

Research Article

Developing the Marketing Mix for the Financial Products

Ami Hosein Naderi

Ph.D. Candidate, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Saeed Fathi*

Associate Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Ali Sanayei

Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Azarnoosh Ansari Tadi

Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Abstract

Marketing mix is an instrument managers use to affect the intention to purchase of the customers. Previous authors have developed the marketing mix of commodity and service products. But concerning to the classification of assets as real and financial assets, no marketing mix has been developed for handling the financial products goal market to now. In this study the authors try to develop the financial instruments marketing mix using field study and factor analysis in measurement models. The data is collected in 2018. The sample included 341 market practitioners in 10 classes including institutional investors, analysts, individual investors, foreign investors, steel industry investors, mutual funds, investment companies and so on. The results show that we can classify the managerial activities in six marketing mix: predicted return (including 10 elements), prestige credit (including 3 elements), perceived risk (including 6 elements), period scheduling (including 4 elements), perfection services (including 3 elements), and plasticity (including 4 elements).

Key Words: Marketing mix, Financial products, Financing, Capital Market, Marketing Management

* s.fathi@ase.ui.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال یازدهم، شماره دوم، پیاپی (۴۰)، تابستان ۱۳۹۸
تاریخ وصول: ۱۳۹۸/۰۲/۰۳
تاریخ بازنگری: ۱۳۹۸/۰۴/۱۷
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۷/۲۹
صص: ۷۵-۸۸

مقاله پژوهشی

طراحی آمیخته بازاریابی ابزارهای مالی با تمرکز بر ابزار بدهی

امیرحسین نادری*، سعید فتحی^۱**، علی صنایعی***، آذرنوش انصاری طادی****
* دانشجوی دکتری گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
naderi@msc.ir
** دانشیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
s.fathi@ase.ui.ac.ir
*** استاد گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
a_sanayei@ase.ui.ac.ir
**** استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
a.ansari@ase.ui.ac.ir

چکیده

آمیخته بازاریابی ابزاری در اختیار مدیران است که به کمک آن بر تمایل به خرید در بازار تأثیر می‌گذارند و برای کالا و خدمات به عنوان دارایی واقعی طراحی شده، اما تاکنون آمیخته بازاریابی جامعی برای دارایی‌های مالی ارائه نشده است. در این مطالعه، تلاش می‌شود با رویکرد میدانی و کاربرد تحلیل عاملی در تبیین الگوهای اندازه‌گیری، بر اساس داده‌های گردآوری شده در سال ۱۳۹۷ و مبتنی بر ۳۴۱ پرسشنامه در جامعه آماری شامل ده طبقه (صندوق‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سبدگردان، شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذاران انفرادی، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران صنعت فولاد، سرمایه‌گذاران انفرادی و غیره) آمیخته بازاریابی محصولات مالی طراحی شود. آمیخته حاصل شامل شش آمیخته بازده (سه عنصر)، اعتبار (هجده عنصر)، ریسک (شش عنصر)، زمان‌بندی بازار (چهار عنصر)، خدمات جانبی (سه عنصر) و انعطاف‌پذیری (چهار عنصر) می‌شود.

واژه‌های کلیدی: آمیخته بازاریابی، محصولات مالی، تأمین مالی، بازار سرمایه، مدیریت بازاریابی

مقدمه

تأمین منابع در فضای رقابتی که با کمبود همراه است، مستلزم توان مدیریتی کافی برای تشخیص و جذب بهینه منابع است. شاید جذب مشتری کار سختی نباشد، اما جذب مشتری خوب (وفادار باشد، با قیمت بالاتر حاضر به خرید باشد، حساسیت کمتری به کیفیت داشته باشد، تعداد سفارش بالا و نظم در سفارش داشته باشد) منتهی به دستیابی بهینه به اهداف مرتبط با پیشینه‌سازی ثروت صاحبان سهام می‌شود. کاتلر آمیخته بازاریابی محصولات تولیدی را ابزاری می‌داند که به کمک آن می‌توان بازار محصول بنگاه را مدیریت کرد؛ یعنی با تغییر کیفیت، قیمت، سازوکار توزیع یا ترفیع، مشتریان به خرید محصولات بنگاه ترغیب می‌شوند. به عبارتی، اجزای هر کدام از آمیخته‌های بازاریابی، آن چیزی است که مشتری در جریان خرید محصول توقع دارد؛ نظیر قیمت کم، تخفیف بالا، پرداخت نسبه، کیفیت، برند خوب، بسته‌بندی مناسب و غیره؛ برای مثال، اگر بنگاه در حوزه فروش نسبه (یکی از اجزای آمیخته قیمت) محدودیتی دارد، می‌تواند به کمک اجزای سایر آمیخته‌ها، خریدار را برای خرید محصولات تحریک کند. براون و همکاران (۱۹۹۱) نیز آمیخته بازاریابی خدمات را ابزاری برای جذب مشتریان خدمات شامل محصول، ترفیع، توزیع، افراد، فرایند، شرایط فیزیکی و قیمت می‌دانند. نوع دیگری از ارزش که بنگاه‌ها به گروه دیگری از مشتریان عرضه می‌کنند و بازاریابی برای آن اهمیت زیادی دارد، محصولات مالی است که در راستای تأمین منابع مالی بنگاه منتشر می‌شود. مشتری آن، سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی هستند؛ پس انتظار نمی‌رود برای بازاریابی محصولات مالی منتشره بنگاه که به لحاظ خلق ارزش، تفاوت‌های

ماهوی با محصولات تولیدی و خدماتی دارند، بتوان با ترکیب آمیخته بازاریابی محصولات تولیدی یا آمیخته بازاریابی محصولات خدماتی، سرمایه‌گذاران را به خرید اوراق جذب کرد.

در مورد منابع مالی، دستیابی به اهداف بنگاه‌ها مستلزم جذب منابعی است که به لحاظ معیارهایی نظیر هزینه سرمایه، ریسک یا جریان نقدی با الزامات بنگاه متناسب باشد؛ بنابراین، انتظار می‌رود مدیران بتوانند با ابزارهای متعددی که می‌توان نام آن را آمیخته بازاریابی محصولات مالی نامید، انگیزه کافی را در سرمایه‌گذاران ایجاد کنند که اوراق منتشره بنگاه را به خاطر اعتبار بیشتر، نقدشوندگی بالاتر، عرضه در زمان مناسب، ریسک کمتر یا انعطاف‌پذیری بیشتر با شرایطی خریداری کنند که به پیشینه‌سازی ثروت صاحبان سهام کمک کند. این موضوع در حوزه بازاریابی محصولات مالی، بر پایه نظریه‌های مرتبط با آمیخته بازاریابی، یا بر پایه ادبیات و مبانی نظری مرتبط با افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاران تبیین می‌شود.

با این مقدمه می‌توان ادعا کرد همان‌طور که مدیران از آمیخته بازاریابی محصولات تولیدی برای جذب مشتریان خوب استفاده می‌کنند، می‌توانند به کمک آمیخته بازاریابی محصولات مالی در بازار سرمایه نیز به جذب سرمایه‌گذاران خود روی آورند؛ یعنی سرمایه‌گذارانی که حاضرند پول خود را با توقع کمتری (از نظر نقدشوندگی، بازده، ریسک و جریان نقدی) در اختیار بنگاه قرار دهند. در این پژوهش تلاش می‌شود با کشف و طبقه‌بندی از آنچه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در محصولات مالی یا خرید آن توقع دارند (نظیر بازده اسمی بالاتر، نوسان کمتر در قیمت، نقدشوندگی بالاتر، انعطاف در

که در بازار اولیه ناشر از طریق عرضه آن به بازار اقدام به تأمین مالی می‌کند [۱۵]. در بازار ثانویه نیز صاحبان این اوراق که در جریان معامله آن در بازار مالک آن شده‌اند، اقدام به معاملات ثانویه می‌کنند.

با وجود اینکه ابزارهای مالی نیز نوعی محصول است و در یک فرایند بازاریابی (کسب منفعت از طریق مبادله) [۱۶] مبادله می‌شود، اما به دلیل تمرکز بیشتر موضوع محصولات مالی در حوزه نظری رشته مالی، در مورد این نوع از محصولات تاکنون ابزار بازاریابی مناسبی پیشنهاد نشده است؛ در حالی که فراگیری ابزارهایی که از طریق آن بشود رضایت سرمایه‌گذاران را جلب کرد، به نظر می‌رسد از شکاف‌های پژوهشی است که در حوزه عرضه این نوع از محصولات وجود دارد. به دلیل ماهیت مبتنی بر داده پژوهش‌های تجربی در حوزه مالی (که در ادامه بیشتر به آن پرداخته خواهد شد) برخی متغیرهای محدود، نظیر بازده موردانتظار، ضریب بتا (شارپ ۱۹۶۴) بازده مورد انتظار یا واریانس مورد انتظار (مارکوویتز ۱۹۵۲) معمولاً اثر همه متغیرها بر رضایتمندی خریدار یا تمایل به سرمایه‌گذاری وی ارزیابی نمی‌شود و فقط بر متغیرهایی تکیه می‌شود که داده‌های سری زمانی یا مقطعی آن در اختیار باشد؛ از این رو، انگیزه اصلی پژوهشگران برای انجام این پژوهش، کشف برخی دیگر از متغیرهایی است که شاید بر اساس داده‌های تاریخی قابل کشف نباشند. برای این منظور، رویکرد آمیخته بازاریابی برای کشف موارد مذکور انتخاب شد. با نگاه تأمین مالی توسط ناشر، تمرکز این پژوهش بر بازار اولیه است که در آن ناشر اقدام به تأمین مالی از طریق عرضه محصولات مالی می‌کند.

نرخ بازده و غیره) آمیخته بازاریابی محصولات مالی طراحی و تبیین شود؛ برای مثال اگر بنگاه نتواند نرخ بازده اسمی را افزایش دهد، می‌تواند به کمک اجزای دیگری از آمیخته بازاریابی، نظیر انعطاف در نرخ بازده اسمی (متناسب با تورم یا نرخ بهره)، سرمایه‌گذاران را به خرید محصولات مالی منتشره خود جذب کند. در ادامه مقاله، ابتدا مبانی نظری و تجربی مرتبط با موضوع، سپس روش پژوهش و یافته‌ها گزارش می‌شود. در نهایت، نتایج و پیشنهادهای حاصل از پژوهش ارائه خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دارایی [به معنای منابع در اختیار بنگاه به عنوان نتیجه رویدادهای مالی گذشته که انتظار می‌رود برای بنگاه منافع آینده داشته باشد]، شامل کالا، خدمات، نیروی کار، محصولات مالی و مواردی از این دست است. محصولات مالی به آن دسته از دارایی‌ها گفته می‌شود که اجزای فیزیکی آن ارزش ذاتی ندارد و ارزش آن به تعهداتی بستگی دارد که بین دو طرف قرارداد تشکیل‌دهنده دارایی است [۱۵]. مالک دارایی، هنگام تصمیم برای تبدیل به نقد کردن دارایی، یعنی انتقال مالکیت و دریافت ارزش پولی آن، لازم است اقدامات بازاریابی لازم را برای این منظور انجام دهد تا بتواند از جریان معامله بیشترین استفاده را ببرد. آمیخته بازاریابی مجموعه‌ای از متغیرهای قابل کنترل و سطوح آنهاست که شرکت برای تأثیرگذاری در بازار هدف استفاده می‌کند [۲۶]. در مورد کالا و خدمات تاکنون آمیخته بازاریابی پیشنهاد شده است. دارایی‌های مالی^۱ که در ادبیات با عنوان ابزارهای مالی نیز از آن یاد می‌شود، یکی از انواع دارایی است

^۱. Financial ASSETS

^۲. Financial Instruments

توزیع را با زمان‌بندی بازار، مسئله ترفیع را با اطلاع‌رسانی و افشا، مسئله محصول را با مشخصات محصولات مالی و مسئله قیمت را با نرخ بازده اسمی اوراق یا بازده موردانتظار متناظر دانست. در مورد خدمات نیز بر پایه تفاوتی که با کالا و ماهیت آن دارد، آمیخته بازاریابی به شکل متفاوتی ارائه شده است [۲۵، ۱۴] که شامل دکوراسیون، طراحی، حضور کارکنان، نبودن تجهیزات و سیستم‌های اطلاعاتی می‌شود. براون و همکاران (۱۹۹۱) بر این اعتقاد هستند با تبیین عوامل مؤثر بر رضایت مشتری می‌توان به فهرستی از اجزای آمیخته بازاریابی دست پیدا کرد. در ادامه، مبانی نظری عواملی بررسی خواهد شد که رضایت سرمایه‌گذاران و تمایل به خرید آنها را تقویت می‌کند.

اعتبار

آکرلوف (۱۹۷۸) ضمن تبیین عدم اطمینان ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی اعتبار، وثیقه [۲۷، ۱۰] و شهرت را سیگنال‌های مهمی تعبیر می‌کند که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران بدون برخورداری از اطلاعات لازم در مورد جریان نقدی و مزیت رقابتی ارکان اوراق منتشره، به جریان نقدی و ارزش اوراق بهادار آنها اعتماد کند و از این طریق، با فرض ثابت بودن سایر شرایط، تمایل بیشتری برای خرید اوراق از خود نشان دهند. فبوزی و همکاران (۲۰۱۱) نیز وثایق قرارداد تأمین مالی را ابزار کاهش آثار عدم تقارن اطلاعاتی توصیف می‌کنند. وثیقه ابزاری است که در صورت نکول ناشر، منبع تأمین ادعای صاحبان محصولات مالی است. البته در صورتی که وثیقه نقدشوندگی کم یا نوسان شدید در ارزش بازاری را تجربه کرده باشد، ممکن است با فروش آن نتوان

نخستین بار بوردن^۱ (۱۹۶۴) آمیخته بازاریابی را شامل هشت طبقه از اقدامات بنگاه‌ها تعریف کرد که عبارت است از: محصول^۲، قیمت‌گذاری^۳، برندگذاری^۴، کانال‌های توزیع^۵، مهارت‌های فردی^۶، تبلیغات^۷، اقدامات ترفیعی^۸، بسته‌بندی، نمایش^۹، خدمات رسانی^{۱۰}، مدیریت جنبه‌های فیزیکی^{۱۱}، تحلیل وقایع^{۱۲}. مک کارتی (۱۹۶۰) برای نخستین بار 4p را به عنوان چهار آمیخته اصلی بازاریابی پیشنهاد کرد که اجزای آن متشکل از چهار جزء محصول^{۱۳}، قیمت^{۱۴}، توزیع^{۱۵} و ترویج^{۱۶} یا پیشبرد است [۱۶]. والترا^{۱۷} و همکاران (۱۹۹۲) بر اساس انتقادهایی که به طبقه‌بندی یادشده وارد می‌کنند، آمیخته بازاریابی را شامل محصول، قیمت، توزیع و ارتباطات می‌دانند که ارتباطات شامل ارتباطات انبوه، ارتباطات فردی و روابط عمومی می‌شود. همچنین، معتقدند آمیخته ترفیع شامل ترفیع همه ابعاد دیگر آمیخته بازاریابی می‌شود و جزو آمیخته اصلی نیست. در نهایت ونایک^{۱۸} (۲۰۱۹) در راستای بومی‌سازی آمیخته بازاریابی برای شرکت‌های چندملیتی پشتیبانی‌بخشی^{۱۹} را آمیخته جدیدی معرفی می‌کند که برای شرکت‌های چندملیتی کشف شد. در این رابطه می‌توان مسئله

1. Borden
2. Product
3. Pricing
4. Branding
5. Distribution channels
6. Persona skills
7. Advertising
8. Promotions
9. Display
1. Servicing 0
1. Physical handling 1
1. Facts finding and analysis 2
1. Product 3
1. Price 4
1. Place 5
1. Promotion 6
1. Walter 7
1. Venaik 8
1. Partial support 9

وجوه لازم برای تأمین ادعا را به دست آورد؛ یا اینکه به مبلغی بسیار کمتر از انتظار سرمایه‌گذاران نقد شود و کفایت عایدات آنها را نداشته باشد؛ بنابراین، نقدشوندگی وثیقه یکی از عوامل مهم تأمین دیدگاه سرمایه‌گذاران است.

کمیته بازل (۲۰۱۷) کفایت سرمایه را عاملی برای اعتبار نهادهای مالی مطرح می‌کند. در جریان انتشار اوراق به دلیل وجود ارکان مختلف، کفایت سرمایه متعهد پذیرهنویسی، ضامن و بازارگردانی که ارکان انتشار اوراق را تشکیل می‌دهند، از اهمیت زیادی در جلب سرمایه‌گذاران برخوردار است. از آنجا که جریان نقدی عامل تعیین‌کننده‌ای در تبیین عدم‌نکول یا اعتبار بنگاه است [۲]، جریان نقدی ضامن، بازارگردان، پروژه موضوع اوراق و ناشر عوامل مؤثری در ادراک سرمایه‌گذار از اعتبار اوراق منتشره خواهد بود. میلر و مودیلیانی (۱۹۶۳)، فبوزی و همکاران (۲۰۱۱) و اوگدن (۲۰۰۳) نیز پس از تبیین نقش بدهی در ارزش شرکت و اوراق بهادار، نسبت بدهی را به عنوان عاملی که می‌تواند جریان نقدی ناشر را کاهش و احتمال نکول بدهی را افزایش دهد، در ارزش‌گذاری و تمایل به خرید اوراق مؤثر می‌دانند. آلتمن (۲۰۰۳) نیز استقراض خارجی را یکی از عوامل تعیین‌کننده در تشخیص احتمال نکول شرکت تلقی می‌کند. آنها همچنین معتقدند برای اوراقی که اولویت بالاتری در پرداخت عایدات دارند، اعتبار بیشتری قائل هستند. از طرفی، صاحب‌نظران بر این اعتقادند که استفاده از منابع متعدد تأمین مالی خارجی عامل تعیین‌کننده‌ای در عرضه منابع مالی به بنگاه است [۸].

داین و همکاران (۱۹۹۶) سابقه نکول و تکرار موارد عمل‌نکردن به تعهدات در گذشته را عامل تشخیص اعتبار ناشر در تأمین مالی می‌دانند؛ از آنجا

که ضامن مسئولیت تعهدات ناشر را به عهده می‌گیرد. سابقه نکول ناشر و سابقه نکول ضامن، هر دو عامل تعیین‌کننده‌ای در تبیین اعتبار اوراق بهادار بنگاهی است. یکی از نمودهای عوامل مؤثر بر رضایت مشتری، الگوی کیفیت خدمات است که پراسورامان و همکاران (۱۹۹۸) پیشنهاد کردند. در این الگو عواملی نظیر ظواهر فیزیکی، قابلیت اطمینان، مسئولیت‌پذیری، ضمانت و همدلی، عوامل تعیین‌کننده رضایت مشتری است. با توجه به حضورنداشتن کارکنان در فرایند انتشار و معامله اوراق بدهی، انتظار نمی‌رود ارتباطات، ابعاد فیزیکی و ظواهر کارکنان و همدلی خیلی معنادار باشد؛ اما قابلیت اطمینان و مسئولیت‌پذیری ناشر بی‌شک تعیین‌کننده است؛ ضمن اینکه رکن ضامن و اعتبار وی در جبران نکول ناشران از اهمیت زیادی در جذب سرمایه‌گذاران برای خرید محصولات مالی منتشره بنگاه است.

با توجه به موارد یادشده، پرسش اول پژوهش این است که چه عواملی آمیخته اعتبار در انتشار محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کند.

زمان‌بندی بازار

علاوه بر اعتبار اوراق، انتخاب زمان مناسب برای عرضه محصولات مالی به بازار نیز در جلب رضایت و تمایل سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است. طبق نظریه تک‌عامله [۲۴] (جاشان ۲۰۰۳) شاخص بازار معیار مهم‌ترین عامل نظام‌مند در تعیین بازده اوراق بهادار است. به عبارتی، با افزایش شاخص یا رونق بورس اوراق بهادار، اوراق داخل شاخص با افزایش ارزش ناشی از تقاضا روبه‌رو خواهد شد؛ بنابراین، انتشار اوراق در زمانی که بازار سرمایه رونق

دارد، انتخاب مهمی است که می‌تواند به فروش راحت‌تر و سریع‌تر محصولات مالی در بازار سرمایه کمک کند.

طبق نظریهٔ تابع تقاضا، از عوامل تحریک تقاضا برای یک محصول، کاهش تقاضا برای محصول جایگزین و درآمد [قدرت خرید] مصرف‌کننده است [۲۳]. در مورد محصولات مالی نیز انتظار می‌رود رابطهٔ معکوسی بین بازده بازارهای جایگزین وجود داشته باشد؛ به عبارتی، با رکود بازارهای جایگزین بورس اوراق بهادار بیشتر مورد استقبال است و در این شرایط امکان عرضهٔ اوراق به شکل موفقیت‌آمیز بیشتر است [۱]. در مورد عرضهٔ اوراق بهادار بنگاهی در بازار سرمایه، سایر بازارها نظیر بازار ارز، طلا، نفت و غیره به‌طور کلی و به‌طور جزئی‌تر سایر عرضه‌های اوراق بهادار در بورس به‌عنوان محصولات جایگزین محصول مالی مدنظر بنگاه نقش ایفا می‌کنند. اگر بنگاه در زمان رکود بازارها یا زمانی که عرضهٔ دیگری از طرف سایر ناشران صورت نمی‌گیرد، به انتشار اوراق اقدام کند، احتمال موفقیت آن بیشتر است. یکی از عوامل جدی قدرت خرید در بازار سرمایه نیز، وجود نقدینگی کافی در این بازار است. در شرایط سقوط نقدشوندگی بازار، تقاضا برای اوراق بهادار با بازده کمتر کاهش پیدا می‌کند؛ از این‌رو، در شرایطی که نقدینگی کافی در بازار وجود ندارد، انتظار می‌رود نقدشوندگی کلی بازار کمک کند تا برای عرضه‌های سودآور و باکیفیت سرمایه‌گذاران به نقدکردن سایر سرمایه‌گذاری‌ها اقدام و در پی آن، از عرضهٔ اوراق بنگاه استقبال شود.

بنابراین پرسش دوم پژوهش این است که چه عواملی آمیختهٔ زمان‌بندی بازار در انتشار محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کند.

ریسک

ریسک یک دارایی عبارت است از احتمال نوسان در منافع آتی آن. فیوزی (۲۰۰۹) عوامل ریسک ابزارهای مالی را شامل نقدشوندگی، زمان تا سررسید و نرخ بهرهٔ اسمی می‌داند. از طرفی، در صورتی که بتوان اوراق بهادار شرکت را با پوشش قرارداد اختیار منتشر کرد، تا حد زیادی ریسک ناشی از نوسان قیمت دارایی در بازار پوشش داده می‌شود و با فرض ثبات سایر شرایط، تقاضای محصولات مالی را افزایش می‌دهد. یکی دیگر از سازوکارهای پوشش ریسک استفاده از وثیقه است که سرمایه‌گذاران در بازار در پیش می‌گیرند. حال اگر به ارزش آتی (ذاتی یا بازاری) وثیقهٔ اوراق بهادار اطمینان نباشد یا ماهیت دارایی به شکلی باشد که نقدشوندگی خوبی در بازار نداشته باشد و صرف لازم برای پوشش نقدشوندگی برای آن در نظر گرفته نشده باشد، تخمین سرمایه‌گذاران از نوسان قیمت و بازده ورقه افزایش می‌یابد؛ بنابراین، ثبات ارزش دارایی وثیقه ورقه نشانهٔ مؤثری از ریسک است که با جلوگیری از آن می‌توان استقبال از ورقه را افزایش داد. از دیگر مبانی تخمین ریسک یک ورقه، ریسک سایر اوراق منتشرهٔ ناشر است. اگر ریسک بازار سایر اوراق ناشر بالا باشد، احتمال زیادی وجود دارد که ریسک اوراقی که جدید منتشر می‌شود، نیز بالا باشد. در این صورت، تلاشی که ناشر برای کاهش ریسک بازار اوراق خود می‌کند، ریسک مورد انتظار اوراق جدید عرضه‌شده را نیز کاهش می‌دهد.

بنابراین، پرسش سوم پژوهش این است که چه عواملی آمیختهٔ ریسک در انتشار محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کند.

بازده

بازده یک دارایی عبارت از نرخ رشد ثروت سرمایه‌گذاری شده روی آن دارایی و برابر با حاصل تقسیم درآمدهای نقدی حاصل از نگهداری دارایی به سرمایه‌گذاری اولیه آن است. تعریف مارکویتز (۱۹۵۶) یکی از ویژگی‌های سرمایه‌گذار عقلایی این است که ثروت بیشتر را به کمتر ترجیح می‌دهد؛ بنابراین، هراندازه بازده محصولات مالی بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران استقبال بیشتری از آن می‌کنند. بازده اوراق بدهی برابر نرخ بازده تا سررسید است که معادل است با نرخ بازده داخلی سرمایه‌گذاری روی محصولات مالی زمانی که به قیمت بازاری خریداری شود، سودهای دوره‌ای دریافت شود و سپس دارایی فروخته یا سررسید شود. با این تعریف، با افزایش نرخ بازده اسمی اوراق، تقاضا برای اوراق افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، لی‌لند و پایل (۱۹۷۷) استدلال می‌کنند که هراندازه کارآفرین یا سرمایه‌گذار آگاه (که از جریان نقدی و مزایای رقابتی سرمایه‌گذاری آگاه است) سهم بیشتری از منابع را تأمین کند، بازار مزایای رقابتی و جریان نقدی آتی بالاتری برای سرمایه‌گذاری تخمین می‌زند؛ در نتیجه، مقدار آورده بانی در اوراق بدهی باعث تقاضای بیشتر برای آن می‌شود. براساس سیگنال شهرت آکرلوف (۱۹۷۸) در بازار انتظار می‌رود بازدهی‌ای که شرکت روی سایر اوراق با شرایط مساوی حاصل سرمایه‌گذار کرده است، به تخمین بیشتری از بازده محصولات مالی در حال عرضه سرمایه‌گذار منجر شود.

بنابراین، پرسش چهارم پژوهش این است که چه عواملی آمیخته بازده محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کند.

انعطاف‌پذیری

نرخ بهره اسمی به دو شکل ثابت و شناور تعریف می‌شود [۱۳]. در شرایط شناور نرخ با توجه به مبنای آن نظیر تورم یا نرخ بهره بانکی تغییر می‌کند. وجود اینگونه انعطاف‌ها باعث می‌شود قدرت انتخاب سرمایه‌گذار افزایش یابد. اضافه کردن اختیار در کنار اوراق، قابلیت تبدیل اوراق به سهام [۱۹]، امکان تغییر در سررسید، امکان انتخاب فراوانی کوپن به دست سرمایه‌گذار مواردی است که انگیزه سرمایه‌گذار را تقویت می‌کند؛ چراکه قدرت انتخاب بیشتری دارد. بنابراین پرسش پنجم پژوهش این است که چه عواملی آمیخته انعطاف‌پذیری در انتشار محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کند.

روش‌شناسی

این پژوهش از نظر هدف، توسعه‌ای - کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی است. در راستای دستیابی به هدف پژوهش، پس از مطالعه مبانی نظری آمیخته بازاریابی، محصولات مالی توسعه داده شد. جامعه آماری شامل تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، سرمایه‌گذاران غیرفولادی غیرمالی، سرمایه‌گذاران حقیقی، سرمایه‌گذاران خارجی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، کارگزاری‌هاست. تعداد نمونه با توجه به محدودیت‌های پژوهش و کفایت ۳۰ پرسشنامه از هر بخش از جامعه آماری، برابر ۳۴۱ پرسشنامه بود که هشت برابر تعداد کل متغیرهای آشکار را تشکیل می‌داد. برای گردآوری داده‌ها پرسشنامه پژوهش مشتمل بر ۳۸ گویه بود که هرکدام یکی از عوامل مؤثر بر استقبال عناصر جامعه از محصولات مالی را

^۱. Leland and Payle

یکی از روش‌های تجزیه و تحلیل ساختار داده‌های پیچیده است که در یک ساختار مبتنی بر نظریه، تأثیر هم‌زمان متغیرها را نشان می‌دهد. برای ارزیابی برازش الگو، از شاخص‌های GFI، RMSEA، و CFI استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تحلیل داده‌ها در راستای پاسخ به پرسش‌های پژوهش همان‌طور که اشاره شد از تحلیل عاملی تأییدی و آزمون الگوهای اندازه‌گیری استفاده شده است. در این راستا متغیرهای آشکار و پنهان مرتبط با یکدیگر که آزمون شده، به شرح جدول ۱ است.

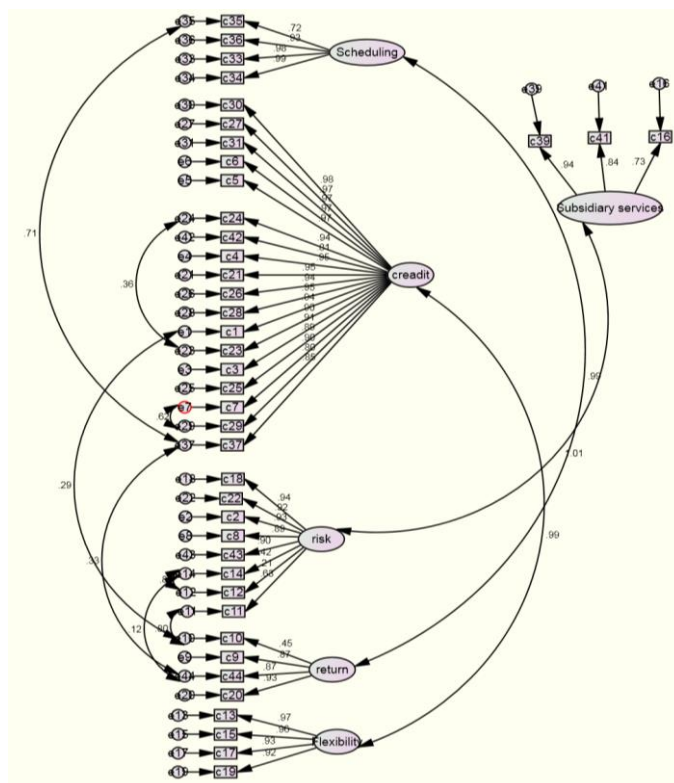
تشکیل می‌داد. مقیاس پاسخگویی به پرسش‌ها مقیاس ۱ تا ۱۰۰ بود که در هر مورد پاسخ‌دهنده مشخص می‌کرد هر گویه تا چه اندازه در افزایش استقبال وی در خرید محصولات مالی مؤثر است. برای سنجش پایایی پرسشنامه از آلفای کرونباخ استفاده و مقدار ۰/۹۲ برای کل پرسشنامه‌ها حاصل شد. روایی نیز از طریق آزمون تحلیل عاملی آزمون شده است که تحلیل اصلی این پژوهش را تشکیل می‌دهد. در اولین آزمون تحلیل عاملی، شاخص کفایت نمونه‌گیری محاسبه شد. شاخص KMO برای همه بخش‌های پرسشنامه بالاتر از ۰/۷ و سطح معناداری کمتر از ۰/۵ به دست آمد. در تحلیل داده‌ها از تحلیل عاملی به کمک نرم‌افزار AMOS استفاده شده است. لیزرل

نگاره ۱- متغیرهای آشکار و پنهان بر اساس مبانی نظری و تجربی

متغیرهای پنهان	متغیرهای آشکار (پرسش‌های پژوهش)
اعتبار	کفایت سرمایه متعهد پذیرهنویسی، جریان نقدی ضامن، شهرت متعهد پذیرهنویسی، اولویت بازپرداخت اوراق در بدهی‌های ناشر، درجه ریسک اعتباری ناشر، تعداد اوراق تحت بازارگردانی بازارگردان، ثبات ارزش دارایی، نسبت بدهی ناشر، نقدشوندگی وثیقه، حسن شهرت بازارگردان، کفایت سرمایه ضامن، سابقه نکول ناشر، کفایت سرمایه بازارگردان، سابقه جریان نقدی ناشر، نقدینگی بازارگردان، جریان نقدی پروژه، سابقه نکول ضامن، هزینه سرمایه ناشر
زمان‌بندی بازار	روتق بازار در زمان انتشار، رکود بازارهای رقیب در زمان انتشار، عدم هم‌زمانی با سایر عرضه‌های اولیه، نقدینگی بالای بازار در زمان انتشار
ریسک	پوشش با اختیار، ثبات ارزش وثیقه، سابقه نقدشوندگی اوراق ناشر، ریسک بازار اوراق قبلی ناشر، نقدشوندگی دارایی، زمان تا سررسید اوراق، مقدار پرداختی کوپن، فراوانی پرداخت سالانه
بازده	نرخ بازده تا سررسید، سابقه بازده ناشر، تخمین سرمایه‌گذار از ارزش آتی دارایی، درصد آورده بانی
انعطاف‌پذیری	شناوری نرخ کوپن، قابلیت تغییر زمان تا سررسید، قابلیت تغییر فراوانی پرداخت کوپن، قابلیت تبدیل به سهام عادی

الگوی اندازه‌گیری استفاده شده است. الگوی زیر براساس تحلیل‌های صورت‌گرفته حاصل شد.

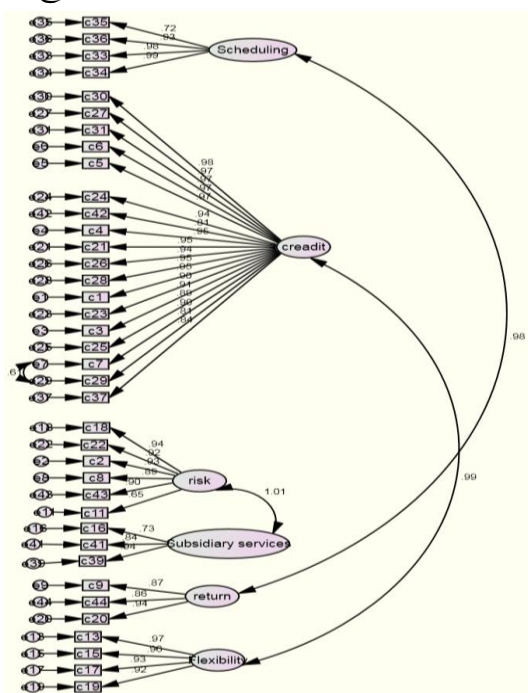
بر اساس آزمون صورت‌گرفته روی الگوی پژوهش، همان‌طور که در بخش روش پژوهش اشاره شد، از روش تحلیل عاملی تأییدی برای آزمون پنج



شکل ۱- الگوی اصلی پژوهش پس از آزمون الگوهای اندازه‌گیری و اصلاح‌های پیشنهادی نرم‌افزار

عنصر مقدار پرداختی کوپن در آمیخته ریسک کمتر از ۰/۵ به دست آمد و در نتیجه، عناصر یادشده از آمیخته مربوطه حذف شدند. بر این اساس، الگو دوباره آزمون شد و نتایج حاصل به شرح زیر به دست آمد.

همه سنجه‌های آشکار به شکل معناداری آمیخته بازاریابی محصولات مالی را اندازه‌گیری می‌کنند، اما بار عاملی مربوط به عنصر زمان تا سررسید در آمیخته ریسک، عنصر نرخ بازده تا سررسید در آمیخته بازده و



شکل ۲- الگوی اصلی پژوهش پس از حذف سه عنصر با بار عاملی کمتر از ۰/۵

به‌لحاظ برازش مقدار GFI مربوط به الگو برابر ۰/۹۲۲، RMR برابر ۰/۰۳۱، IFI برابر ۰/۹۵۹ و PCFI مساوی ۰/۷۱۱ و درنهایت RMSEA ۰/۰۶ به‌دست آمد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود همه شاخص‌ها، مقدار قابل‌قبولی را برای الگو گزارش می‌کنند. همه بارهای عاملی بیش از ۰/۵ و معناداری همه آنها کمتر از ۰/۰۵ حاصل شد. جدول ۲ بارهای عاملی را نشان می‌دهد.

نگاره ۲- بارهای عاملی عناصر آمیخته بازاریابی نسبت به هر آمیخته

عناصر آمیخته	بار عاملی	آمیخته
جریان نقدی پروژه	۰/۸۳۸	نفوذ اعتباری <---
سابقه نکول ضامن	۰/۸۰۶	نفوذ اعتباری <---
هزینه سرمایه ناشر	۰/۸۹۷	نفوذ اعتباری <---
نقدینگی بازارگردان	۰/۸۹۳	نفوذ اعتباری <---
سابقه جریان نقدینگی ناشر	۰/۹۱۱	نفوذ اعتباری <---
کفایت سرمایه بازارگردان	۰/۸۹۹	نفوذ اعتباری <---
سابقه نکول ناشر	۰/۹۴۵	نفوذ اعتباری <---
کفایت سرمایه ضامن	۰/۹۴۸	نفوذ اعتباری <---
حسن شهرت بازارگردان	۰/۹۳۹	نفوذ اعتباری <---
نقدشوندگی وثیقه	۰/۹۴۸	نفوذ اعتباری <---
نسبت بدهی ناشر	۰/۹۵۱	نفوذ اعتباری <---
ثبات ارزش دارایی	۰/۸۰۹	نفوذ اعتباری <---
تعداد اوراق تحت بازارگردانی بازارگردان	۰/۹۴۱	نفوذ اعتباری <---
درجه ریسک اعتباری ناشر	۰/۹۷۱	نفوذ اعتباری <---
اولویت بازپرداخت اوراق در بدهی‌های ناشر	۰/۹۷۲	نفوذ اعتباری <---
شهرت متعهد پذیرهنویسی	۰/۹۶۸	نفوذ اعتباری <---
جریان نقدی ضامن	۰/۹۷۳	نفوذ اعتباری <---
کفایت سرمایه متعهد پذیرهنویسی	۰/۹۸۲	نفوذ اعتباری <---
نقدشوندگی دارایی	۰/۸۹۶	ریسک ادراک‌شده <---
ریسک بازار اوراق قبلی ناشر	۰/۸۹۹	ریسک ادراک‌شده <---
سابقه نقدشوندگی اوراق ناشر	۰/۹۳۴	ریسک ادراک‌شده <---
ثبات ارزش وثیقه	۰/۹۱۸	ریسک ادراک‌شده <---
پوشش با اختیار	۰/۹۳۵	ریسک ادراک‌شده <---
نقدینگی بالای بازار در زمان انتشار	۰/۹۹۰	برنامه‌ریزی زمانی <---
عدم هم‌زمانی با سایر عرضه‌های اولیه	۰/۹۷۸	برنامه‌ریزی زمانی <---
رکود بازارهای رقیب در زمان انتشار	۰/۹۲۶	برنامه‌ریزی زمانی <---
رونق بازار در زمان انتشار	۰/۷۱۸	برنامه‌ریزی زمانی <---
درصد آورده بانی	۰/۹۳۸	بازده تخمینی <---

بار عاملی	آمیخته	عنصر آمیخته
۰/۸۶۴	بازده تخمینی	تخمین سرمایه‌گذار از ارزش آتی دارایی
۰/۸۷۰	بازده تخمینی	سابقه بازدهی ناشر
۰/۸۲۲	انعطاف‌پذیری	قابلیت تبدیل به سهام عادی
۰/۹۳۰	انعطاف‌پذیری	قابلیت تغییر در فراوانی پرداخت کوپن
۰/۹۶۲	انعطاف‌پذیری	قابلیت تغییر زمان تا سررسید
۰/۹۷۵	انعطاف‌پذیری	شناوری نرخ کوپن
۰/۶۵۷	ریسک ادراک‌شده	فراوانی پرداخت سالانه
۰/۸۷۵	خدمات مکمل	امکان دریافت تسهیلات برای خریداران اوراق
۰/۸۹۸	خدمات مکمل	انتشار اوراق به‌صورت سببی از اوراق مختلف
۰/۷۷۰	خدمات مکمل	قابلیت بازخرید زودتر از سررسید اوراق

آزمون پایایی

۳) نمونه شامل صرفاً سرمایه‌گذاران نهادی؛
 ۴) سرمایه‌گذاران داخلی. جدول ۳ نتایج مربوط به
 چهار آزمون مربوط به این چهار زیرنمونه را نشان
 می‌دهد.

برای بررسی پایایی نتایج، آزمون‌ها در چهار زیر
 نمونه بررسی مجدد شد: ۱) نمونه بدون نهادهای
 مالی؛ ۲) نمونه بدون تحلیل گران (غیرسرمایه‌گذار)؛

نگاره ۳- آزمون‌های پایایی نتایج

طبقه نمونه	عناصر حذف‌شده	GFI	RMR	IFI	PCFI	RMSEA
غیر مالی	زمان تا سررسید، نرخ بازده تا سررسید، مقدار پرداختی کوپن	۰/۹۴۰	۰/۰۲۸	۰/۹۲۰	۰/۷۱۱	۰/۰۵۷
سرمایه‌گذاران نهادی	زمان تا سررسید، نرخ بازده تا سررسید، مقدار پرداختی کوپن	۰/۹۵۴	۰/۰۲۲	۰/۹۶۱	۰/۷۱۳	۰/۰۶۹
داخلی	زمان تا سررسید، نرخ بازده تا سررسید، مقدار پرداختی کوپن	۰/۹۵۶	۰/۰۵۴	۰/۹۳۶	۰/۷۳۶	۰/۰۶۶
	زمان تا سررسید، نرخ بازده تا سررسید، مقدار پرداختی کوپن	۰/۹۴۸	۰/۰۲۴	۰/۹۶۰	۰/۶۲۳	۰/۰۵۱

قیمت‌گذاری ریسک نقدشوندگی، عدم‌تقارن اطلاعاتی، کمیته بازل، میانگین- واریانس مارکوویتز، تک‌عاملی) و بازاریابی (آمیخته بازاریابی، سنجش کیفیت، تابع تقاضا) شش آمیخته برای بازاریابی محصولات مالی شناسایی شد که شامل اعتبار، ریسک، بازده، زمان‌بندی بازار، انعطاف‌پذیری و خدمات جانبی می‌شود. در این قالب، ۴۳ عنصر آمیخته بازاریابی در قالب این شش آمیخته طبقه‌بندی و به‌کمک تحلیل عاملی تأییدی قابلیت اندازه‌گیری آمیخته‌ها باکمک عناصر آزمون شد. با توجه به نتایج حاصل، آمیخته بازده با سه عنصر، آمیخته اعتبار با ۱۹

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در همه زیرنمونه‌ها، شاخص‌های برازش مناسب هستند. درضمن بارهای عاملی و معناداری آنها در همه موارد شبیه‌الگوی اصلی پژوهش باعث حذف سه عنصر زمان تا سررسید، نرخ بازده تا سررسید، مقدار پرداختی کوپن شد. با توجه به تشابه‌های نتایج حاصل از زیرنمونه‌ها با نمونه اصلی می‌توان ادعا کرد که نتایج از پایایی کافی برخوردار است.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش براساس مجموعه‌ای از نظریه‌های مالی (قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای،

عنصر، آمیخته انعطاف‌پذیری با ۵ عنصر، آمیخته زمان‌بندی بازار با ۴ عنصر و در نهایت آمیخته خدمات جانبی با سه عنصر به‌عنوان آمیخته بازاریابی محصولات مالی پیشنهاد شد.

عناصر آمیخته بازده شامل درصد آورده بانی، تخمین سرمایه‌گذار از ارزش آتی دارایی و سابقه بازدهی ناشر می‌شود. به عبارتی، زمانی که بانی آورده بیشتری به پروژه می‌آورد، سرمایه‌گذار معتقد خواهد بود که حتماً پروژه بازده بالایی دارد که خود بانی مشارکت بالایی در آن دارد و برعکس. در رابطه با ارزش دارایی نیز اگر سرمایه‌گذار تخمین بزند که ارزش اوراق در آینده افزایش خواهد یافت، پیش‌بینی بازده بیشتر می‌کند و در نتیجه، علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری خواهد بود. در مورد سابقه بازده ناشر نیز در مواردی که سرمایه‌گذار تخمین بازده واقعی کمتری می‌زند، وقتی عملکرد مثبت ناشر در اوراق دیگر را ملاحظه می‌کند باز هم بازده بالاتری تخمین می‌زند. در همه این موارد ناشر می‌تواند بر تمایل سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد و بازار هدف را به کمک این آمیخته متاثر سازد. در آمیخته نفوذ اعتباری عناصری نظیر جریان نقدی پروژه، سابقه نکول ضامن، هزینه سرمایه ناشر، نقدینگی بازارگردان، سابقه جریان نقدینگی ناشر، کفایت سرمایه بازارگردان، سابقه نکول ناشر، کفایت سرمایه ضامن، حسن شهرت بازارگردان، نقدشوندگی وثیقه، نسبت بدهی ناشر، ثبات ارزش دارایی، تعداد اوراق تحت بازارگردانی بازارگردان، درجه ریسک اعتباری ناشر، اولویت بازپرداخت اوراق در بدهی‌های ناشر، شهرت متعهد پذیرهنویسی، جریان نقدی ضامن و کفایت سرمایه متعهد پذیرهنویسی پوشش پیدا کرده است. در این معنا ناشر باید سعی کند؛ برای مثال نقدشوندگی

وثیقه را تقویت و از این طریق، اطمینان سرمایه‌گذار به کسب جریان نقدی لازم را تأمین کند. مثال دیگر اینکه، دیگر اگر ناشر با ضامنی قرارداد ببندد که جریان نقدی بالایی دارد، سرمایه‌گذار اطمینان پیدا می‌کند که اگر خود ناشر نتوانست به تعهدات عمل کند ضامن توانایی پرداخت تعهدات ناشر را خواهد بود. به کمک این ابزارها ناشر می‌تواند تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار هدف را مدنظر قرار دهد. اجزای آمیخته ریسک ادراک‌شده شامل نقدشوندگی دارایی، ریسک بازار اوراق قبلی ناشر، سابقه نقدشوندگی اوراق ناشر، ثبات ارزش وثیقه و پوشش با اختیار است؛ یعنی برای مثال اگر ناشر به کمک اختیار ریسک اوراق بدهی را پوشش دهد، سرمایه‌گذار به دلیل اطمینانی که به جریان نقدی خود دارد، نگران افت ارزش ناشی از ریسک نباشد و تمایل بیشتری برای خرید اوراق بدهی به خرج دهد. آمیخته خدمات مکمل نیز شامل سه زیرمجموعه است: امکان دریافت تسهیلات برای خریداران اوراق، انتشار اوراق به‌صورت سبدي از اوراق مختلف و قابلیت بازخرید زودتر از سررسید اوراق. به شکلی که انتظار می‌رود انتشار سبدي اوراق بتواند معایب یک نوع ورقه را با مزایای ورقه دیگر تاخت بزند و تمایل به خرید اوراق را در سرمایه‌گذاران تقویت کند.

پیشنهادها و محدودیت‌ها

براساس نتایج حاصل به بنگاه‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود در شرایطی که امکان پرداخت بازده اسمی بالا ندارند، از آیت‌های اعتبار، ریسک، زمان‌بندی بازار، انعطاف‌پذیری و خدمات جانبی استفاده کنند. در شرایطی که زمان برای عرضه اوراق به بازار مناسب نیست، می‌توان با

خرید اوراق دارند، آمیخته مناسب‌تری محسوب می‌شوند. برای رویکرد پژوهشی دیگر، می‌توان با تکمیل پرسشنامه باکمک تعداد بیشتری از نمونه آماری و تمرکز بر هر نمونه به‌طور مستقل آمیخته متناسب با همان نمونه را طراحی کرد. درنهایت، می‌توان آمیخته انواع مختلف محصولات مالی مانند سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و هرکدام از اوراق صکوک را مستقل شناسایی کرد.

منابع

- ۱- انواری‌رستمی، علی‌اصغر و بهروز لاری‌سمنانی (۱۳۸۶). بررسی ارتباط و تحلیل اثرات سرمایه‌گذاری‌های منتخب غیربورسی در جذابیت سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، ۷ (۴) ۲۱۸-۱۷۷.
- ۲- فتحی، سعید؛ باقری، وحید؛ مریم رجیبی (۱۳۹۵). مدیریت ریسک مالی شرکتی، اصفهان: انتشارات جهاد دانشگاهی.
- 3- Akerlof, G. A. (1978). The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 18(3), 488-500.
- 4- Altman E. I. (2003). Credit scoring models, *AFP Exchange*, 7-12.
- 5- Anjan, D. B., Thakor V. T. (1978). Competitive equilibrium in the credit market under asymmetric information, *Journal of Economic Theory*, 42, (1), 167-182.
- 6- Bank for International Settlements, (2017). *Basel III: Finalizing post-crisis reforms*. Retrieved from: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>.
- 7- Bitner M. J. (1991). The evolution of the services marketing mix and its relationship to service quality. (In Brown S., Gummesson E., Edvardsson B. & Gustavsson B., *Service quality: A multidisciplinary and multinational perspective*. New York: Lexington, pp. 23-37.), Lexington Books.

انعطاف، خدمات، بازده و ریسک تقاضا را برای خرید اوراق تحریک کرد؛ برای مثال، در زمانی که بنگاه مجبور به انتشار اوراق است، اما بازار در رکود است، می‌توان با عقد قرارداد با بازارگردان و متعهد پذیرهنویسی مشهور، موضوع را به‌نحو مطلوب جبران کرد یا در شرایطی که ضامن و خود ناشر از کفایت سرمایه مناسب برخوردار نیستند، می‌توان با پوشش اوراق به‌کمک اختیار فروش، خدمات تسهیلات یا تبلیغات مربوط به اعتبار ناشر، تقاضا را برای خرید تحریک کرد. در تفسیر نتایج این پژوهش باید به محدودیت‌هایی نظیر محدوده زمانی (تابستان ۱۳۹۷)، محدودیت مکانی (ایران)، استفاده از روش نظرسنجی (ممکن است همراه با تورش یا سوگیری پاسخ‌دهندگان باشد) توجه کرد. این پیشنهادها در شرایطی ارائه شده که محدودیت‌های خاصی بر پژوهش حاکم بوده است. از جمله اینکه پژوهشگر کلیه اجزای جامعه آماری را یکجا بررسی کرده است؛ چراکه امکان گردآوری پرسشنامه به اندازه کافی از همه گروه‌ها نبوده است. به همین دلیل، به پژوهشگران آتی پیشنهاد شده است برای هر گروه، به‌طور جداگانه، این پژوهش را تکرار کنند. دوم اینکه به‌دلیل محدودبودن شناخت بازار از ابزارهای بدهی انتظار می‌رود کمی نتایج انحراف داشته باشد. سوم اینکه حجم پرسشنامه بزرگ بود. بهتر است در پژوهش‌های بعدی با تعداد پرسش‌های کمتری پژوهش را تکرار کنند تا نتایج دقیق‌تری به‌دست آید. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود عرضه اولیه‌های صورت‌گرفته در بازار را به‌عنوان جامعه انتخاب کنند، به هرکدام از عناصر این آمیخته‌ها امتیاز بدهند و طول زمان خرید اوراق به‌عنوان متغیر وابسته بررسی شود. عناصری که تأثیر معناداری به طول زمان

- 22- Nuru, T, J. (2015). The Influence of Differentiation Strategy on Performance of Water Bottling Companies in Mombasa County, Kenya, Research project, School of Business, University of Nairobi.
- 23- Ogden, J. Jen F. C. O'Connor P. F. (2002). *Advanced Corporate Finance 1st Ed.* Pearson.
- 24- Parasuraman, A., Zeithmal, V. A. & Berry, L. L. (1998). A conceptual model of service quality and its implications for future research. *Journal of Marketing*. 49.
- 25- Parkin M. (2015). *Microeconomics*, 12th ed. Pearson.
- 26- Sharpe W. F. Gordon J. A. & Jeffery V. B. (1999). *Investments*, 6th ed. Prentice-Hall.
- 27- Sharpe W. 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3):425-442.
- 28- Shostack, G., L. (1977). Breaking free from product marketing, *Journal of Marketing*, 41, 73-80.
- 29- Tarigh Khan M. (2014). The concept of 'marketing mix' and its elements: A conceptual review paper, *International Journal of Information, Business and Management*, 6(2): 95-107.
- 30- Thomsa L. C. (2000) A survey of credit and behavioral scoring: Forecasting financial risk of lending to consumers, *International Journal of Forecasting*, 16, 49-172.
- 31- Venaik, S. (2019). Archetypes of marketing mix standardization-adaptation in MNC subsidiaries: Fit and equifinality as complementary explanations of performance, *European Journal of Marketing*, Early cited: <https://doi.org/10.1108/EJM-11-2017-0861>
- 32- Walter, V. W. & Bulte, C. V. D. (1992). The 4p classification of the marketing mix revisited, *Journal of Marketing*, 56(4): 83-93.
- 8- Boot A. & Thakor A. V. (1993). Security design, *Journal of Finance*, 48: 1349-1378.
- 9- Borden, N. H. (1964). The concept of marketing Mix, *Journal of Advertising Research*, 4: 2-7.
- 10- Brown, Stephen W., Gummesson, Evert, Edvardsson, Bo, and Gustavsson, Bengtove, eds. (1991), *Service Quality: Multidisciplinary and Multinational Perspectives*, Lexington, MA: Lexington Books.
- 11- Chen L. H., Chiou T. W. (1999). A fuzzy credit rating approach for commercial loans : A Taiwan case, *Omega, International Journal of Management Science*, 27, 407-419.
- 12- Dionne G., Manual A. & Montserrat G. (1996). Count data models for a credit scoring system, *Journal of Empirical Finance*, 3, 303-325.
- 13- Fabozzi F. J., Neave E. H., Zhou G. (2003). *Financial Economics*, John Willey and Sons.
- 14- Fabozzy F. J. y Modigliani, P. M. & Jones, F. J. (2009). *Foundations of Financial Markets and Institutions*, 4th Ed. Prentice Hall.
- 15- Gronroos, C. (1984). A service quality model and its marketing implications, *European Journal of Marketing*, 18(4), 36-44.
- 16- Jones, C. P. (2009). *Investments: Analysis and Management*, John Wiley & Sons.
- 17- Kotler, P. Armstrong, G. (2015). *Principles of Marketing*, 17th ed., Pearson.
- 18- Leland, H. E. & Pyle D. H. (1977), Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *The Journal of Finance*, 32(2): 371-387.
- 19- Markowitz HM. 1952. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1):77-91
- 20- Modigliani F. and Merton H. M. (1963). Taxes and the cost of capital: A correction, *American Economic Review*, 53: 433-443.
- 21- Neveu, R. P. (1989). *Fundamentals of Managerial Finance*. 1st ed., South-Western Publications.