذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آنها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی جهت تسهیل فرآیند تصمیم‌گیری است. که سرمایه‌گذاران را به سمت تشکیل پرتفوی‌های لایه‌ای (طبقه‌ای) و هرمی شکل می‌کشاند (بیکر و نافسینگر<sup>۵۴</sup>، ۲۰۰۲؛ تالر<sup>۵۵</sup>، ۲۰۱۵).

تأییدگرایی: نوعی ادراک‌گزینی بوده که بر ایده‌هایی تمرکز دارد و تأییدکننده باورهای سرمایه‌گذار است و در مقابل هر پدیده‌ای را که با نظرات وی مخالف باشد، بی‌اهمیت جلوه می‌دهد. بنابراین سرمایه‌گذاران، بر رویدادهایی که نتایج مورد نظر آنها را تقویت کند، بیش از حد تمرکز نموده و به آنچه که با آن در تضاد است، کمتر اهمیت می‌دهند (هاوارد<sup>۵۶</sup>، ۲۰۱۲).

رویدادگرایی: در این حالت، حتی رویدادهایی که پیش از وقوع، غیرقابل پیش‌بینی بوده‌اند، بعد از وقوع توسط افراد قابل پیش‌بینی تصور میشوند. این سوگیری اعتماد بیش از حد در خصوص توان و قدرت پیش‌بینی را نیز ایجاد می‌کند. از مشکلات عمده سوگیری رویدادگرایی، این است که سرمایه‌گذاران فرصت یادگیری بعد از اشتباه را از دست می‌دهند (جونز<sup>۵۷</sup>، ۲۰۱۲؛ سریش<sup>۵۸</sup>، ۲۰۱۳).

رویدادهای اخیر: سرمایه‌گذاران به نحو مشخصی بیشتر از رویدادهای گذشته، رویدادها و مشاهدات اخیر را به یاد آورده و بر آنها تمرکز می‌کنند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران، بر اساس حافظه کوتاهمدت ذهنی خود تصمیم گرفته و امیدوارند که تاریخ تکرار شود (وانگ<sup>۵۹</sup>، ۲۰۱۴؛ ودیان<sup>۶۰</sup>، ۲۰۰۸؛ هائو، چو، هو و کو<sup>۶۱</sup>، ۲۰۱۶).

شکل‌دهی: این سوگیری زمانی رخ می‌دهد که افراد بر یک یا دو جنبه از یک موقعیت به طور بسیار انحصاری تمرکز کرده و سایر جنبه‌های مهم آن را نادیده می‌گیرند (دیاچینکو<sup>۶۲</sup>، ۲۰۱۴؛ کیهیان<sup>۶۳</sup>، ۲۰۱۲).

اثر وضعی: تمایل سرمایه‌گذاران به شناسایی سود از طریق فروش سهام در وضعیت سود و تاخیر در شناسایی زیان را توصیف می‌کند. به عبارت دیگر زمانی که انتظار می‌رود یک سهم عملکرد مطلوبی در گذشته داشته است، سرمایه‌گذاران با این سوگیری مایل به فروش سهم برای شناسایی سود بوده و به همین دلیل حجم معاملات آن افزایش مییابد و بالعکس (تالر<sup>۶۴</sup>، ۲۰۱۵).

## ۲.۲.۱. سوگیریهای عاطفی

احساسات، بعد جدانشدنی انسان هستند که تصمیم‌گیریها را تحت تاثیر قرار می‌دهند. غالب شدن بر احساسات کار دشواری است، البته عواطف ودیعه الهی است که گاهی نیز راه‌حلهای مطلوبی را ارائه می‌دهند. سوگیری‌های عاطفی، ناشی از احساسات و عواطف هستند که





به راحتی قابل مدیریت کردن نیستند. صاحبانظران مالی رفتاری به سوگیریهای عاطفی، سوگیری بر مبنای ترجیحات نیز میگویند (بودایی<sup>۶۵</sup>، ۲۰۱۱؛ شلیفر، ۲۰۰۴؛ فرناندز<sup>۶۶</sup>، ۲۰۰۷؛ ویلیج<sup>۶۷</sup>، ۲۰۱۴). سوگیریهای عاطفی عبارتند از: داشته‌بینگری: افراد زمانی که حق مالکیت دارند، ارزش بیشتری در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آنها نیست، قائل میشوند. بنابراین اگر اوراق بهاداری به افراد به ارث برسد، برای آن اوراق ارزش زیادی قائل نیستند (تالر<sup>۶۸</sup>، ۲۰۱۵؛ سریش<sup>۶۹</sup>، ۲۰۱۳). خودکنترلی: این سوگیری را می‌توان تعارضی میان میل افراد به مبالغه کردن در مورد خود (بیش از حد روی خود حساب کردن) و ناتوانی آنها نیز توصیف کرد (دولین<sup>۷۰</sup>، ۲۰۱۴). خوشبینی: سرمایه‌گذاران تمایل دارند در مورد بازارها، اقتصاد و پتانسیل‌های عملکرد مطلوب سرمایه‌گذاری خود، بیش از اندازه خوشبین باشند. اغلب این سرمایه‌گذاران معتقدند که برای آنها سرمایه‌گذاری نامطلوب رخ نمی‌دهد، و فقط دیگران را متأثر خواهد کرد. چنین تفکری می‌تواند به پرتفوی آسیب برساند (چن<sup>۷۱</sup>، ۲۰۱۳؛ کبوی<sup>۷۲</sup>، ۲۰۱۴). زیان‌گریزی: سرمایه‌گذاران معتقدند امکان وقوع زیان، به طور متوسط دو برابر امکان کسب سودی به همان اندازه، در تصمیم سرمایه‌گذار موثر است. نتیجه این سوگیری، ریسک‌گریزی بیش از حد سرمایه‌گذاران خواهد بود. البته در عمل، عکس آنچه که سرمایه‌گذار می‌خواهد، محقق میشود. یعنی ریسک وی افزایش یافته در حالی که بازده در سطح پایین باقی مانده است (تالر<sup>۷۳</sup>، ۲۰۱۵). پشیمان‌گریزی: در این وضعیت سرمایه‌گذاران نسبت به موقعیتهای سرمایه‌گذاری زیانده خود تا مدت‌ها وفادار باقی میمانند تا به این وسیله از پذیرش اشتباهات و تحقق زیان پرهیز کنند (شیلر<sup>۷۴</sup>، ۲۰۱۵). حفظ وضع موجود: سرمایه‌گذاران ترغیب میشوند تا چیدمان بدیلهای انتخاب را به گونه‌ای انجام دهند تا منجر به انتخابی شود که شرایط فعلی (وضع موجود) را تأیید کند. به عبارت دیگر این سوگیری در سرمایه‌گذارانی بیشتر مشاهده می‌شود که ترجیح می‌دهند شرایط نسبتاً ثابت باقی مانده و تغییر نکند، مانند اصل اینرسی (باندوری<sup>۷۵</sup>، ۲۰۰۵؛ چانگ<sup>۷۶</sup>، ۲۰۱۵).

### ۳.۱. آمیخته بازاریابی مالی

آمیخته بازاریابی مالی شامل تمامی متغیرهایی است که سازمان می‌تواند در ارتباط با بازار هدف و نیز برای ارضای تقاضای بازار، آن را کنترل کند. زمانی که گروه خاص مشتریان (بازار) مشخص شده و مورد تحلیلی قرار گرفته باشند، سازمان می‌تواند به طور مستقیم فعالیت‌های خود را در جهت برطرف کردن نیازهای بازار به شکلی سودمند آغاز کند. مدیران بازار هنگام بحث در باره استراتژی‌هایی که برای بازاریابی کالاهای ساخته شده به کار می‌رود، معمولاً به چهار عنصر استراتژیک؛ یعنی محصول، قیمت، کانال‌های توزیع و روش‌های پیشبرد فروش اشاره می‌کنند. علاوه بر چهار عنصر مذکور، عناصر استراتژیک دیگری نیز در زمینه خدمات می‌توانند مورد توجه قرار گیرند. برای رسیدن به این منظور، ایشان الگوی آمیخته بازاریابی خدمات متشکل از هفت متغیر تصمیم‌گیری را مطرح ساختند (باتن و مکمانوس<sup>۷۷</sup>، ۱۹۹۹). انصاری رنانی و ناصحی فر در تحقیقی در سال ۱۳۸۶ با توجه به اهمیت و کاربرد بازاریابی خدمات مالی<sup>۷۸</sup> در توسعه معاملات بورس اوراق بهادار، به بررسی این موضوع به روش پیمایشی پرداخته و در مورد کاربرد مفاهیم، روش‌ها و مدل‌های بازاریابی خدمات مالی در بورس اوراق بهادار تهران بحث کرده‌اند و یافته‌های تحقیق شامل این موارد بود که: آمیخته بازاریابی معاملات خرده عبارتند از: افراد، فرآیند، مکان، ترویج، شواهد فیزیکی، و آمیخته‌های بازاریابی معاملات عمده هم عبارتند از: فرآیند، محصول، ترویج، افراد.

#### محصول:

لاولاک و رایت معتقدند که مدیران باید با توجه به منافع مورد انتظار مشتریان و نیز عملکرد کالاهای رقبا، ویژگی‌های محصول اصلی (اعم از کالای خدمات) و مجموعه اضافی خدمات آن را مشخص کنند. بنابراین، تمام اجزای عملکرد یک خدمت که برای مشتریان ارزش ایجاد می‌کند، عنصر کالا نامیده می‌شود. باتن و مکمانوس نیز معتقدند عامل محصول از آمیخته بازاریابی در خدمات به نوع و میزان خدماتی اشاره می‌کند که در محدوده خاصی از فعالیت خدماتی عرضه می‌شود. این عامل به هماهنگی خدمات با ابزار هدف توجه دارد و تقاضای بازار و موقعیت رقابتی کیفیت خدمات عرضه شده را تعیین می‌کند (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵).  
 قیمت و سایر هزینه‌ها:



قیمت عبارت است از هزینه های مختلفی که مشتریان برای استفاده از منافع یک محصول (خدمت) متحمل می شوند و شامل هزینه مالی و سایر هزینه های غیرمالی نظیر زمان، تلاش فکری، فیزیکی و نیز تجارب احساسی منفی می باشند.

#### مکان (موقعیت و توزیع):

از نظر لاولاک و رایت فاکتور زمان و مکان نیز مطرح شده است که برای ارائه عنصر محصول به مشتریان، باید در مورد مکان و زمان ارائه آن تصمیم گیری شود. این کار ممکن است با توجه به نوع خدمت ارائه شده، به کانال توزیع فیزیکی یا الکترونیکی نیاز داشته باشد. مؤسسات ممکن است خدمات خود را مستقیماً و یا از طریق سازمان های واسطه ارائه دهند. از نظر تن و مکانوس آمریکا، انگلیس و سوئیس در سطح کلان به لحاظ فعالیت های خدماتی در ردیف کشورهای هستند که بالاترین رتبه بین المللی را دارند. موقعیت جغرافیایی نقش مهمی در بخش خدمات ایفا می کنند. برای مثال؛ توان سنگاپور در تعمیر کشتی از موقعیت جغرافیایی این کشور در خطوط کشتی رانی بین کشورهای خاورمیانه و ژاپن تبعیت می کند. موقعیت جغرافیایی سوئیس در دو سوی مسیر تجارت اروپا ایجاد کننده موقعیت برای آن کشور در مورد بعضی از خدمات وابسته به تجارت است. شرایط زمانی نیز همانند موقعیت کشور است. موقعیت لندن بین آمریکا و آسیا به وضعیت قانونی این شهر به عنوان مرکز تجاری و مالی کمک کرده است (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵).

#### ترقیع:

لاولاک و رایت ارتقا و آموزش را مطرح کرده اند و توضیح می دهند که هیچ برنامه بازاریابی بدون یک برنامه ارتباطی مؤثر که ارتقا و آموزش را فراهم کند، به نتیجه مطلوب نخواهد رسید. در بازاریابی خدمات، بخش عمده ای از ارتباطات، خصوصاً ارتباطات با مشتریان جدید، طبیعت آموختنی دارد. ممکن است ضرورت داشته باشد شرکت به آنها آموزش دهد که خدمات چه منافی برای آنها به همراه دارد، کجا و چه زمانی می توان آنه را به دست آورد و چگونه در فرآیندهای خدمات شرکت نمود. ارتباطات را می توان از طریق افرادی چون عاملین فروش و مربیان و یا از طریق رسانه هایی چون تلویزیون، رادیو، روزنامه ها، مجلات، تابلوهای تبلیغاتی، بروشورها و شبکه اینترنت ارائه نمود (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵).

#### عوامل فیزیکی:

به نظر لاولاک و رایت، نمای ساختمان ها، چشم اندازها، اتومبیل ها، مبلمان داخلی، تجهیزات، کارکنان سازمان، علائم، مطالب نوشته شده و دیگر نشانه های قابل رؤیت همگی شواهد محسوسه هستند که کیفیت خدمات یک سازمان را نشان می دهند (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵)

#### افراد:

لاولاک و رایت این مضمون را با نام دیگری مطرح کرده اند، آنها به جای واژه مشارکت، واژه افراد را انتخاب کرده و معتقدند بسیاری از خدمات به تعامل شخصی مستقیم بین مشتریان و کارکنان مؤسسه بستگی دارد مثلاً اصلاح در آرایشگاه و یا خوردن غذا در رستوران. طبیعت این روابط بر ادراک مشتری در مورد کیفیت خدمات تأثیر خواهد داشت. قضاوتی که مشتریان در مورد کیفیت خدمات ارائه شده انجام می دهند، اغلب اوقات به تشخیص آنها در مورد فرد ارائه کننده خدمت مربوط می شود. مؤسسات خدماتی موفق، تلاش های قابل توجهی را جهت استخدام، آموزش و انگیزش کل کارکنان خود به کار می گیرند و نه صرفاً کارکنانی که در تماس مستقیم با مشتریان هستند. روی سخن باتن و مکمانوس با افرادی است که در ارائه خدمات نقشی را ایفا می کنند. این افراد،

شامل کارکنان و سایر مشتریان می شوند. نگرش و طرز برخورد کارکنان بدون تردید می تواند در توفیق ارائه خدمات مؤثر باشد. رفتار کارکنان در امور خدمات باید به شکل جدی با مشتریان منطبق شود و در برخوردهای آنها مورد توجه قرار گیرد (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵).

#### فرآیند:

به نظر لاولاک و رایت، "فرآیند" نقش مهمی در بازاریابی خدمات دارد. به نظر آنها، ایجاد و ارائه عناصر کالا به مشتریان، مستلزم طراحی و اجرای فرآیند مناسب می باشد. فرآیند، نمایانگر روش و شکلی است که سیستم های ارائه کننده خدمات، کار خود را بر مبنای آن انجام می دهند. به نظر باتن و مکمانوس، هدف عمده بازاریابی مشخص کردن نیازها و کمبودهای مربوط به بازار است، به گونه ای که ممکن است خدمات برای برطرف کردن نیازها طراحی شوند. این هدف به ترتیب شامل طراحی فرآیند خدمات و چگونگی عرضه آن است. در نهایت، این مسئله نشان می دهد که چگونه برای فراهم کردن خدماتی منسجم و با کیفیت برای مشتری، همه عوامل آمیخته بازاریابی هماهنگ و منظم شده است. بی توجهی به فرآیند خدمات به از بین رفتن کیفیت خدمات منجر می شود. از کارمندان بخش فروش که بایستی بیشتر کار کنند، کارهایی نظیر نظارت بر موجودی، کار دفتری، نگهداری از قیمت فروش و بسیاری وظایف عملیاتی دیگر، نمی توان توقع عکس العملی دوستانه و غیر منفعل نسبت به مشتریان داشت. البته سیستم کاری نه تنها پاداشی در مقابل چنین کاری نمی دهد، بلکه



اصولاً اجازه انجام چنین کاری را نیز به کارمندان نخواهد داد. سرعت عمل، بدون اختلال در کیفیت، معیار اصلی در موفقیت است (لاولاک و رایت، ۱۳۸۵).

### ۳. پیشینه پژوهشی

مریکاس و همکارانش (۲۰۰۳) از راه مطالعه پیمایشی سعی کردند که عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی کنند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم، ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روان‌شناختی است. آن‌ها دریافته‌اند که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود (مریکاس و همکارانش، ۲۰۰۳).

کیم و نوفسینگر<sup>۸۰</sup> (۲۰۰۷)، در پژوهشی با عنوان مالی رفتاری در آسیا به شناسایی رفتار سرمایه‌گذار سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد آسیا به دلیل سطوح مختلف سرمایه‌داری مکان جالبی برای مطالعه مالی رفتاری است. سرما به‌گذار سرما به‌گذاران فردی در آسیا اغلب به عنوان یک قمارباز (بورس باز) انحصاری دیده می‌شوند. آس یایی‌ها بیشتر از فرهنگ‌های غربی از آری ب‌های شناختی رنج می‌برند و تمایل دارند مبتنی بر یک پارادایم جمع‌گرایی اجتماعی باشند؛ این جامعه جمع‌گرایی به اعتماد بیش از حد افراد منجر می‌شود که این خود یک اریب رفتاری است (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۷).

چانگ و همکاران<sup>۸۱</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی تعداد زیادی از شرکت‌های استرالیایی را انتخاب نموده و بررسی‌های آنان تأثیر احساس سرمایه‌گذاران بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت را اثبات کرد (چانگ و همکاران، ۲۰۰۷).

هنگلبراک و همکاران<sup>۸۲</sup> (۲۰۰۹)، در پژوهشی بین‌المللی نشان دادند شاخص گرایش احساسی به طور منفی در آمریکا و به طور مثبت در آلمان با بازده‌های آتی مرتبط است (هنگلبراک و همکاران، ۲۰۰۹).

گراندی و لی (۲۰۱۰)، دریافته‌اند، مدیرانی که حداکثر سازی ارزش سهام در کوتاه مدت را دنبال می‌کنند، سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهند تا احساس سرمایه‌گذاران را تحریک کنند (گراندی و لی، ۲۰۱۰).

دیویور و شنون (۲۰۱۰)، در مقاله خود با عنوان "اثر تمایلی و کاهش احتیاط و هوشیاری: شواهدی از تایلند در رابطه با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار شخصی" دریافته‌اند که توضیحات موجود در مورد تمایل سرمایه‌گذار بازار سهام در رابطه با "تکیه طولانی مدت و بیش از حد به سهام‌های در حال ضرر" چندان رضایت بخش نبوده چرا که آنها از هرگونه نقش پردازش اطلاعات کناره‌گیری می‌کنند. و به جای آن پیشنهاد کردند که اثر تمایلی یک نمونه خاص از کاهش احتیاط و هوشیاری است. سرمایه‌گذاران زمانی که تصمیماتی راجع به بازارهای رو به ضرر می‌گیرند توجه کمتری به اطلاعات و تجزیه تحلیل‌های جدید نشان می‌دهند و در واقع برای فروش آنها چندان عجله نمی‌کنند. و نتایج این فرضیه‌ها این است که (احتیاط و هوشیاری) در پی ضررها، کاهش می‌یابد (دیویور و شنون، ۲۰۱۰).

لی فوک لانگ (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران فردی، در جهت پیدا کردن ارتباط میان عوامل رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاری تلاش می‌کند، در نتایج به دست آمده مشخص شد متغیرهای نظریه ابتکاری تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای نظریه چشم‌انداز تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارند (لی فوک لانگ، ۲۰۱۱).

لائو و سینگ (۲۰۱۱)، رفتار توده وار در بازارهای سهام هند و چین را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن بوده است که رفتار توده وار در هر دو بازار وجود دارد و سطح و میزان این رفتار به شرایط بازار بستگی دارد. رفتار توده وار در بازار چین و زمان کساد بازار و زمانی که حجم معاملات بالاست، بیشتر می‌باشد. و از سوی دیگر در هند رفتار گله‌ای در زمان نوسانات شرایط بازار رخ می‌دهد. رفتار گله‌ای در زمان نوسانات بزرگ بازار در هر دو بازار، شایع تر است (لائو و سینگ، ۲۰۱۱).

مارتینز و همکارانش (۲۰۱۱)، در مقاله‌ای با عنوان "پشیمانی"، ناامیدی و اثر مالکیت" به این نتیجه رسیدند که اثر مالکیت یافتن این است که حداقل قیمت فروش یک کالای خاص بیش از حداکثر قیمت خرید است. احساسات روی اثر مالکیت تأثیرگذار است. احساسات منفی ناامیدی و پشیمانی تأثیر مشخصی روی ارزیابی کالا دارد. و همچنین دریافته‌اند که القاء پشیمانی اثر مالکیت کلاسیک را حذف می‌کند درحالی که ناامیدی اثرات معکوس دارد. این یافته‌ها ضرورت رویکرد احساسات خاص برای درک آن اثرات روی تصمیم‌گیری را نشان می‌دهد (مارتینز و همکاران، ۲۰۱۱).



آدودا و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان رفتار و عملکرد مالی از سرمایه‌گذاران فردی در تجارت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کنیا، به برخی از اصول کلی رفتاری امور مالی از جمله: اعتماد بیش از حد، ناهماهنگی شناختی، نظریه تأسّف و تئوری چشم‌انداز پرداخته است و هدف، شناسایی رفتارهای فردی سرمایه‌گذار و تعیین عملکرد مالی بوده است. نتایج به دست آمده حاکی از رفتارها و عملکرد مالی متنوع از سرمایه‌گذاران فردی در معاملات سهام، شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار دارد. برخی از سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود را به نمایش گذاشته و در مقابل، برخی سرمایه‌گذاران رفتار غیرعقلانی و توده‌وار داشته‌اند (آدودا و همکاران، ۲۰۱۲).

چن (۲۰۱۳)، با بررسی شرکت‌های تایوانی در دوره‌های ۱ ساله بدین نتیجه دست یافت: حاکمیت شرکتی توانائی تعدیل اثرات نامطلوب احساسات سرمایه‌گذاران بر کارایی سرمایه‌گذاران را دارد (چن، ۲۰۱۳).

داکوستا و همکاران (۲۰۱۳)، در مقاله خود، با عنوان اثر تمایلی و تجربه سرمایه‌گذار، بررسی کردند که آیا تجربه، سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر تمایلی را کم کند یا خیر؟ یعنی این حقیقت که سرمایه‌گذاران سهامی در حال ضرر را بیشتر نگر می‌دارند تا سهام‌های در حال سود. نتیجه این شد که سرمایه‌گذاران مجرب‌تر، کمتر تحت تأثیر قرار می‌گیرند (داکوستا و همکاران، ۲۰۱۳).

اوبامویی (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نیجریه، به دنبال تعیین عوامل اصلی مؤثر در تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران و چگونگی ارتباط این عوامل با ویژگی‌های اجتماعی و اقتصادی سرمایه‌گذاران بوده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که پنج عامل بیشترین اثر را بر سرمایه‌گذاران دارند: عملکرد گذشته سهام، تقسیم سهام، افزایش سرمایه، سیاست تقسیم سود، روند درآمد شرکت‌های بزرگ (اوبامویی، ۲۰۱۳).

کومار (۲۰۱۳) در مقاله‌ای با عنوان تأثیر رفتار مالی در تصمیمات و روش سرمایه‌گذاری، به بررسی و اهمیت مالی رفتاری و کاربرد آن در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و همچنین به برخی از روش‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران در سهام و اوراق قرضه در راستای کنترل موانع روانی خود پرداخته است (کومار، ۲۰۱۳).

نتایج پژوهش آنتونیس و همکاران (۲۰۱۴) نشان داد: احساسات، تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارد؛ به گونه‌ای که تأثیر احساسات یکشنبه سرمایه‌گذاران در بازده سهام دوشنبه منعکس می‌شود. همچنین تأثیر احساسات بر بازده سهام، معمولاً در هفته‌های بعد خود را نشان می‌دهد و احساسات منفی باعث افزایش در حجم معاملات و تغییرات بازده سهام می‌شود (آنتونیس و همکاران، ۲۰۱۴).

کنگا (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای به بررسی عوامل رفتاری مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار کلمبو پرداخته است که مشخص شد چهار عامل رفتاری تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار کلمبو شامل اثر توده‌وار، نظریه‌های ابتکارات، چشم‌انداز و عوامل بازار است (کنگا، ۲۰۱۴).

یویگار و تاس<sup>۹۵</sup> (۲۰۱۴)، دریافتند احساسات سرمایه‌گذاران اثرات متفاوتی در صنایع مختلف دارد، به گونه‌ای که یک تغییر در احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیت بر تغییرات شاخص سهام صنایع بانکداری، مواد غذایی و آشامیدنی در مقایسه با صنایع خرده‌فروشی و مخابرات دارد (یویگار و تاس، ۲۰۱۴).

اسمالز (۲۰۱۴)، بیان می‌کند بین اخبار احساساتی انباشته و تغییر در شاخص سهام رابطه منفی بااهمیتی وجود دارد (اسمالز، ۲۰۱۴). یائو و همکارانش<sup>۹۷</sup> (۲۰۱۴)، با بررسی رفتار توده وار سرمایه‌گذار بازار بورس چین به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران سطوح مختلفی از رفتار توده وار را از خود نشان داده‌اند. رفتار توده وار در سطوح صنعت رایج تر و برای بزرگترین و کوچکترین سهام‌ها و همچنین برای سهام رشدی ۰۴ نسبت به سهام ارزشی قوی تر است. رفتار توده وار در بازارهای کساد مشهود تر است. در بازه‌ی مورد مطالعه، رفتار توده وار در طی زمان کاهش یافته است (یائو و همکارانش، ۲۰۱۴).

لیستون (۲۰۱۶) در پژوهش خود دریافت که گرایشهای احساسی فردی و ساختار یافته سرمایه‌گذاران اثر مهمی بر بازده سهام دارد (لیستون، ۲۰۱۶).

علیپور و شریف (۱۳۹۰) تحقیق با عنوان بازاریابی مالی و کاربرد آن در عرضه سهام اصل صدر ۴۴ قانون اساسی از طریق بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که در دوره مورد بررسی سیستم بازاریابی رایج در شرکت‌های کارگزاری سیستم سنتی، بدون توجه به معیارهای مدرن بازاریابی مالی در زمین‌های اطلا‌ع‌رسانی و تعیین قیمت سهام، خدمات الکترونیکی تحت وب خرید و فروش سهام، خدمات تحلیل گری مالی و تشویق شرکت‌های بزرگ در ورود به بورس است.

شریف و همکاران (۱۳۹۵) تحقیقی با عنوان آمیخته "بازاریابی مالی V P در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که جنس بازاریابی مالی در بورس اوراق بهادار با جنس بازاریابی کالاهای واقعی در بازارهای کالا و خدمات متفاوت می‌

باشد. این نوع بازاریابی بیش از آنکه بر آمیخته‌های بازاریابی سنتی نظیر کالا، قیمت، بسته بندی، تبلیغات و پیشبرد و مکان و زمان عرضه کالا تمرکز نماید، بر اطلاع رسانی تمرکز دارد. در واقع آنچه در بازارهای مالی منجر به اخذ تصمیم می‌گردد، دسترسی سریع و آسان و جامع به اطلاعات و تجزیه و تحلیل آن است. این امر نه تنها منجر به تعیین صحیح قیمت سهام و سایر اوراق بهادار توسط فعالان بازار شده به نزدیک شدن قیمت سهام به ارزش ذاتی آن کمک می‌نماید. این مهم به کارایی بازار سرمایه در کشور نیز کمک می‌کند. ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵)، در تحقیق خود نتیجه‌گیری نمودند که متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به همراه متغیرهای کنترلی می‌تواند تأثیر بااهمیتی بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشد.

#### ۴. سوالات تحقیق

آمیخته بازاریابی مالی (V) بر رابطه تورشهای شناختی و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر دارد؟  
آمیخته بازاریابی مالی (V) بر رابطه تورشهای عاطفی و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر دارد؟

#### ۵. روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی است، زیرا به بررسی روابط متغیرها در بازار اوراق بهادار پرداخته و در جهت تبیین روابط و ارائه پیشنهاداتی جهت ارتقاء کارایی بازاریابی می‌باشد. هم‌چنین از نظر روش تحقیق از نوع توصیفی و همبستگی می‌باشد. جامعه آماری در این مرحله، سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بودند. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرآیند نمونه‌گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس انجام شد. با توجه به این مسئله که جامعه آماری پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بوده، در نتیجه جامعه آماری نامحدود و لذا در این پژوهش از فرمول کوکران (جامعه نامحدود) برای نمونه‌گیری استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$n = \frac{z_a^2 \times p \times q}{d^2}$$

رابطه (۲)

$$n = \frac{(1.96)^2 \times 0.5 \times 0.5}{(0.05)^2} = 384$$

بر اساس فرمول نمونه‌گیری فوق، تعداد نمونه‌ها را ۳۸۴ نفر برای سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد. اما برای رفع اثرات پرسشنامه‌های ناقص و گم شده به میزان ۱۰ درصد حجم نمونه اضافه گردید که بر این اساس ۴۲۲ پرسشنامه بین جامعه نمونه توزیع که از این تعداد ۳۹۷ پرسشنامه برگشت داده شد که با حذف پرسشنامه‌های ناقص در نهایت ۳۹۱ پرسشنامه جهت تجزیه و تحلیل آماری استفاده گردید. برای تعیین پایایی از روش آلفای کرونباخ استفاده شد. نتایج پایایی و روایی در جدول زیر آمده است:

جدول (۱) روایی و پایایی پرسشنامه و متغیرها

مفهوم	کویه	بارعاملی	KMO	بارتلت	a کرونباخ
خطای اطمینان بیش از حد	Q۱	۰/۶۱	۰/۷۵۰	۰/۰۰۰	۰/۸۴۰
	Q۲	۰/۵۶		۰/۰۰۰	
خطای تأیید و تصدیق	Q۳	۰/۵۵	۰/۷۸۵	۰/۰۰۰	۰/۷۶۹
	Q۴	۰/۵۵		۰/۰۰۰	
خطای نمایندگی	Q۵	۰/۵۲	۰/۶۷۶	۰/۰۰۰	۰/۸۵۵
	Q۶	۰/۶۲		۰/۰۰۰	
خطای دسترسی	Q۷	۰/۶۶	۰/۶۷۹	۰/۰۰۰	۰/۸۰۳
	Q۸	۰/۷۵		۰/۰۰۰	
خطای خود اسنادی	Q۹	۰/۵۴	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۴۲
	Q۱۰	۰/۵۵		۰/۰۰۰	
خطای محافظه کاری	Q۱۱	۰/۷۵	۰/۶۵۵	۰/۰۰۰	۰/۷۵۲



	-/۰۰۰		-/۶۱	Q۱۲		تورشهای شناختی
-/۸۴۰	-/۰۰۰	-/۷۹۸	-/۴۴	Q۱۳	خطای ابهام گریزی	
	-/۰۰۰		-/۴۹	Q۱۴		
-/۸۱۳	-/۰۰۰	-/۶۷۹	-/۴۳	Q۱۵	خطای حسابداری ذهنی	
	-/۰۰۰		-/۴۰	Q۱۶		
-/۷۶۶	-/۰۰۰	-/۶۶۱	-/۳۹	Q۱۷	خطای تکیه کردن و سازش	
	-/۰۰۰		-/۶۵	Q۱۸		
-/۸۱۸	-/۰۰۰	-/۵۰۰	-/۶۷	Q۱۹	خطای شکل یا چهارچوب گرای	
	-/۰۰۰		-/۶۹	Q۲۰		
-/۷۴۶	-/۰۰۰	-/۷۵۰	-/۶۴	Q۲۱	خطای خود کنترلی	
	-/۰۰۰		-/۴۳	Q۲۲		
-/۷۵۱	-/۰۰۰	-/۵۸۹	-/۶۹	Q۲۳	خطای خوش بینی و بدبینی	تورشهای عاطفی
	-/۰۰۰		-/۷۴	Q۲۴		
-/۸۰۵	-/۰۰۰	-/۷۰۶	-/۶۵	Q۲۵	خطای پشیمان گریزی	
	-/۰۰۰		-/۷۰	Q۲۶		
-/۷۰۲	-/۰۰۰	-/۵۰۰	-/۵۹	Q۲۷	خطای ضرر و زیان گریزی	
	-/۰۰۰		-/۵۲	Q۲۸		
-/۷۴۷	-/۰۰۰	-/۵۰۰	-/۴۵	Q۲۹	تصمیم گیری	رفقار سرمایه گذاران
	-/۰۰۰		-/۳۹	Q۳۰		
	-/۰۰۰		-/۲۴	Q۳۱		
	-/۰۰۰		-/۷۰	Q۳۲		
-/۸۵۳	-/۰۰۰	-/۸۴۶	-/۸۲	Q۳۳	قیمت	
	-/۰۰۰		-/۷۰	Q۳۴		
-/۷۳۰	-/۰۰۰	-/۸۰۱	-/۸۱	Q۳۵	افراد	آمیخته بارایابی مالی
	-/۰۰۰		-/۸۴	Q۳۶		
	-/۰۰۰		-/۵۹	Q۳۷		
-/۸۴۶	-/۰۰۰	-/۷۲۸	-/۸۱	Q۳۸	کانالهای توزیع	
	-/۰۰۰		-/۷۸	Q۳۹		
-/۸۱۴	-/۰۰۰	-/۸۵۹	-/۷۳	Q۴۱	محصول	
	-/۰۰۰		-/۶۷	Q۴۲		
	-/۰۰۰		-/۷۷	Q۴۳		
-/۸۹۲	-/۰۰۰	-/۷۹۲	-/۵۵	Q۴۴	شواهد فیزیکی	آمیخته بارایابی مالی
	-/۰۰۰		-/۸۱	Q۴۵		
	-/۰۰۰		-/۷۰	Q۴۶		
-/۷۳۱	-/۰۰۰	-/۶۵۰	-/۷۹	Q۴۷	فرآیندها	
	-/۰۰۰		-/۸۲	Q۴۸		
	-/۰۰۰		-/۵۹	Q۴۹		
-/۹۰۱	-/۰۰۰	-/۸۱۱	-/۸۱	Q۵۰	ترفیع و ارتقاء	
	-/۰۰۰		-/۸۲	Q۵۱		
	-/۰۰۰		-/۸۰	Q۵۲		

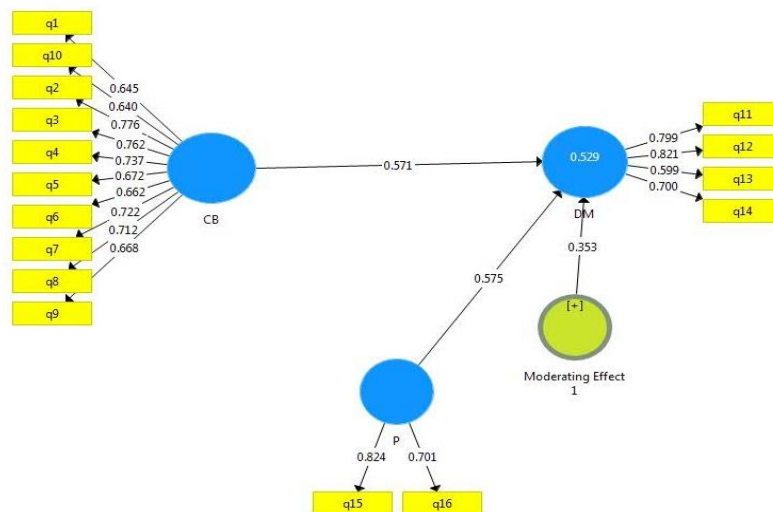
در این قسمت، با توجه به عدد معناداری آزمون بارتلت ( $p < 0/05$ ) و اعداد مربوط به واریانس تبیین شده، گفتنی است پرسشنامه، روایی مناسبی دارد؛ همچنین آلفای کرونباخ در تمام موارد از میزان استاندارد تعیین شده (هفت دهم) بیشتر است که نشان دهنده پایایی زیاد پرسش ها است.

## ۶. برآورد مدل و تحلیل نتایج

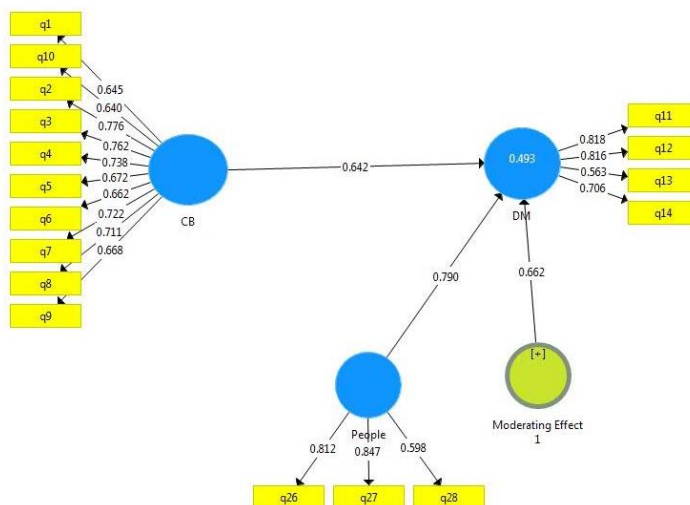
مدل معادلات ساختاری یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه هایی درباره روابط بین متغیرهای اندازه گیری شده و متغیرهای مکنون است. مدل سازی معادلات ساختاری در ابتدا مشخص می کند که چگونه متغیر یا سازه ی فرضی پنهان وابسته است یا چگونه توسط

متغیر قابل مشاهده نشان داده می‌شود، دوم اینکه خواص اندازه‌گیری متغیرهای مشاهده شده را توصیف می‌کند. مدل‌سازی معادلات ساختاری اثرات علی در میان متغیرهای پنهان را توصیف می‌کند و واریانس توضیح داده شده یا غیرقابل توضیح را تعیین می‌کند (Yi- Hui, ۲۰۱۳). مدل‌سازی معادلات ساختاری یک روش آماری به منظور آزمون روابط علی با استفاده از ترکیبی از داده‌های آماری و فرضیات علی کیفی است. مدلسازی معادلات ساختاری یک روش آماری است که بر ایجاد رگرسیون چندگانه، ترکیب وادغام تحلیل مسیر و تحلیل عاملی مبتنی است؛ در واقع می‌توان از آن به تجزیه و تحلیل روابط پیچیده بین یک یا چند متغیر مستقل و یک یا تعداد بیشتری متغیر وابسته مورد استفاده قرار داد. مدل‌سازی معادلات ساختاری دو مدل تاییدی و اکتشافی را دربردارد. دو جزء اصلی در SEM شامل: مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری؛ مدل اندازه‌گیری به بررسی متغیرهای پنهان و شاخص‌های آن می‌پردازد، در واقع مدل اندازه‌گیری یک مدل تحلیل عاملی تاییدی<sup>۹۹</sup> است که در آن کوواریانس بین هر جفت از متغیرهای پنهان ممکن را اندازه‌گیری می‌کند. از سوی دیگر، مدل ساختاری آن وابستگی بالقوه علی بین متغیرهای درون‌زا و برون‌زا را نشان می‌دهد؛ مدل ساختاری آن شامل مجموعه‌ای از متغیرهای بیرونی و درونی، همراه با برقراری اثرات مستقیم آنها (ضریب مسیر) و هر همبستگی بین متغیرهای بیرون‌زا یا شاخص‌ها برای متغیرها است (Kaynak et.al, ۲۰۱۵). در ادامه خروجی‌های نرم افزار SmartPLS که نمایانگر بار عاملی هر متغیر که نشان دهنده میزان تاثیر با اطمینان ۹۵٪ می‌باشد، نشان داده شده است:

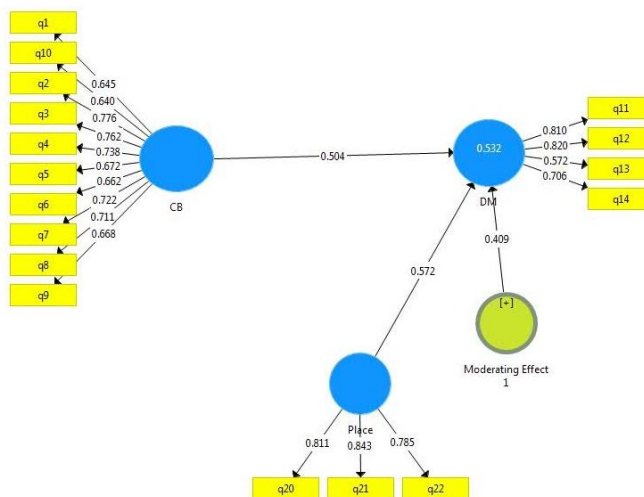
در ابتدا تاثیر آمیخته بازاریابی مالی بر رابطه تورشهای شناختی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بررسی می‌شود و سپس تورشهای عاطفی مورد مذاقه قرار می‌گیرد:



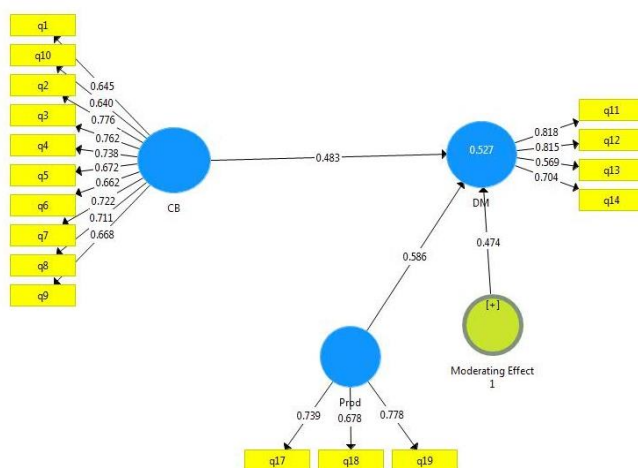
شکل (۱) اثر تعدیلگری قیمت و تورشهای شناختی



شکل (۲) اثر تعدیلگری افراد و تورشهای شناختی

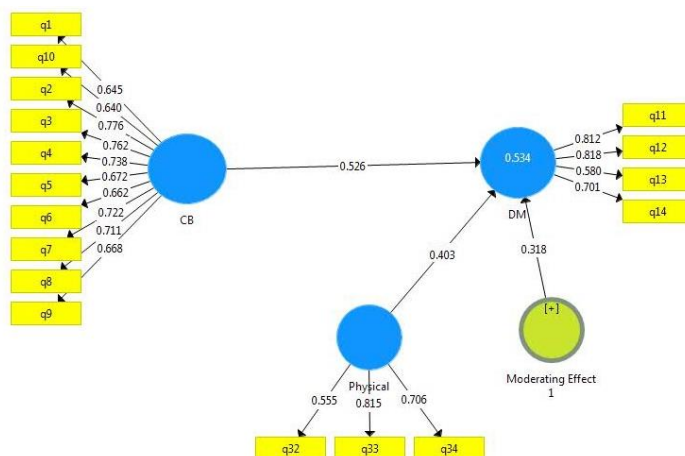


شکل (۳) اثر تعدیلگری کانال توزیع و تورشهای شناختی

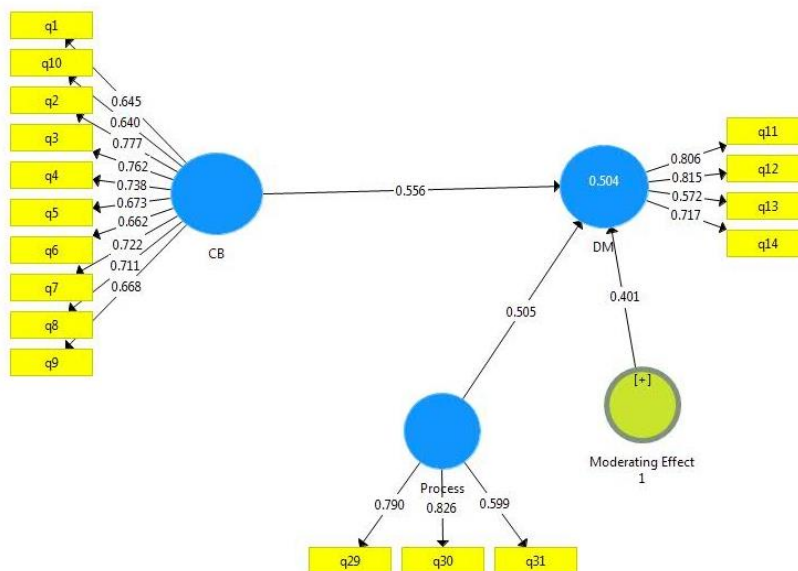


شکل (۴) اثر تعدیلگری محصول و تورشهای شناختی

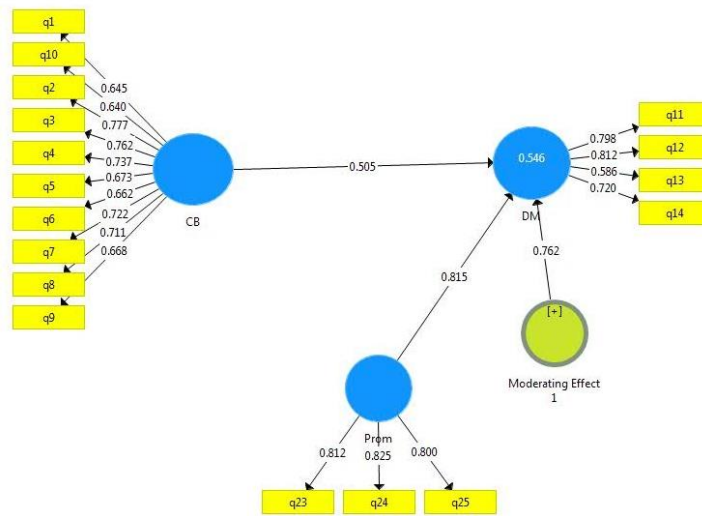




شکل (۵) اثر تعدیلگری شواهد فیزیکی و تورشهای شناختی

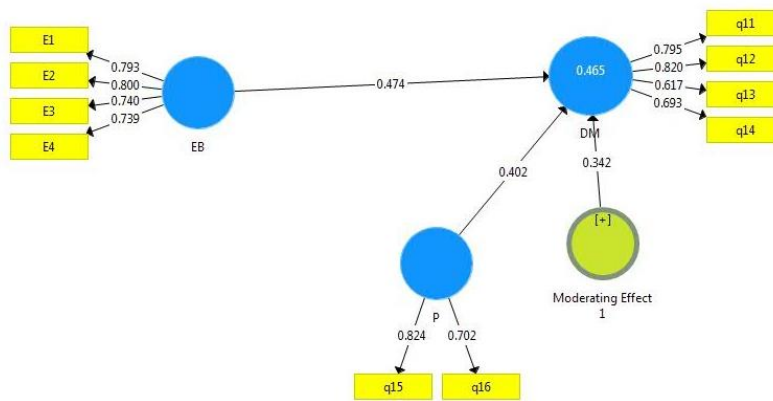


شکل (۶) اثر تعدیلگری فرآیندها و تورشهای شناختی

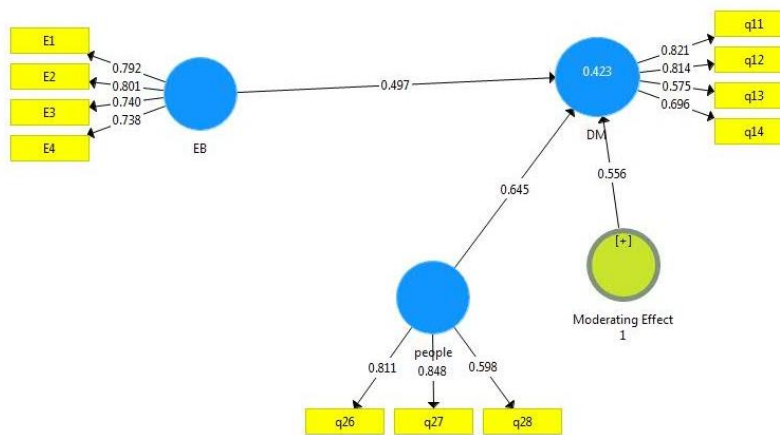


شکل (۷) اثر تعدیلگری ترفیع و ارتقاء

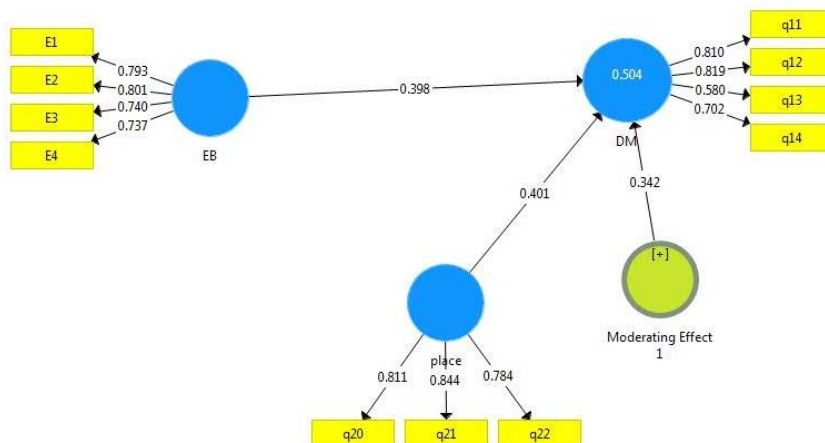
نتایج به دست آمده از تحلیل داده ها حاکی از آن است که تمامی اجزای آمیخته بازاریابی مالی بر رابطه بین تورشها (شناختی) موثر هستند.



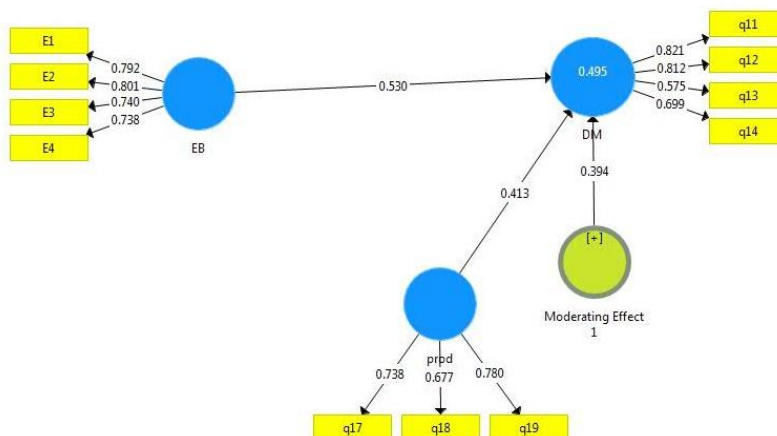
شکل (۸) اثر تعدیلگری قیمت و تورش عاطفی



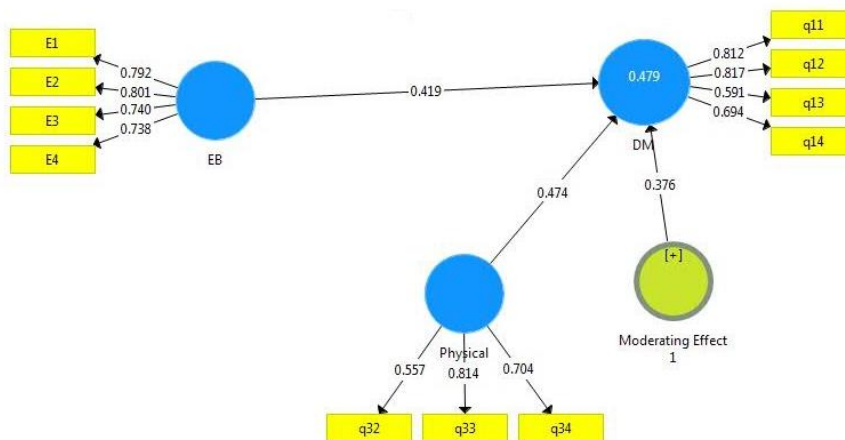
شکل (۹) اثر تعدیلگری افراد و تورش عاطفی



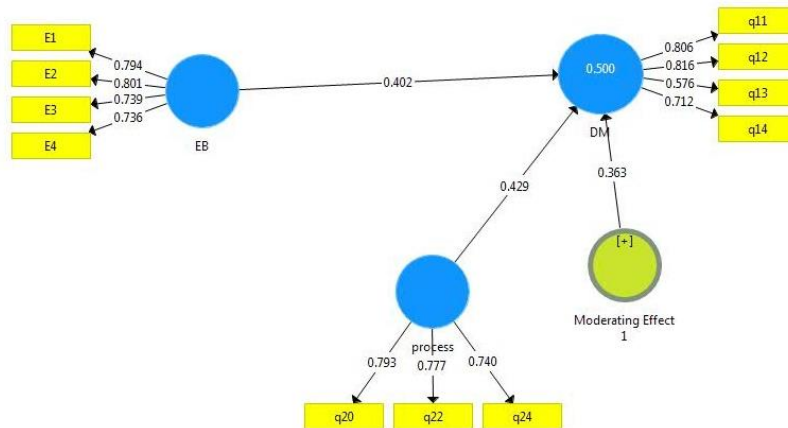
شکل (۱۰) اثر تعدیلگری کانالهای توزیع و تورش عاطفی



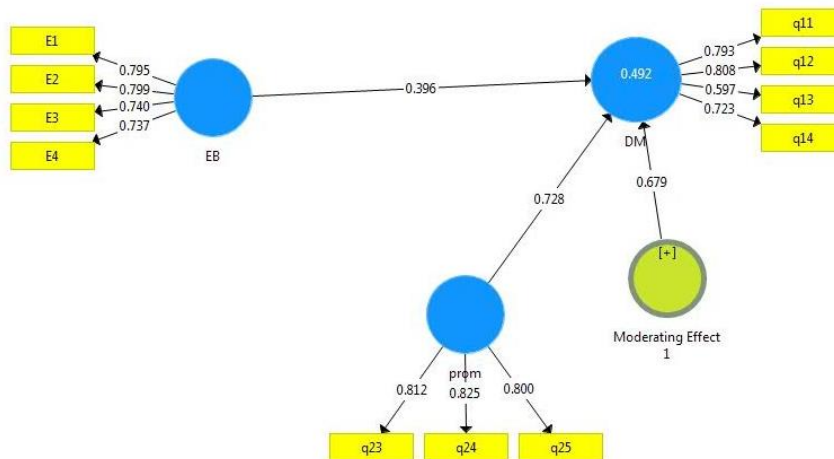
شکل (۱۱) اثر تعدیلگری محصول و تورش عاطفی



شکل (۱۲) اثر تعدیلگری شواهد فیزیکی و تورش عاطفی



شکل (۱۳) اثر تعدیلگری فرآیندها و تورش عاطفی



شکل (۱۴) اثر تعدیلگری ترفیع و ارتقاء و تورش عاطفی

### ۷. برآزش مدل

در تکنیک PLS مانند مدل‌یابی معادلات ساختاری با لیزرل و اموس شاخص‌های زیادی برای برآزش مدل وجود ندارد. در تکنیک حداقل مجذورات جزئی بطور معمول از سه شاخص ضریب تعیین ( $R^2$ )، شاخص  $Q^2$  و آماره GOF استفاده می‌شود.

#### ضریب تعیین

ضریب تعیین ( $R^2$ ) معیاری است که بیانگر میزان تغییرات هر یک از متغیرهای وابسته مدل است که به وسیله متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. مقدار  $R^2$  تنها برای متغیرهای درون‌زای مدل ارائه می‌شود و در مورد سازه‌های برون‌زا مقدار آن برابر صفر است. هرچه مقدار  $R^2$  مربوط به سازه‌های درون‌زای مدل بیشتر باشد، نشان از برآزش بهتر مدل است. چین (۱۹۹۸) سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ را به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای برآزش مدل معرفی کرده است.

#### شاخص $Q^2$

دومین شاخص برآزش مدل ساختاری، شاخص  $Q^2$  است. این معیار که توسط استون و گیسر (۱۹۷۵) معرفی شد، قدرت پیش‌بینی مدل در سازه‌های درون‌زا را مشخص می‌کند. به اعتقاد آن‌ها مدل‌هایی که دارای برآزش ساختاری قابل قبول هستند، باید قابلیت پیش‌بینی متغیرهای درون‌زای مدل را داشته باشند. بدین معنی که اگر در یک مدل، روابط بین سازه‌ها به درستی تعریف شده باشند، سازه‌ها تأثیر کافی بر یکدیگر گذاشته و از این راه فرضیه‌ها به درستی تأیید شوند. هنسلر و همکاران (۲۰۰۹) سه مقدار ۰/۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ را به عنوان قدرت پیش‌بینی کم، متوسط و قوی تعیین نموده‌اند.

#### شاخص GOF

مهمترین شاخص برازش مدل در تکنیک حداقل مجزورات جزئی شاخص GOF است. معیار GOF توسط تنهاوس و همکاران (۲۰۰۴) ابداع گردید و طبق رابطه ۲ محاسبه می‌شود. وتزلس و همکاران (۲۰۰۹) سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای Gof معرفی نموده‌اند. این شاخص با استفاده از میانگین هندسی شاخص  $R^2$  و میانگین شاخص‌های افزونگی قابل محاسبه است.

$$GoF = \sqrt{Communalities * R^2}$$

به باور تنهاوس و همکاران (۲۰۰۵) شاخص GOF در مدل PLS راه حلی عملی برای این مشکل بررسی برازش کلی مدل بوده و همانند شاخص‌های برازش در روش‌های مبتنی بر کوواریانس عمل می‌کند و از آن می‌توان برای بررسی اعتبار یا کیفیت مدل PLS به صورت کلی استفاده کرد. این شاخص نیز همانند شاخص‌های برازش مدل لیزرل عمل می‌کند و بین صفر تا یک قرار دارد و مقادیر نزدیک به یک نشانگر کیفیت مناسب مدل هستند. در جدول زیر نتایج این سه شاخص آورده شده است:

جدول (۲) نتایج شاخص‌های برازش مدل

GoF	Q <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	
۰,۵۵۹	۰,۳۱	۰,۵۲۹	قیمت و تورشهای شناختی
۰,۶۰۲	۰,۲۹	۰,۴۹۳	افراد و تورشهای شناختی
۰,۴۸۵	۰,۳۰	۰,۵۳۲	کانال توزیع و تورشهای شناختی
۰,۶۳۱	۰,۳۱	۰,۵۲۷	محصول و تورشهای شناختی
۰,۵۸۱	۰,۲۹	۰,۵۳۴	شواهد فیزیکی و تورشهای شناختی
۰,۶۹۳	۰,۲۴	۰,۵۰۴	فرآیندها و تورشهای شناختی
۰,۷۰۱	۰,۳۰	۰,۵۴۶	ترفیع و تورشهای شناختی
۰,۶۷۱	۰,۳۳	۰,۴۶۵	قیمت و تورشهای عاطفی
۰,۶۲۸	۰,۲۸	۰,۴۲۳	افراد و تورشهای عاطفی
۰,۵۲۱	۰,۲۶	۰,۵۰۴	کانال توزیع و تورشهای عاطفی
۰,۷۵۲	۰,۲۸	۰,۴۹۵	محصول و تورشهای عاطفی
۰,۶۹۲	۰,۳۱	۰,۴۷۹	شواهد فیزیکی و تورشهای عاطفی
۰,۶۸۹	۰,۳	۰,۵	فرآیندها و تورشهای عاطفی
۰,۷۰۵	۰,۲۹	۰,۴۹۲	ترفیع و تورشهای عاطفی

همانطور که مشاهده می‌شود مقادیر محاسبه شده برای این مدل تماماً در وضعیت مطلوب و مناسب می‌باشد که نشان از قدرت پیش‌بینی قوی مدل دارد.

### نتیجه‌گیری

با توجه به اینکه سوگیریهای شناختی-عاطفی در تصمیم‌گیری خود را نشان می‌دهند. و از سویی تصمیم‌گیری و انتخاب در سیستم اقتصادی؛ مهم‌ترین رکن آن سیستم قلمداد می‌شود، بنابراین تصمیمات روزانه‌ای که سرمایه‌گذاران در بازار سهام، اتخاذ می‌کنند، در نهایت روند حرکتی کل بازار را شکل داده و می‌توان نتیجه گرفت، کارآیی یا ناکارآیی بازار سهام متأثر از چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است (تانی، فانگ و اکیبال، ۲۰۱۷). وجود سوگیریهای شناختی-عاطفی در مجموع موجب می‌شود؛ سرمایه‌گذاران به پذیرش مطالب و پردازش موضوعات آسان (عقلانیت نسبی) گرایش پیدا کنند. سبد سهام با تنوع بسیار کم تشکیل شود (نتیجه پذیرش ریسک بیش از حد معمول و بازده پایین است). توهم کنترل بر رویدادها و تمرکز بر آنها که موجب تقویت سوگیری اعتماد بیش از حد می‌شود. عدم توجه به خطاها، فرصت‌یادگیری که از رسالت‌های بازار سرمایه است را در سرمایه‌گذار از بین می‌برد. عدم عکسالعمل مناسب و به موقع در زمان لازم برای انجام معاملات روی خواهد داد. ایجاد رفتارهای محافظه‌کارانه در سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت. نکته مهم در این است که سوگیریهای شناختی و عاطفی به سرمایه‌گذاران عام خلاصه نمی‌شود، حتی افراد مجرب و حرفه‌ای نیز در زمان تصمیم‌گیری



در سرمایه‌گذاری دچار این سوگیریها می‌شوند و رفتارهای غیرعقلایی بروز خواهد کرد. از عمده‌ترین پیامدهای کارایی بازار، بهره‌برداری از منابع موجود به شکل بهینه و مطلوب است. لذا بر اساس نتایج به دست آمده پیشنهاداتی بدین قرار ارائه می‌گردد:

افزایش و تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی<sup>۱۱</sup> در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را افزایش داده و بازار سرمایه ایران رونق می‌یابد. با متنوع کردن شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می‌یابد. قیمت‌گذاری منصفانه (قیمت‌های نزدیک به ارزش ذاتی) در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری وارد بورس اوراق بهادار تهران می‌شوند. با افزایش شفافیت در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته و بازار سرمایه ایران رونق می‌یابد. اطلاع‌رسانی و پیشبرد فروش از عوامل بسیار مهم گسترش فرهنگ سهامداری در راستای افزایش سرمایه‌گذاری در بورس می‌باشد. این عامل می‌تواند به شدت موثر واقع گردد و موجب رونق بازار سرمای ایران گردد. توسعه و افزایش کالاها، توسعه زیرساخت‌های فناوری اطلاعات، تسهیل دسترسی به کارگزاران از جمله مزایایی است که از طریق افزایش کانال‌های توزیع باعث افزایش سرمایه‌گذاری در بورس و رونق بازار سرمایه می‌شوند. تسهیل در ارائه خدمات و افزایش بهره‌وری از عوامل بسیار مهم مدیریت فرایندهای بورس در راستای افزایش سرمایه‌گذاری در بورس می‌باشد. اصلاح و تصویب دستورالعمل‌ها و قوانین در افزایش کیفیت خدمات تاثیر دارد، اعتقاد بر این است که با اصلاح و تصویب دستورالعمل‌ها و قوانین تسهیل کننده سرمایه‌گذاری، باعث افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. توسعه فرایند داد و ستد الکترونیک، افزایش کارایی از جمله مزایایی است که از طریق به کارگیری امکانات سخت افزاری و نرم افزاری در بورس به دست می‌آید. درک بهتر مخاطرات و فرصت‌های مالی، افزایش اطمینان به امنیت سرمایه‌گذاری، تشویق مردم به برنامه ریزی، پس انداز و سرمایه‌گذاری از جمله مزایایی است که از طریق افزایش آگاهی و آموزش مشتریان به دست می‌آید.

## منابع

- (۱) احمدی، موسی؛ یدالله زاده طبری، ناصرعلی و طبری، حنا (۱۳۸۹). تأثیر نوسانات تولیدی بخشهای اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی مطالعات کمی در مدیریت.
- (۲) اسلامی بیدگلی، غلامرضا، شهریاری، سارا، (۱۳۸۶). "بررسی و آزمون رفتاری توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸". بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹.
- (۳) انصاری رنانی، قاسم و ناصحی فر، وحید (۱۳۸۶). "الگوی کارآمد بازاریابی خدمات مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت، شماره ۵۶ صفحه ۱۲۳.
- (۴) پمپین، میشل ام، دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، ترجمه بدری، احمد، شرکت انتشارات. کیهان، چاپ اول، شهریور ۱۳۸۸.
- (۵) رهنمای رودپشتی، فریدون، ریاحی، حامد تاجمیر (۱۳۹۳). مدل‌سازی تأثیر تورش‌های رفتاری بر رکود بازار سرمایه براساس رویکرد تفسیری- ساختاری (ISM)، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، مقاله ۶، دوره ۵، شماره ۱۹، تابستان ۱۳۹۳، صفحه ۱۱۱-۱۳۰.
- (۶) رهنمای رودپشتی، فریدون؛ زندیه، وحید، (۱۳۹۱). مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی از تئوری تا عمل)، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، چاپ اول.
- (۷) ستایش، محمدحسین و کافا شمس‌الدینی، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۱، صص ۶۱۹-۶۷۱.
- (۸) سعیدی، علی. و فرهنگیان، سیدمحمد جواد. (۱۳۹۰). مبانی اقتصادی و مالی رفتاری، تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.



- ۹) سینایی، حسنعلی و داودی، عبدالله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، ۴۳ تا ۶۰.
- ۱۰) سید جلال صادقی شریف، مهرداد علیپور، مرجان عروجی (۱۳۹۵)، آمیخته بازاریابی مالی (۷p) در بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه علمی پژوهشی کاوشهای مدیریت بازرگانی، سال هشتم، صص ۲۳۳-۲۸۳.
- ۱۱) علیپور، صادق شریف (۱۳۸۹)، بازاریابی مالی و کاربرد آن در عرصه سهام صدر اصل ۴۴ قانون اساسی از طریق بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه علمی پژوهشی، چشم انداز مدیریت دانشگاه شهید بهشتی، شماره ۳۶.
- ۱۲) لاولاک، کریستوفر و رایت، لارن، (۱۳۸۵)، اصول و مدیریت بازاریابی خدمات، ترجمه بهمن فروزنده نشر آموخته، چاپ اول، اصفهان.
- ۱۳) نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، یزدانی، شهره. (۱۳۹۱). تاثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش، مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۳، ۶-۸۱.
- ۱۴) یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و رضازاده، مرتضی (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، سال دهم، شماره ۲ (پیاپی ۴۰).
- ۱۵) Aduda, J (2012), *The Behaviour and Financial Performance of Individual Investors in the Trading Shares of Companies Listed At the Nairobi Stock Exchange, Kenya, Journal of Finance and Investment Analysis, vol.1, no.3, :33-60.*
- ۱۶) Antonios, S., V. Evangelos, & V. Patrick. (2014). *Facebooks daily sentiment and international stock markets. Journal of Economic Behavior and Organization, 107(B), 730-743.*
- ۱۷) Armistead, N. (2014). *Comparative analysis of individual investor portfolios based on behavioral finance and efficient market theories. North central University. ProQuest.*
- ۱۸) Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). *Psychological biases of investors. Financial Services Review, 11(2), 97-116.*
- ۱۹) Baker, M., & Wurgler, J. (2007). *Investor sentiment and the cross-section of stock returns. Journal of Finance, 61 (4), 1645-1680.*
- ۲۰) Bechara, Jorge A., and Brian Knutson. (2009). *Dissociable neural representations of future reward magnitude and delay during temporal discounting. NeuroImage, Vol. 45, No. 1, pp. 143-150.*
- ۲۱) Bhandari, G. (2005). *Incorporating cognitive support in investment DSS. Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. Journal of political Economy, 992-1026.*
- ۲۲) Bhatta, M (2009), *Behavioral Finance A Discussion on Individual Investors' Biases, Management Accountant, 44(2), 138-149.*
- ۲۳) Bottem, Neil & Mc Manus, Hohn, *Competitive strategies for service organization (Macmillan press, 1999) pp.47, 49.*



- ۲۴) Boudaoui, A. (2011). *A Study of Behavioral Finance: Background, Theories and Application*. Master's Thesis, Sao Paulo University.
- ۲۵) Boussaidi R., (2013), "Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of the Tunisian Stock Market", *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 81, Pages 9-21.
- ۲۶) Broihanne, M. H., Merli, M., & Roger, P. (2014). Overconfidence, risk perception and the risk-taking behavior of finance professionals. *Finance Research Letters*. 11(2): 64-73.
- ۲۷) Chandra, A., & Ravinder, K. (2011). *Determinants of individual investor behavior: An orthogonal linear transformation approach*. Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi.
- ۲۸) Chang, C. C., Chao, C. H., & Yeh, J. H. (2016). The role of buy-side anchoring bias: Evidence from the real estate market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 34-58.
- ۲۹) Chang, C. H., & Lin, S. J. (2015). The effects of national culture and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets. *International Review of Economics & Finance*, 37, 380-392.
- ۳۰) Chang, X., L. H. K. Tam, T. J. Tan, & G. Wong. (2007). The real impact of stock market mispricing - Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(4), 388-408.
- ۳۱) Chen, J. Y. S., Basu, S., Byzalov, D., & Naveen, L. (2013). *Implications of Sticky Cost Behavior for Earnings Surprise and Market Reaction*. Temple University Libraries.
- ۳۲) Chen, W. J. (2013). *Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan*. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2): 101-126.
- ۳۳) Da Costa, Jr.; Goulart, M.; Cupertino, C.; Macedo, Jr.; Da Silva, S. (2013). "The Disposition Effect and Investor Experience", *Journal of Banking & Finance* 37(5), 1669-1770.
- ۳۴) Devlin, A. (2014). *The Effect of Behavioral Biases on Supply Chain Decisions*.
- ۳۵) DeWeaver, M. A. & Shannon, R. (2010). Waning vigilance and the disposition effect: Evidence from Thailand on individual investor decision making. *The Journal of Socio-Economics*, 39 (1): 18-23.
- ۳۶) Droms, C. M. (2009). *An Investigation into Consumers' Repeated Attempts at Behavior Change*. Theses and Dissertations.
- ۳۷) Duclos, R. (2015). The psychology of investment behavior: biasing financial decision-making one graph at a time. *Journal of Consumer Psychology*. 25 (2): 317-325.
- ۳۸) Dyachenko, T. L. (2014). *Bayesian Analysis for Studying Consumer Behavior* (Doctoral dissertation, The Ohio State University).
- ۳۹) Ebert, S. (2015). On skewed risks in economic models and experiments. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 112, 85-97.
- ۴۰) Fallahpour, Saeed, Abdollahi, Gholamreza (2011), "Identification and Weighting of Behavioral Biases of Investors in the Tehran Stock Exchange: AHP Fuzzy Approach", *Journal of Financial Research*, Vol. 13, No. 31, Spring & Summer 2011, Pages 120-99 .
- ۴۱) Farlin, J. D. (2006). *Antecedents and consequences of heuristic biases: Evidence from individual investors and small business owners*. Touro University International.

- ۴۲) Fernandes, J. L. B. (2007). *Risk Taking in Financial Markets: a Behavioral Perspective*. Unpublished PHD, University Carlos Madrid.
- ۴۳) Frankfurter, M.G., McGoun, G. and EAllen, D.E. (2004). *The Prescriptive Turn In Behavioral Finance*, *Journal of Socio-Economics*, 33 (3), 449–468.
- ۴۴) Grinblatt, M., and Han, B. (2005). «*Prospect Theory, Mental Mccounting, And Momentum*», *Journal of Financial Economics*, 78(3), 311–339.
- ۴۵) Grundy, B. D., & H. Li, (2010). *Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment*. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2439-2449. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.03.020>.
- ۴۶) Haj Aliyan, Mahnaz (2015), *Investigating the Impact of Investors Investment Pattern on Projections of Corporate Equity Returns in Tehran Stock Exchange*. University of Al-Zahra, Tehran, Master's thesis for financial management.
- ۴۷) Hao, Y., Chu, H. H., Ho, K. Y., & Ko, K. C. (2016). *The 52-week high and momentum in the Taiwan stock market: Anchoring or recency biases?*. *International Review of Economics & Finance*, 43, 121-138.
- ۴۸) Haugen, R. (2009). *The new finance*. 4th Edition. Prentice Hall Publishing.
- ۴۹) Hengelbrock, J., E. Theissen, & C. Westheide. (2009). *Market Response to Investor Sentiment*. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ۵۰) Hon, T. Y. (2013). *The Investment Behaviour of Small Investors in Stock Market: A Survey in Hong Kong*. *International Journal of Financial Management*, 3(3), 8.
- ۵۱) Howard, J. A. (2012). *Behavioral Finance: Contributions of Cognitive Psychology and Neuroscience to Decision Making*. *Journal of Organizational Psychology*, 12(2), 52-70.
- ۵۲) Jones, B. (2012). *Invited Editorial Comment: Behavioral Finance 2.0*. *The Journal of Portfolio Management*, 38(4), 1-2.
- ۵۳) Jung, H. W. (2012). *Essays on Financial Structure, Managerial Compensation and the Product Market*. ProQuest.
- ۵۴) Kabiawu, O. (2014). *Three essays in behavioral finance (Doctoral dissertation, RENSSELAER POLYTECHNIC INSTITUTE)*.
- ۵۵) Kaynak, R. Sert, T. Sert, G. Akyuz, B. (2015). “*Supply chain unethical behaviors and continuity of relationship: Using the PLS approach for testing moderation effects of inter-organizational justice*”. *Int. J. Production Economics*, Vol: 162, Pp: 83–91.
- ۵۶) Kehiaian, S. E. (2012). *Factors and behaviors that Influence Financial Literacy in U.S*. Master's Thesis, Nova Southeastern University.
- ۵۷) Kengatharan, L., Kengatharan, N (2014), *The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance*, *Asian Journal of Finance & Accounting* ISSN 1946-052X 2014, Vol. 7, No. 1.
- ۵۸) Kim, K. A., and Nofsinger, J. R, (2008). «*Behavioral finance in Asia*». *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(4), 1-7.



- ۵۹) Kumar, A. (2013), *Impact of behavioral finance in investment decisions and strategies a fresh approach*, *International Journal of Management Research and Business Strategy*, vol. 2, no.2, 85-92.
- ۶۰) Lao P., Singh H., (2011), "Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets", *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506.
- ۶۱) Li, Q., & T. Wang. (2010). *Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience*. *Nankai Business Review International*, 1 (2): 197-213.
- ۶۲) Liston, D. (2016). *Sin stock returns and investor sentiment*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- ۶۳) Liu, F. (2014). *Professional Financial Advice, Self-Control and Saving Behavior* (Doctoral dissertation, The Ohio State University).
- ۶۴) Liu, Y., Fan, Z., and Zhang, Y (2012), *Risk decision analysis in emergency response: A method based on cumulative prospect theory*, *Computers & Operations Research*, ۱۰, ۱۰۱۶/j.cor. ۲۰۱۲, ۰۸, ۰۰۸, ۷۵-۸۲.
- ۶۵) Lovric, M. (2011). *Behavioral Finance and Agent-Based Artificial Markets*. Unpublished PHD, University Rotterdam.
- ۶۶) Martinez L.F., Zeelenberg M., Rijsman J.B., (2011), "Regret, disappointment and the endowment effect", *Journal of Economic Psychology*, Volume 32, Issue 6, Pages 962-968.
- ۶۷) Masonson, L.N. (2007). *Behavioral Finance And Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account For Investor Biases*, 26(1), 1- 57.
- ۶۸) Merilkas, A. and Prasad, D. (2003). «Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange», paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado.
- ۶۹) Nelson, M., Evelyne, M. & Enrico, U. (2008) *The effects of behavioral factors in investment decision-making: A survey of institutional investors*. *International Journal of Business and Emerging Markets*. 1(1): 24-41.
- ۷۰) Obamuyi, T. (2013), *factors influencing investment decisions in capital market: a study of individual investors in Nigeria, organizations and markets in emerging economies* vol. 4, no. 1(۷), : ۱۴۱-۱۶۱.
- ۷۱) Pinheiro-Alves, Ricardo; Zambujal-Oliveira, João. (2012). *The Ease of Doing Business Index as a tool for investment location decisions*, *Economics Letters* 117, 66-70.
- ۷۲) Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and wealth management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, New Jersey.
- ۷۳) Raei, R., & Talangi, A. (2004). *Advanced Investment management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
- ۷۴) Raei, Reza, Fallahpour, Saeed (2004), "Behavioral Finance, A Different Approach in the Financial Field", *Financial Research*, No. 18, 107-106
- ۷۵) Rajagopalan, P., & Gurusamy, S. (2015). *Behavioural Biases and Perception of Retail Investors in Stock Market-An Empirical Approach*. *Sumedha Journal of Management*, 4(1), ۱۱۳-۱۴۰.

- ۷۶) Reb, J., (2008), "Regret aversion and decision process quality: Effects of regret salience on decision process carefulness", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Volume 105, Issue 2, Pages 169-182.
- ۷۷) Rizzi, J.V. (2008). *Behavioral basis of the financial crisis*. *Journal of Applied Finance*. 18 (۲): ۸۴-۹۶.
- ۷۸) Roopadarshini, S. (2014). *A Study on Implication of Behavioral Finance towards Investment Decision Making on Stock Market*. *Asia Pacific Journal of Management & Entrepreneurship Research*, 3(1), 202.
- ۷۹) Shefrin, H. (2007, June). *Behavioral finance: biases, mean-variance returns, and risk premiums*. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly* (Vol. 24, No. 2, pp. 4-12). CFA Institute.
- ۸۰) Shefrin, H., (2007), "Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value", McGraw Hill Press.
- ۸۱) Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.
- ۸۲) Smales Lee, A. (2014). *News sentiment and the investor fear gauge*. *Finance Research Letters*, 11(2), 122-130.
- ۸۳) Suresh, A. (2013). *Understanding Behavioral Finance Through Biases And Traits Of Trader Vis-À-Vis Investor*. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 4(2), 11-25.
- ۸۴) Tauni, M. Z., Fang, H. X., & Iqbal, A. (2017). *The role of financial advice and word-of-mouth communication on the association between investor personality and stock trading behavior: Evidence from Chinese stock market*. *Personality and Individual Differences*, ۱۰۸, ۵۵-۶۵.
- ۸۵) Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. WW Norton & Company.
- ۸۶) Thomas, J.K. (2003). *Discussion of Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants Information Processing Biases*, *Review of Accounting Studies*, 8 ( 2), 347-353.
- ۸۷) Tuyon, J. & Ahmad Z. (2016). *Behavioural finance perspectives on Malaysian stockmarket efficiency*. *Borsa Istanbul Review*, doi: 10.1016/j. bir.2016.01.001.
- ۸۸) Uygur, U., & O. TAS, (2014). *The impacts of investor sentiment on different economic sectors: Evidence from Istanbul Stock Exchange*. *Borsa Istanbul Review*, 14(4)236-241.
- ۸۹) Vaidyan, J, K. V. (2008). *Factors that enhance customer trust in e-commerce Web sites: An examination of e-commerce success metrics using Internet audience rating*. ProQuest.
- ۹۰) Villegas, M., & McGivern, M. H. (2015). *Codes of Ethics, Ethical Behavior, and Organizational Culture from the Managerial Approach: A Case Study in the Colombian Banking Industry*. *International Journal of Strategic Information Technology and Applications (IJSITA)*, 6(1), 42-56.
- ۹۱) Wang, X. (2014). *Bounded Multiattribute Utility in Behavior Decision Research: Theory, Estimation and Experimental Tests*. University of Cincinnati.
- ۹۲) Wang, Y., A. Keswani, and S. Taylor. (2015), "The Relationships Between Sentiment, Returns and Volatility", *International Journal of Forecasting*, 22, pp 109-123.





- ۹۳) Yao J., Ma C., Peng He W., (2014), "Investor herding behavior of Chinese stock market", *international Review of Economics & Finance*, Volume 29, Pages 12-29.
- ۹۴) Yi-Hui, C (2013). "Using a combined AHP and PLS path modelling on blog site evaluation in Taiwan Chiang ". *Computers in Human Behavior*, Vol:29, Iss:29, Pp: 1325–1333

---

<sup>1</sup> Pinheiro

<sup>۲</sup> Selden

<sup>۳</sup> Leon Festinger

<sup>۴</sup> Pratt

<sup>۵</sup> Kahneman and Tversky

<sup>۶</sup> Shiller

<sup>۷</sup> Werner, Bondt and Thaler

<sup>۸</sup> Social Psychology

<sup>۹</sup> Samuelson et al

<sup>۱۰</sup> Benartzi and Thaler

<sup>۱۱</sup> Grinblatt, Titman and Wermers

<sup>۱۲</sup> Basu

<sup>۱۳</sup> Bikhchandani, Hirshleifer and Welch

<sup>۱۴</sup> Shefrin

<sup>۱۵</sup> Behavioral Finance and the Psychology of Investing

<sup>۱۶</sup> Irrational exuberance

<sup>۱۷</sup> Grant

<sup>۱۸</sup> Chandra

<sup>۱۹</sup> Tuyon

<sup>۲۰</sup> Haugen

<sup>۲۱</sup> Duclos

<sup>۲۲</sup> Mei-Chen Lin

<sup>۲۳</sup> Daniel Kahneman

<sup>۲۴</sup> Liston

<sup>۲۵</sup> Smales Lee

<sup>۲۶</sup> Kim & Ha

<sup>۲۷</sup> Nofsinger, Kim

<sup>۲۸</sup> Bhatta

<sup>۲۹</sup> Rizzi

<sup>۳۰</sup> Wang

<sup>۳۱</sup> Broihanne

<sup>۳۲</sup> Pompian

<sup>۳۳</sup> Kehiaian

<sup>۳۴</sup> Boudaoui

<sup>۳۵</sup> Ebert

<sup>۳۶</sup> Armistead

<sup>۳۷</sup> Baker & Nofsinger

<sup>۳۸</sup> Chang, Chao & Yeh

<sup>۳۹</sup> Hao, Chu, Ho & Ko

<sup>۴۰</sup> Lovric

<sup>۴۱</sup> Pompian





- <sup>۴۲</sup> Jones  
<sup>۴۳</sup> Liu  
<sup>۴۴</sup> Fernandes  
<sup>۴۵</sup> Droms  
<sup>۴۶</sup> Rajagopalan et al  
<sup>۴۷</sup> Armistead  
<sup>۴۸</sup> Boudaoui  
<sup>۴۹</sup> Pompian  
<sup>۵۰</sup> Bhandari  
<sup>۵۱</sup> Jung  
<sup>۵۲</sup> Roopadarshini  
<sup>۵۳</sup> Hon  
<sup>۵۴</sup> Baker & Nofsinger  
<sup>۵۵</sup> Thaler  
<sup>۵۶</sup> Howard  
<sup>۵۷</sup> Jones  
<sup>۵۸</sup> Suresh  
<sup>۵۹</sup> Wang  
<sup>۶۰</sup> Vaidyan  
<sup>۶۱</sup> Hao, Chu, Ho & Ko  
<sup>۶۲</sup> Dyachenko  
<sup>۶۳</sup> Kehiaian  
<sup>۶۴</sup> Thaler  
<sup>۶۵</sup> Boudaoui  
<sup>۶۶</sup> Fernandes  
<sup>۶۷</sup> Villegas  
<sup>۶۸</sup> Thaler  
<sup>۶۹</sup> Suresh  
<sup>۷۰</sup> Devlin  
<sup>۷۱</sup> Chen  
<sup>۷۲</sup> Kabiawu  
<sup>۷۳</sup> Thaler  
<sup>۷۴</sup> Shiller  
<sup>۷۵</sup> Bhandari  
<sup>۷۶</sup> Chang  
<sup>۷۷</sup> Bottem & Mc Manus  
<sup>۷۸</sup> Financial Marketing  
<sup>۷۹</sup> Merilkas et al  
<sup>۸۰</sup> Kim and Nofsinger  
<sup>۸۱</sup> Chang et al  
<sup>۸۲</sup> Hengelbrock et al  
<sup>۸۳</sup> Grundy & li  
<sup>۸۴</sup> DeWeaver & Shannon  
<sup>۸۵</sup> Liu



- 
- <sup>۸۶</sup> *Lao, Singh*  
<sup>۸۷</sup> *Martinez et al*  
<sup>۸۸</sup> *Aduda*  
<sup>۸۹</sup> *Chen*  
<sup>۹۰</sup> *Da Costa et al*  
<sup>۹۱</sup> *Obamuyi*  
<sup>۹۲</sup> *kumar*  
<sup>۹۳</sup> *Antonios et al*  
<sup>۹۴</sup> *Kengatharan*  
<sup>۹۵</sup> *Uygar & Tas*  
<sup>۹۶</sup> *Smales*  
<sup>۹۷</sup> *Yao et al*  
<sup>۹۸</sup> *Liston*  
<sup>۹۹</sup> *Confirmatory factors analysis*  
<sup>۱۰۰</sup> *Tauni, Fang & Iqbal*  
<sup>۱۰۱</sup> *financial instrument*