



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هفتم / شماره بیست‌وهفتم / پاییز ۱۳۹۷

## بررسی تأثیر شایستگی‌های ضروری مشاور مالی بر ارزش درک شده سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران

زهرا شیرازیان

عضو هیات علمی گروه مدیریت واحد ملایر، عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، دانشگاه آزاد اسلامی، ملایر، ایران  
zahra.shirazian@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۵/۱۰

### چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر شایستگی‌های ضروری مشاور مالی بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. شواهد و نتایج بررسی محققان عرصه‌ی مالی رفتاری نشان می‌دهد که مشاوران و کارگزاران مالی در بازار سرمایه بازیگران مهم و تأثیرگذار این حوزه هستند و نقشی بی‌بدیل در کسب ارزش توسط سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند این مطالعه در زمره‌ی پژوهش‌های توصیفی پیمایشی جای می‌گیرد. جامعه‌ی آماری این پژوهش سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۹۵ می‌باشند که از مشاور مالی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در سهام استفاده نموده و تعداد آنها نامحدود بوده که بر طبق جدول مورگان نمونه ۳۸۴ نفر به روش تصادفی ساده انتخاب شده‌اند. ابزار گردآوری داده‌ها پرسشنامه بوده است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش مدل‌سازی مسیری ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی با نرم افزار اسمارت پی ال اس بهره گرفته شد. نتایج بررسی‌ها نشان دادند که شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری دارد. همچنین شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری مثبت و مستقیم شایستگی‌های اخلاقی، فنی و احساسی مشاور مالی بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری مشاهده شد.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری، شایستگی‌های اخلاقی، شایستگی‌های فنی، شایستگی‌های احساسی.

## ۱- مقدمه

شواهد و نتایج بررسی محققان عرصه‌ی مالی رفتاری نشان می‌دهد که مشاوران و کارگزاران مالی در بازار سرمایه بازیگران مهم و تأثیرگذار این حوزه هستند و نقشی بی‌بدیل در کسب ارزش توسط سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند. قدر مسلم انتظار به جا این است که با کسب مشاوره از یک متخصص در حوزه‌ی سرمایه‌گذاری، ارزش و منافع حاصله برای سرمایه‌گذار بیشتر و راضی‌کننده‌تر باشد. پیرو این استدلال مطالعه‌ی حاضر شکل گرفت و در آن تلاش شد تا با بررسی تأثیر شایستگی‌های ضروری مشاور مالی بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

مهمترین فرضیه‌ی علم دارایی مدرن و تئوری‌های اقتصاد خرد این است که ارزش سرمایه‌های مختلف، در سود حاصل از معاملات آنها و ضررهای حاصله می‌باشد، به ویژه در بازده تعدیل شده با ریسک آنها. این نمونه، با افراد همانند یک عامل رفتار می‌کند و فرض آن بر این است که ارزش سرمایه‌گذاری، در افزایش سوددهی آن، عقلانیت و اطلاعات کامل، نهفته است. (باربرینز و هوآنگ،<sup>۱</sup> ۲۰۰۱) - اما چارچوب ریسک/بازده هنوز در پژوهش‌های مربوط به سرمایه‌گذاری دست نخورده باقی مانده است. به هر حال پژوهش‌های اخیر شروع به این شناخت کرده‌اند که شاید تنها این بازده‌ها و ریسک مالی نیست که تعیین‌کننده‌ی تمایل سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد (فاما و فرنچ،<sup>۲</sup> ۲۰۰۷). در واقع استیتمن،<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) ادعا می‌کند که دیگر غیرمنطقی است اگر انتظار داشته باشیم که افراد به هنگام درگیر شدن در یک سرمایه‌گذاری تنها نگران ریسک و بازده آن باشند اخیراً مطالعات بسیاری از تئوری‌های رفتار مصرف‌کننده بهره‌برده‌اند و تکنیک‌های کلی‌نگری‌تری در سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند (کانووا و همکاران،<sup>۴</sup> ۲۰۰۵؛ سولیوان و میلر،<sup>۵</sup> ۱۹۹۶). این رهیافت بیان می‌دارد که مصرف‌کننده ممکن است در جریان سرمایه‌گذاری نتایجی را بخواهد و بدست آورد که در روند اصلی ادبیات سرمایه‌گذاری و اقتصاد، قابل پیش‌بینی نبوده باشد. این نوع نتایج عبارتند از موضوعات مربوط به تفریحات (دام و سنگمولر،<sup>۶</sup> ۲۰۰۹) خوداظهاری منافع<sup>۷</sup> (استیتمن، ۲۰۰۴)، خود اظهاری منافع عاطفی و تجربی (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷) و بازده روانی<sup>۸</sup> (بیل و همکاران،<sup>۹</sup> ۲۰۰۵). نمونه‌هایی نیز در این رابطه توسط نیلسون<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹) ارائه شده است، کسی که شیوه‌های سرمایه‌گذاری را میان سرمایه‌گذارانی با سرمایه‌ی متقابل، مقایسه کرد و متوجه گروهی شد که دغدغه‌ی اصلی‌اش عقلانی و اجتماعی بودن سرمایه بود. سولیوان و میلر نیز<sup>۱۱</sup>، سه نوع سرمایه‌گذار در سرمایه‌های ریسکی را شناسایی کردند، که آنها را بر اساس انگیزه‌های اقتصادی، لذت و نوع دوستانه‌ی آنها، متمایز دانستند. آنچه که در بررسی ارزش درک شده‌ی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌شان مغفول مانده است، نقش مشاور مالی می‌باشد. قدر مسلم مشاور مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایفاکننده‌ی نقش هستند.

ارزش ادراک شده «کیفیتی» که فرد در برابر قیمت پرداخت شده به دست می‌آورد» تعریف می‌شود و اگر مصرف‌کننده به قیمت همانند پول از دست رفته نگاه کند، در مورد ارزش حساس‌تر می‌شود. ارزش درک شده اولین عامل تأثیرگذار بر تمایل به خرید است. اهمیت ارزش درک شده محصول بر این واقعیت متمرکز است که

تعیین کننده شدت و ضعف تمایل به خریدی است که مصرف کننده نشان می‌دهد. برای مثال هر چه ارزش درک شده بیشتر باشد، تمایل به خرید نیز بیشتر خواهد بود (مونرو ویلیام، ۱۹۸۵).

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در طی ۲۰ سال گذشته، مطالعه شایستگی منابع انسانی (HRCS) باعث شد تا قلمرو آن توسعه یابد. تاریخچه مختصری از الگوهای شایستگی منابع انسانی که طی این سال‌ها توسعه یافته به شرح ذیل است: مقطع اول الگوی (HRCS): متولیان منابع انسانی برخی شایستگی‌های یگانه دارند که در سراسر دنیا می‌توان آن را یافت. این اولین مجموعه داده‌های جامع و جهانی به شمار می‌رود. متولیان منابع انسانی برای اینکه عملکرد برتری داشته باشند، بدون توجه به موقعیت، صنعت یا جغرافیا این سه شایستگی را لازم داشتند: دانش کسب و کار: درک اینکه کسب و کار چگونه پول به دست می‌آورد و چگونه منابع باید سازماندهی شود تا درآمد افزایش یابد از همان ابتدای مطالعه شایستگی منابع انسانی، یک شایستگی ضروری برای متولیان منابع انسانی بود.

دستاوردهای منابع انسانی: متولیان منابع انسانی مسئول مراقبت از سرمایه انسانی شرکت هستند. آنها باید بدانند چگونه جذب کنند؛ چه کسی را ارتقا دهند و چگونه آموزش دهند؛ مطمئن شوند که سامانه‌های پرداخت، پاداش و... بخوبی کار می‌کند. (منبع: مشبکی و روئین، ۱۳۹۰)

تغییر: توانایی متولیان منابع انسانی به مدیریت تغییر در هر سازمان، تاکنون مهمترین شایستگی خود را نشان داده است.

مقطع دوم الگو (HRCS): دومین مقطع از مطالعه شایستگی منابع انسانی، علاوه بر سه شایستگی تعیین شده در اولین مقطع، الگوی تکامل یافته است تا چهارمین شایستگی را که «اعتبار فردی» نام داشت دربرگیرد. این شایستگی شامل توانایی تنظیم و پاسخگویی به انتظارات و نیز کسب اعتماد افراد بود. این مطالعه هم چنین نشان داد که سرعت تغییر کسب و کار کم است و سرمایه‌گذاری در منابع انسانی بر عملکرد کسب و کار تأثیر زیادی دارد. (مشبکی و روئین، ۱۳۹۰)

مقطع سوم الگوی (HRCS): در این مقطع، الگوی جدید، قلمروی دیگری به نام «فرهنگ» را به شایستگی منابع انسانی افزود. داده‌ها نشان داد که توانایی مدیریت فرهنگ در ماهیت کلی منابع انسانی عامل مهمی است. این مقطع هم چنین نشان داد که دانش کسب و کار و دستاوردهای منابع انسانی بر شایستگی فردی متولیان منابع انسانی تأثیر کمتری دارد. (مشبکی و روئین، ۱۳۹۰)

مقطع چهارم الگوی (HRCS): در این مقطع شایستگی‌های دانش کسب و کار، دستاوردهای منابع انسانی و اعتبار فردی هم چنان برای عملکرد فردی متولیان منابع انسانی و نیز کسب و کار مهم باقی ماندند. تغییر و فرهنگ در قلمروی شایستگی به نام «مشارکت استراتژیک» در هم تنیده شد. این شایستگی جدید دربرگیرنده توانایی منابع انسانی برای پیوند دادن اقدامات منابع انسانی با مشتریان بیرونی بود که در آن مقطع از آن به عنوان ارتباط و اتصال به بازار یاد می‌شد. سرانجام عامل جدید به نام «فناوری منابع انسانی» پدیدار شد که

ضرورت درک راه‌حلهای فناوری را برای جنبه‌های اداری کاری متولیان منابع انسانی نشان می‌دهد. (مشبکی و روئین، ۱۳۹۰)

مقطع پنجم الگوی (HRCS): براساس تغییرات پنج سال گذشته (۲۰۰۲) در منابع انسانی، این الگو پویاتر است. از متولیان منابع انسانی انتظار می‌رود که نقش‌های هر یک از شش قلمرو شایستگی این الگو را ایفا نمایند. هر عامل در این قلمرو اقدامی است که آن نقش را مؤثر می‌سازد. موضوعات برجسته در این مقطع عبارت است از:

۲۰ درصد موفقیت کسب و کار را می‌توان به متولیان منابع انسانی نسبت داد.

عملگرای معتبر به عنوان سخت‌ترین شایستگی فردی و کسب و کار پدیدار شد.

مدیر استعداد/طراح سازمان، عامل تغییر و فرهنگ و معمار استراتژی خود را به عنوان دومین شایستگی مهم نشان داد. مجری عملیاتی و هم‌پیمان کسب و کار، ستون خیمه شایستگی‌ها است. آنها وجه تمایز شرکت یا افراد نیستند، اما داشتن دانش و شایستگی در این قلمروها ضروری است. (اولریش و دیو، ۱۳۸۷: ۲۷۴-۲۷۸)

رویکرد شایستگی محور به مدیریت منابع انسانی: همان‌گونه که وی‌ای، کامپرفرم (۲۰۰۲) مطرح می‌کند، مدل‌های شایستگی می‌تواند به عنوان شیوه‌ای برای یکپارچه کردن اقدام‌های مختلف منابع انسانی به کار رود. این بدین معناست که می‌توان هر یک از زیر سیستم‌های مدیریت منابع انسانی را بر اساس شایستگی طراحی کرد و در واقع، شایستگی، هسته مرکزی تمامی فعالیت‌های منابع انسانی سازمان است. این شایستگی موجب به وجود آمدن پارادایمی در ادبیات مدیریت منابع انسانی شده است که به مدیریت منابع انسانی مبتنی بر شایستگی معروف است (کارترایت، ۱۳۸۶). رویکرد شایستگی محور به "مدیریت منابع انسانی" به ویژه از وقتی پایه‌گذاری شد که روانشناسی مشهور به نام "دیوید مک‌کلی‌لند"، ۳۰ سال قبل مفهوم "قابلیت و شایستگی" را در یکی از نوشته‌هایش مطرح و معرفی کرد. این روانشناس به ویژه به دلیل تحریر مقاله‌ای مشهور است که در آن تست‌ها و آزمون‌های مربوط به اندازه‌گیری هوش و دانش را برای پیش‌بینی عملکردهای موفق بعدی افراد در مشاغل و مناصب مورد نظر ناکافی دانسته و توصیه می‌کند که کیفیت، انگیزه‌ها، تجارب و ویژگی‌های شخصیتی افراد که متمایزکننده عملکردهای موفق از عملکردهای کمتر موفق هستند، مورد ارزیابی و آزمون قرار گیرد. پس از این زمان بود که "رویکردهای قابلیت محور" از رواج و مقبولیت روز افزونی در سازمان‌ها، به ویژه در میان دست‌اندرکاران مدیریت منابع انسانی برخوردار شد. استفاده از مدل شایستگی‌ها می‌تواند:

- ✓ رفتارهای کاری مورد نیاز برای موفقیت آینده سازمان را معرفی و ترویج کند.
- ✓ تصویری روشن از دانش، مهارت‌ها، تجربه و ویژگی‌های شخصی مورد نیاز کارکنان برای آن که مسئولیت‌ها و
- ✓ مأموریت‌های خود را کارآ و اثربخش به انجام برسانند، ارائه نماید.
- ✓ شرایط احراز برای ارتقاء و برنامه‌های جانشین پروری را تعیین کند.
- ✓ شاخصی برای معرفی ارزش‌های سازمان و در نهایت فرهنگ سازمان تلقی شود.

به همین دلایل است که بسیاری از سازمان‌های پیشرو و آینده‌نگر جهان، هم در بخش خصوصی و هم در بخش دولتی، رویکرد شایستگی‌ها را به عنوان اساس و انسجام بخش فعالیت‌ها و اقدامات خود در حوزه منابع انسانی به ویژه اقدامات و برنامه‌هایی که در جذب، ارتقاء، انتصاب، آموزش و پرورش مدیران و رهبران خود دارند، انتخاب کرده‌اند (افضل‌آبادی و همکاران، ۱۳۸۹).

## ۱-۲- شایستگی‌های ضروری مشاور مالی

لنیک در کتاب خود با عنوان هوش مالی، توضیح می‌دهد که شش نوع شایستگی درستکاری، هدف خدمت به مشتری، توجه به پیروی از قانون، کیفیت ارائه‌ی خدمت، کار گروهی و اعتماد به نفس؛ می‌تواند بر عملکرد پرتفوی مشتریان تأثیر بگذارد. چهار شایستگی از این پنج شایستگی والا که بر عملکرد مشتری تأثیر داشته‌اند ربطی به شایستگی فنی مشاور نداشته است. شایستگی فنی به‌طور مشخص یک پیش نیاز پایه و مرجع برای یک مشاور محسوب می‌شود، اما شایستگی‌هایی که یک مشاور عادی را تبدیل به مشاور برتر می‌کند مبتنی بر احساس و اخلاق هستند. دو شایستگی نخست، یعنی درستکاری و هدف خدمت به مشتری که بیشترین تأثیر را بر عملکرد مشتری دارند، دسته‌ای از شایستگی‌های اخلاقی محسوب می‌شوند. چهارمین و پنجمین شایستگی بسیار مهم یعنی کیفیت کار گروهی و اعتماد به نفس، شایستگی‌های احساسی هستند. درست‌ی و صداقت. منظور از درست‌ی و صداقت رفتاری این است که فرد اهل دوز و کلک و دروغ نباشد و منظور این است حرف و عمل مشاور با هم یکی باشد. مشاوران با صداقت «به هرچه که می‌گویند عمل می‌کنند».

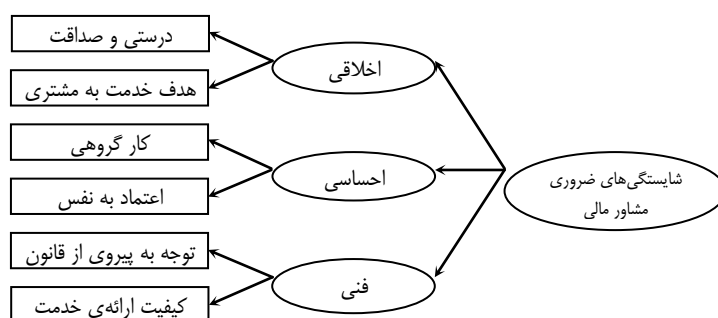
هدف خدمت به مشتری. این ویژگی شامل مجموعه‌ای از شایستگی‌های اخلاقی است که به اصول اخلاقی مسئولیت و هم‌دردی مربوط می‌شود. منظور از هدف خدمت به مشتری این است که مشاور بر شناسایی و برآوردن نیازهای شما به‌عنوان یک مشتری متمرکز گردد. یک مشاور با هدف والا در خدمت به مشتری، زمانی را صرف کمک به شما می‌کند تا به مهم‌ترین اهداف و ارزش‌های شخصی‌تان پی ببرید. بعد به شما کمک می‌کند تا طرحی مالی همسو با ارزش‌ها و اهدافتان طراحی نمایید.

کیفیت ارائه‌ی خدمت. این ویژگی، شایستگی ضروری برای مشاوران مالی با عملکرد بهتر محسوب می‌شود و تنها «مهارت تأثیرگذاری» است که بهترین مشاور را از بقیه‌ی گروه تمیز می‌دهد. مشاورانی که به نظم و کیفیت اهمیت می‌دهند معمولاً محرک اساسی برای کم کردن پیشامد و اتفاق در محیط کار خود را دارند. مشاوران با این شایستگی، زمانی را صرف کنترل و بررسی اطلاعات و کار می‌کنند.

توجه به پیروی از قانون. همچنین به اصول و قواعدی که بر آنها تأثیر دارد و نیز به همکاران کاری بی‌شیله و پيله‌شان پایبندند. مشتریان چنین مشاورانی متوجه می‌شوند که آنها در روش‌هایشان برای زمان‌بندی و رابطه با مشتریان سازماندهی شده‌اند و سخت می‌کوشند تا کاری را که توافق کرده‌اند به انجام برسانند و از آنها حمایت کنند.

کار گروهی. مشاورانی که عملکرد بهتری دارند تمایل به کار گروهی دارند و به ارزش کارکردن و همکاری با دیگران پی برده‌اند. آنها خودشان را بخشی از تیم می‌دانند و کاملاً از کار کردن با آنها لذت می‌برند؛ در مقابل، مشاورانی که عملکرد متوسطی دارند شاید ترجیح دهند مسؤل گروهی باشند یا به تنهایی کار کنند. ممکن است برخی از جنبه‌های مهارتی کار گروهی مشاور برای مشتری مشهود نباشد؛ برای مثال، یک مشاور برتر به احتمال زیاد مشتری را در تماس و ارتباط با کارشناس‌های شایسته در حوزه‌های دیگر قرار می‌دهد که می‌تواند به وی برای نیازهای دیگر از جمله برنامه‌ریزی برای دارایی و محاسبه مالیاتی کمک کند و همکاری با کارشناس‌های دیگر نیازهای مشتری را به‌نحوی مؤثر برآورده می‌کند.

اعتماد به نفس. مشاورانی که عملکرد بهتری دارند، به خود مطمئن هستند. آنها به توانایی‌هایشان برای انتخاب روشی مؤثر برای یک کار مشکل ایمان دارند و سپس به‌طور مؤثر آن را اجرا می‌کنند. آنها در شرایط چالش برانگیز برانگیخته می‌شوند و توانایی‌هایشان برای پاسخ‌گویی سریع و مؤثر بالا می‌رود و به نظرها و تصمیم‌هایشان بیشتر اعتماد می‌کنند. اگرچه آنها از بابت توانایی‌هایشان مطمئن هستند، اما این اجازه را به نگرش مثبت خودشان نمی‌دهند که باعث مغرور شدن آنها گردد (لننیک و جردن، ۱۳۹۴: ۱۷۳-۱۷۴).



نمودار ۱- شایستگی‌های ضروری مشاور مالی

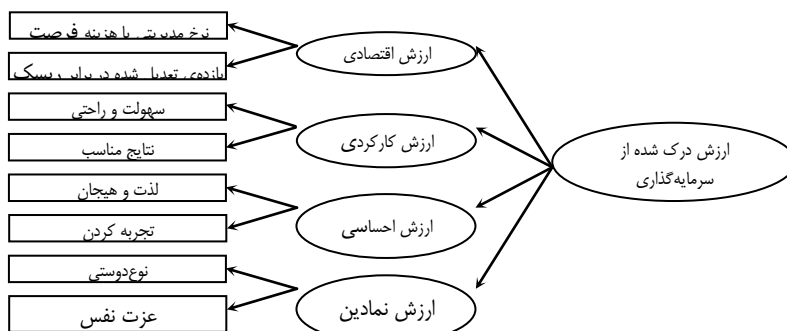
(منبع: لننیک و جردن، ۱۳۹۴: ۱۷۳-۱۷۴)

## ۲-۲- ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری

«ارزش درک شده به ارزیابی کلی مصرف‌کننده از مزایای خدمت (کالا) بر اساس ادراکشان از آنچه دریافت کرده‌اند و آنچه برای گرفتن آن خدمت داده‌اند، اطلاق می‌شود». به عبارت دیگر می‌توان گفت ارزش درک شده همان تبادل بین مزایای دریافتی و هزینه‌های پرداختی است. مفهوم نظری رفتار مصرف‌کننده که با ارزش درک شده ریشه در ادراک مصرف‌کننده، ارتباط دارد - یعنی تجربیات ذهنی و پایه‌های فردی آن - که باعث می‌شود او دیدی ذهنی نسبت به واقعیت و در نتیجه نسبت به گزینش‌ها داشته باشد (آنتونیدس و ون‌رائیج، ۱۳، ۱۹۹۸). در روانشناسی، ادراک فرایندی است که از طریق آن مردم محرک‌های حسی را انتخاب، سازماندهی و تفسیر

می‌کنند: و سپس آن را منظم کرده تا یک تصویر معنادار از دنیا ارائه دهند (آرمسترونگ و کاتلر،<sup>۱۴</sup> ۲۰۰۰). در واقع ادراک تنها احساس نیست بلکه نتیجه‌ی آگاه شدن و معنا دادن به پدیده‌ها می‌باشد (هالبروک،<sup>۱۵</sup> ۱۹۹۹). از آنجا که ارزش درک شده بر اساس ادراک پایه‌ریزی شده است، بنابراین یک تجربه‌ی معنادار، ذهنی، نسبی‌گرا، قیاسی و موقعیتی می‌باشد (هالبروک، ۱۹۹۹) و در جریانی قرار می‌گیرد که در آن همه‌ی محصولات سود و یا ضرر محسوب می‌شوند (زیثامل،<sup>۱۶</sup> ۱۹۹۸). بر اساس گفته‌های اولسون و رینولدز<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۱)، مصرف‌کننده‌ها به دنبال خدمات و محصولاتی هستند که سود و یا نتایج مثبتی برای آنها به همراه آورد و یا اینکه از ضرر و زیان جلوگیری به عمل آورد. این نتایج معنا و اهمیت خود را از اهداف شخصی مصرف‌کنندگان به دست می‌آورند (وودروف،<sup>۱۸</sup> ۱۹۹۷). ارزش زمانی درک می‌شود که سود حاصله بیش از ضرر آن باشد (زیثامل، ۱۹۸۸). از آنجا که ارزش درک شده برابر است با ارزیابی کلی و ذهنی مصرف‌کننده از بهره‌وری، می‌بایست آن را به عنوان ساختی در نظر گرفت که از چندین بعد در هم تنیده و به هم مرتبط تشکیل شده است (بابین و همکاران،<sup>۱۹</sup> ۱۹۹۴؛ سوئینی و سوتار<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۱). ما بر این باوریم که به سؤال مربوط به اینکه مصرف‌کنندگان چطور راجع به ارزش سرمایه‌گذاری فکر می‌کنند، نیز می‌بایست به همین طریق پرداخته شود. از این رو ارزش سرمایه‌گذاری ممکن است شامل موارد زیر باشد: جنبه‌ی لذت‌های حاصل از تفریحات و موقعیت (دارن و سنگمولر،<sup>۲۱</sup> ۲۰۰۹؛ استیتمن<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۴).

پوستینن<sup>۲۳</sup> و همکاران (۲۰۱۳) ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری را مشتمل بر ارزش اقتصادی درک شده از سرمایه‌گذاری، ارزش کارکردی درک شده از سرمایه‌گذاری، ارزش احساسی درک شده از سرمایه‌گذاری و ارزش نمادین درک شده از سرمایه‌گذاری می‌دانند. این مدل در شکل زیر نشان داده شده است:



نمودار ۲- مدل ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری

(منبع: پوستینن و همکاران، ۲۰۱۳)

### ۲-۳- ارزش درک شده اقتصادی

نتایج اقتصادی مطلوب، شامل اهداف سرمایه‌گذاری، همچون سرمایه‌گذاری با هزینه‌ی مناسب برای به دست آوردن سود و افزایش دارایی، می‌باشد. از این رو ارزش درک شده اقتصادی به ارزش درک شده‌ی حاصل از سرمایه‌گذاری اشاره دارد، یعنی نتیجه‌ی گذاشتن پول در چیزی با انتظار برداشت در یک چارچوب زمانی معین. در حقیقت این امر نشانه‌ی آن است که مصرف‌کنندگان ارزش اقتصادی را زمانی تجربه می‌کنند که احتیاجات پولی آنها محقق شود. ارزش درک شده اقتصادی یک ویژگی دوگانه دارد: پس‌انداز پولی (چاندون و همکاران، ۲۰۰۰) و بازده مربوط به ریسک (شارپ، ۱۹۹۵)<sup>۲۴</sup>. پس‌انداز پولی، درد و رنج حاصل از پرداخت را کاهش می‌دهد (چاندون<sup>۲۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۰). بنابراین ارزش اقتصادی زمانی درک می‌شود که هزینه‌ی پولی (هزینه فرصت) جایگزین‌های سرمایه‌گذاری کم در نظر گرفته شود. بازده تعدیل شده در برابر ریسک<sup>۲۶</sup>، ابزاری برای به دست آوردن سود بر اساس محاسبه‌ی قدرت تحمل ریسک‌پذیری شخصی مصرف‌کننده است (فاما، ۱۹۹۸). بر اساس ادبیات مالی، و با مقایسه‌ی سرمایه‌گذاری‌ها، یک مصرف‌کننده می‌بایست سنجش‌های ریسکی یکسان را با هر کدام از جایگزین‌های سرمایه‌گذاری مقایسه کرده تا به یک چشم‌انداز عملکردی متناسب دست پیدا کنند. از این رو "وابسته به ریسک بودن" یعنی نسبت سود به خطر، و بازده وابسته به ریسک بیانگر ارزش پولی سود، بسته به انتظارات مصرف‌کننده می‌باشد (پوستینن و همکاران، ۲۰۱۳).

### ۲-۴- ارزش درک شده کارکردی

ارزش درک شده کارکردی عبارت است از ارزش درک شده در سرمایه‌گذاری در نتیجه‌ی پیامدهای متناسب و راحت در سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های صورت گرفته توسط پوستینن و همکارانش بیانگر نمونه‌هایی پیامدهای کارکردی می‌باشد، همچون صرفه‌جویی در زمان برای پرهیز از تلاش‌های کارکردی و تلاش‌های شناختی وابسته به سرمایه‌گذاری. بر همین اساس ارزش درک شده کارکردی شامل راحتی و تناسب پیامدهای سرمایه‌گذاری می‌باشد. راحتی و آسودگی یعنی نسبت ورودی‌ها به خروجی‌ها، که در این رابطه زمان و تلاش، ورودی‌های مرتبط هستند (هالبروک، ۱۹۹۹)<sup>۲۸</sup>. فارکووار و رولی<sup>۲۹</sup> (۲۰۰۹) بیان می‌دارند که راحتی و آسودگی خدمات یعنی "فضاوتی که مصرف‌کنندگان بر اساس احساس کنترلی خود بر روی مدیریت، بهره‌وری، و تبدیل زمان و تلاش برای اهداف خود در رابطه با دسترسی و استفاده‌ی آنها از آن خدمات دارند". بر همین اساس می‌توان گفت که راحتی به اهداف مصرف‌کنندگان بستگی دارند و بنابراین برای مصرف‌کنندگانی که ترجیح می‌دهند اوقات فراغت و تفریح بیشتری داشته باشند و زمان کمتری را برای موضوعات سرمایه‌گذاری صرف می‌کنند، و آنهایی که از فعالیت‌هایی چون جستجو برای عقیده‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، لذت می‌برند، به طرق مختلفی ارزش‌گذاری می‌شود. بر همین اساس، موردهای مقیاس ارزش درک شده‌ای که به اندازه‌گیری راحتی می‌پردازند اشکال مختلفی به خود می‌گیرد، همچون: "سرمایه‌گذاری در سهام‌های فردی لزوماً زمان بر است"، تا نشان دهد که سرمایه‌گذاری کاری زمان بر است اما نه لزوماً. ارزش درک شده کارکردی را می‌توان همچون دربرگیرنده‌ی نتایج مناسب و درخور نیز دانست. شت، نیومن و گراس<sup>۳۰</sup> (۱۹۹۱: ۱۶۰)، ارزش کارکردی



را اینگونه تعریف کردند "بهره‌ی درک شده‌ی حاصل از ظرفیت جایگزین بای عملکردهای کارکردی، سودمندگرا، یا فیزیکی. اسوینی و سوتار<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۱) نیز ارزش کارکردی را اینگونه تعریف می‌کنند: "سود حاصل از کیفیت درک شده و عملکرد مورد انتظار یک محصول". به طور خلاصه می‌توان گفت که "نتایج مناسب" در اصطلاحات سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری بتواند آنچه را که انتظار می‌رود را ارائه دهد (پوستین و همکاران، ۲۰۱۳).

## ۲-۵- ارزش درک شده‌ی احساسی (عاطفی)

ارزش احساسی، ارزشی خودهدفمند و خودمحور می‌باشد (بابین<sup>۳۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۴؛ هالبروک<sup>۳۳</sup>، ۱۹۹۹). با توجه به جنبه‌ی لذتی‌تر سرمایه‌گذاری، پوستین و همکارانش، اهداف پیش‌بینی شده‌ای در رابطه با تجربیات و یا سرگرمی‌های مثبت را یافتند. در مقیاس ارزش درک شده، زمانی که عمل سرمایه‌گذاری تنها به خاطر خود آن عمل ارزشمند است، مصرف‌کننده‌ها ارزش‌هایی عاطفی پیدا می‌کنند. در مقایسه با ارزش درک شده‌ی کارکردی و ارزش درک شده‌ی اقتصادی، ارزش درک شده‌ی عاطفی انتزاعی‌تر و ذهنی‌تر می‌باشد. عواطف و تجربیات در ساخت ارزش درک شده‌ی عاطفی مشارکت دارند. بنابراین، برای برخی، صرف عمل سرمایه‌گذاری، احساسات و عواطف مثبتی به وجود می‌آورد. در عوض زمانی که مصرف‌کنندگان از هیجان انگیز بودن جایگزین‌های سرمایه‌گذاری و یا پژوهش راجع به اطلاعات آن لذت می‌برند، تجربیات نیز ارزشی عاطفی و احساسی در اختیار آنها می‌گذارد. برخلاف عواطف و احساسات، تجربیات به صورت فعال پی‌گرفته می‌شوند و می‌توانند در حکم بازی یا سرگرمی قرار گیرند. تجربیات شامل فعالیت‌هایی همچون گشتن در میان عقاید و نظرات سرمایه‌گذاری، خواندن روزنامه‌هایی در این باره، پیوستن به گروه‌های سرمایه‌گذاری برای تبادل نظراتی در این رابطه، و مشارکت در رخدادهای مربوط به سرمایه‌گذاری (پوستین و همکاران، ۲۰۱۳).

## ۲-۶- ارزش درک شده‌ی نمادین

ارزش درک شده‌ی نمادین را می‌توان از طریق یک دیدگاه کنش متقابل نمادین، درک کرد (بلک<sup>۳۴</sup>، ۱۹۹۸). این دیدگاه بر اهمیت سرمایه‌گذاری در ایجاد نقش‌های اجتماعی که مردم ایفا می‌کنند، تأکید دارد. این نوع ارزش درک شده، یک عمل اجتماعی است که در آن معناهای نمادین، کدهای اجتماعی، روابط، هویت و "خود" مصرف‌کنندگان، تولید و بازتولید می‌شود، همان‌طور که استیتمن آن را به نمایش گذاشت (استیتمن<sup>۳۵</sup>، ۲۰۰۴). بر اساس گفته‌های پوستین و همکارانش نتیجه‌های نمادین از طریق اهداف به نمایش در می‌آیند که معنای خود را هم از طریق موقعیت‌های اجتماعی، همچون نشان دادن خیرخواهی، و هم از طریق تبادلات شخصی، همچون توسعه‌ی خود و بهبود خود-احترامی، به دست می‌آورند. نمونه‌هایی نیز توسط نیلسون<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۹) ارائه شده است. او گروهی را شناسایی کرد که تمرکز عمده‌اش بر مسئولیت اجتماعی سرمایه‌ها بود. نمونه‌ی دیگری توسط سالیوان و میلر ارائه شد که انگیزه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را شناسایی کردند. از این رو، در پژوهش حاضر، ارزش نمادین هم دربرگیرنده‌ی نوع دوستی است و هم عزت نفس. نوع دوستی یعنی نیاز به دوست داشتن و دوست داشته شدن، و ارائه‌ی فرصت‌هایی برای نشان دادن خیرخواهی فرد. بر همین

اساس، عمل سرمایه‌گذاری می‌تواند مزیت‌هایی نمادین ارائه دهد، چرا که مصرف‌کنندگان از این طریق قادرند ارزش‌های شخصی خود را توسط سرمایه‌گذاری، بیان کنند. بنابراین، ایده‌ی بیان خیرخواهی از طریق ارت، در حال حاضر یک امتیاز و لذت محسوب می‌شود، حتی اگر نتیجه‌ی واقعی آن به طور واضح پس از مرگ امکان پذیر باشد. در عوض عزت نفس سود و مزیتی است که افراد زمانی تجربه می‌کنند که ویژگی‌های برآمده از سرمایه‌گذاری به "خود" مربوط می‌شود تا بتوان مفهوم "خود" را تعریف و حفظ کرد. مصرف‌کنندگانی که در رفتارهای عزت‌نفسی و موقعیت‌یابی شرکت می‌کنند، افرادی با خود نظارتی بالایی هستند. کسانی که بسیار نگران آن هستند که چطور، در رابطه با احساسی که به دیگران می‌دهند، نقش خود را ایفا کنند (براون و کالدنبرگ، ۱۹۹۷<sup>۳۷</sup>). بسیاری از مصرف‌کنندگان نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند چرا که این عمل توانایی‌های مالی آن‌ها را افزایش می‌دهد و بنابراین عمل سرمایه‌گذاری موجب بهبود موقعیت و عزت نفس آنها می‌شود و این امر نقشی در ارزش نمادین دارد (پوستینن و همکاران، ۲۰۱۳).

## ۲-۷- پیشینه پژوهش

دموری و فرید (۱۳۹۰) در یک بررسی پیمایشی با عنوان ارزیابی و تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر رضایت سرمایه‌گذاران به عنوان مشتریان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه‌ی موردی: بورس‌های منطقه‌ای تهران، اصفهان و یزد) تلاش کردند تا با شناسایی مهمترین شاخص‌های اثرگذار بر رضایت سرمایه‌گذاران از خدمات ارائه شده توسط کارگزاری‌ها، وضعیت رضایت مشتریان بورس اوراق بهادار تهران و بورس‌های منطقه‌ای اصفهان و یزد را از این خدمات سنجیده و با شناسایی نقاط ضعف هر یک از آنها، راهنمایی را برای بهبود خدمات در اختیار دست‌اندرکاران امر قرار دهند.

امیرشاهی و همکاران (۱۳۸۶) در یک بررسی توصیفی پیمایشی با عنوان تعیین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران تلاش کردند نقش مشاوران مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بورس را نشان دهند.

مونتی<sup>۳۸</sup> و همکاران (۲۰۱۴) در یک بررسی توصیفی پیمایشی با عنوان سرمایه‌گذاران خرد و مشاوران مالی: شواهدی جدید از اعتماد و مشاوره‌ی ذهنی تلاش کردند عواملی که اعتماد و امر مشاوره دادن مشاوران مالی به سرمایه‌گذاران خرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد مورد مطالعه قرار دهند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران خردی که از خبرگی کم‌تری برخوردارند، به مشاوران مالی خود بسیار اعتماد می‌کنند.

فرانسیس<sup>۳۹</sup> و همکاران (۲۰۱۴) در یک مطالعه‌ی کمی با رویکرد رویداد پژوهی تحت عنوان نقش تضمین‌نامه‌های مشاوران مالی در ادغام‌ها و خریدها تلاش کردند نقش انتخاب مشاوران مالی و تأثیر آنها بر خریدها و ادغام‌ها در ایالات متحده را مورد بررسی قرار دهند. آنها نقش تضمین‌نامه‌ها و نیز تجربه‌ی مشاوران مالی را در این عرصه بررسی کردند

سودربرگ<sup>۴۰</sup> (۲۰۱۳) در یک مطالعه‌ی آزمایشی با عنوان رابطه‌ی بین ویژگی‌های مشاور مالی و ادراک مشتریان تلاش کرد تا رابطه‌ی بین ویژگی‌های مشاور مالی و ریسک ادراک شده‌ی مشتریان، احساس تعلق خاطر

به مشاوره‌های مشاور مالی و ظرفیت‌های او را مورد مطالعه قرار دهد. یافته‌های این پژوهش نشان دادند که جنسیت مشاور مالی بر ریسک درک شده مشتری، احساس تعلق خاطر به پیروی از مشاوره‌ی مشاور مالی و ادراک از قابلیت‌های مشاور مالی تأثیر معناداری دارد.

برگرون و واچون<sup>۴۱</sup> (۲۰۰۸) بررسی تأثیر به کارگیری شوخ‌طبعی توسط مشاوران مالی در حجم فروش تلاش کردند نقش شوخ‌طبعی یک مشاور مالی در کسب حجم فروش بیشتر را مورد مطالعه قرار دهند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که رفتار شوخ‌طبعانه‌ی مشاوران مالی تأثیر مستقیم، مثبت و معناداری بر ادراک از کیفیت خدمات، اعتماد، رضایت و قصد خرید مشتریانشان دارد.

مارتنسن<sup>۴۲</sup> (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای با عنوان چگونه مشاوران مالی وفاداری رفتاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند؟ تلاش کردند تا بفهمند چگونه تماس شخصی با مشتریان وفاداری رفتاری و نگرشی را در سه گروه مختلف از مشتریان، که آنها به لحاظ انگیزشی و توانایی درک اطلاعات بازار سهام متفاوت هستند، تحت تأثیر قرار می‌دهد. مشتریان اغلب بدون اینکه اطلاعات کافی از محصولات مالی داشته باشند در سبدهای محصولات مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند و این امر به مشاوره‌ی مالی نیاز دارد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که تماس شخصی با مشتریان وفاداری رفتاری و نگرشی مشتریان را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

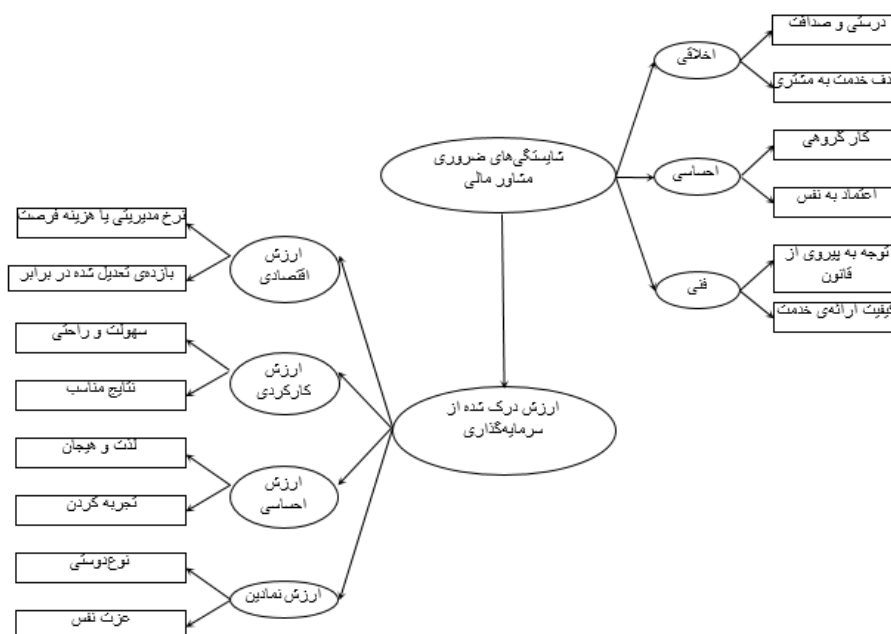
**فرضیه‌ی اصلی:** شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد.

#### فرضیه‌های فرعی:

◀ **فرضیه‌ی فرعی اول:** شایستگی‌های اخلاقی مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد.

◀ **فرضیه‌ی فرعی دوم:** شایستگی‌های احساسی مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد.

◀ **فرضیه‌ی فرعی سوم:** شایستگی‌های فنی مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد.



نمودار ۳- مدل عملیاتی پژوهش

#### ۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش از نظر هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی است و از نوع توصیفی - پیمایشی می‌باشد همچنین از منظر زمان، مطالعه‌ای مقطعی و به لحاظ نوع داده‌ها کمی به شمار می‌رود. جامعه آماری این پژوهش کل کلیه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران هستند که از خدمات مشاور مالی برای انتخاب و خریداری سهام استفاده کرده‌اند که تعداد آنها نامحدود است و با استفاده از جدول مورگان تعداد ۳۸۴ نفر بصورت تصادفی ساده انتخاب شدند. به منظور جمع‌آوری اطلاعات از پرسشنامه‌ی استاندارد ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری پوستین و همکاران (۲۰۱۳) و پرسشنامه‌ی محقق ساخته‌ی شایستگی‌های ضروری مشاور مالی استفاده شد. جهت روایی پرسشنامه‌ها از روش روایی صوری و جهت پایایی از آلفای کرونباخ استفاده شد که ضریب آلفای کرونباخ پرسشنامه شایستگی‌های ضروری مشاور مالی برابر ۰/۸۳ و برای پرسشنامه ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری برابر ۰/۹۱ می‌باشد.

در پژوهش پیش رو، محقق برای تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی بهره برده است. در آمار استنباطی جهت آزمون نرمال بودن توزیع نمونه انتخابی از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف بهره گرفته شد. نتایج آزمون نرمال بودن در جداول زیر آمده است:

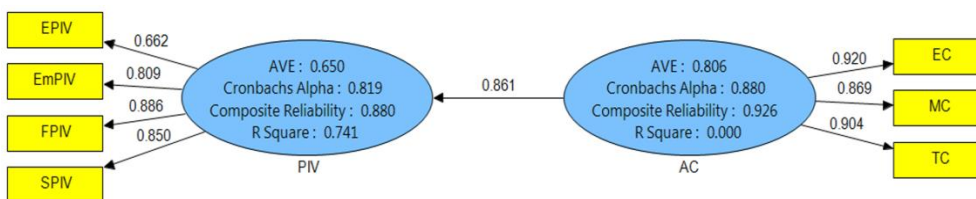
جدول ۱- مقادیر معناداری آزمون  $\chi^2$  برای متغیرهای پژوهش

متغیر	مقدار آماره $\chi^2$	درجه‌ی آزادی	سطح معناداری	وضعیت توزیع
شایستگی‌های ضروری مشاور مالی	۲۶۷/۴۱۹	۱۰۷	۰/۰۰۰	نرمال نیست
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۳۰۲/۹۳۰	۸۶	۰/۰۰۰	نرمال نیست

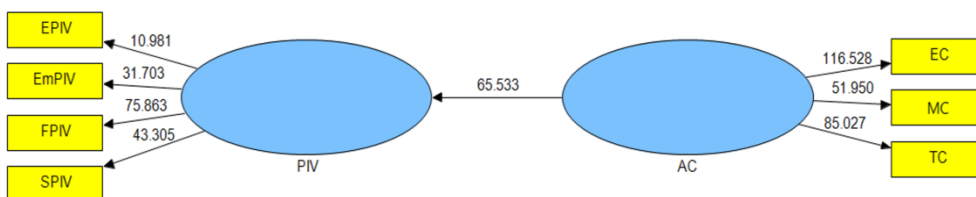
براساس نتایج جدول فوق، چون سطح معناداری متغیرهای پژوهش کوچک‌تر از مقدار مفروض ۰/۰۵ است، شواهدی مبنی بر رد فرضیه  $H_0$  برای آنها وجود داشته، و نرمال بودن توزیع نمونه آنها پذیرفته نمی‌شود. بر این اساس، در این پژوهش محقق نمی‌تواند از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری یا همان روش مبتنی بر کواریانس استفاده کند. بنابراین از روش مدل‌سازی مسیری ساختاری یا حداقل مربعات جزئی که به نرمال بودن توزیع متغیرها حساسیت ندارد استفاده می‌شود. این روش با استفاده از نرم‌افزار اسمارت پی.ال.اس<sup>۳۳</sup> قابل اجرا می‌باشد.

#### ۵- آزمون فرضیه‌ی اصلی پژوهش

در نمودارهای زیر، فرضیه‌ی اصلی پژوهش در دو حالت ضرایب مسیر و ضرایب معناداری نشان داده شده است:



نمودار ۴- مقدار ضریب مسیر فرضیه‌ی اصلی



نمودار ۵: ضریب معناداری (T Value) فرضیه‌ی اصلی

همان‌طور که در نمودارهای به دست آمده قابل مشاهده است، شایستگی‌های ضروری مشاور مالی دارای تأثیری به میزان ۰/۸۶۱ بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری می‌باشد. مقدار آماره‌ی  $T$  Value نیز معنی‌داری آن را تأیید می‌کند، چرا که این مدل در سطح اطمینان ۰/۹۵ و خطای ۰/۰۵ اجرا و آزمون شده است و بنابراین

مقدار آن باید بالاتر از ۱/۹۶ باشد. براساس این یافته‌ها می‌توان گفت که شواهدی مبنی بر رد فرضیه‌ی اصلی پژوهش مشاهده نشده و می‌توان آن را پذیرفت.

### جدول ۲- مقادیر t-value و ضرایب مسیر مدل مسیری ساختاری پژوهش برای فرضیه‌ی اصلی

نتیجه	t-value	اثر کل	اثر غیرمستقیم	اثر مستقیم	فرضیه اصلی
تأیید	۶۵/۵۳۳	۰/۸۶۱	۰/۰۰۰	۰/۸۶۱	شایستگی‌های ضروری مشاور مالی ← ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری

پس از تفسیر نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی پژوهش باید کفایت مدل برآورد شده را بررسی نمود. در روش مبتنی بر حداقل مربعات جزئی شاخص‌هایی برای ارزیابی مدل بیرونی (مدل اندازه‌گیری)، مدل درونی (مدل ساختاری) و کل مدل (درونی و بیرونی) معرفی شده‌اند که در ادامه به ترتیب بررسی شده‌اند.

### ۱-۵- ارزیابی شاخص‌های مدل بیرونی فرضیه‌ی اصلی

برای ارزیابی شاخص‌های مدل بیرونی سه شاخص آلفای کرونباخ، ضریب پایایی مرکب و متوسط واریانس استخراج شده توصیه شده‌اند. مقدار آلفای کرونباخ و پایایی مرکب حداقل باید برابر یا بزرگتر از مقدار ۰/۷ باشد. همچنین مقدار توصیه شده برای شاخص متوسط واریانس استخراج شده برابر یا بزرگتر از ۰/۵ می‌باشد. جدول زیر این مقادیر را نشان می‌دهد:

### جدول ۳- مقادیر پایایی و روایی بلوک‌های مدل‌های بیرونی فرضیه‌ی اصلی

متغیرها	$\alpha$	$\rho$	AVE
شایستگی‌های ضروری مشاور مالی	۰/۸۷۹	۰/۹۲۶	۰/۸۰۶
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۸۱۸	۰/۸۸۰	۰/۶۴۹

همان‌طور که نتایج به دست آمده نشان می‌دهند، مقادیر آلفای کرونباخ و پایایی مرکب بیشتر از ۰/۷ و مقدار متوسط واریانس استخراج شده نیز بیشتر یا برابر ۰/۵ می‌باشد. بنابراین می‌توان روایی و پایایی سازه‌های بیرونی پژوهش را پذیرفت.

ارزیابی شاخص‌های مدل درونی فرضیه‌ی اصلی: برای ارزیابی مدل درونی در روش پی‌ال‌اس دو شاخص ضریب تعیین و ارتباط پیش‌بین معرفی و توصیه شده‌اند. در مدل‌سازی مسیری ساختاری مقادیر ضریب تعیین برابر با ۰/۶۷، ۰/۳۳ و ۰/۱۹ به ترتیب قابل توجه، متوسط و ضعیف توصیف می‌شوند. همچنین اگر مقدار ارتباط پیش‌بین ( $Q^2$ ) برای یک متغیر مکنون درون‌زای معین بیشتر از صفر باشد، متغیرهای مستقل آنها ارتباط پیش‌بین دارند. جدول زیر این مقادیر را برای متغیرهای آزمون شده در فرضیه‌ی اصلی نشان می‌دهد:

جدول ۴- شاخص‌های ارزیابی مدل درونی پژوهش برای فرضیه‌ی اصلی پژوهش

متغیرها	$r^2$	$Q^2$
شایستگی‌های ضروری مشاور مالی	---	۰/۸۰۶
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۷۴۱	۰/۴۷۲

جدول فوق نشان می‌دهد که مقدار ضریب تعیین به دست آمده در این مدل برای متغیر وابسته‌ی پژوهش برابر با ۰/۷۴۱ می‌باشد. این مقدار در سطح بسیار بالایی است و طبق دسته‌بندی مطرح شده برای ارزیابی ضریب تعیین، در سطح قابل توجه می‌باشد. مقادیر ارتباط پیش‌بین نیز نشان می‌دهند که هیچ‌یک از آنها صفر نبوده و این به معنای وجود ارتباط پیش‌بین می‌باشد.

#### ۲-۵- ارزیابی شاخص‌های کل مدل فرضیه‌ی اصلی

در این قسمت شاخص‌های مربوط به ارزیابی کل مدل برآورد شده مورد ارزیابی و بررسی قرار گرفتند. بدین منظور سه شاخص اشتراک، افزونگی و نیکویی برازش توصیه شده‌اند. جدول زیر این مقادیر را نشان می‌دهند:

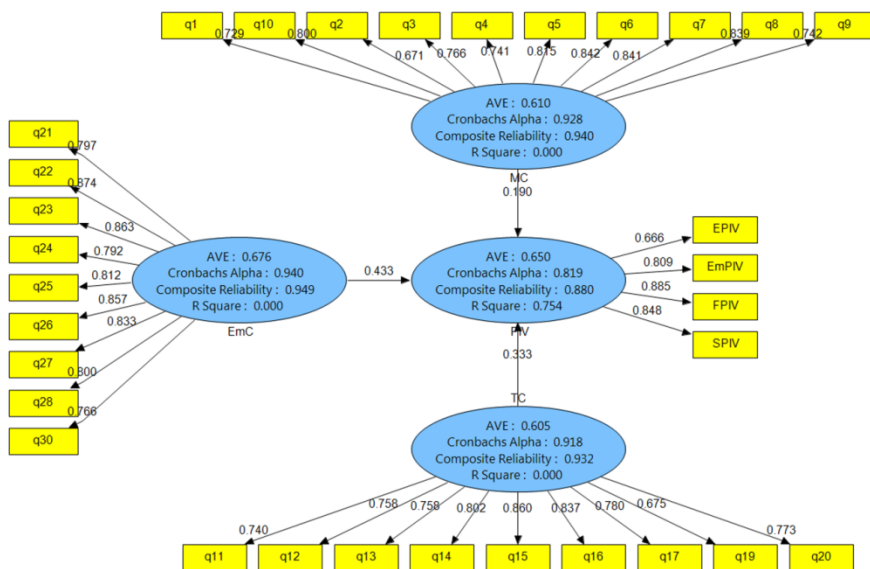
جدول ۵- مقادیر شاخص اشتراک برای فرضیه‌ی اصلی

متغیرهای پنهان	شاخص اشتراک	شاخص افزونگی	GOF
شایستگی‌های ضروری مشاور مالی	۰/۸۰۶	---	۰/۷۳
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۶۴۹	۰/۴۷۵	

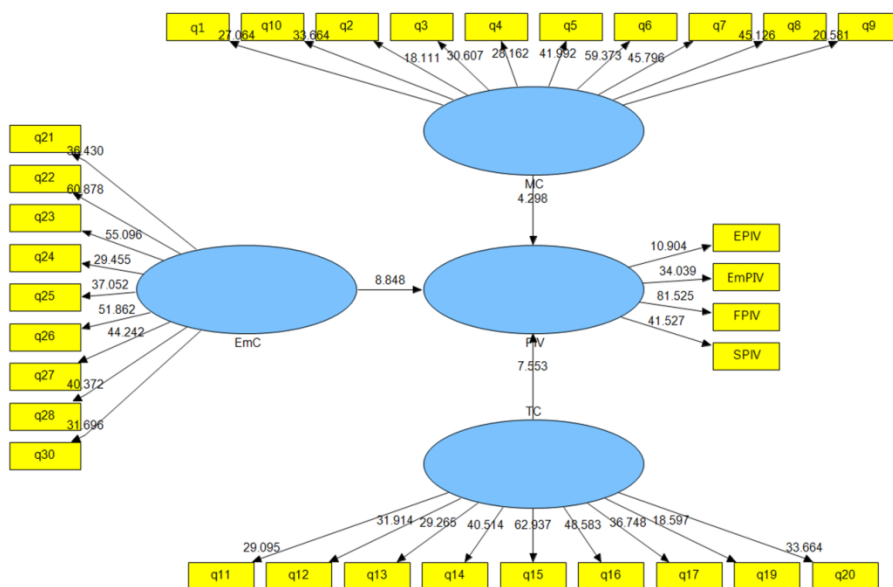
براساس مقادیر جدول فوق می‌توان گفت که شاخص‌های اشتراک و افزونگی در سطح مناسبی هستند و شاخص نیکویی برازش نشان می‌دهد که مدل قابلیت پیش‌بینی به میزان ۰/۶۵ را داراست.

#### ۳-۵- آزمون فرضیه‌های فرعی پژوهش

فرضیه‌های فرعی پژوهش در قالب مدل زیر مبتنی بر روش حداقل مربعات جزئی آزمون شده است. این نمودارها نشان می‌دهند که مؤلفه‌های شایستگی‌های ضروری مشاور مالی مشتمل بر شایستگی‌های اخلاقی، شایستگی‌های فنی و شایستگی‌های احساسی دارای تأثیرهای معناداری بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری در میان سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. مقادیر  $TValue$  نیز این امر را تأیید می‌کنند چرا که بالاتر از مقدار لازم ۱/۹۶ در سطح اطمینان ۰/۹۵ و خطای ۰/۰۵ می‌باشند.



نمودار ۶- ضرایب مسیر فرضیه های فرعی پژوهش



نمودار ۷- ضرایب معناداری (TValue) فرضیه های فرعی پژوهش



جدول زیر مسیرها، ضرایب مسیر مستقیم، ضرایب مسیر غیرمستقیم، ضرایب مسیر کل و سطوح معناداری را نشان می‌دهد:

جدول ۶- مقادیر  $t$ -value و ضرایب مسیر مستقیم، غیر مستقیم و کل فرضیه های فرعی

مسیرها	اثر مستقیم	اثر غیرمستقیم	اثر کل	$t$ -value	نتیجه
شایستگی‌های اخلاقی ← ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۱۹۰	---	۰/۱۹۰	۴/۲۹۸	تأیید
شایستگی‌های فنی ← ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۳۳۳	---	۰/۳۳۳	۷/۵۵۳	تأیید
شایستگی‌های احساسی ← ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۴۳۳	---	۰/۴۳۳	۸/۸۴۸	تأیید

#### ۴-۵- ارزیابی شاخص‌های مدل بیرونی فرضیه های فرعی

برای بررسی مدل‌های بیرونی یا همان مدل‌های اندازه‌گیری از شاخص‌های آلفای کرونباخ، پایایی مرکب و شاخص متوسط واریانس استخراج شده استفاده می‌شود. این شاخص‌ها در جدول زیر نشان داده شده‌اند:

جدول ۷: مقادیر پایایی و روایی بلوک‌های مدل‌های بیرونی فرضیه‌ی اصلی

متغیرها	$\alpha$	$\rho$	AVE
شایستگی‌های احساسی	۰/۹۳۹	۰/۹۴۹	۰/۶۷۶
شایستگی‌های اخلاقی	۰/۹۲۸	۰/۹۳۹	۰/۶۰۹
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۸۱۹	۰/۸۸۰	۰/۶۵۰
شایستگی‌های فنی	۰/۹۱۷	۰/۹۳۲	۰/۶۰۵

شواهد نشان می‌دهند که بلوک‌های مدل‌های بیرونی همگی از پایایی کافی برخوردار بوده و تک‌بعدی بودن‌شان محرز می‌باشد. همچنین شاخص متوسط واریانس استخراج شده نیز تأیید می‌کند که بلوک‌های مدل‌های بیرونی از روایی کافی برخوردارند. بنابراین می‌توان روایی و پایایی مدل‌های بیرونی را تأیید کرد.

#### ۵-۵- ارزیابی شاخص‌های مدل درونی فرضیه های فرعی

به منظور ارزیابی مدل درونی برای فرضیه های فرعی پژوهش از شاخص‌های ضریب تعیین و ارتباط پیش‌بین بهره‌گرفته شد. مقادیر این شاخص‌ها در جدول زیر آمده است:

## جدول ۸- شاخص‌های ارزیابی مدل درونی پژوهش برای فرضیه‌های فرعی پژوهش

متغیرها	$r^2$	$Q^2$
شایستگی‌های احساسی	---	۰/۶۷۶
شایستگی‌های اخلاقی	---	۰/۶۱۰
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۷۵۴	۰/۴۷۵
شایستگی‌های فنی	---	۰/۶۰۵

نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که ضریب تعیین متغیر وابسته‌ی مدل پژوهش از مقدار مناسب و سطح بالا و قابل توجهی برخوردار است. همچنین مقادیر ارتباط پیش‌بین برای تمام متغیرها بیشتر از صفر است و می‌توان وجود ارتباط پیش‌بین را تأیید نمود.

## ۵-۶- ارزیابی شاخص‌های کل مدل فرضیه‌های فرعی

در این قسمت برای ارزیابی کیفیت کل مدل (مدل‌های بیرونی و درونی) از سه شاخص اشتراک، افزونگی و نیکویی برازش استفاده می‌شود. این مقادیر در جدول زیر نشان داده شده‌اند:

## جدول ۹- مقادیر شاخص اشتراک برای فرضیه‌ی اصلی

متغیرهای پنهان	شاخص اشتراک	شاخص افزونگی	GOF
شایستگی‌های احساسی	۰/۶۷۶	---	۰/۶۹
شایستگی‌های اخلاقی	۰/۶۰۹	---	
ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری	۰/۶۵۰	۰/۳۳۸	
شایستگی‌های فنی	۰/۶۰۵	---	

نتایج به دست آمده نشان می‌دهند که مقادیر شاخص‌های اشتراک و افزونگی در سطوح مناسبی هستند. مقدار شاخص نیکویی برازش نیز نشان می‌دهد که مدل از قابلیت پیش‌بینی در سطح ۶۹٪ برخوردار است. این سطح از قابلیت پیش‌بینی بسیار بالا و مناسب است و مبین کیفیت بالای مدل می‌باشد.

## ۵- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اصلی ( شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تأثیر معناداری بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری دارد) با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی نشان می‌دهد که شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تأثیر معناداری به میزان  $0/861$  ( $P = 95\%$ ,  $\alpha = 5\%$ ,  $T\text{-Value} > 1/96$ ,  $n=387$ ) بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری دارد. براساس مقدار ضریب مسیر می‌توان واریانس تبیین شده را نیز محاسبه نمود.

بدین شکل که اگر ضریب مسیر را به توان دوم برسانیم به واریانس تبیین شده یا همان  $r^2$  (ضریب تعیین) خواهیم رسید. بر این اساس،  $r^2 = 0/741$  می‌باشد. بدین معنی که ۷۴ درصد از تغییرات متغیر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری توسط شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تبیین می‌گردد. این مقدار از ضریب تعیین بسیار بالا و قابل توجه است و به نوعی کلیدی‌ترین و معنادارترین یافته‌ی این مطالعه می‌باشد. مقادیر ضریب تعیین برابر با  $0/67$ ،  $0/33$  و  $0/19$  به ترتیب قابل توجه، متوسط و ضعیف توصیف می‌شوند. بر این مبنا، ضریب تعیین برای فرضیه‌ی اصلی پژوهش پیش‌رو قابل توجه محسوب می‌شود. در تفسیر می‌توان گفت که شواهد حاکی از آن هستند که این سطح از رابطه در سطحی بالاتر از یک درصد نیز معنی‌دار است و این امر ارتباط بالای دو متغیر را نشان می‌دهد. می‌توان انتظار داشت که در ازای یک واحد افزایش در متغیر شایستگی‌های ضروری مشاور مالی،  $0/741$  واحد رشد در جهت مثبت در ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رخ می‌دهد. این یافته با نتایج پژوهش سانگ<sup>۴۴</sup> و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی دارد. آنها در یک مطالعه‌ی کتابخانه‌ای با عنوان ارزش آژانس‌های مشاوران مالی در ادغام‌ها و خریدها تلاش کردند نقش آژانس‌های مشاوران مالی طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۶ را در زمینه‌سازی برای شکل‌گیری خرید یا ادغام‌های سازمانی را مورد مطالعه قرار دهند. یافته‌های این پژوهش به طور کلی نشان می‌دهد که انتخاب آژانس‌های مشاوره‌ی مالی اغلب منجر به تعاملات و نتایج بهتری در مذاکرات شده و منجر به ادغام یا خریدها می‌گردد.

بررسی یافته‌های به دست آمده از آزمون فرضیه فرعی ۱ شواهدی دال بر تأثیر معنادار شایستگی‌های اخلاقی مشاور مالی به میزان  $0/190$  ( $P = 0/95$ ،  $\alpha = 0/05$ ،  $T-Value > 1/96$ ،  $n=387$ ) بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری می‌باشد. محاسبه‌ی ضریب تعیین نشان می‌دهد که  $0/036$  درصد از تغییرات متغیر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری توسط شایستگی‌های ضروری مشاور مالی تبیین می‌گردد. این مقدار بسیار اندک و ناچیز است، اما به جهت معنی‌دار شدن آن، حائز توجه و اهمیت می‌باشد. این امر نشان می‌دهد که با بهبود یک واحدی شایستگی‌های اخلاقی مشاور مالی،  $0/036$  واحد بهبود در متغیر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری رخ می‌دهد.

برآورد مدل مسیری‌ساختاری برای فرضیه فرعی ۲ نشان می‌دهد که ضریب مسیر تأثیرگذاری شایستگی‌های احساسی مشاور مالی بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری به میزان  $0/433$  ( $P = 0/95$ ،  $\alpha = 0/05$ ،  $T-Value > 1/96$ ،  $n=387$ ) می‌باشد. ضریب تعیین نشان می‌دهد که شایستگی‌های احساسی مشاور مالی قادر است ۱۹ درصد از تغییرات در ارزش ادراک شده‌ی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را تبیین کند. این مقدار از ضریب تعیین هرچند کوچک به شمار می‌رود، اما در نوع خود در جوامع و در واقعیت نقشی به سزا ایفا می‌کند و به دلیل معنادار شدن آن، حائز اهمیت و توجه است. این مهم پیش‌بینی می‌کند که با یک واحد بهبود در شایستگی‌های احساسی مشاور مالی، می‌توان افزایش ۱۹ درصدی در ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری را در سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نمود.

برآوردهای مدل مسیری‌ساختاری برای برآورد آزمون فرضیه‌ی فرعی سوم، وجود تأثیر معنادار شایستگی‌های فنی مشاور مالی به میزان  $0/333$  ( $P = 0/95$ ،  $\alpha = 0/05$ ،  $T-Value > 1/96$ ،  $n=387$ ) بر ارزش

درک شده از سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کند. بررسی و برآورد ضریب تعیین نشان می‌دهد که شایستگی‌های فنی مشاور مالی قادر به تبیین ۱۱ درصد از تغییرات ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری است. بر این اساس این قابلیت وجود دارد که پیش‌بینی نمود با افزایش یک واحدی شایستگی‌های فنی مشاور مالی، ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری ۱۱ درصد افزایش یابد. همان‌طور که در مدل شایستگی‌های ضروری مشاور مالی لنینیک و جردن (۲۰۱۰) مشخص است، یکی از خرده‌مقیاس‌های شایستگی‌های فنی مشاور مالی، کیفیت ارائه‌ی خدمات است. بر اساس این خرده‌مقیاس، می‌توان گفت یافته‌های این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ایشاق (۲۰۱۲)، آتوکا (۲۰۱۲)، هسیه (۲۰۱۲)، برسولس و دوریو (۲۰۱۱) و لی‌ین و همکاران (۲۰۱۱) همخوانی داشته و آنها را تأیید می‌کند.

بر اساس یافته‌های این مطالعه مبنی بر تأثیر معنی‌دار شایستگی‌های ضروری مشاور مالی، شایستگی‌های اخلاقی مشاور مالی، شایستگی‌های احساسی مشاور مالی و شایستگی‌های فنی مشاور مالی بر ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران باید با دقت در انتخاب مشاور مالی خود و نیز استفاده از شاخص‌های ارزیابی مشاور مالی، زمینه‌های لازم برای بهره‌مندی هرچه بیشتر از منافع بازار سرمایه را برای خود فراهم آورند. دستاورد نوین و حائز اهمیت این بررسی، تأیید نقش بی‌بدیل شایستگی‌های یک مشاور مالی در تبیین بیش از ۷۴ درصد از تغییرات ارزش درک شده از سرمایه‌گذاری است.

#### فهرست منابع

- \* Auka, D.O. (2012), Service quality, satisfaction, perceived value and loyalty among customers in commercial banking in Nakuru Municipality, Kenya, *African Journal of Marketing Management*, 4(5): 185-203.
- \* Baressolles, G. and Durrieu, F. (2011), Service quality, customer value and satisfaction relationship revisited for online wine websites, 6th AWBR International Conference, Bordeaux Management School.
- \* Beal, D. J., Goyen, M., & Phillips, P. (2005). Why do we invest ethically? *Journal of Investing*, 14 (3), 66-77.
- \* Bedard, G.J. Prefontaine, J. and Poirier-Proulx, L. (2005), Identifying A Profile Of Key Competencies For Financial Planners, *Journal of Business & Economics Research*, 3(4): 51-62.
- \* Lasswell, H., and Kaplan, A. (1952). *Power and Society: A Framework for Political Inquiry*. London: Routledge and Kegan Paul.
- \* Lennick, D. and Jordan, K. (2010), *Financial intelligence: how to make smart, values-based decisions with your money and your life*, USA, Denver, Colorado: PPA Press.
- \* Lien, C.H., Wen, M.J., Wu, C.C., (2011), Investigating the Relationships among E-Service Quality, Perceived Value, Satisfaction, and Behavioral Intentions in Taiwanese Online Shopping, *Asia Pacific Management Review*, 16(3): 211-223.
- \* Lucia, A. D., & Lepsinger, R. (1999). *The art and science of competency models: Pinpointing critical success factors in organizations*. San Francisco: Jossey-Bass/Pfeiffer.
- \* Martenson, R. (2006), How financial advisors affect behavioral loyalty, *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 26 No. 2, pp. 119-147.
- \* McLaughlin, B. (1965). 'Values in Behavioral Science'. *Journal of Religion and Health* 4: 258-79.

- \* Mills, C. W. (1959). *The Sociological Imagination*. New York: Oxford University Press.
- \* Monroe, Kent B. and Dodds, William B. (1985), "The Effect of Brand and Price Information on Subjective Product Evaluations," *Advances in Consumer Research*, 12 (1), 85-90.
- \* Monti, M. Pelligra, V. Martignon, L. Berg, N. (2014), Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics, *Journal of Business Research*, 67: 1749-1757.
- \* Morris, R. T. (1956). 'A Typology of Norms'. *American Sociological Review* 21: 610-13.
- \* Neubauer, D. (1969). 'Some Conditions of Democracy'. In *Empirical Democratic Theory*, ed. C. Cnudde and D. Neubauer. Chicago: Markman.
- \* Nie, N., Verba, S., and Petrocik, J. (1976). *The Changing American Voter*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- \* Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility. *International Journal of Bank Marketing*, 27 (1), 5-31.
- \* Olson, J. C., & Reynolds, T. J. (2001). The means-end approach to understanding consumer decision making. In T. J. Reynolds & J. C. Olson (Eds.), *Understanding consumer decision making: The means-end approach to marketing and advertising strategy* (pp. 3-20). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.
- \* Safai Mazid, J., (2012), An Examination of Two Dimensions of Customer Perceived Value in Banking Services, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(11): 11341-11345.
- \* Sánchez-Fernández, Raquel and Iniesta-Bonillo, M. Ángeles (2007), "The concept of perceived value: a systematic review of the research," *Marketing Theory*, 7 (4), 427-451.
- \* So'derberg, I.L. (2013), Relationships between advisor characteristics and consumer perceptions, *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 31 No. 3, pp. 147-166.
- \* Song, W. Wei, J. Zhou, L. (2013), The value of "boutique" financial advisors in mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 20: 94-114

## یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Barberis & Huang
- <sup>2</sup> Fama & French
- <sup>3</sup> Statman
- <sup>4</sup> Canova, Rattazzi & Webley
- <sup>5</sup> Sullivan & Miller
- <sup>6</sup> Dorn & Sengmueller
- <sup>7</sup> self-expressive
- <sup>8</sup> Psychic Return
- <sup>9</sup> Beal et al.
- <sup>10</sup> Nilsson
- <sup>11</sup> Sullivan and Miller
- <sup>12</sup> Human Resources Competency Study
- <sup>13</sup> Antonides and Van Raaij
- <sup>14</sup> Armstrong & Kotler
- <sup>15</sup> Holbrook
- <sup>16</sup> Zeithaml
- <sup>17</sup> Olson and Reynolds
- <sup>18</sup> Woodruff
- <sup>19</sup> Babin, Darden & Griffin
- <sup>20</sup> Sweeney & Soutar

- 
- <sup>21</sup> Dorn and Sengmueller  
<sup>22</sup> Statman  
<sup>23</sup> Puustinen  
<sup>24</sup> Sharpe  
<sup>25</sup> Chandon  
<sup>26</sup> Risk-adjusted return  
<sup>27</sup> Fama  
<sup>28</sup> Holbrook  
<sup>29</sup> Farquhar and Rowley  
<sup>30</sup> Sheth, Newman and Gross  
<sup>31</sup> Sweeney and Soutar  
<sup>32</sup> Babinetal  
<sup>33</sup> Holbrook  
<sup>34</sup> Belk  
<sup>35</sup> Statman  
<sup>36</sup> Nilsson  
<sup>37</sup> Browne & Kaldenberg  
<sup>38</sup> Monti  
<sup>39</sup> Francis  
<sup>40</sup> Soderberg  
<sup>41</sup> Bergeron and Vachon  
<sup>42</sup> Martenson  
<sup>43</sup> Smart PLS  
<sup>44</sup> Song