

## تأثیر بازاریابی رابطه‌مند بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

منیژه حقیقی نسب<sup>۱</sup>

محمد رضا رستمی<sup>۲</sup>

فرزانه خوب بخت<sup>۳</sup>

نازنین حکیمی فر<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۹/۲۵

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۷/۲۳

### چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر بازاریابی رابطه‌مند بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار با استفاده از مدل هافمن در قلمرو زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداخته است. جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری این پژوهش، روش داده‌های مقطعی و ترکیبی است. نتایج نشان داد بین نقد شوندگی سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه‌مند به‌جز ارزیابی روابط با سهامداران، رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. یافته‌های دیگر پژوهش بیان کرد بین بازده سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه‌مند به‌جز تعهد، رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. از سوی دیگر به بررسی تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه‌مند بر روی هزینه سرمایه پرداخته شد که در مورد گرایش به روابط، ارزیابی روابط، تعهد و اعتماد با هزینه سرمایه شواهدی یافت نشد. اما ارتباط بین عمل متقابل و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری بدست آمد.

**واژه‌های کلیدی:** روابط سرمایه‌گذار، بازاریابی رابطه‌مند، گرایش به روابط با سهامداران، ارزیابی روابط با سهامداران.

۱- دانشیار، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران، (نویسنده مسئول) mhaghhighinasab@alzahra.ac.ir

۲- استادیار، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران، M.rostami@alzahra.ac.ir

۳- کارشناس ارشد، مدیریت مالی، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران

۴- دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران، Nazanin.hakimifar@gmail.com

## ۱- مقدمه

امروزه با توجه به رشد روزافزون ظهور شرکت‌ها و روند رو به افزایش پذیرش شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار در بین تمام کشورها، بازار سرمایه، سهام و سهامداران به موضوعاتی حائز اهمیت تبدیل شده‌اند و شرکت‌ها برای باقی ماندن در بازار سرمایه نیازمند جذب سهامداران و سرمایه‌گذاران بوده زیرا در عصر حاضر هزینه جذب سرمایه‌گذاران و سهامداران جدید به مراتب بیشتر از هزینه حفظ و نگهداری سهامداران فعلی بوده و نیازمند صرف زمان و تلاش مضاعف و به‌کارگیری وجوه نقد خود باعث کاهش میزان سرمایه در گردش در دسترس شرکت‌ها شده که در مراحل بعدی و در آینده‌ای نه چندان دور مشکلات بسیاری را برای شرکت و اقتصاد آن کشور به دنبال خواهد داشت. بنابراین جذب سهامداران بالقوه و جدید از اصول اولیه بقای شرکت‌ها بوده در کنار اینکه حفظ سهامداران فعلی موضوعی اصلی و حیاتی در بین شرکت‌های سهامی موجود در بازار بورس می‌باشد و شرکت‌ها درصدد به‌کارگیری متخصصان و کارشناسان خبره و متعهد در واحدهای سهام بوده تا از این طریق بتوانند گامی در جهت کاهش هزینه‌های جذب سهامداران جدید برداشته و به دنبال آن بقای شرکت‌ها در این راستا حفظ و تضمین خواهد شد. استراتژی‌های مدرن مدیریت به طور فزاینده‌ای به دنبال افزایش ارزش برای سهامداران از طریق استراتژی‌های بازاریابی است که نیاز به بررسی بیشتر ارتباطات بازاریابی دارد (ما و همکاران، ۲۰۱۹). از این رو بحث روابط با سرمایه‌گذاران در چند دهه اخیر از اهمیت بالایی برخوردار شده و واحدهای سهام از بخش‌های بسیار مهم محسوب شده که می‌توان مشاهده نمود اکثر کشورها، دولت‌ها و شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌های قابل توجهی را به این بخش اختصاص داده‌اند. از بزرگ‌ترین چالش‌های در حال ظهور برای مقابله با روند معکوس بازار سرمایه و بازده‌های منفی و عدم نقد شونده بودن سهام شرکت‌ها تبدیل گشته است. علی‌رغم وجود تأکیدهای بسیار زیادی که در چند دهه

اخیر بر این موضوع شده است پژوهش‌های اندکی در ارتباط با آن انجام شده است. پژوهش حاضر به بررسی این موضوع که چگونه بازاریابی رابطه‌مند بر روابط بنگاه‌های اقتصادی با سهامداران در شرکت‌های بورسی و مؤلفه‌های مالی در بازار سرمایه که در واقع نتایج به‌کارگیری بازاریابی رابطه‌مند در روابط با سهامداران می‌باشند پرداخته است.

## ۲- پیشینه پژوهش

روابط سرمایه‌گذار امروزه یک عملکرد شناخته شده در مورد شرکت‌ها است و جایگاه برجسته و رو به رشدی دارد. در واقع روابط سرمایه‌گذار به روابطی اطلاق می‌شود که بین شرکت و سرمایه‌گذارانش وجود دارد و اینگونه روابط باید میان شرکت، سرمایه‌گذاران و سهامداران در بخش مالی وجود داشته باشد تا آن‌ها را جذب شرکت کنند (ویکیپدیا). تمام عوامل فعال در بخش روابط سرمایه‌گذار تلاش خود را معطوف به جذب سرمایه‌گذاران بالقوه و حفظ سهامداران فعلی می‌کنند و با ارائه اطلاعات به عوامل بازار سرمایه به صورت مستقیم و غیرمستقیم خدمت رسانی کرده تا آن‌ها حس کنند که شرکت اطلاعات کافی در اختیار آن‌ها قرار داده تا مشتاق به سرمایه‌گذاری شده و گردش جریانات نقدی را در شرکت سرعت بخشند و راه را برای ورود سهامداران جدید تسهیل نمایند. روابط سرمایه‌گذار یک جریان یک طرفه ارتباطات از شرکت به بازار قلمداد نمی‌شود، بلکه با تعامل با بازار، مدیران روابط سرمایه‌گذار می‌توانند نظرات ارزشمند را در مورد این که شرکت‌ها چگونه در جامعه مالی درک شده‌اند، ارائه دهند. امروزه روابط سرمایه‌گذار یک ابزار استراتژیک برای ساخت یک مزیت رقابتی محسوب شده تا شرکت‌ها را قادر به جذب سرمایه‌باشند (آلن، ۲۰۰۲) موضوع روابط سرمایه‌گذار از دهه ۵۰ میلادی به دلیل افزایش بی‌سابقه سهامداران خارجی که انگیزه‌ای برای گسترش این بخش بود به وجود آمد و انجمن‌ها و متخصصان زیادی به طرق متفاوتی به تعریف این واژه پرداخته‌اند. در این پژوهش به روابط سرمایه‌گذاران

مدیریت روابط سرمایه‌گذار است. ادبیات اخیر، به‌عنوان مثال، نشان می‌دهد که علاوه بر بازده مورد انتظار، ابعاد غیرمالی، مانند شناسایی سرمایه‌گذاران و سهامداران و نحوه تعامل شرکت با آن‌ها، بر رفتار آنان و الگوهای نگهداری سهام توسط سهامداران تأثیرگذار است. تحقیقات انجام شده همواره بر این موضوع که بهتر است به تجزیه و تحلیل و مدیریت روابط موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذار پرداخته شود و بینش‌های بازاریابی که همواره مکمل مدیریت روابط سرمایه‌گذار در شرکت‌ها می‌باشد و نیز در نحوه مدیریت روابط نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند، تأکید ویژه‌ای دارند. مطالعات انجام‌شده نشان می‌دهد که ارتباط بین یک شرکت و سهامداران آن ممکن است به تجزیه و تحلیل و مدیریت بازاریابی و رابطه ذینفعان مرتبط باشد، و همچنین "جامعه سرمایه‌گذاران و سهامداران یک شرکت به‌عنوان یک مشتری" امروزه به رسمیت شناخته شده است (هانسن و سرینیواسان، ۲۰۰۹). در عصر حاضر بازار و بازاریابی تفکیک ناپذیرند. هر جا و هرگاه چهارعنصر نیاز، نیازمند، عوامل رفع نیاز و دادوستد وجود دارد بازار و بازاریابی هم معنا دارد. بازار محل و فضای معرفی، نمایش و انجام داد و ستدها کالاها و خدمات است و بازاریابی علم و عمل پاسخ‌یابی و پاسخ دادن به نیازها و نیازمندان در بازارهاست. بسیاری از افراد حتی کارشناسان به غلط بازاریابی را محدود به فروش و فروشندگی می‌دانند در حالی که بازاریابی مربوط به همه ذینفعان در هر نوع داد و ستد است از جمله بازار سرمایه و سهامداران. سهامداران و سایر ذینفعان به‌عنوان نیازمندی هستند که با بازاریابی می‌توانند به اهدافشان در معاملات و مبادلات سهام دست یابند. تمام ذینفعان در تمام داد و ستدها خواستار شناخت درست بازار، خلق بازار و حفظ ارتباط خود با بازار هستند. شاید بتوان گفت رقابت آینده در همه بازارها رقابت در تولید و عرضه نیست بلکه در بازاریابی و مدیریت روابط با مشتریان و حفظ و تعامل با آن‌ها یک مزیت رقابتی جدید برای حفظ برتری نسبت به رقباست. هراندازه نظام و ساختار اقتصادی یک جامعه پویاتر، سالم‌تر و رقابتی‌تر شود بازار و بازاریابی

اشاره می‌شود، از این‌رو درک ماهیت روابط سرمایه‌گذار ضرورت دارد. با توجه به چارچوب و مفاهیم موردبررسی در این پژوهش تعریفی را که انجمن بین‌المللی روابط سرمایه‌گذار در آمریکا در سال ۲۰۰۳ ارائه داده است انتخاب شده است: "روابط سرمایه‌گذار یک مسئولیت مدیریتی استراتژیک است که واحدهای مالی، ارتباطات، بازاریابی و قانون اوراق بهادار را با یکدیگر انطباق داده تا ارتباطات دوطرفه موثر بین شرکت، واحد مالی، سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر افراد و مؤسسات را میسر سازد که درنهایت به ایجاد یک قیمت عادلانه و منصفانه برای سهام شرکت موردنظر می‌انجامد." به بیان دیگر روابط سرمایه‌گذار به فعالیت‌های بازاریابی شرکت‌ها که ترکیبی از شاخه‌های ارتباطات و امور مالی باهدف تأمین سرمایه‌گذاران بالقوه و حال با تعریف عملکرد و ترسیم چشم‌اندازی روشن برای آن‌ها گفته می‌شود که دارای تأثیر مثبتی بر روی ارزش کل بازار و هزینه‌های سرمایه‌گذار است. این انجمن تعریف دیگری را در سال ۲۰۰۸ به شرح زیر ارائه داده است:

"به‌عنوان یک مسئولیت راهبردی مدیریت روابط سرمایه‌گذار میتواند امور مالی، ارتباطات و بازاریابی را یکپارچه کند با هدف حداکثر کردن رضایت سهامداران". این انجمن نیز بیان می‌کند که روابط سرمایه‌گذار در واقع مرزی است بین مالی و ارتباطات و همکاری همه احزاب و سازمان‌های حرفه‌ای برای اثبات این ادعا که روابط سرمایه‌گذار به‌عنوان یکی از وظایف حیاتی شرکت‌ها قادر به ترویج استانداردهای اخلاقی پاسخگویی و شفافیت و افزایش ارزش شرکت می‌باشد، موردنیاز است."

به‌عنوان یک مسئولیت راهبردی، روابط سرمایه‌گذار می‌تواند مسائل مالی، ارتباطات و بازاریابی را یکپارچه کند (نیری، ۲۰۰۸). با تمرکز بر ارتباطات مالی (مارستون و استراکر، ۲۰۰۱)، ادبیات فعلی نقش مکمل بازاریابی را نادیده می‌گیرد، هرچند که بینش و مهارت‌های مربوط به مدیریت تعاملات سرمایه‌گذار (لاوت و مک دونالد، ۲۰۰۵) در آن وجود دارد. اطلاعات و ارتباطات مالی شرط لازم اما ناکافی برای

آن هم حرفه‌ای‌تر، هوشمندانه‌تر و فعال‌تر خواهد شد. بازار نظام پویا و زنده‌ای است که دارای اهداف، اجزا و روابط منظم است و بازاریابی چگونگی حضور در این نظام برای پاسخ‌گویی به نیازها و نیازمندان از طریق انجام دادوستدهاست. بازار سرمایه در چند دهه اخیر جز مهم‌ترین و تأثیرگذارترین بازار در اقتصاد کشورها شناخته شده است. شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران و سهامداران حقیقی و حقوقی از جمله نقش‌آفرینان مهم و کلیدی در این بازار محسوب می‌شوند. شرکت‌ها با توجه به نیاز روزافزون خود به تأمین وجه نقد موردنیاز اقدام به انتشار سهم کرده تا از این طریق بتوانند میزان سرمایه در گردش موردنیاز خود را تأمین کنند. محققان و کارشناسان تعاریف مختلفی برای بازاریابی رابطه‌مند بیان کرده‌اند و در واقع یک تعریف پذیرفته شده جهانی برای بازاریابی رابطه‌مند وجود ندارد. مفهوم این واژه رسماً توسط لئونارد بری در سال ۱۹۸۳ معرفی شد که آن را به عنوان جذب، نگهداری و افزایش روابط مشتری تعریف نمود. طبق نظر شانی و سوجانا (۱۹۹۲) بازاریابی رابطه‌مند تلاشی یکپارچه جهت شناسایی، حفظ و ساختن روابط سودمند پایدار با فرد فرد مشتریان است که به‌طور پیوسته این ارتباط از طریق ایجاد ارزش افزوده تقویت گردد. گومسون (۱۹۹۴) بازاریابی رابطه‌مند را مدیریت روابط، تعاملات و شبکه‌ها بیان نموده است. این روابط باید توسعه یابد و منافع ذینفعان را تأمین کند. در واقع در تعریف گومسون تمامی شرکای داخلی و خارجی شرکت از قبیل کارکنان، مشتریان، تأمین‌کنندگان، فروشندگان و ... مورد توجه قرار می‌گیرند. مورگان و هانت (۱۹۹۴) چنین استنتاج کرده‌اند که بازاریابی رابطه‌مند، فعالیت‌هایی است که منجر به ایجاد، حفظ و توسعه مبادلات موفق می‌گردد. آن‌ها به اهمیت اعتماد، همکاری و ارزش‌های مشترک در داشتن روابط پایدار موفق تأکید کرده‌اند. همچنین طبق نظر بری (۱۹۹۵) بازاریابی رابطه‌مند، جذب و حفظ مشتری و ایجاد روابط بلندمدت با آنان است. گرونروس، بازاریابی رابطه‌مند را فرآیند ایجاد، حفظ و توسعه روابط تجاری سودمند با مشتریان و دیگر ذینفعان میدانند. این روابط

باید به‌گونه‌ای تنظیم شود که اهداف همه شرکا را برآورده سازد. این موضوع زمانی محقق می‌شود که همزیستی متقابلی وجود داشته باشد و به وعده‌ها جامعه عمل پوشانده شود (گرونروس، ۱۹۹۹). کریستوفر و دیگران (۱۹۹۹) وظیفه بازاریابی رابطه‌مند را جذب و حفظ مشتری می‌دانند. همچنین آن‌ها بیان کرده‌اند که اگر شرکتی خواهان روابط بلندمدت با مشتریان باشد باید به کیفیت و ارتقا خدمات ارائه شده به مشتری توجه ویژه‌ای نماید (کاندامپلی و ددی، ۱۹۹۹).

با توجه به مطالعات انجام شده توسط صاحب نظران این حوزه و مصاحبه‌های انجام شده با مدیران، یافتن ابعادی از بازاریابی رابطه‌مند به‌عنوان یکی از چالش‌های پیش روی آن‌ها است و در دهه های مختلفی که بازاریابی رابطه‌مند در ابعاد و موقعیت‌های مختلف به‌کاررفته است متغیرهای متفاوتی با توجه به نقطه نظرات افراد مختلف برای این واژه تعریف شده است.

در خصوص ابعاد بازاریابی رابطه‌مند مدل‌های مختلفی از جمله مدل اسکانونی (۱۹۷۹)، مدل مورگان و هانت (۱۹۹۴)، موریس و دیگران (۱۹۹۸)، مدل من سو و اسپیس (۲۰۰۰)، مدل تاهیر رشید (۲۰۰۳)، سین و همکاران (۲۰۰۵)، مدل دوبیسی (۲۰۰۷) و مدل هافمن و همکاران (۲۰۱۰) ارائه گردیده است. طبق بررسی‌های انجام گرفته توسط هافمن و همکارانش، آن‌ها پنج بعد بازاریابی رابطه‌مند را که در کنار یکدیگر کیفیت مدیریت روابط را تشکیل می‌دهند را معرفی کردند که به‌طور کلی با استفاده از تحقیقات انجام شده بر روی روابط کلی بازاریابی به‌دست آمده‌اند و به‌طور خاص بر روی روابط دوسویه شرکت-سرمایه‌گذار مرتبط می‌باشد. این ابعاد بر حالت چرخه روابط شرکت-سرمایه‌گذار تأثیرگذار است و به انتخاب راهبردی شرکت‌ها برای مدیریت عملکرد خود اشاره دارد. پنج بعد بازاریابی رابطه‌مند مدل هافمن به‌صورت ذیل تعریف شده است:

(۱) **گرایش به روابط:** گرایش به روابط، رفتار روابط گروه را تعریف و راهنمایی می‌کند (حسینی و برنر،

**۵) عمل متقابل:** در تقابل اجتماعی، عمل متقابل به شکل وجود یک درک مشترک در مقیاس مساوی تعریف می‌شود (گولدنر، ۱۹۶۰). در صورت یک وجود یک مقابله به مثل قوی، تقابل‌ها به صورت برابر انجام می‌شود و هر یک از طرفین در صورت انجام یک اقدام مثبت می‌توانند انتظار یک اقدام مثبت از سمت مقابل را داشته باشند. طرفین برای سودآوری نیاز به استراتژی‌های بلندمدت دارند که چنین استراتژی‌هایی نیازمند اعتماد می‌باشند. در صورتی که اصول عمل متقابل به طور مطلوب در یک شرکت رعایت نشود روابط دوسویه به تدریج رو به سستی می‌رود و در بلندمدت جهت‌گیری متفاوتی پیدا می‌کند.

رابطه ابعاد ارائه شده هافمن و همکاران در این پژوهش با بازده سهام، نقدشوندگی و هزینه سرمایه بررسی می‌شود.

۱- بازده سهام: مطالعه‌ای توسط هوتون و پالپو (در سال ۱۹۹۹) بر روی روابط سرمایه‌گذاران انجام شد. تحقیقات این دو تن بر روی عملکرد سهام ۹۷ شرکت بوده که طبق رتبه‌بندی AIMR در دهه ۱۹۹۰ میلادی بیشترین نرخ رشد پیاپی را در یک دوره سه ساله نشان می‌دهند. آن‌ها دریافتند که به طور متوسط بازده مازاد تعدیل‌شده (بازده کل منهای بازده بدون ریسک) سهام شرکت‌هایی که دارای بخش روابط با سهامداران می‌باشند در این دوره به حدود ۵ درصد می‌رسد. این شرکت‌ها همچنین در مالکیت نهادی سهم، پیگیری فزاینده تحلیلگران و افزایش نقد شوندگی سهام در طول دوره ۱۰ ساله، سیری صعودی داشته و همچنین نشان می‌دهد که افزایش کیفیت افشا یک سیاست آگاهانه مدیریت برای به حداکثر رساندن رسانیدن رسانیدن انتشار سهام در آینده است. با این حال در سال ۱۹۹۹ هیلی و سایر همکارانش مطالعات خود را به رابطه بین رتبه‌بندی AIMR و نرخ بازده سهام محدود کردند و رابطه با سایر مشخصه‌های شرکت‌ها را در نظر نگرفتند. همچنین این مطالعات محدود به تعداد کمی از شرکت‌هایی می‌شد که شفاف‌سازی آن‌ها به طور مداوم با یک نرخ ثابت رو به بهبود بود. این شرکت‌ها لزوماً نمایشگر تمام شرکت‌ها

(۱۹۹۲). گرایش به روابط یک شرکت با ذینفعان می‌تواند تعاونی، فردگرا، و یا رقابتی (دویچ، ۱۹۸۲) باشد. در جهت‌گیری تعاونی، شرکت رفاه هر دو گروه را مدنظر قرار می‌دهد، و سعی می‌کند که منافع مشترک را به حداکثر برساند (الکان و اسمیت، ۲۰۰۲). طرز فکر فعال در جهت‌گیری‌های تعاونی ادغام است که منجر به جذب نقاط بدون تجانس می‌شود (کمن و استپل، ۲۰۰۵)

**۲- اعتماد:** و یا تمایل یک طرف برای پذیرش تبعات اقدامات را اعتماد تعریف می‌کنند (مایر و همکاران، ۱۹۹۵) که برای تجزیه و تحلیل روابط دوسویه مفید است. اعتماد باعث حصول نتایج مثبت می‌شود، همچنین اتخاذ تصمیمات نامطلوب را نیز کاهش می‌دهد، همکاری را بهبود می‌بخشد و مسئولیت مشترک از تبعات دیگر آن است (گانلاش و همکاران، ۱۹۹۵؛ مورگان)

**۳) ارزیابی روابط با سهامداران:** در طول یک دوره از یک رابطه، طرفین به ارزیابی اثرات متقابل یکدیگر می‌پردازند، حالت بررسی ارتباط آن‌ها هدایت‌شده است که ممکن است عملیاتی یا استراتژیک باشد. هنگامی که یک شرکت تنها در ارزیابی‌های کوتاه‌مدت بر هزینه تمرکز دارد، آن را یک حالت ارزیابی از عمل در نظر می‌گیرند. در مقابل، حالت ارزیابی استراتژیک با تمرکز بر فرصت‌های بلندمدت از رابطه شرکت و تمام ذینفعان ناشی می‌شود.

**۴) تعهد:** "یک بیان صریح یا ضمنی از تداوم رابطه بین شرکا" (دویر و همکاران، ۱۹۸۷) است. هر دو طرف باید به ارتباط مداوم به اندازه کافی باور داشته باشند که برای حفظ آن تلاش کنند. تعهد ممکن است منجر به افزایش انگیزه و مشارکت و وفاداری (گاندلچ و همکاران، ۱۹۹۵) شود. این اثرات مثبت ممکن است عملکرد موفق در بازار برای یک شرکت را بهبود بخشد زیرا ثبات جریان نقدی، ایجاد تقاضا و کاهش ریسک را به دنبال داشته که ارزش سهام را افزایش دهد. در نهایت، وجود فضای مثبت در یک شرکت باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در آن ترغیب شوند.

مورد مطالعه نبودند، پس نتایج هوتون، هیلی و پالپو می‌توانند در خوش‌بینانه‌ترین حالت بازگوکننده تأثیر سیاست‌های ارتباطی شرکت‌ها با بازار باشد.

۲- نقد شوندگی: در مطالعه‌ای که توسط دایموند و ورچیا در سال ۱۹۹۱ انجام پذیرفت بیان شد که سهام‌های موجود در بازار دارای نقد شوندگی کافی نیستند و دلیل آن هم وجود هزینه‌های بالا و انتخاب نادرست این هزینه‌ها می‌باشد و این عدم نقد شوندگی باعث کاهش قیمت سهام می‌گردد. همچنین آن‌ها بیان کردند که به‌کارگیری اصولی و قانون‌مند روابط سرمایه‌گذار و استفاده از این بخش در شرکت‌هایی که دارای سهامداران زیادی هستند باعث افشای اطلاعات ارزشمند در مورد شرکت‌ها شده که این اطلاعات نیازهای اولیه و عمده سهامداران را پاسخگو می‌باشد و باعث کاهش هزینه‌های تحمیل‌شده و مضاعف توسط تحلیلگران گردیده و اشاعه اطلاعات به بهترین نحو با به‌کارگیری روابط سرمایه‌گذار انجام‌پذیر بوده و درنهایت باعث بهبود نقد شوندگی و افزایش قیمت سهم می‌گردد. محققان همچنین بیان کردند یک روش برای مدیریت فعالیت‌های معامله سهام این است که به‌طور مستقیم تعداد سهام منتشرشده را به‌وسیله سهم جدید و یا بازخرید خرید سهام، افزایش یا کاهش دهیم. با این حال، مداخلات در بازار سرمایه می‌تواند یک فرآیند بسیار پرهزینه باشد و ممکن است بر نقد شوندگی سهام در صورتی که سهام جدید منتشرشده مورد استقبال قرار نگیرد یا با شکست مواجه شود و یا باعث رقیق شدن قیمت سهام شود تا حد زیادی تأثیر نگذارد. تمام این موارد می‌تواند منجر به فعالیت‌های معاملاتی پایین‌تر و کاهش نقد شوندگی شود. همچنین، معاملات بازار سرمایه ممکن است اثرات جانبی نامطلوبی از لحاظ ریسک بالاتر در ارتباط با کسب و کار، و یا کسب و کار با کمبود وجه نقد و یا به دلیل مالکیت سرمایه‌گذاران موجود داشته باشد. باین حال، یک روش غیرمستقیم مؤثر بر نقد شوندگی بهبود سیاست‌های ارتباطی شرکت‌های بزرگ با «بازار» سهام است که مشابه بازاریابی محصولات شرکت نیز می‌باشد. این موضوع شامل استراتژی روابط

سرمایه‌گذار که باعث افزایش اطلاعات انتشاریافته به بازار و باهدف قرار دادن یک نوع خاص و یا درصدی خاص از سرمایه‌گذاران را شامل می‌شود. اگر این موضوع بتواند به‌طور مؤثر سطح ریسک سرمایه‌گذاران و سازندگان بازار سهام را کاهش دهد پس می‌تواند نرخ بازده موردنیاز سرمایه‌گذاران و میزان هزینه‌های معامله که توسط سازندگان بازار برای خریدوفروش سهام شرکت ایجاد می‌کنند را کاهش دهد. بنابراین بر این موضوع که به‌کارگیری روابط سرمایه‌گذار به‌طور مؤثر می‌تواند به‌طورمستقیم و غیرمستقیم، باعث کاهش هزینه‌های معامله و بهبود نقد شوندگی و نرخ بازده سهام شود تأکید شده است. در مطالعه‌ای که در سال ۲۰۱۰ توسط بورس فلسطین با موضوعیت روابط سرمایه‌گذار انجام پذیرفت نیز بیان شد که به‌کارگیری روابط سرمایه‌گذار باعث تعهد شرکت‌ها به ایجاد جریان پیوسته و به‌موقع از اطلاعات و ایجاد آگاهی و ترویج فضای اعتماد موردنیاز برای پایگاه سهامداران شده که درک عمیق و فعالیت مستمر آنان را به دنبال داشته که این موضوع نقد شوندگی بسیار بالای سهام را به دنبال خواهد داشت. روابط سرمایه‌گذار در وهله اول ارزش دارایی سهامداران را به‌وسیله بهبود تقاضا برای شرکت افزایش می‌دهد و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (بوتوسان، ۲۰۰۶)، که درنهایت باعث افزایش نقد شوندگی می‌شود (فرانسیس و همکاران، ۱۹۹۷). نقد شوندگی نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند و معیاری برای کارایی بازار به‌خصوص به لحاظ اطلاعاتی است (آمیهود و همکاران، ۲۰۰۵). علاوه بر جنبه تئوری، به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت‌های موجود همانند پدیده صف‌های خرید و فروش و مشکلات بسیار دیگر، توجه به نقد شوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقد شوندگی می‌تواند موجب تقسیم هرچه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های سبد گردانی و انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی آنان شود. مطالعات نشان می‌دهد که هزینه معاملات در بازارهای امریکا به لحاظ اقتصادی با اهمیت بوده است (لیس موند و همکاران، ۱۹۹۲).

در شرکت‌های محافظه‌کار وجود ندارد، اما تنها برای شرکت‌هایی که روش‌های حسابداری تهاجمی دارند مصداق پیدا می‌کند. به‌طور خلاصه، اگرچه جهت رابطه میان افشا و هزینه سرمایه به‌طور معمول منفی پیش‌بینی می‌شود، نتایج حاصل از منابع تجربی همیشه این موضوع را تأیید نمی‌کند. با این حال، به این دلیل که منابع پیشین محدود است، احتمالاً هنوز هم به‌طور کافی نتیجه‌گیری در رابطه با وجود رابطه بین روابط سرمایه‌گذار و هزینه سرمایه ارائه نمی‌شود. متأسفانه پژوهش‌های بسیار اندکی در زمینه روابط سرمایه‌گذار و کیفیت مدیریت روابط سرمایه‌گذار و نتایج به‌کارگیری آن در شرکت‌ها به‌خصوص در داخل کشور انجام شده است و بیشتر پژوهش‌های خارجی انجام‌شده در سایر کشورها به بررسی اثرات سیستم‌های مدیریت روابط با سرمایه‌گذاران صورت پذیرفته است و بیشتر مطالعات انجام‌شده به صورت تک بعدی فقط نتایج استفاده از روابط سرمایه‌گذار را بررسی کرده و بر ابعاد بازاریابی توجهی نداشته اند، بنابراین یک وجه تمایز پژوهش حاضر ایجاد پیوند بین بازاریابی رابطه‌مند و بازار سرمایه و متغیرهای مالی و بررسی تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه‌مند بر روی متغیرهای پرترفدار سهامداران شرکت‌های سهامی می‌باشد. با توجه به مشاهده این نیاز، پژوهش حاضر برای پر کردن خلأ تحقیقاتی موجود در این زمینه قصد دارد تا تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه‌مند که کیفیت مدیریت روابط با سهامداران را تشکیل می‌دهد را بر نتایج به‌کارگیری روابط سرمایه‌گذار که متغیرهای مالی مانند بازده سهام است را مورد بررسی قرار دهد.

بنابراین در بیشتر مطالعات انجام‌شده بر کارگیری روابط سرمایه‌گذار در شرکت‌ها برای بهبود نقد شوندگی تأکید شده است و افزایش نقد شوندگی خود نتایج مثبتی را به دنبال خواهد داشت. ماگ (۱۹۹۸) معتقد است، در حاکمیت شرکتی مطلوب که توسط نقد شوندگی بالای سهام فراهم می‌آید، سهامداران جزء به راحتی به سهامداران عمده تبدیل می‌شوند.

۳- هزینه سرمایه: مطالعه دیگری توسط برینان صورت پذیرفت، که نشان می‌دهد "ارتباط مستقیم بین سیاست اتخاذشده در بخش روابط با سرمایه‌گذار یک شرکت و قیمت سهام آن وجود دارد" (برینان و تامارونسکی، ۲۰۰۰). در این پژوهش تامارونسکی و برینان مجموعه‌ای از گزاره‌ها، بر اساس یافته‌های برخی از تحقیقات تجربی موجود، که باهم یک، زنجیره علت و معلولی غیرمستقیم، اما روشن بین روابط سرمایه‌گذار و کاهش هزینه سرمایه را نشان می‌داد ارائه دادند. این زنجیره علت و معلولی به‌صورت موازی در تحقیقات تجربی دنبال شده است. مطالعه دیگر در این زمینه توسط بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲) انجام شد که اگرچه یک نقطه عطف مهم بر رابطه میان کیفیت روابط سرمایه‌گذار و هزینه سرمایه را هدف‌گذاری کردند، اما در مطالعه آن‌ها هیچ‌گونه رابطه مشخصی یافت نشد. گیتزمن و آیرلند (۲۰۰۴) این پیشنهاد را در یکی از مقاله هایشان که در جستجوی چگونگی محاسبه اثرات انتخابی رابطه میان کیفیت افشای شرکت‌ها و هزینه حقوق سهامداران بودند و دیگر محافظه‌کاری‌ها و برآوردهای هزینه سرمایه سهامداران با استفاده از یک مدل درآمدی که هیل (۲۰۰۲) دنبال کرد نیز آزمایش کردند. گیتزمن و آیرلند در وهله اول یافتند شرکت‌هایی که، روش‌های حسابداریشان تهاجمی بوده دارای هزینه سرمایه بالاتر با توجه به ثابت ماندن دیگر شرایط نسبت به شرکت‌هایی که انتخاب‌های حسابداری محافظه‌کاری را دارا هستند، می‌باشند. گیتزمن و آیرلند رابطه مشخصی میان افشای به‌موقع و هزینه سرمایه یافتند. آن‌ها یافتند هیچ رابطه‌ای میان افشا و هزینه سرمایه

**جدول ۱- خلاصه پیشینه پژوهش**

نویسندگان/سازمان	موارد بررسی	نتیجه پژوهش
بورس اوراق بهادار لندن ۲۰۱۰	بررسی روابط سرمایه‌گذار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار لندن	روابط سرمایه‌گذار نه تنها برای ایجاد آگاهی و درک بهتر از شرکت در بین سهامداران به کار می‌رود بلکه باعث دسترسی آسان‌تر و سریع‌تر شرکت به سرمایه، ایجاد نقد شونددگی برای سهام و کمک به قیمت‌گذاری منصفانه سهام شرکت در بازار سرمایه نیز می‌شود
هافمن و همکاران، ۲۰۱۰	نقش بازاریابی رابطه‌مند در مدیریت روابط سرمایه‌گذار دوسویه بین شرکت و سرمایه‌گذار	مطالعات نشان از اثر مثبت دارایی‌های مبتنی بر بازار بر ایجاد ارزش سهامدار دارد
بسن و همکاران ۲۰۱۰	روابط سرمایه‌گذار مروری جامع	پیگیری‌های بیش‌ازاندازه تحلیلگران که ناشی از استفاده روابط سرمایه‌گذار به صورت تهاجمی است باعث بیش‌ازاندازه ارزش‌گذاری شدن سهام در بازار سرمایه شده که خود کاهش نرخ بازده را در آینده به دنبال دارد.
لیبونن، ۲۰۱۳	مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها	مدیریت فعالیت‌ها به صورت مستمر، برنامه‌ریزی‌شده، هدفمند و پایدار، که به شناسایی، ایجاد، حفظ و تقویت روابط بلندمدت متقابل سودمند بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه خود و کارشناسان سرمایه‌گذاری

**۳- فرضیه‌های پژوهش**

H12: بین ارزیابی روابط و هزینه سرمایه رابطه اثرگذار وجود دارد.  
 H13: تعهد با هزینه سرمایه رابطه اثرگذار دارد.  
 H14: اعتماد با هزینه سرمایه رابطه اثرگذار دارد.  
 H15: عمل متقابل با هزینه سرمایه رابطه اثرگذار دارد.

فرضیه‌های مورد بررسی در این پژوهش عبارتند از:  
 H1: بین گرایش به روابط و نقد شونددگی رابطه اثرگذار وجود دارد.  
 H2: بین ارزیابی روابط و نقد شونددگی رابطه اثرگذار وجود دارد.  
 H3: اعتماد با نقد شونددگی رابطه اثرگذار دارد.  
 H4: تعهد با نقد شونددگی رابطه اثرگذار دارد.  
 H5: عمل متقابل با نقد شونددگی رابطه اثرگذار دارد.  
 H6: بین گرایش به روابط و بازده سهام رابطه اثرگذار وجود دارد.  
 H7: بین ارزیابی روابط و بازده سهام رابطه اثرگذار وجود دارد.  
 H8: تعهد با بازده سهام رابطه اثرگذار دارد.  
 H9: اعتماد با بازده سهام رابطه اثرگذار دارد.  
 H10: عمل متقابل با بازده سهام رابطه اثرگذار دارد.  
 H11: بین گرایش به روابط و هزینه سرمایه رابطه اثرگذار وجود دارد.

**۴- روش‌شناسی پژوهش**

پس از بررسی‌های انجام شده و استفاده از نظرات اساتید و افراد خبره و با توجه به شرایط حاضر کشور و با در نظر گرفتن محدودیت‌ها و قوانین موجود و میزان سهولت دسترسی و جمع‌آوری اطلاعات، ابعاد ارائه شده در پژوهش هافمن و همکاران در سال ۲۰۱۰ که شامل گرایش به روابط، ارزیابی روابط، اعتماد، تعهد و عمل متقابل به‌عنوان ابعاد بازاریابی رابطه‌مند در بررسی کیفیت مدیریت روابط سرمایه‌گذار در این پژوهش در نظر گرفته شده است. زیرا چارچوب ارائه شده از ساختارمندی مناسبی برخوردار است و در برگیرنده ابعاد بازاریابی رابطه‌مند مرتبط با روابط سرمایه‌گذار است و نتایج به‌کارگیری آن در شرکت‌ها در بین سایر مدل‌ها و چارچوب‌های بررسی‌شده در



بخش مبنای نظری را دارا بوده و چارچوبی جامع می‌باشد. این مدل از نظر پژوهشگر ساختار بسیار مناسبی برای آزمون تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه‌مند بر متغیرهای مالی است، البته با توجه به اینکه چارچوب ارائه‌شده دارای ابعادی است که امکان بررسی آن در کشور ایران با توجه به قوانین و شرایط اقتصادی و شرایط حاکم بر شرکت‌ها قابلیت بررسی را نداشته این گونه موارد از این چارچوب حذف شده‌اند. بنابراین مدل مفهومی ارائه‌شده در این پژوهش ایده اولیه خود را از مدل هافمن و همکاران به دست آورده است اما مدل مفهومی مدلی ابتکاری و حاصل بررسی پژوهشگر همراه با بررسی‌های اساتید مالی و بازاریابی ارائه‌شده است.

این پژوهش به قصد کاربرد نتایج یافته‌هایش برای حل مشکلات خاص سازمان‌ها انجام شده است و تلاشی برای پاسخ دادن به یک معضل و مشکل است که در دنیای واقعی وجود دارد. پژوهش حاضر از بعد هدف، از نوع «توصیفی» است؛ یعنی به دنبال تعریف و به دست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص بوده، روابط بین متغیرها را بررسی می‌نماید. از بعد فرآیند، نوع پژوهش «کمی» است، یعنی با یک نگرش عینی به جمع‌آوری و تحلیل داده‌های کمی می‌پردازد. از بعد منطقی، یک پژوهش «استقرایی» است، یعنی درصدد طراحی یک مدل کلی براساس مشاهدات تجربی و جمع‌آوری داده‌های کمی است. از بعد نتیجه، یک پژوهش «کاربردی» است؛ یعنی در پی حل یک مشکل خاص است. روش تحقیق با توجه به هدف پژوهش، «توصیفی» است (دلاور، ۱۳۷۴). از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن ارتباط بین ابعاد بازاریابی رابطه‌مند به‌عنوان متغیرهای مستقل و هزینه سهام، بازده سهام و نقد شوندگی به‌عنوان متغیر وابسته است. متغیرهای کنترلی پژوهش، اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام است. این پژوهش از انواع پژوهش همبستگی محسوب می‌باشد. بنابراین با توجه به مطالب ذکرشده، پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل و اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی

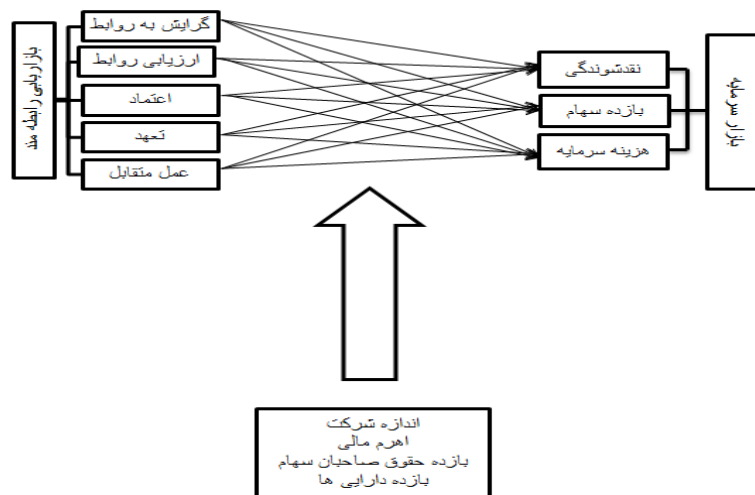
شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین از آنجا که مراحل گردآوری داده‌ها از طریق پرسشنامه استاندارد برگرفته از پژوهش هافمن و همکاران (۲۰۱۰) انجام گرفته است و سوالات پرسشنامه مذکور شامل دو بخش عمده می‌باشد:

۱- اطلاعات کلی جمعیت شناختی در رابطه با

پاسخ‌دهندگان

۲- سوالات تخصصی: این بخش شامل ۴۵ سوال

است. در طراحی این قسمت سعی گردیده است که سوالات پرسشنامه تا حد ممکن قابل فهم باشد. برای طراحی این بخش از طیف ۷ تایی لیکرت استفاده شده است. این پژوهش را می‌توان از نظر روش یک پژوهش توصیفی-پیشمایشی نیز در نظر گرفت. جامعه آماری کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار است و نمونه آماری ۸۰ شرکت از صنایع دارویی، خودروسازی، پتروشیمی، پالایشی و سایر صنایع در دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۰، انتخاب شدند. با مراجعه به شرکت‌های منتخب تعداد ۵ پرسشنامه به مدیران ارشد و کارکنان واحدهای سهام تحویل و از آنها خواسته شد که بدان پاسخ دهند و در نهایت تعداد ۴۰۰ پرسشنامه جمع‌آوری و داده‌های آن در پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند. تعداد نمونه آماری ۴۰۰ نفری به تفکیک خصوصیات جمعیت شناختی شامل جنسیت (۳۵۰ مرد-۵۰ زن)، تحصیلات (۱۰ نفر کاردانی-۲۶۲ نفر کارشناسی-۱۰۰ نفر کارشناسی ارشد-۲۸ دکتری) و سابقه فعالیت (۲۸۵ نفر کمتر از ده سال، ۷۵ نفر بین ۲۰-۱۱ سال، ۴۰ نفر بیش از ۲۰ سال) می‌باشند.



نگاره ۱- چهارچوب مفهومی پژوهش

### ۵- یافته های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون کردن فرضیه‌ها از روش برازش مدل رگرسیون به شیوه پانل که نوعی روش اقتصادسنجی می‌باشد، استفاده شد. مقدار آماره F مدل اول (۱۸,۷۶۰)، مدل دوم (۱۲۲,۴۲۴) و مدل سوم (۱۰,۶۴۷) نیز حاکی از معناداری کل مدل‌های رگرسیون می‌باشد. از طرفی مقدار شاخص VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمده است که حاکی از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل مدل است. لذا می‌توان نتیجه گرفت مدل به خوبی برازش داده شده است و نتایج قابل اعتماد اند. در این پژوهش برای بررسی و برآورد پایایی پرسشنامه‌ها از روش آلفای کرونباخ استفاده گردید. برای محاسبه ضریب آلفای کرونباخ ابتدا باید واریانس نمره‌های هر زیر مجموعه سؤال‌های پرسشنامه و واریانس کل را محاسبه کرد. سپس با استفاده از فرمول مقدار ضریب آلفا محاسبه شد. بر اساس این فرمول زمانیکه ضریب  $\alpha$  محاسبه شده بیشتر از ۰.۷۰ به دست بیاید می‌توان به این نتیجه رسید که داده‌های به دست آمده از پایایی لازم برخوردارند. در این پژوهش برای اطمینان از پایایی پرسشنامه‌های توزیع شده بین مدیران شرکت‌ها با استفاده از نرم افزار آماری SPSS ضریب آلفای کرونباخ برای هر یک از پرسشنامه‌ها به طور جداگانه محاسبه گردید که در جدول زیر آمده است.

مدلهایی که برای آزمون کردن فرضیه‌ها از آن‌ها استفاده شده است به صورت زیر می‌باشند

مدل ۱:

$$TO_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۳:

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

TO : نقد شوندگی سهام

Cummit : تعهد

Recip : عمل متقابل

Size : اندازه شرکت

Lev : اهرم مالی

ROA : بازده دارایی‌ها

ROE : بازده حقوق صاحبان سهام

RO : گرایش به روابط با سرمایه‌گذاران

REM : ارزیابی روابط با سهامداران

Trust : اعتماد

IR : هزینه سرمایه

R : بازده سهام

جدول ۲- آلفای کروناخ پرسشنامه‌ها

ضریب آلفای کروناخ	تعداد سئوالات	متغیرهای پژوهش
۰,۸۹۸	۸	گرایش به روابط با سرمایه‌گذاران (سهامداران حقیقی)
۰,۸۹۹	۸	ارزیابی روابط با سهامداران
۰,۸۷۷	۶	اعتماد
۰,۹۵۸	۱۵	تعهد
۰,۹۱۰	۸	عمل متقابل

جدول ۳- نتایج حاصل از برازش مدل اول پژوهش

$TO_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: نقد شونگی سهام / دوره مالی ۱۳۹۴-۱۳۹۰						
نام متغیر	نماد	ضریب تأثیر	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
گرایش به روابط با سرمایه‌گذاران	RO	۰,۱۳۰۳	۲,۵۱۸۲	۰,۰۲۹۸	مثبت	۱,۹۸
ارزیابی روابط با سهامداران	REM	۰,۰۰۷۵	۰,۲۶۴۲	۰,۷۹۱۸	مثبت	۱,۶۶
اعتماد	Trust	۰,۲۱۵۲	۲,۵۶۳۴	۰,۰۱۰۷	مثبت	۲,۵۴
تعهد	Cummit	۰,۲۱۲۳	۳,۰۳۹۳	۰,۰۰۲۵	مثبت	۲,۲۰
عمل متقابل	Recip	۰,۱۰۹۴	۲,۹۷۴۱	۰,۰۰۶۲	مثبت	۱,۲۴
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۱۶۴	-۰,۸۰۷۵	۰,۴۱۹۹	منفی	۱,۹۸
اهرم مالی	LEV	۰,۰۰۲۳	۰,۰۴۸۱	۰,۹۶۱۷	مثبت	۱,۶۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰,۰۳۳۳	-۳,۴۰۵۹	۰,۰۰۵۰	منفی	۲,۵۵
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰,۰۳۰۱	-۳,۱۶۱۹	۰,۰۰۰۹۴	منفی	۲,۲۷
ثابت مدل	C	۰,۱۴۱۴	۰,۹۶۴۷	۰,۳۳۵۳	---	---
ضریب تعیین		٪ ۵۳	آماره F	۱۸,۷۶۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		٪ ۵۱	سطح معنی‌داری	۰,۰۰۰۰		
			آماره دوربین-واتسون	۱,۹۱۷		

از بین فرضیه‌های پژوهش، فرضیه‌های ۱ تا ۵ در مدل اول، فرضیه‌های ۶ تا ۱۰ در مدل دوم و فرضیه‌های ۱۱ تا ۱۵ در مدل سوم پژوهش موردبررسی قرار گرفت و نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها جداول شماره ۴ تا ۶ آمده است.

جدول ۴- نتایج حاصل از برازش مدل دوم پژوهش

$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: بازده سهام / دوره مالی ۱۳۹۴-۱۳۹۰						
نام متغیر	نماد	ضریب تأثیر	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
گرایش به روابط با سرمایه‌گذاران	RO	۳,۵۲۵۳	۲۰۴,۰۴۱	۰,۰۱۶۷	مثبت	۱,۲۱
ارزیابی روابط با سهامداران	REM	۰,۷۹۵۴	۲,۹۸۸۶	۰,۰۰۷۸	مثبت	۱,۶۴
اعتماد	Trust	۰,۷۷۱۸	۲,۸۲۷۳	۰,۰۰۸۸	مثبت	۲,۸۸
تعهد	Commit	-۱,۸۳۹۴	-۰,۳۶۳۹	۰,۷۱۶۱	منفی	۲,۵۴
عمل متقابل	Recip	۱,۹۹۰۵	۲,۶۷۰۰	۰,۰۰۰۹۶	مثبت	۲,۲۴

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

**متغیر وابسته: بازده سهام / دوره مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۴**

نام متغیر	نماد	ضریب تاثیر	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
اندازه شرکت	SIZE	-۱,۲۴۵۳	-۱,۰۴۳۴	۰,۲۹۷۴	منفی	۲,۹۸
اهرم مالی	LEV	-۲,۰۸۸۴	-۰,۶۳۳۹	۰,۵۲۶۵	منفی	۲,۱۱
بازده دارایی ها	ROA	۰,۰۲۷۲	۳,۰۴۷۳	۰,۰۰۲۳	مثبت	۱,۰۲
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۰۰۱۶	۳,۰۲۹۶	۰,۰۰۶۴	مثبت	۱,۱۲
ثابت مدل	C	۱۷,۸۷۲۹	۱,۹۶۱۷	۰,۰۵۰۵	---	---
ضریب تعیین	٪ ۴۳	آماره F		۱۲۲,۴۲۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	٪ ۳۹	سطح معنی داری		۰,۰۰۰۰		
		آماره دوربین-واتسون		۲,۱۷۸		

**جدول ۵- نتایج حاصل از برازش مدل سوم پژوهش**

$$IR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RO_{it} + \beta_2 REM_{it} + \beta_3 Trust_{it} + \beta_4 Commit_{it} + \beta_5 Recip_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

**متغیر وابسته: هزینه سرمایه / دوره مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۴**

نام متغیر	نماد	ضریب تاثیر	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
گرایش به روابط با سرمایه گذاران	RO	۰,۰۶۶۱	۱,۸۰۴۲	۰,۰۷۲۵	مثبت	۱,۲۱
ارزیابی روابط با سهامداران	REM	-۰,۰۲۳۱	۰,۴۴۴۲	۰,۶۵۷۳	منفی	۱,۶۴
اعتماد	Trust	-۰,۰۳۷۵	-۰,۲۴۵۹	۰,۸۰۶۰	منفی	۲,۸۸
تعهد	Commit	۰,۴۰۶۰	۰,۳۵۸۶	۰,۷۲۰۲	مثبت	۲,۵۴
عمل متقابل	Recip	-۰,۰۵۹۴	-۲,۰۵۴۲	۰,۰۴۱۱	منفی	۲,۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۰,۱۱۷۸	۱,۱۶۳۷	۰,۲۴۵۸	مثبت	۲,۹۸
اهرم مالی	LEV	۰,۰۱۳۰	۰,۱۴۲۴	۰,۸۸۶۹	مثبت	۲,۱۱
بازده دارایی ها	ROA	-۰,۰۰۰۴	-۰,۰۲۴۰	۰,۹۸۰۸	منفی	۱,۰۲
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰,۰۰۰۵	۰,۳۸۴۶	۰,۷۰۰۹	مثبت	۱,۱۲
ثابت مدل	C	-۰,۳۲۶۸	-۵,۳۳۱۵	۰,۰۰۰۰	---	---
ضریب تعیین	٪ ۳۸	آماره F		۱۰,۴۶۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	٪ ۲۵	سطح معنی داری		۰,۰۰۰۰		
		آماره دوربین-واتسون		۲,۰۱۹		

**جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش**

ردیف	متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	جهت	نتیجه فرضیه
۱	نقد شونگی	گرایش به روابط با سهامداران	+	تائید
		ارزیابی روابط با سهامداران	+	رد
		اعتماد	+	تائید
		تعهد	+	تائید
		عمل متقابل	+	تائید
۲	بازده سهام	گرایش به روابط با سهامداران	+	تائید

ردیف	متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	جهت	نتیجه فرضیه
		ارزیابی روابط به سهامداران	+	تأیید
		اعتماد	+	تأیید
		تعهد	-	رد
		عمل متقابل	+	تأیید
۳	هزینه سرمایه	گرایش به روابط با سهامداران	+	رد
		ارزیابی روابط به سهامداران	-	رد
		اعتماد	-	رد
		تعهد	+	رد
		عمل متقابل	-	تأیید

### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

که ابعاد بازاریابی رابطه‌مند می‌باشند در نزدیک به نیمی از مدل‌ها رابطه معنی‌داری را با نقد شوندگی، بازده سهام و هزینه سرمایه نمایش می‌دهند. علامت ضرایب تخمین زده‌شده در مدل حاکی از آن است که ابعاد بازاریابی رابطه‌مند با معیارهای نقد شوندگی، بازده سهام و هزینه سرمایه رابطه مثبت و مستقیمی دارد. بنابراین فرضیه‌ها در مورد نیمی از معیارها در سطح خطای کمتر از ۵ درصد به تأیید می‌رسد. با توجه به مواد بیان شده، نتایج این پژوهش نشان داد بین نقد شوندگی سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه‌مند به جز ارزیابی روابط با سهامداران رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. یافته‌های دیگر پژوهش بیان کرد بین بازده سهام و تمام ابعاد بازاریابی رابطه‌مند به جز تعهد رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. از سوی دیگر به بررسی تأثیر ابعاد بازاریابی رابطه‌مند بر روی هزینه سرمایه پرداخته شد که در مورد گرایش به روابط، ارزیابی روابط، تعهد و اعتماد با هزینه سرمایه شواهدی یافت نشد. اما ارتباط بین عمل متقابل و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری بدست آمد.

گروه‌های مختلفی می‌توانند از نتایج این پژوهش به لحاظ عملی بهره‌برداری نمایند. همان‌گونه که نتایج این پژوهش نشان می‌دهد ابعاد بازاریابی رابطه‌مند که در این پژوهش تشکیل‌دهنده کیفیت مدیریت روابط با سهامداران است و هدف اصلی این پژوهش به چالش کشیدن روابط با سهامداران بوده که با متغیرهای مالی بازار سهام که برای سهامداران و شرکت‌ها از جمله نقد

بعد از آزمون تک‌تک فرضیه‌ها و نتیجه‌گیری در مورد آن‌ها نوبت به نتیجه‌گیری کلی می‌رسد. محقق در این پژوهش در طی دوره مطالعه (۱۳۹۴-۱۳۹۰) به این نتیجه کلی رسیده است که با توجه به تجزیه و تحلیل‌های آماری مربوط به فرضیه‌ها انجام شد از پانزده فرضیه ۹ فرضیه بین متغیرهای بازاریابی رابطه‌مند به ترتیب گرایش به روابط با سهامداران، ارزیابی روابط با سهامداران، اعتماد و تعهد با متغیرهای نقد شوندگی و بازده سهام و هزینه سرمایه شرکت همبستگی معناداری وجود دارد و پذیرفته‌شده‌اند اما بین متغیرهای ارزیابی روابط با نقد شوندگی، تعهد و بازده سهام، گرایش به روابط، اعتماد و تعهد و هزینه سرمایه شرکت ارتباط معناداری ندارد و این فرضیه‌ها رد می‌شوند. با توجه به نتایج جدول فرضیه‌ها، که مقدار آماره  $F$  در سطح خطای ۵ درصد در تمام مدل‌ها معنادار می‌باشد؛ لذا شاخص نیکویی برازش مدل با ۹۵ درصد اطمینان، صحت برازش مدل‌ها را تأیید می‌کند. ضریب تبیین مدل‌های آزمون شده بیانگر آن است که متغیرهای مستقل توانسته‌اند بیش از ۲۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته نقد شوندگی سهام، بازده سهام و هزینه سرمایه شرکت را توضیح دهند. مقادیر آماره دوربین - واتسون در تمام مدل‌ها با مقداری در محدوده ۲، استقلال خطاها در مدل‌های برازش شده را تأیید می‌کند. با توجه به ستون معناداری آزمون  $t$  استیوودنت، متغیرهای مستقل

سایت ها برای جلب اعتماد هرچه بیشتر سهامداران بررسی شده و ارتقا بخشیده شوند و از طرفی زیرساخت‌های مربوطه نیز توسط دولت مهیا گردد.

۲) اطلاعات مربوط به عرضه و تقاضای سهام، یکی از مهم‌ترین داده‌ها در مورد بررسی عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است که به‌طور گسترده در تحقیقات مالی و در زمینه‌های گوناگون به کار می‌رود. پیشنهاد می‌گردد تا این اطلاعات به صورت جامع و با استفاده آسان از طریق بورس در اختیار پژوهشگران قرار گیرد.

۳) با توجه به تأکید شدن بیش از نیمی از فرضیه‌های پژوهش حاضر مبنی بر اهمیت روابط با سهامداران حقیقی و به‌کارگیری اصول بازاریابی رابطه‌مند پیشنهاد می‌شود یک هدف مشخص و معین در رابطه با چگونگی مدیریت روابط با سهامداران در واحدهای سهام ایجاد شده و از کارگروه‌های مختلف جهت سازماندهی و مدیریت روابط با سهامداران و دادن پاداش به کارگروه مسئول مدیریت روابط با سهامداران در صورت عملکرد خوب استفاده شود.

۴) پیشنهاد می‌شود با توجه به رشد روزافزون شرکت‌ها در بازار سرمایه و رقابت فزاینده برای جذب سرمایه و جلب سهامداران و به منظور ایجاد یک مزیت رقابتی در راستای اصول مشتری مداری و ابعاد بازاریابی رابطه‌مند هرماه و به‌طور متناوب جلساتی با سهامداران تشکیل شود.

با توجه به نتایج پژوهش و سؤال‌هایی که در فراگرد انجام آن برای محقق مطرح شد، جهت تکمیل این پژوهش و انجام تحقیقات بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

شوندگی سهام، بازده سهام و هزینه سرمایه که از درجه بالایی از اهمیت برخوردار است رابطه دارد. حال با توجه به نتایج حاصل از پژوهش حاضر پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود: وجود رابطه مثبت میان ابعاد بازاریابی رابطه‌مند و نقد شوندگی سهام حاکی از آن است که هر چه کیفیت روابط با سهامداران با بهبود بخشیدن ابعاد بازاریابی رابطه‌مند بالاتر باشد، نقد شوندگی سهام در بازار بیشتر می‌شود، این یافته برای قانونگذاران که معمولاً حداقل الزامات افشا را تعیین می‌کنند دارای کاربرد است. قانونگذاران می‌توانند از طریق الزامات افشای موثر و کارآمد، زمینه نقد شوندگی سهام در بازار را افزایش دهند و از این طریق ارزش شرکت‌ها و بازار را افزایش دهند، زیرا این الزامات می‌تواند نقش اساسی در سهولت معامله در بازار ایفا نماید به این صورت که شرکت‌ها ملزم به افشای اطلاعات مالی موردنیاز سهامداران حقیقی بر طبق قانون شده و نسبت به سهامداران خود تعهد داشته و این موضوع اعتماد سهامداران به شرکت‌ها را به دنبال داشته و منجر به جریان دوطرفه اطلاعات در شرکت‌ها خواهد بود. با توجه به تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذرماه ۱۳۸۴ و مأموریت سازمان بورس و اوراق بهادار در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و شفافیت اطلاعاتی مطابق قانون مذکور، این یافته می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس واقع شود و پیشنهادات ذیل ارائه شده است:

۱) بر اساس نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود الزامات افشای اطلاعات ناظر بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توسط محققین به‌طور مستمر ارزیابی و باهدف ارتقای شفافیت مالی در کشور بهبود این الزامات مد نظر قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود علاوه بر صورت‌های مالی سالیانه، صورت‌های مالی میان دوره‌ای و سایر اطلاعاتی که توسط شرکت‌ها افشا می‌شود روش‌ها و تکنیک‌های به کار گرفته‌شده در واحدهای سهام و انواع راه‌های برقراری ارتباط با سهامداران از جمله تلفن‌های گویا و وب

- (۱) بررسی رابطه بین بازاریابی رابطه‌مند و تقاضای سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- (۲) انجام پژوهشی مشابه در شرکت‌های نظیر شرکت‌های بیمه، هلدینگ و...
- (۳) انجام پژوهشی مشابه از دیدگاه سهامداران حقیقی و حقوقی
- (۴) بررسی رابطه بین ابعاد بازاریابی رابطه‌مند و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- (۵) بررسی رابطه بین ابعاد بازاریابی رابطه‌مند و کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- (۶) بررسی رابطه بین ابعاد بازاریابی رابطه‌مند و ارزش سهامدار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- (۷) بررسی رابطه بین ابعاد بازاریابی رابطه‌مند و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- (۸) بررسی عوامل عدم رعایت الزامات افشای اطلاعات توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و پایین بودن کیفیت افشای اطلاعات.
- (۹) انجام پژوهش حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل اثر صنعت.
- (۱۰) بررسی میزان پوشش تحلیلگران و کارگزاران و ابعاد بازاریابی رابطه‌مند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- فهرست منابع**
- \* دلاور، ع.، ۱۳۷۴، "مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، انتشارات رشد تهران
- \* Allen, E, Christopher (2002) "Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-Enron era", Corporate Communications: An International Journal, Vol. 7 Issue: 4, pp.206-211
- \* Amihud, Yakov, et al. "Liquidity and Asset Prices." *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1, no. 4, 2005, pp. 269-364.
- \* Berry, L.L. (1995), "Relationship marketing of services - growing
- \* Botosan, Christine A.,(2006) "Disclosure and the Cost of Capital: What Do We Know?" *Accounting and Business Research*, vol. 36, pp. 31-40.
- \* Brennan, M. J., C. Tamaronski: (2000), "Investor Relations, Liquidity and Stock Prices", *Journal of Applied Corporate Finance* 12(4): pp. 26-37.
- \* C. Mayer, Roger & H. Davis, James & David Schoorman, F. (1995). "An Integrative Model of Organization Trust" *Academy of Management Review*. 20. 709-734.
- \* Christopher, Martin, et al. "Relationship Marketing: Bringing Quality, Customer Service and Marketing Together." *International Business Review*, vol. 4, no. 4, 1995, pp. 538-541.
- \* Delavar, A (1995), "Theoretical and practical foundations of research in humanities and social science", Tehran Roshd publisher (In Persian)
- \* Deutsch, M. , Kurt Lewin, (1982), "The tough-minded and tender-hearted scientist", *Journal Of Social Issues*, 48, 31-43.
- \* Dwyer, F. Robert & H. Schurr, Paul & Oh, Sejo. (1987), "Developing Buyer-Seller Relationship", *Journal of Marketing*, 51. pp. 11-27
- \* GIETZMANN, M. B., AND J. IRELAND. (2005), "Cost of Capital, strategic Disclosures and Accounting Choice." *Journal of Business Finance and Accounting* 32: 599-634
- \* Gouldner , Alvin W. ,(1960), "The Norm of Reciprocity: A Preliminary Statement ", *American Sociological Review* , Vol. 25, No. 2 (Apr., 1960), pp. 161-178
- \* Gronroos, Christian ,(1999) "Internationalization strategies for services", *Journal of Services Marketing*, Vol. 13 Issue: 4/5, pp.290-297
- \* Gummesson, Evert (1994) "Making Relationship Marketing Operational", *International Journal of Service Industry Management*, Vol. 5 Issue: 5, pp.5-20.
- \* Gundlach GT, Achrol RS, Mentzer JT., (1995) "The structure of commitment in Exchange". *J Mark* 59:78-92
- \* Hail, Luzi, (2002), "The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-Ante Cost of Capital for Swiss Firms" *European*

- Human Amygdala" Nature, vol. 393, no. 6684, pp. 467-470.
- \* National Investor Relations Institute (2003). Mission and Goals.
  - \* Olekalns, Mara, and Philip L. Smith.(2005), "Moments in Time: Metacognition, Trust, and Outcomes in Dyadic Negotiations." Personality and Social Psychology Bulletin, vol. 31, no. 12, 2005, pp. 1696-1707.
  - \* Rashid, Md. Zabid Abdul & Sambasivan, Murali & Johari, Juliana, (2003) "The influence of corporate culture and organizational commitment on performance", Journal of Management Development, Vol. 22 Issue: 8.
  - o Science, Vol. 23, No. 4, pp. 236-245
  - \* Shani, David and Chalasani,Sujana, (1992) "Exploiting Niches Using Relationship Marketing", Journal of Consumer Marketing, Vol. 9 Issue: 3, pp.33-42.
  - \* Srinivasan, Shuba, and Dominique M. Hanssens.(2009) "Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions." Journal of Marketing Research, vol. 46, no. 3, pp. 293-312.
  - \* Stapel, Diederik A., and Willem Koomen.(2005), "Competition, Cooperation, and the Effects of Others on Me." Journal of Personality and Social Psychology, vol. 88, no. 6, pp. 1029-1038
  - Accounting Review, Vol. 11, No. 4, pp. 741-773.
  - \* Healy, Paul M. and Wahlen, James M. (1999) "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting". Accounting Horizons, Vol. 13, No. 4, pp. 365-383.
  - \* Hoffmann, Arvid O. I. and Pennings, Joost M. E. and Wies, Simone,(2010)," Relationship Marketing's Role in Managing the Firm-Investor Dyad" . Journal of Business Research, Vol. 64, Issue 8, pp. 896-903.
  - \* Hosseini, Jamshid C. and Brenner, Steven N. (1992). "The Stakeholder Theory of the Firm: A Methodology to Generate Value Matrix Weights". Business Ethics Quarterly, pp.99-119.
  - \* interest, emerging perspectives", Journal of Academy of Marketing
  - \* Kandampully, Jay & Duddy, Ria, (1999) "Competitive advantage through anticipation, innovation and relationships", Management Decision, Vol. 37 Issue: 1, pp.51-56
  - \* Lesmond, D. A., J. P Ogden, and C.A. Terzcinka, (1992), " A new estimate of transaction costs ", Review of Financial Studies.
  - \* Lovett ,J., Mitchell & Macdonald, Jason. (2005)," How Does Financial Performance Affect Marketing? Studying the Marketing-Finance Relationship From a Dynamic Perspective". Journal of the Academy of Marketing Science. 33. 476-485.
  - \* Ma, M., Huang, J., Lin, S., & Yang, S. (2019). "From finance to marketing: Initial public offering ownership overhang and marketing in the hospitality industry". International Journal of Hospitality Management, 76, 71-82.
  - \* Man So,Stella Lai & Speece, Mark W. (2000) "Perceptions of relationship marketing among account managers of commercial banks in a Chinese environment", International Journal of Bank Marketing, Vol. 18 Issue: 7, pp.315-327
  - \* Marston, C. and M. Straker (2001). "Investor relations: a European survey." Corporate communications: an international journal (2): 82-93.
  - \* Morgan, Robert & Hunt, Shelby. (1994). "The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing. the journal of market" the journal of marketing. 58. 20-38.
  - \* Morris, J. S., et al.(1998) "Conscious and Unconscious Emotional Learning in the