

شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده

ابوالحسن جلیلود، مجتبی رستمی نوروزآباد^۱، سامان رحمانی نوروزآباد^۲

چکیده: در این مطالعه شواهد مقدماتی از تمرکز بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران (TSE) در قالب برنامه جامع مطالعاتی در سال ۱۳۹۳ فراهم شده است. با استفاده از نوعی روش مبتنی بر نظرسنجی، ۵۶۱ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به نمایندگی از سرمایه‌گذاران فردی؛ کارشناسان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری؛ کارشناسان مؤسسه‌های تأمین سرمایه؛ کارشناسان و متخصصان مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاران بورس اوراق بهادار به طور تصادفی برای پاسخ به مجموعه‌ای از سؤالات رفتاری و اقتصادی توصیه شده در تحقیقات قبلی در زمینه امور مالی رفتاری انتخاب شدند. بارهای عاملی از داده‌های جمع‌آوری شده آشکار می‌کند که هر دو گروه از متغیرهای رفتاری و اقتصادی در تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مؤثرند. در آینده دیدگاه نظری و اقتصادی جدیدی به‌اشتراک گذاشته می‌شود که در حال حاضر در دست اصلاح شواهد مقدماتی با استفاده از تجزیه و تحلیل نمونه براساس نوع سرمایه‌گذاران (سرمایه‌گذاران فردی در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی) است که این عمل با استفاده از مدل معادلات ساختاری برای تست آماری متغیرهای ارائه شده و تفاوت‌های آن‌ها در سراسر نمونه انجام خواهد شد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری، عوامل رفتاری، عوامل عقلایی.

۱. پروفسور گروه مالی، دانشگاه لویولای شیکاگو، شیکاگو، ایالات متحده آمریکا

۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ایلام، ایلام، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۹/۳۰

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۴/۰۸/۱۶

نویسنده مسئول مقاله: مجتبی رستمی نوروزآباد

E-mail: Mojtabarostami37@yahoo.com

مقدمه

بیشتر نظریه‌های اقتصادی و مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی عمل می‌کنند (فارلین، ۲۰۰۶؛ بولهویس، ۲۰۰۵؛ کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۸) که این فرض با نظریه «انسان اقتصادی عقلایی»^۱ منطبق است. سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری تمام جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را به کار می‌بندند (توماس، ۲۰۰۳؛ بولهویس، ۲۰۰۵)؛ اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بی‌ابهامی نیست و تصمیم‌گیری‌های انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد منحرف می‌شود (بولهویس، ۲۰۰۵). بیشتر تصمیم‌گیری‌ها مشکل هستند؛ چون عوامل روانی نیز در این فرایند سهیم‌اند (موناهان، ۲۰۰۰). گاهی عواملی سبب بروز رفتار غیرعقلایی می‌شوند و چگونگی تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که این اتفاق نشان‌دهنده کارانبودن بازارهای مالی است (توماس، ۲۰۰۳). گاهی شرایطی به وجود می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند.

عوامل غیرعقلایی همچون احساسات (دوفنبرگ، ۲۰۰۲؛ شیو، لونستاین و بچارا، ۲۰۰۵؛ ساندالی، استون و گوئررو، ۲۰۱۲؛ براندین و گوستافسون، ۲۰۱۳؛ تود و ادواردز، ۲۰۱۳؛ سامرز و دوکسباری، ۲۰۱۲)؛ فرهنگ (لین، ۲۰۰۹ و براچا، فدینا و اسکینا، ۲۰۱۴)؛ سن (سامرز، دوکسباری، هادسون و کیسی، ۲۰۰۶؛ بالی و همکاران، ۲۰۰۹)؛ شخصیت (روبرتز، وود و اسمیت، ۲۰۰۵؛ فلین و اسلوین، ۱۹۹۶؛ هادسون، روبرتز و لودی اسمیت، ۲۰۱۲)؛ روزهای آخر هفته (ونزیا و شاپیرا، ۲۰۰۷)؛ وانگ و رامسای، ۱۹۹۸؛ بروسا، لیو و اسچولمن، ۲۰۰۳؛ ناپانی و گرینهات، ۲۰۱۱)؛ پلات، ۱۹۹۲؛ پوفر، ۱۹۹۱؛ کونولی، ۱۹۹۱؛ فرنچ، ۱۹۸۴؛ فرنچ، ۱۹۸۰) و جنسیت (کاجیسا و پالانیچامی، ۲۰۱۰؛ آلدومن و کینگ، ۱۹۹۸؛ جونز، ۱۹۹۸؛ بوچان، کروسونب و سولنیک، ۲۰۰۸؛ گراس و هانسن، ۲۰۰۰؛ شاپیرو و تامپاشه، ۲۰۰۱؛ اوستر، ۲۰۰۹؛ بلاکول، رود و توی، ۲۰۰۹؛ سایو و ژو، ۲۰۰۲؛ لاسکو، هارولد و فیلیپس، ۱۹۹۷؛ احمد، ۲۰۱۱؛ بوگان، جاست و چکیتان، ۲۰۱۳؛ لواس و هربرت، ۲۰۱۴؛ سزمانیا و دوبر اسپیک، ۱۹۹۰) از جمله عواملی هستند که تأثیر به‌سزایی در رفتار افراد در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری دارند؛ مک‌گاون نیز این گفته را (۱۹۹۲) تأیید می‌کند. می‌توان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش می‌دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلندمدت را کاهش داد (پمپین و لونگو، ۲۰۰۴) و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک کرد.

با توجه به نظر شیفر (۲۰۰۰) سرمایه‌گذاران برای انتخاب سرمایه‌گذاری دامنه بسیار وسیعی دارند، اما تا به حال پژوهش‌های محدودی درباره روش انتخاب از بین سرمایه‌گذاری‌های مختلف انجام شده است. شیفر (۲۰۰۰) اعتقاد دارد که تصمیم‌های مالی مردم روزبه‌روز پیچیده‌تر و پرمخاطره‌تر می‌شود؛ در حالی که نتایج این تصمیم‌ها بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است. بیشتر نظریه‌های مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی به افزایش سرمایه خود می‌اندیشند و به نشانه‌های مالی توجه می‌کنند. سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب سرمایه‌گذاری، ابتدا ریسک و بازده آن را با سرمایه‌گذاری‌های بالقوه دیگری که می‌توانند انجام دهند، مقایسه می‌کنند. ضمن اینکه سطح ریسکی که سرمایه‌گذاران حاضر به تحمل آن هستند به خصوصیات روانی آن‌ها بستگی دارد (محافظه‌کار و ریسک‌پذیر). به هر حال، هر سرمایه‌گذار منطقی در صورت تشابه ریسک دو سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری با بازده کمتر را انتخاب نخواهد کرد. اغلب یافته‌های اخیر روان‌شناسی مالی نشان می‌دهد تصمیمات سرمایه‌گذاران ممکن است تحت تأثیر عوامل رفتاری داخلی، از قبیل خودشناسی و عوامل رفتاری خارجی مانند چگونگی انتخاب سرمایه‌گذار قرار گیرد.

میزان اهمیت موضوع این پژوهش در بازارهای مالی و نیز، میزان تأثیری که در پیشبرد بازارهای مالی و اقتصادی ایران دارد، موجب شده است پژوهش‌های جداگانه زیادی در ارتباط با تعدادی از متغیرهای بحث‌شده در این تحقیق انجام شود که از جمله آن‌ها می‌توان به پژوهش‌های یادشده در بالا اشاره کرد؛ اما پژوهش جامع و کاملی به چشم نمی‌خورد که بتواند تمام ابعاد مطرح‌شده در این پژوهش را در نظر بگیرد. بنابراین، بررسی چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و میزان تأثیری که این تصمیم‌گیری از متغیرهای مختلف می‌پذیرد، به پژوهش نیاز دارد که بتواند تمام ابعاد یادشده را کامل و جامع در نظر بگیرد. محققان در این پژوهش برای نخستین بار متغیرهایی را به‌صورت تئوریک و تجربی در جامعه مطالعه‌شده آزمودند و به بحث گذاشتند.

پژوهش حاضر و نتایج آن می‌تواند در پیشبرد بازارهای مالی و اقتصاد ایران مؤثر باشد. همچنین استناد به یافته‌های این پژوهش می‌تواند در دستیابی مسئولان بورس اوراق بهادار به جذب سرمایه‌گذاران بسیار تأثیرگذار باشد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران با استفاده از نتایج این پژوهش می‌توانند عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری اوراق بهادار را شناسایی کنند و به‌درستی تصمیم‌گیری کنند؛ بنابراین، پژوهش حاضر به‌دنبال پاسخ به این سؤال اصلی است که چه عوامل مؤثری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار^۱ تأثیر می‌گذارد؟

بر این اساس ساختار مقاله چنین تدوین شده است؛ با مقدمه‌ای از پژوهش‌های انجام‌شده، عوامل رفتاری بیان می‌شوند. سپس به تشریح مطالعات با عوامل عقلایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. در ادامه، پیشینه سایر عواملی بررسی و مطالعه می‌شود که در هیچ‌یک از دو جنبه یادشده قرار ندارند. در پایان خلاصه‌ای از پژوهش و پیشنهادهایی برای مطالعات آینده ارائه می‌شود.

پیشینه پژوهش

پژوهش‌های زیادی در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران و عواملی که ممکن است تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند، انجام شده است و به این نتیجه رسیده‌اند که اگر معامله‌گران می‌توانستند پرتفوی خود را به خوبی مدیریت کنند (یعنی با قیمت زیاد بفروشند و با کمترین قیمت خریداری کنند)، می‌توان ادعا کرد که رفتار عقلایی دارند (ماسانسون، ۲۰۰۷). متدولوژی اقتصاد اثباتی در پی درک رفتار انسان و ماهیت وی است؛ یعنی چگونگی رفتار او نه آن‌طور که باید رفتار کند؛ و این مقوله به نوعی با مالی رفتاری ارتباط پیدا می‌کند (فرانک فورتر، مک‌گان و ایلن، ۲۰۰۴). در کل انسان اقتصادی - عقلایی فردی است که تلاش می‌کند با کمترین هزینه به اهداف خاص خود دست یابد. بعدها اقتصاددانان دیگری چون تورشتاین و بلن و جان مینارد کینز به این مدل، با توجه به اعتباری که نزد اقتصاددانان داشت، انتقاد کردند که هیچ انسانی نمی‌تواند به‌طور کامل از تمام وقایع آگاه باشد و مطلوبیت مورد انتظار خود را با تعیین انتظاراتش در تمام زمان‌ها به بیشترین حد رساند. آن‌ها در مقابل «عقلانیت محدود» را فرض کردند؛ یعنی هر تلاشی برای درک اینکه درواقع انسان‌ها چگونه تصمیم می‌گیرند، به سازماندهی فرایند اطلاعات و محدودیت‌های فرد بستگی دارد (فرانک فورتر، مک‌گان و ایلن، ۲۰۰۴). عقلانیت محدود سایمون فرض می‌کند انتخاب‌های افراد عقلایی است، اما مشروط به محدودیت‌های دانش و ظرفیت شناختی هستند. عقلانیت محدود در ارتباط با روش‌هایی است که در آن‌ها انتخاب‌های نهایی از طریق فرایند تصمیم‌گیری شکل می‌گیرند. فرض بر این است که رفتار عقلایی همواره به تصمیم‌های منطقی می‌انجامد، اما همیشه این‌گونه نیست و تصمیم‌گیری با خطا همراه است و این موجب می‌شود مفهوم رفتار عقلایی زیر سؤال برود (مک‌گان، ۱۹۹۲).

براساس آنچه تشریح شد، ابتدا به بیان عوامل رفتاری (غیرعقلایی) تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود، سپس عوامل عقلایی تأثیرگذار بررسی می‌گردد و در مرحله آخر درباره سایر عواملی بحث خواهد شد که می‌تواند رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد.

عوامل رفتاری

عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری برخلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند، بلکه به دلیل اولویتشان یا به دلیل خطاهای شناختی، کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند (فارلین، ۲۰۰۶).

احساسات و سرمایه‌گذاری: احساس حالت روان‌شناختی و فیزیولوژیکی در نتیجه تعامل با شیء، شخص یا واقعه است (اشکاناسی، هارتل و داوس، ۲۰۰۲)؛ تغییر ترجیحات ریسک، رسانه، اجتماع، خطای پیوستگی و خطای غلبه و مواردی از این قبیل، احساس افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. احساس بعد از پردازش به ادراک تبدیل می‌شود، اما همیشه آنچه درک می‌شود با واقعیت منطبق نیست، زیرا عوامل زیادی در آن دخیل است. نولت (۲۰۰۲) اعتقاد دارد که همه احساسات ما از مغزمان سرچشمه می‌گیرند و براساس تحقیقات، سیستم لیمبیک مغز همه احساسات ما را هدایت می‌کند. مطالعات دوفنبرگ (۲۰۰۲) و شیو و همکاران (۲۰۰۵) نشان می‌دهد احساسات می‌تواند به منزله جزء مهمی از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری عمل کند؛ به صورتی که می‌تواند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و سرمایه‌گذاری کاملاً محافظه‌کارانه یا با تحمل ریسک همراه باشد. همچنین پژوهش‌ها نشان می‌دهد چهره‌های شاد یا غمگین می‌توانند در انتخاب سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاری متفاوت عمل کنند (ساندالی، استون و گوئررو، ۲۰۱۲). اعتماد به نفس، مبارزه و امید، تمایل به ادامه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد (براندین و گوستافسون، ۲۰۱۳). نگرش و احساسات همراه با تعاملات رفتاری ناشی از این نگرش‌ها، می‌تواند به‌مثابه عوامل دخیل در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری عمل کند (تود و ادواردز، ۲۰۱۳). تأثیر احساسات در تصمیم‌گیری، به‌خصوص در رابطه با احساسات و خلق و خوی ناگهانی، به‌طور گسترده‌ای پذیرفته شده است. تأثیر احساسات و عواطف خاص، دو عامل جدایی‌ناپذیر از هر تصمیم است. شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد احساسات یکی از عناصر مهم بسیاری از ناهنجاری‌های رفتاری بوده است. دوفنبرگ (۲۰۰۲) معتقدند که میان احساسات زنان و مردان تفاوتی وجود دارد که از سیستم لیمبیک نشئت می‌گیرد. سیستم لیمبیک زنان فعال‌تر از مردان است؛ بنابراین احتمال بروز احساسات منفی همچون افسردگی، خشم و نفرت در آن‌ها بیشتر است. البته، نه بدین معنا که زنان به کلی احساسات منفی و مردان احساسات مثبت دارند. فاینمن (۱۹۹۳) برآیند چالش عقلانیت و احساس را در سه حالت می‌بیند: احساسات و عقلانیت رودرروی هم قرار می‌گیرند؛ احساسات در خدمت عقلانیت قرار می‌گیرد و عقلانیت احساسات را نیز عقلایی می‌کند. احساس و شناخت، دو عامل جدایی‌ناپذیر و درهم‌تنیده‌اند و عقلانیت افسانه‌ای بیش نیست (فاینمن، ۱۹۹۳: ۱۸۰). البته، حالت نخست برگرفته از تحقیقات فاینمن در این مقاله مصداق دارد که احساسات به‌عنوان جزء

غیرعقلایی، در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران مؤثر است (سامرز و دوکسبای، ۲۰۱۲). بی‌اطمینانی زیاد، خجالت و استرس، میل به سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (براندین و گوستافسون، ۲۰۱۳). ولپ، اسپورلی، گریچنیکا میکِل و آدرسج (۲۰۱۲) نتیجه گرفتند که ترس، تصمیم به سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد در حالی که شادی و خشم همکاران بر چنین تصمیم‌گیری‌هایی می‌افزاید (وان کلیف، ددرو و منستید، ۲۰۱۰).

تعطیلات آخر هفته و سرمایه‌گذاری: این اثر نشان می‌دهد بازدهی در روز دوشنبه منفی و در مقایسه با روزهای دیگر هفته کمتر است. این اثر بیان می‌کند که احتمالاً در رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی، الگوهای معاملاتی غیرمنطقی وجود دارد که حتی معاملات سرمایه‌گذاران نهادی نیز نتوانسته است آن‌ها را حذف کند. کیم (۱۹۸۳) به بررسی قیمت‌های بسته و باز شاخص داوجونز در فاصله زمانی آوریل ۱۹۳۰ تا اکتبر ۱۹۷۴ پرداخت. او مشاهده کرد که بین قیمت بسته معاملاتی در روز جمعه و قیمت باز در روز دوشنبه، بازده‌های منفی ایجاد می‌شود؛ ولی بازده بین قیمت باز دوشنبه و قیمت بسته دوشنبه مثبت است. او همچنین به این نتیجه رسید که اواخر هفته‌های ماه ژانویه با ماه‌های دیگر سال متفاوت و بازده مثبت است. اثر آخر هفته در ماه ژانویه به اندازه شرکت‌ها نیز بستگی دارد و بازده شرکت‌های کوچک از بازده شرکت‌های بزرگ بیشتر است. جونز و لیژن (۲۰۰۷) از مقایسه بازدهی IPOهای عرضه‌شده در روزهای دوشنبه و سایر روزهای هفته، به این نتیجه رسیدند که بازدهی IPOهای روز دوشنبه کمتر از روزهای دیگر هفته است. آن‌ها پیشنهاد کردند که بهتر است عرضه‌های اولیه برای دوری از تأثیرات فصلی در روزی غیر از دوشنبه صورت گیرد. چاو و همکارانش (۲۰۰۱) با بررسی سهام معامله‌شده در بورس آمکس، نزدک و نیویورک طی سال‌های ۱۹۸۱-۱۹۹۸، نشان دادند از سال ۱۹۹۰ به بعد، به دلیل افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی در سهام پذیرفته‌شده، پدیده اثر آخر هفته کاهش یافته است. آن‌ها همچنین مثبت بودن میانگین بازدهی دوشنبه‌ها را در سایر سال‌ها به وضعیت رونق اقتصادی آن سال‌ها نسبت دادند. از طرفی تحقیق آن‌ها نشان می‌داد در این دوره بازده پرتفوی‌هایی با درصد سهامدار نهادی بیشتر، فراوان‌تر از بازدهی پرتفوی‌هایی با درصد سهامدار حقیقی بیشتر است. بارونه (۱۹۹۰) معتقد است سهام در روز سه‌شنبه در بورس میلان منفی است. او ادعا کرد که اثر منفی سه‌شنبه در بورس میلان به دلیل بازدهی منفی دوشنبه‌بازارهای سهام آمریکاست.

به‌طور خاص، بازده روزهای پس از تعطیلات آخر هفته کمتر از سایر روزهای عادی هفته است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تورش‌های رفتاری، از این واقعه ریشه می‌گیرد (ونزیا و شاپیرا، ۲۰۰۷). چن، کواک و البور (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که بازده دوشنبه‌ها منفی و در

چهارشنبه‌ها مثبت و معنادار است. چنانچه هزینه‌های معاملاتی در نظر گرفته شوند، احتمال کسب سودهای آربیتراژی با استفاده از این استراتژی‌های معاملاتی خیلی کوچک می‌شوند. یافته‌های بروسا، لیو و اسپولمن (۲۰۰۳) نشان می‌دهد در ایالات متحده آمریکا بازده نسبت به روزهای اول و آخر هفته متفاوت است. بر اساس نتایج این مطالعه، بازده مثبت در روزهای دوشنبه به دنبال بازده مثبت روزهای جمعه است. ناپانی و گرینهات (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای اثر آخر هفته بر بازار سهام کانادا را بررسی کردند. نتایج نشان داد روزهای آخر هفته اثر معکوسی بر بازار سهام دارد. مطالعات پلات (۱۹۹۲) نیز اثر آخر هفته بر بازده سهام اسرائیل را تأیید می‌کند. افزایش تعداد معاملات در روزهای آغاز هفته و همچنین اثر معکوس آخر هفته بر بازده سهام در بازار سهام نیویورک و توکیو نیز مشاهده شده است (پوفر، ۱۹۹۱)، اما کونولی (۱۹۹۱) به اثر آخر هفته بر بازده سهام معتقد نیست و نظر او تا حد زیادی بر خلاف نظرهای سایر پژوهشگران است. مطالعه‌ای نشان می‌دهد که بازده بیشتر تحت تأثیر زمان تجاری قرار می‌گیرد تا زمان تقویمی (فرنچ، ۱۹۸۴). فرنچ (۱۹۸۰) نشان می‌دهد که اگرچه بازده متوسط به‌طور معناداری برای چهار روز دیگر هفته مثبت است، برای دوشنبه‌ها منفی است.

جنسیت و سرمایه‌گذاری: مطالعات متعددی به بررسی رابطه بین جنسیت و مالی رفتاری پرداخته‌اند که مطالعه باربر و اودین (۲۰۰۱) مهم‌ترین و جامع‌ترین مطالعه از بین آنهاست. این مطالعه نتیجه‌گیری می‌کند که مردان بیشتر از زنان دچار اعتمادبه‌نفس بیش از حد می‌شوند. محققان دریافته‌اند که در یک دوره شش‌ساله، مردان به‌طور متوسط ۴۵ درصد بیشتر از زنان و مردان مجرد به‌طور متوسط ۶۷ درصد بیشتر از زنان مجرد معامله کرده‌اند. این مطالعه جامع‌تر است و تأثیر جنسیت در بروز بسیاری از سوگیری‌های رفتاری دیگر نیز در آن نشان داده شده است. نتایج نشان می‌دهد مردان و زنان از نظر قابلیت ابتلا به سوگیری‌های رفتاری تفاوت محسوسی با یکدیگر دارند.

فنگ و سیشولز (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «سرمایه‌گذاری زنان و مردان در بازار سهام در حال ظهور» به این نتیجه رسیدند که افراد با هر جنسیتی برخلاف بازارهای توسعه‌یافته به یک اندازه سرمایه‌گذاری می‌کنند، اما در معاملات اوراق بهادار، مردان بیشتر از زنان و در اندازه بزرگ‌تری این معاملات را انجام می‌دهند. از همه مهم‌تر، مردان و زنان در طول سه بعد کلیدی رفتار مشابهی دارند که عبارت‌اند از: ۱. عملکرد زنان و مردان در انتخاب پرتفولیو متفاوت است؛ ۲. به‌نظر می‌رسد گرایش مردان به تجارت بیشتر از زنان است و ۳. هر دو جنس مرد و زن به یک میزان «تعصب به خانه»^۱ دارند.

1. Home Bias

«تأثیر جنسیت بر اعتماد و اطمینان در سرمایه‌گذاری» عنوان پژوهشی بود که در دانشگاه ویسکانسین و میامی اجرا شد. در این پژوهش ۷۵۴ نفر به‌عنوان نمونه بررسی شدند. نتایج مقایسه مردان و زنان با استفاده از پرسشنامه برای سنجش انگیزه و تفاوت‌های رفتاری نشان داد اعتماد به مردان بیشتر از زنان است؛ در حالی که زنان قابل اعتمادتر از مردان هستند. ارتباط بین بازده مورد انتظار و رفتار اعتماد‌آمیز میان مردان بیشتر از زنان است و مردان در تعاملات و رفتارشان راهبردی‌تر از زنان عمل می‌کنند (بوچان، کروسونب و سولنیک، ۲۰۰۸). پمپین (۲۰۰۶) نشان می‌دهد افراد درون‌گرا، شهودی، احساسی و کارشناس (INFJ) و زنان در مقایسه با جنس و تیپ همتای خود، ظرفیت پذیرش ریسک کمتری دارند. برای این افراد باید برنامه سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه در نظر گرفته شود، حتی اگر پرسشنامه استاندارد با موضوع ظرفیت پذیرش ریسک، خلاف آن را نشان دهد. گراهام، استاندارد، میرز و گراهام (۲۰۰۲)؛ لاسکو و همکاران (۱۹۹۷) و بوگان، جاست و چکیتان (۲۰۱۳) به تفاوت‌های جنسیتی در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری اشاره می‌کنند و معتقدند که میزان تحمل ریسک و اعتماد به نفس زنان در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با مردان در موقعیت برابر، بسیار پایین‌تر است. نتایج پژوهشی که روی تیمی با تنوع جنسیتی برای سرمایه‌گذاری انجام شد، نشان داد ترکیب جنسیتی می‌تواند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و حضور مردان در گروه، احتمال پذیرش ریسک را افزایش می‌دهد (بوگان و همکاران، ۲۰۱۳). یافته‌های مطالعات فلتون، گیسون و سانبونماتسو (۲۰۰۴) و لولن، لیز و اسچلاریاوم (۱۹۷۷) نشان داد جنسیت تأثیر مهمی در سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری می‌گذارد.

سن و سرمایه‌گذاری: سامرز و همکارانش (۲۰۰۶) نشان می‌دهند نگرش‌های افراد با سن‌های متفاوت و دوره‌های متفاوت تولد، نسبت به ریسک و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است. یافته‌های مطالعات لولین، لیز و اسچلاریاوم (۱۹۷۷) نیز نشان داد بین ترجیحات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران و سن آن‌ها رابطه معناداری برقرار است.

شخصیت و سرمایه‌گذاری: ادبیات مالی اهمیت چشمگیری در جنبه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به هنگام تصمیم‌گیری دارد. در کنار سایر فاکتورهای جمعیت‌شناسی (سن، جنسیت، نوع شخصیت) نیز تأثیر به‌سزایی در انحرافات رفتاری دارد (فارلین، ۲۰۰۶). یکی از مدل‌های بسیار معروف در زمینه شخصیت، مدل پنج‌عاملی است. مطالعات و پژوهش‌های زیادی در سال‌های اخیر اعتبار مدل پنج‌عاملی را تأیید کرده‌اند و آن را مبنای باقی مدل‌ها می‌دانند (نیچلسون، سوانی، فنتون و ویلمن، ۲۰۰۵). فیلیک، هاتفیلد و هوروات (۲۰۰۵) در مطالعاتی که با مدل مایرز - بریگز انجام دادند، مشخص کردند که تیک‌های شخصیتی، رفتار سرمایه‌گذاران را توضیح

می‌دهد. کاردوکسی و وانگ (۱۹۹۸) نشان دادند افرادی که تیپ شخصیتی آن‌ها از نوع A است، بیشتر تمایل دارند سرمایه‌گذاری پرریسک انجام دهند؛ چون این نوع تیپ شخصیتی در مقایسه با تیپ شخصیتی نوع B علاقه بیشتری به درآمدهای زیاد دارند.

فرهنگ و سرمایه‌گذاری: فرهنگ مجموعه تعاملی از ویژگی‌های مشترک است که واکنش یک گروه را نسبت به محیطش تحت تأثیر قرار می‌دهد (هافستد، ۱۹۸۰: ۱۸). از نظر لیزیر (۱۹۹۹) فرهنگ «مفهوم ارزش‌های مشترک، باورها، انتظارات، آداب و رسوم، اصطلاحات و آیین» تعریف می‌شود. اهمیت فرهنگ را در رشد و توسعه اقتصادی می‌توان از مطالعات وبر (۱۹۳۰)، آثار اخیر لال (۱۹۹۰)، لاندس (۲۰۰۰) و استولز و ویلیامسون (۲۰۰۳) مشاهده کرد. پژوهش‌های هاو (۲۰۰۱)؛ داهلکوویست، پانکوئیتس، استولز و ویلسامسون (۲۰۰۳) و گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱) نشان می‌دهد تفاوت در زبان، مکان، منشأ قانون و فرهنگ بین بازار و سرمایه‌گذاران، ممکن است موجب تغییر اولویت‌های سرمایه‌گذاران شود. پژوهش‌های تیزر و ورنر (۱۹۹۵)؛ کانگ و استولز (۱۹۹۷) و فرنچ و پوتربا (۱۹۹۱) نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران به خرید سهام بازارهای داخلی نسبت به بازارهای خارجی تمایل بیشتری دارند؛ این نتیجه از موضوع شناخته‌شده «تعصب به خانه» ریشه می‌گیرد که علت آن شاید متقارن نبودن اطلاعات بین کشورها و سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و همچنین تفاوت در سیستم‌های قانونی و حمایت از سرمایه‌گذاران باشد. بر اساس یافته‌ها، عوامل خاص هر کشور و ویژگی‌های فرهنگی در توسعه مالی و رشد اقتصادی اهمیت دارند (لال، ۱۹۹۹؛ پورتس، ری و او، ۲۰۰۱؛ لاپورتا، لوپز دسیلانس، شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۸، ۲۰۰۲؛ لاندس، ۲۰۰۰ و استولز و ویلیامسون، ۲۰۰۳). فرهنگ از جمله عواملی است که گرایش فرد به سرمایه‌گذاری در یک شرکت خاص را تعیین می‌کند (گرین بلات و کلوهارجو، ۲۰۰۱). پژوهشگران معتقدند که فرهنگ در درک تفاوت حمایت از سرمایه‌گذاران و حقوق آن‌ها در کشورهای مختلف مؤثر است (استولز و ویلیامسون، ۲۰۰۳).

عوامل عقلایی

سودآوری و نقدینگی و سرمایه‌گذاری: یکی از مفاهیم اساسی در سرمایه‌گذاری، مفهوم ریسک و بازده است. افراد تمایل دارند در اموری سرمایه‌گذاری کنند که بازدهی مورد انتظار زیادی داشته باشد تا مطلوبیت خود را به بیشترین حد برسانند. از طرفی می‌دانیم کسب بازدهی فراوان نیز به پذیرش ریسک متناسب با آن نیاز دارد (کیم و نافسینگر، ۲۰۰۸).

بیکر و هالم (۱۹۷۴) دریافتند که سود نقدی، بازدهی مورد انتظار و ثبات وضعیت مالی شرکت، مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه‌اند. یافته‌های پژوهش‌های بیکر و هالم (۱۹۷۷) نشان می‌دهد عمدتاً رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منطقی و عقلایی است و آن‌ها در تصمیم‌های خود برای خرید هر سهم سعی می‌کنند بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری ارتباط منطقی برقرار کنند. یکی از تحقیقات صورت‌گرفته درباره شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی، تحقیق پیمایش التیمی (۲۰۰۶) در بازار سرمایه امارات است. وی متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه‌بندی کرد که عبارت‌اند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه‌های جانبدارانه، انطباق تصویر خود و شرکت و نیازهای شخصی سرمایه‌گذار. برای گردآوری داده‌ها ۳۵۰ پرسشنامه به‌طور تصادفی بین سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای مالی امارات توزیع شد. یافته‌های این تحقیق نشان داد متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثرکردن مطلوبیت مانند رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت‌شده به سهامداران و سود هر سهم پیش‌بینی‌شده، از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود. سایر یافته‌های تحقیق وی بیان می‌کند که اطلاعات عمومی بازار مانند روند شاخص، وضعیت معاملات در بازار و اطلاعات منتشرشده از سوی شرکت، بر انتظارات سرمایه‌گذار تأثیر مستقیم می‌گذارد. مدیران و سرمایه‌گذاران با توجه به توانایی‌های خود (نقدینگی، توانایی سرمایه‌گذاری و ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری) در انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند (ناندا و نارایانان، ۲۰۰۰). سودآوری با سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم دارد؛ هر چه بازده مورد انتظار سهام بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتری صورت می‌گیرد (فاما و فرنچ، ۲۰۰۶). نرخ بازده تاریخی بیشتر، تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. ادراک ریسک بیشتر سرمایه‌گذاران، تمایل به ریسک را در آن‌ها کاهش می‌دهد. از دید سرمایه‌گذاران متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، رابطه مستقیمی برقرار است؛ در حالی که از دید سرمایه‌گذاران مبتدی، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هیچ نوع همبستگی‌ای وجود ندارد؛ سرمایه‌گذاران با ادراک ریسک بیشتر، حجم سرمایه‌گذاری کمتری خواهند داشت؛ داشتن اطلاعاتی از عملکرد گذشته شرکت برای سرمایه‌گذاران، مبنایی برای نرخ بازده مورد انتظار بیشتر ایجاد می‌کند (بایرن، ۲۰۰۵). نقدینگی بازار سهام اثر مهمی در خرید دوباره و سود سهام دارد (بروکمن و همکاران، ۲۰۰۸). بر اساس یافته‌های شیم و همکاران (۲۰۰۸) سودآوری سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر مثبتی بر رضایت سرمایه‌گذاری داشته باشد؛ همچنین نقدینگی سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاری اثر مثبتی دارد. بیور (۱۹۶۸) واکنش حجمی معاملات را بررسی کرد و متوجه شد که در هفته

نخست انتشار خبر مربوط به سود شرکت، حجم معاملات سهام شرکت به شدت افزایش یافت؛ از این رو نتیجه گرفت که اطلاعات مربوط به سود، تأثیر زیادی بر قیمت سهام و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد.

سایر عوامل

دانش سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری: در این مطالعه دانش سرمایه‌گذاران، متغیر تأثیرگذار بر فرایند معاملات سهام در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است؛ متغیری که تا کنون به آن توجه نشده و در مطالعات گذشته نیز نامی از آن برده نشده است. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به خرید و فروش سهام علاوه بر آنچه اشاره شد، تابع دانش مالی و آگاهی آن‌ها از وضعیت اقتصادی روز است. ذهن انسان هنگام تصمیم‌گیری به اطلاعاتی که قبلاً از دیگران دریافت کرده است، واکنش سریع‌تری نشان می‌دهد. نخستین سری اطلاعات دریافتی، مهم‌ترین آن‌ها تلقی می‌شود و مبنای تصمیم قرار می‌گیرد. از متداول‌ترین این نوع خطا، توجه بیش از حد به حوادث یا روندهای گذشته است که سبب غفلت از سایر عوامل می‌شود. این دام مشاوران و تحلیلگران سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. دانش بدنه کلی یادگیری و مهارت‌هایی است که افراد برای حل مسائل به کار می‌برند (پروست، ری و او، ۲۰۰۰). نیسبت و ویلسون (۱۹۷۷) معتقدند که مبنای بسیاری از تصمیم‌های افراد، رفتار خود آن‌هاست. انتخاب‌ها، ترجیح‌ها و تصمیم‌های افراد از اطلاعاتی که اثر خود را از طریق سازوکارها و فرایندهای شناختی ناخودآگاه گوناگون اعمال می‌کنند، تأثیر می‌پذیرند؛ البته بسیاری از این اطلاعات با تصمیم مدنظر افراد هیچ ارتباطی ندارند. براساس نظر ساویج (۱۹۵۴)، عموماً توده مردم و به خصوص اقتصاددانان، معتقدند بیشتر تصمیم‌هایی که می‌گیریم از تفکر و اندیشه عمیق ما نشئت می‌گیرند. برای مثال، براساس «اصل امر حتمی» هنگامی که فرد در موقعیت خاصی «الف» را به «ب» ترجیح می‌دهد، باید در وضعیت معین، یعنی زمانی که در حالت ابهام به سر می‌برد نیز، همین تصمیم را بگیرد. بنابراین، آنچه در این مقاله مد نظر نویسندگان است، شامل دانش گذشته و حال سرمایه‌گذاران قبل از اقدام به خرید و فروش سهام می‌شود.

نام تجاری و سرمایه‌گذاری: برخی از دانشمندان حوزه‌های بازاریابی و مالی (کلارک مورفی و سوتار، ۲۰۰۴؛ فرایدر و سابراهمانیام، ۲۰۰۵ و گارمیس، ۲۰۰۹) معتقدند که درک و ارزیابی محصولات و مارک شرکت‌ها در طول تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام تأثیرگذار است. مطالعات نشان می‌دهد تکنیک‌های بازاریابی در ترجیح سرمایه‌گذاران و چگونگی تصمیم‌گیری آنها تأثیر دارد (استاتمن، ۲۰۰۴؛ کلارک مورفی و سوتار، ۲۰۰۴؛ فاما و فرنچ، ۲۰۰۷ و گارمیس،

(۲۰۰۹). استدلال شده است که برخی سرمایه‌گذاران ترجیحاتی فراتر از بازده مالی و ریسک سرمایه‌گذاری دارند (فیشر و استاتمن، ۱۹۹۷). چنین انگیزه‌هایی در سرمایه‌گذاری، به دلیل به وجود آمدن حالت‌های عاطفی است (بیل، گوین و فیلیپس، ۲۰۰۵ و فاما و فرنچ، ۲۰۰۷) که علاوه بر مزیت‌های مالی مورد انتظار سرمایه‌گذاران (استاتمن، ۲۰۰۴)، ممکن است از سرمایه‌گذاری در انواع خاصی از سهام ایجاد شود. بنابراین، می‌توان پژوهش‌هایی در زمینه انگیزه‌های غیرمالی سرمایه‌گذاری مانند «ارزیابی ذهنی از شرکت» (آسپارا و تیکانن، ۲۰۱۰)، درباره چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام اجرا کرد. نام تجاری شرکت برگرفته از معیارهای مهم در انتخاب سهام آن شرکت توسط سرمایه‌گذاران و خرید سهام آن شرکت است (آسپارا و تیکانن، ۲۰۱۰). نام تجاری جزء مهمی در خرید خدمات نامحسوس به‌شمار می‌رود (برادی، بوردنو و هسکل، ۲۰۰۵). هج و شولتز (۲۰۰۳) و آسپارا و تیکانن (۲۰۱۱) معتقدند درک از هویت نام تجاری شرکت‌های بزرگ، ممکن است تصمیم‌گیری‌های مختلف و رفتار، از جمله تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد.

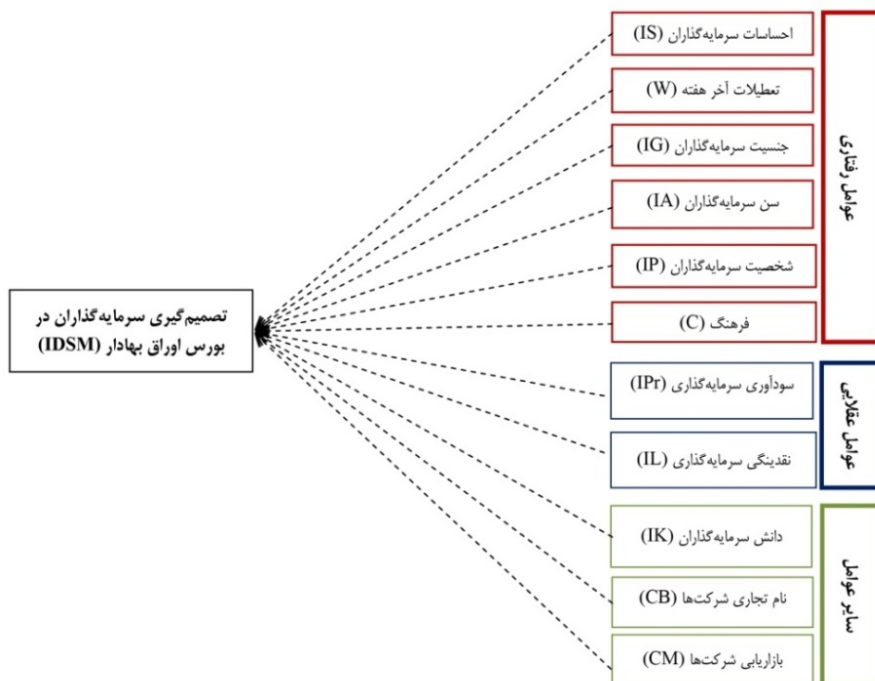
بازاریابی و سرمایه‌گذاری: هویت شرکت به‌عنوان محرکی در رفتار سرمایه‌گذاران دیده شده است (هج و شولتز، ۲۰۰۳؛ آسپارا و تیکانن، ۲۰۱۱). نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد بازاریابی وسیله‌ای برای شناسایی هویت شرکت و فروش سهام مؤثر است (دمرس و لول، ۲۰۰۳؛ علیپور، ۲۰۱۲). بازار سهام نسبت به معرفی محصولات جدید و بازاریابی آن محصولات واکنش نشان می‌دهد (مارکویچ و استکل، ۲۰۱۲). براساس نظر متخصصان بازاریابی (لاوت و مک‌دونالد، ۲۰۰۵؛ آسپارا، ۲۰۰۹؛ آسپارا، نایمن و تیکانن، ۲۰۰۹؛ شوانچلر، گوردن و آوران، ۲۰۰۴) و متخصصان حوزه مالی رفتاری (فرایدر و سابراهمانیام، ۲۰۰۵؛ آسپارا و تیکانن، ۲۰۰۸)، درک نام تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و آنچه سرمایه‌گذاران از نام تجاری درک می‌کنند، به بازاریابی از سوی شرکت‌ها برای نام تجاریشان بستگی دارد. علیپور (۲۰۱۲) معتقد است که بازار بورس ایران به‌طور کامل به دولت متصل است و بازاریابی در این زمینه به دلیل بی‌رقیب بودن و انحصاری بودنش جایگاهی ندارد، اما آنچه در کانون توجه علیپور (۲۰۱۲) است، هدف این مقاله نیست، بلکه هدف از این متغیر تأثیری است که بازاریابی شرکت‌های عضو بورس می‌تواند بر واکنش سرمایه‌گذاران بگذارد.

الگوی مفهومی پژوهش

با توجه به تحقیقات پیشین، مطالعات پژوهشگران در زمینه بازار بورس اوراق بهادار ایران و آنچه در ادبیات پژوهش وجود دارد، مدل مفهومی پژوهش به شکل زیر طراحی می‌شود. این مدل از

شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار.... ۱۰۷

سه بخش شامل عوامل رفتاری، عوامل عقلایی و سایر عوامل تأثیرگذار و تعیین‌کننده جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اوراق بهادار در ایران تشکیل شده است.



شکل ۱. الگوی ارائه شده پژوهش

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش با رویکرد کمی و به کمک پرسشنامه به جمع‌آوری داده‌های پژوهش پرداخته است. همچنین از لحاظ روش پژوهش توصیفی؛ از نظر هدف کاربردی و به لحاظ زمانی، پژوهشی تک‌مقطعی است.

جامعه آماری شامل کلیه سرمایه‌گذاران (نامحدود)، کارشناسان و متخصصان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری (تعداد ۷۹ صندوق)، کارشناسان مؤسسه‌های تأمین سرمایه (۷ مؤسسه)، کارشناسان و متخصصان مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری (۱۱ شرکت) و کارگزاران بورس اوراق بهادار (۸۱ شرکت)، سازمان بورس اوراق بهادار و شرکت بورس اوراق بهادار تهران است. چارچوب

نمونه برای این مطالعه طبق جدول ۱ تعیین شده است. برای رفع آثار پرسشنامه‌های ناقص و گم‌شده، ۱۵ درصد از نمونه هر گروه به تعداد نمونه آماری اضافه شده است. در طراحی پرسشنامه از مقیاس پنج‌درجه‌ای لیکرت استفاده شده است. به‌طور کلی، سؤالات پرسشنامه در ۳ بخش جمعیت‌شناختی، سؤالات مختص به متغیر مستقل (متشکل از سه گروه و ۱۱ بخش با عناوین احساسات، تعطیلات آخر هفته، جنسیت، سن، شخصیت، فرهنگ، سودآوری، نقدینگی، دانش سرمایه‌گذاران، نام تجاری شرکت‌ها و بازاریابی) و سؤالات مختص به متغیر وابسته است که با استفاده از نظر استادان و خبرگان در این حوزه تأیید شده است. خلاصه نظر استادان و خبرگان در جدول ۱ آمده است.

شاخص‌های عملیاتی متغیرهای پژوهش

اطلاعات شخصی (PI):^۱ در این بخش اطلاعات عمومی سرمایه‌گذاران شامل جنسیت، سن، تجربه فعالیت در زمینه بورس اوراق بهادار و درآمد ماهانه از بورس، جمع‌آوری شده است. گفتنی است در تمام پرسش‌ها از پاسخ‌دهندگان درخواست شد به کمک مقیاس پنج‌درجه‌ای از ۱ (کاملاً مخالف) تا ۵ (کاملاً موافق) نظر خود را یادداشت کنند.

احساسات سرمایه‌گذاران (IS): شامل ۸ پرسش می‌شود که به احساسات سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری آن‌ها نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. در طراحی این پرسش‌ها از نظر براندین و گوستافسون (۲۰۱۳)؛ وان کلیف و همکاران (۲۰۱۰) و سامرز و دوکسباری (۲۰۱۲) بهره برده شده است. برای سنجش روایی سازه پرسش‌ها از تحلیل عاملی اکتشافی (EFA)^۲ توأم با چرخش واریماکس استفاده شد تا میزان همگرایی ۸ پرسش احساسات سرمایه‌گذاری مشخص شود. نتایج تحلیل نشان داد ۴ شاخص از ۸ شاخص بار عاملی بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

تعطیلات آخر هفته و سرمایه‌گذاری (W&I): دربرگیرنده ۷ پرسش است که به تعطیلات آخر هفته و تأثیر آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. این پرسش‌ها با بهره‌مندی از نظر ونزیا و شاپیرا (۲۰۰۷)؛ جونز و لیژن (۲۰۰۷) و بروسا و همکاران (۲۰۰۳) طراحی شده است. برای سنجش روایی سازه پرسش‌ها از تحلیل عاملی اکتشافی (EFA) توأم با چرخش واریماکس استفاده شد تا میزان همگرایی ۷ پرسش تعطیلات آخر هفته مشخص شود که بر اساس نتایج ۵ شاخص از ۷ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ داشتند (جدول ۱).

1. Personal Information
2. Exploratory factor analysis

جدول ۱. نتایج بارهای عاملی آزمون تحلیل عاملی اکتشافی و قابلیت اطمینان درونی

الف، α	بارهای عاملی		
۰/۸۶۹	۰/۸۹۵ ۰/۸۳۰ ۰/۸۹۴ ۰/۷۷۰	احساسات سرمایه‌گذاران	
		IS1	اعتماد به نفس
		IS2	امید
		IS3	شادی و خشم
		IS4	خلق و خو
۰/۷۹۳	۰/۷۵۹ ۰/۸۲۲ ۰/۶۷۲ ۰/۷۲۴ ۰/۷۳۵	تعطیلات آخر هفته و سرمایه‌گذاری	
		W1	تمایل به معامله در اوایل هفته
		W2	تمایل به معامله در اواخر هفته
		W3	میزان انطباق با واقعیت عرضه سهام در روز اول هفته
		W4	پایین‌تر بودن بازده سهام در روز اول هفته از سایر روزها
W5	متفاوت بودن بازده در روزهای متفاوت هفته		
۰/۸۳۱	۰/۸۷۴ ۰/۸۴۵ ۰/۷۶۸ ۰/۷۶۸	جنسیت و سرمایه‌گذاری	
		IG1	نوع جنسیت در معاملات
		IG2	نوع جنسیت در اندازه و نوع معاملات
		IG3	عملکرد متفاوت مردان و زنان در انتخاب پرتفولیو
IG4	میزان تحمل ریسک		
۰/۷۴۰	۰/۸۹۲ ۰/۸۹۲	سن و سرمایه‌گذاری	
		IA1	متأثر بودن ترجیحات سرمایه‌گذاران از سن آنها
IA2	نگرش افراد در رده‌های سنی متفاوت به سرمایه‌گذاری		
۰/۸۴۹	۰/۶۷۵ ۰/۸۵۷ ۰/۹۱۴ ۰/۸۵۷	شخصیت و سرمایه‌گذاری	
		IP1	تصمیم‌گیری سریع
		IP2	احساس دلواپسی و نگرانی
		IP3	تمایل به سرمایه‌گذاری همراه با ریسک
IP4	تحت فشار عصبی بودن در انجام معاملات		
۰/۷۷۳	۰/۸۳۵ ۰/۸۰۷ ۰/۸۴۷	فرهنگ و سرمایه‌گذاری	
		C1	ترجیح دادن بازارهای داخلی به خارجی برای معاملات
		C2	اعتماد به اطلاعات ارائه شده در بازار سهام داخلی
C3	وجود زبان و فرهنگ مشترک		

ادامه جدول ۱

آلفا، α	بارهای عاملی		
۰/۷۴۸	۰/۸۸۷	سودآوری سرمایه گذاری بازدهی مورد انتظار اطلاعات منتشرشده از سوی شرکت	IPr1
	۰/۸۸۷		IPr2
۰/۹۵۴	۰/۹۳۵	نقدینگی سرمایه گذاری تأمین رضایت از طریق نقدینگی موجود تأثیر نقدینگی موجود بر فرایند معاملات حجم معاملات	IL1
	۰/۸۷۳		IL2
	۰/۸۶۴		IL3
۰/۹۶۱	۰/۷۳۸	دانش سرمایه گذاران آگاهی از شرایط اقتصادی مطالعه بازار	IK1
	۰/۷۳۸		IK2
۰/۸۸۲	۰/۸۸۳	نام تجاری شرکتها درک و ارزیابی از محصولات و مارک شرکتها ارزیابی ذهنی از شرکت علاوه بر مزایای مالی مهم بودن مارک تجاری هر شرکت تأثیرپذیری تصمیمات سرمایه گذاران از جایگاه شرکت هماهنگی محصولات و خدمات یک شرکت با ذهنیت مطلوب سرمایه گذاران تأثیرپذیری تصمیمات سرمایه گذاران از شهرت سهامداران اصلی	CB1
	۰/۸۹۱		CB2
	۰/۷۳۵		CB3
	۰/۸۴۴		CB4
	۰/۸۶۶		CB5
	۰/۸۵۲		CB6
۰/۸۸۷	۰/۸۲۵	بازاریابی شرکتها تکنیکهای بازاریابی بازاریابی به عنوان رویکردی برای شناسایی هویت شرکت واکنش بازار سهام نسبت به معرفی محصولات جدید و بازاریابی آن محصولات	CM1
	۰/۸۲۴		CM2
	۰/۸۷۲		CM3
	۰/۷۰۸	تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار سرمایه گذاری با توجه به شرایط موجود در هر فرد با توجه به متغیرهای مستقل	IDSM1

جنسیت سرمایه‌گذاران (IG): ۷ پرسش را دربرمی‌گیرد و به تعطیلات آخر هفته و تأثیر آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. این پرسش‌ها برگرفته از پژوهش‌های باربر و اودین (۲۰۰۱)؛ فنگ و سیشولز (۲۰۰۸) و بوگان و همکاران (۲۰۱۳) است. برای سنجش روایی سازه پرسش‌ها از تحلیل عاملی اکتشافی (EFA) توأم با چرخش واریماکس استفاده شد تا میزان همگرایی ۷ پرسش تعطیلات آخر هفته مشخص شود. بر اساس نتایج تحلیل عاملی اکتشافی ۴ شاخص از ۷ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ داشتند (جدول ۱).

سن سرمایه‌گذاران (IA): شاخص‌های این متغیر ۳ پرسش است که به سن سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاری اشاره دارد و برگرفته از پژوهش‌های لولین و همکاران (۱۹۷۷) و سامرز و همکاران (۲۰۰۶) است. برای سنجش روایی سازه پرسش‌ها از تحلیل عاملی اکتشافی (EFA) توأم با چرخش واریماکس استفاده شد تا میزان همگرایی ۳ پرسش سن سرمایه‌گذاران مشخص شود. تحلیل عاملی اکتشافی نشان داد ۲ شاخص از ۳ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

شخصیت سرمایه‌گذاران (IP): به شخصیت سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاری اشاره دارد و شامل ۹ پرسش می‌شود. این شاخص‌ها با بهره‌مندی از نظر کاردوکسی و وانگ (۱۹۹۸) انتخاب شدند. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها به کمک تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس به منظور تشخیص میزان همگرایی پرسش‌های شخصیت سرمایه‌گذاران نشان داد ۴ شاخص از ۹ شاخص بار عاملی بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

فرهنگ سرمایه‌گذاران (IC): ۸ پرسش را دربرمی‌گیرد و به فرهنگ سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاری اشاره دارد. شاخص‌های این متغیر از پژوهش‌های فرنچ و پوتربا (۱۹۹۱)؛ لال، (۱۹۹۹)؛ پورترس و همکاران (۲۰۰۱)؛ هاو (۲۰۰۱)؛ داهلکویست و همکاران (۲۰۰۳) و گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱) اقتباس شده است. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها به منظور تشخیص میزان همگرایی پرسش‌ها با فرهنگ سرمایه‌گذاران به کمک تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس نشان داد ۳ شاخص از ۸ شاخص بار عاملی بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

سودآوری سرمایه‌گذاری (IP): برای این متغیر ۴ پرسش با بهره‌مندی از مطالعات بیکر و هالم (۱۹۷۴)، حسن التیمی (۲۰۰۶) طراحی شد. نتایج تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس به منظور سنجش روایی سازه پرسش‌ها و تشخیص میزان همگرایی پرسش‌های

سودآوری سرمایه‌گذاری نشان داد ۲ شاخص از ۴ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

نقدینگی سرمایه‌گذاری (IL): دربرگیرنده ۵ پرسش است که به نقدینگی و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. در طراحی این پرسش‌ها از مطالعه بروکمن و همکاران (۲۰۰۸) بهره برده شده است. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها برای تشخیص میزان همگرایی ۵ پرسش نقدینگی سرمایه‌گذاری به کمک تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس نشان داد ۳ شاخص از ۵ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

دانش سرمایه‌گذاران (IK): به دانش سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد و ۹ پرسش را دربرمی‌گیرد. شاخص‌ها با بهره‌مندی از مطالعات پروست، ری و او (۲۰۰۰) و ساویج (۱۹۵۴) انتخاب شدند. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها برای تشخیص میزان همگرایی ۹ پرسش دانش سرمایه‌گذاران به کمک تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس نشان داد ۲ شاخص از ۹ شاخص بار عاملی بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

نام تجاری شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری (CB): شامل ۷ شاخص می‌شود و برگرفته از مطالعات کلارک مورفی و سوتار (۲۰۰۴)؛ فرایدر و سابراهمانیام (۲۰۰۵)؛ گارمیس (۲۰۰۹) و اسپارا و تیکانن (۲۰۱۰) است و به نام تجاری شرکت‌ها و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها برای تشخیص میزان همگرایی ۵ پرسش نام تجاری شرکت‌ها به کمک تحلیل عاملی اکتشافی توأم با چرخش واریماکس نشان داد ۶ شاخص از ۷ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

بازاریابی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری (CM): شاخص‌های اندازه‌گیری این متغیر شامل ۳ پرسش می‌شود که به بازاریابی شرکت‌ها و تأثیر آن در تصمیم سرمایه‌گذاران نسبت به خرید و فروش سهام اشاره دارد. در طراحی این پرسش‌ها از تحقیقات کلارک مورفی و سوتار (۲۰۰۴)؛ فرایدر و سابراهمانیام (۲۰۰۵)؛ گارمیس (۲۰۰۹)؛ اسپارا و تیکانن (۲۰۱۰)؛ دمرس و لولن (۲۰۰۳)؛ علیپور (۲۰۱۲) و مارکویچ و استکل (۲۰۱۲) بهره برده شد. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها برای تشخیص میزان همگرایی ۳ پرسش بازاریابی شرکت‌ها به کمک تحلیل عاملی اکتشافی همراه با چرخش واریماکس نشان داد هر سه شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارند (جدول ۱).

تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار (IDS): ۴ پرسش برای اندازه‌گیری شاخص‌های این متغیر طراحی شده است که به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تصمیم آن‌ها برای خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار ایران اشاره دارد. این شاخص‌ها شامل تأثیرپذیری تصمیم سرمایه‌گذاران از جایگاه شرکت؛ هماهنگی محصولات و خدمات شرکت با ذهنیت مطلوب سرمایه‌گذاران؛ تأثیرپذیری تصمیم سرمایه‌گذاران از شهرت سهامداران اصلی و سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن وضعیت هر فرد و توجه به متغیرهای مستقل (برای هر سرمایه‌گذار و پاسخ‌دهنده با توجه به پاسخ‌هایی که داده‌اند، وضعیت متفاوتی وجود دارد) است. نتایج سنجش روایی سازه پرسش‌ها برای تشخیص میزان همگرایی ۴ پرسش تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پس از تحلیل عاملی اکتشافی (EFA) توأم با پرخش واریماکس نشان داد که فقط ۱ شاخص از ۴ شاخص بار عاملی بالا و بیشتر از ۰/۵ دارد (جدول ۱).

در خصوص میزان پاسخ به پرسشنامه‌ها، یادآوری می‌شود که سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به صورت تصادفی در دسترس انتخاب شده‌اند. کارگزاران؛ کارشناسان و متخصصان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های تأمین سرمایه و مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری نیز به صورت تصادفی انتخاب شده‌اند؛ به گونه‌ای که پرسشنامه‌ها طبق جدول ۲ در اختیار نمونه انتخابی قرار گرفتند و به تجزیه و تحلیل توصیفی ۵۶۱ پرسشنامه کامل و مناسب برگشت داده شده (۸۱/۶۵ درصد از کل پرسشنامه‌های توزیع شده) پرداخته شد.

جدول ۲. نمونه‌های انتخاب شده و تعداد پرسشنامه‌های برگشتی

گروه‌بندی جامعه	تعداد جامعه	تعداد نمونه	پرسشنامه‌های ارسال شده	پرسشنامه‌های برگشتی	پرسشنامه‌های به‌استفاده	پرسشنامه‌های قابل استفاده
سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران	نامحدود	۲۸۴	۴۴۲	۳۸۷	۱۷	۳۷۰
کارشناسان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری	۷۹	۶۶	۷۶	۶۹	۵	۶۴
کارشناسان مؤسسات تأمین سرمایه	۳۵	۳۲	۳۷	۳۵	۱	۳۴
کارشناسان و متخصصان مؤسسات سرمایه‌گذاری	۵۵	۴۸	۵۵	۴۸	۳	۴۵
کارگزاران بورس اوراق بهادار	۸۱	۶۷	۷۷	۵۱	۳	۴۸
کل		۵۹۷	۶۸۷	۵۹۰	۲۹	۵۶۱

یافته‌های پژوهش

سؤالات جمعیت‌شناختی

یافته‌های به‌دست‌آمده از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی جنسیت نشان می‌دهد از ۵۶۱ نفر پاسخگو، ۵۰۲ نفر (۸۹/۵ درصد) مرد و ۵۹ نفر (۱۰/۵ درصد) زن هستند. بر این اساس مردان سرمایه‌گذار فراوانی بیشتری در نمونه مطالعه شده دارند. همچنین جدول ۲ در زمینه رده سنی جامعه پژوهش شده نشان می‌دهد از ۵۶۱ نفر پاسخگو (سرمایه‌گذاران)، ۱۶ نفر (۲/۹ درصد) ۲۴-۲۰ سال، ۹۹ نفر (۱۷/۶ درصد) ۲۹-۲۵ سال، ۲۰۷ نفر (۳۶/۹ درصد) ۳۴-۳۰ سال، ۱۵۲ نفر (۲۷/۱ درصد) ۳۹-۳۵ سال و ۸۷ نفر (۱۵/۵ درصد) ۴۰ سال به بالا هستند. افراد رده سنی ۳۴-۳۰ بیشترین تعداد و رده سنی ۲۴-۲۰ کمترین تعداد را در نمونه بررسی شده به خود اختصاص داده‌اند.

یافته‌های پژوهش در زمینه توزیع فراوانی تجربه فعالیت سرمایه‌گذاران در بین جامعه پژوهش شده نشان می‌دهد از ۵۶۱ نفر، ۲۲ نفر (۳/۹ درصد) کمتر از ۶ ماه، ۴۴ نفر (۷/۸ درصد) بین ۶ ماه تا ۱ سال، ۸۵ نفر (۱۵/۲ درصد) بین ۱ تا ۲ سال، ۱۱۲ نفر (۲۰ درصد) بین ۲ تا ۴ سال و ۲۹۸ نفر (۵۳/۱ درصد) بیش از ۴ سال در زمینه بورس اوراق بهادار فعالیت دارند که بیشترین درصد به سرمایه‌گذاران با تجربه فعالیت ۲ تا ۴ سال اختصاص دارد.

درنهایت، درآمد ماهانه از بورس ۵۰ نفر (۸/۹ درصد) زیر ۲۰۰ هزار تومان، ۸۰ نفر (۱۴/۳ درصد) ۲۰۱ تا ۴۰۰ هزار تومان، ۱۰۲ نفر (۱۸/۲ درصد) ۴۰۱ تا ۶۰۰ هزار تومان، ۱۶۶ نفر (۲۹/۶ درصد) ۶۰۱ تا ۸۰۰ هزار تومان، ۵۹ نفر (۱۰/۵ درصد) ۸۰۱ هزار تا ۱ میلیون تومان و ۱۰۴ نفر (۱۸/۵ درصد) ۱ میلیون تومان به بالا بوده است. بر این اساس افراد با درآمد ۴۰۱ تا ۶۰۰ هزار تومان بیشترین آمار را بین سرمایه‌گذاران و نمونه بررسی شده داشتند.

تجزیه و تحلیلی توصیفی سؤالات

در جدول ۳ تحلیل آماری سؤالات مربوط به عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه شده است. در این جدول آمارهای فراوانی، درصد فراوانی، میانگین (از نمره ۵) و انحراف معیار هر سؤال مشاهده می‌شود. از میان شاخص‌های مختص به احساسات سرمایه‌گذاران، شاخص «شادی و خشم» با میانگین ۳/۸۸۲۴ بیشترین امتیاز را کسب کرده است و شاخص «خلق‌وخو» با میانگین ۳/۵۴۵۵ کمترین امتیاز را دارد. از میان شاخص‌های مختص به تعطیلات آخر هفته و سرمایه‌گذاری، شاخص «تمایل به معامله در اوایل هفته»، با میانگین ۳/۷۳۴۴ بیشترین امتیاز و شاخص «میزان انطباق با واقعیت عرضه سهام در روز اول هفته» با میانگین ۳/۱۱۲۳ کمترین امتیاز را به خود اختصاص داده است.

از میان شاخص‌های مختص به جنسیت و سرمایه‌گذاری شاخص «نوع جنسیت در معاملات»، با میانگین $3/7701$ بیشترین امتیاز و شاخص «میزان تحمل ریسک» با میانگین $3/4439$ کمترین امتیاز را به خود اختصاص داده است.

در خصوص شاخص‌های سن و سرمایه‌گذاری، شاخص «نگرش افراد در رده‌های سنی متفاوت به سرمایه‌گذاری»، با میانگین $3/3850$ بیشترین امتیاز و شاخص «متأثر بودن ترجیحات سرمایه‌گذاران از سن آن‌ها» با میانگین $2/3708$ کمترین امتیاز را داشته است.

در زمینه شاخص‌های شخصیت و سرمایه‌گذاری، شاخص «احساس دلواپسی و نگرانی» با میانگین $3/5401$ بیشترین امتیاز و شاخص «تمایل به سرمایه‌گذاری همراه با ریسک» با میانگین $3/4207$ کمترین امتیاز را کسب کرده است.

از بین شاخص‌های فرهنگ و سرمایه‌گذاری، شاخص «اعتماد به اطلاعات ارائه‌شده در بازار سهام داخلی» با میانگین $3/7112$ بیشترین امتیاز و شاخص «ترجیح‌دادن بازارهای داخلی به خارجی برای معاملات» با میانگین $3/4011$ کمترین امتیاز را دارد.

در زمینه شاخص‌های سودآوری سرمایه‌گذاری، شاخص «بازدهی مورد انتظار» با میانگین $3/5829$ بیشترین امتیاز و شاخص «اطلاعات منتشرشده از سوی شرکت» با میانگین $3/3565$ کمترین امتیاز را به‌دست آورد.

در خصوص شاخص‌های نقدینگی سرمایه‌گذاری، شاخص «تأثیر نقدینگی موجود بر فرایند معاملات» با میانگین $3/5437$ بیشترین امتیاز و شاخص «تأمین رضایت از طریق نقدینگی موجود» با میانگین $3/4100$ کمترین امتیاز را دارد.

از میان شاخص‌های مختص به دانش سرمایه‌گذاران، شاخص «آگاهی از وضعیت اقتصادی» با میانگین $3/7790$ بیشترین امتیاز و شاخص «مطالعه بازار» با میانگین $2/9340$ کمترین امتیاز را کسب کرد.

در زمینه شاخص‌های نام تجاری شرکت‌ها، شاخص «مهم‌بودن مارک تجاری هر شرکت» با میانگین $3/4670$ بیشترین امتیاز و شاخص «ارزیابی ذهنی از شرکت علاوه بر مزایای مالی» با میانگین $2/4955$ کمترین امتیاز را به‌دست آورد.

در نهایت از میان شاخص‌های مختص به بازاریابی شرکت‌ها، شاخص «تکنیک‌های بازاریابی» با میانگین $3/8824$ بیشترین امتیاز و شاخص «بازاریابی به عنوان رویکردی برای شناسایی هویت شرکت» با میانگین $3/5455$ کمترین امتیاز را به خود اختصاص داد.

براساس جدول ۳ می‌توان شاخص‌های هر یک از متغیرها را براساس نمره میانگین اولویت‌بندی کرد؛ میزان اهمیت هر یک را نشان داد.

جدول ۳: تحلیل آماری مختص به سوالات عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران

انحراف معیار	میانگین	کاملاً موافق					سؤالات	ابعاد
		کاملاً موافق	موافق	مویبست	مخالف	کاملاً مخالف		
۱/۲۶۷۳۲	۲/۸۳۹۶	۲۲۴	۱۶۰	۹۱	۲۵	۵۱	IS1	فراوانی درصد فراوانی
		۳۹/۹	۷۸/۵	۱۶/۹	۶/۲	۹/۱		
		۱۵۶	۲۲۷	۱۰۴	۴۹	۱۵		
۱/۰۱۴۴۰	۲/۸۳۷۸	۳۷/۸	۴۷/۲	۷۸/۵	۸/۷	۷/۷	IS2	فراوانی درصد فراوانی
		۲۱۶	۱۷۳	۸۸	۵۸	۴۶		
		۳۸/۵	۳۰۸	۱۵۷	۱۰/۳	۴/۶		
۱/۱۶۶۶۸	۲/۸۸۲۴	۹۵	۲۴۲	۱۳۱	۶۰	۳۳	IS3	فراوانی درصد فراوانی
		۱۶/۹	۴۲/۱	۲۲/۴	۱۰/۷	۵/۹		
		۱۴۴	۲۱۸	۱۳۴	۳۶	۲۹		
۱/۰۷۱۹۰	۲/۸۳۴۴	۲۵/۷	۳۸/۹	۲۲/۹	۶/۴	۵/۲	W1	فراوانی درصد فراوانی
		۴۹	۱۵۵	۲۲۲	۹۵	۳۰		
		۸/۷	۲۷/۶	۴۷/۴	۱۶/۹	۵/۳		
۰/۹۹۰۰۲	۲/۱۷۳۷	۶۴	۱۳۶	۱۸۱	۱۵۹	۲۱	W2	فراوانی درصد فراوانی
		۱۱/۴	۲۴/۲	۳۲/۳	۲۸/۳	۲/۷		
		۱۵۶	۱۹۶	۱۱۰	۵۰	۴۹		
۱/۲۲۱۰۸	۲/۶۳۱۷	۳۷/۸	۳۴/۹	۱۹/۶	۸/۹	۸/۷	W4	فراوانی درصد فراوانی
		۹۸	۱۷۳	۱۸۰	۹۰	۱۹		
		۱۷/۵	۳۱/۰	۳۲/۱	۱۶/۰	۲/۴		
۱/۰۵۸۶۴	۲/۴۳۱۴	۲۰۰	۱۶۰	۱۱۲	۵۰	۳۹	W5	فراوانی درصد فراوانی
		۳۵/۷	۷۸/۵	۲۰/۰	۸/۹	۷/۰		
		۱۵۲	۲۳۰	۹۸	۵۴	۲۷		
۱/۰۹۹۱۲	۲/۷۵۹۴	۳۷/۱	۴۱/۰	۱۷/۵	۹/۶	۴/۸	IG2	فراوانی درصد فراوانی
		۱۶۱	۱۸۳	۱۳۷	۴۶	۳۴		
		۲۸/۷	۳۲/۶	۲۴/۴	۸/۲	۶/۱		
۱/۱۴۶۸۰	۲/۶۹۷۰	۸۷	۲۰۳	۱۶۸	۷۸	۶۵	IG3	فراوانی درصد فراوانی
		۱۵/۵	۲۶/۲	۲۹/۹	۱۳/۹	۴/۵		
		۱۵/۵	۲۶/۲	۲۹/۹	۱۳/۹	۴/۵		

جسیت و سرمایه‌گذاری

ادامه جدول ۳

انحراف معیار	میانگین	کاملاً موافق	موافق	متوسط	مخالف	کاملاً مخالف	سوالات		ایجاد
							فراوانی	درصد فراوانی	
-۰/۳۳۳۳	۳/۳۷۰۸	۵۵	۲۰۲	۳۱۹	۶۶	۱۹	IA1	سرمایه‌گذاری سن و	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۳۰۶۳	۳/۲۸۵۰	۶۸	۲۰۷	۱۹۵	۵۵	۲۶	IA2	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
-۰/۹۹۹۷۷	۳/۴۳۳۲	۷۸	۱۹۱	۳۱۷	۴۶	۲۹	IP1	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۸۳۳۴	۳/۵۴۰۱	۱۰۹	۲۰۳	۱۶۳	۵۴	۳۷	IP2	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۸۸۲۸	۳/۴۲۰۷	۸۷	۲۲۴	۱۰۹	۶۳	۵۹	IP3	سرمایه‌گذاران	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۵۹۷۹	۳/۴۵۸۱	۸۹	۲۲۹	۱۰۱	۷۴	۴۸	IP4	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۵۱۶۸	۳/۴۰۱۱	۹۱	۲۱۰	۱۴۳	۶۷	۵۰	C1	فرهنگ	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۹۹۶۹	۳/۷۱۱۲	۱۶۲	۳۷۴	۲۵۵	۱۱۹	۸۹	C2	سرمایه‌گذاران	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۵۹۶۵	۳/۴۴۹۲	۷۹	۲۲۴	۱۶۴	۵۸	۲۶	C3	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۰۰۶۵	۳/۵۸۱۹	۱۱۴	۳۹۹	۲۹۲	۱۰۳	۲۹	IP1-1	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۱۶۵۶	۳/۳۵۶۵	۷۵	۱۷۶	۳۰۸	۷۸	۳۴	IP1-2	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۰۲۳۳۴	۳/۴۱۰۰	۸۳	۱۸۷	۱۸۸	۸۳	۲۰	IL1	نقدینگی	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۹۹۰۹	۳/۵۴۳۷	۱۲۶	۱۹۰	۱۱۸	۷۷	۴۰	IL2	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	
۱/۱۵۲۳۵	۳/۴۱۵۳	۱۰۶	۱۹۰	۱۲۸	۱۰۵	۳۲	IL3	سرمایه‌گذاری	
							فراوانی	درصد فراوانی	

ادامه جدول ۳

انحراف معیار	میانگین	کلاس موافق	موافقی	متوسط	مخالف	کلاس مخالف	موافقی	مخالف	سؤالات	ابعاد
۱/۰۱۱۱۸	۲/۷۷۹۰	۱۳۵	۲۵۲	۱۰۷	۴۹	۱۸	فراوانی	IK1	دانش سرمایه‌گذاران	
			۲۴/۱	۴۴/۹	۱۹/۱	۸/۷	۲/۲	درصد فراوانی		
۱/۱۲۶۷	۲/۹۳۴۰	۷/۳	۴۱	۱۴۳	۱۷۵	۵۲	فراوانی	IK2		
			۲/۳	۲۸/۵	۲۲/۷	۳/۲	۹/۳			درصد فراوانی
			۴۲	۱۰۰	۱۲۳	۱۹۳	۱۰۳	فراوانی		
			۷/۵	۱۷/۸	۲۱/۹	۳۲/۴	۱۸/۴	درصد فراوانی		
۱/۱۶۰۵۳	۲/۴۹۵۵	۳۳	۹۷	۱۰۲	۲۱۶	۱۲۴	فراوانی	CB2		
			۵/۷	۱۷/۳	۱۸/۲	۲۸/۵	۲۰/۳			درصد فراوانی
			۷۵	۲۲۵	۱۷۶	۵۷	۷۸	فراوانی		CB3
			۱۳/۴	۴۰/۱	۳۱/۴	۱۰/۲	۵/۰	درصد فراوانی		
۱/۱۲۷۶۸	۲/۵۴۱۵	۳۳	۱۰۰	۱۰۴	۲۲۶	۸۸	فراوانی	CB4	نام تجاری شرکتها	
			۵/۹	۱۷/۸	۱۸/۵	۴۷/۱	۱۵/۷			درصد فراوانی
			۴۴	۱۷۸	۲۱۸	۹۱	۳۰	فراوانی		CB5
			۷/۸	۳۱/۷	۲۸/۹	۱۶/۲	۵/۳	درصد فراوانی		
۱/۰۶۷۷۳	۲/۱۳۷۳	۱۱/۱	۶۲	۱۵۲	۱۳۹	۲۵	فراوانی	CB6		
			۱۱/۱	۳۷/۱	۴۰/۸	۲۶/۶	۴/۵			درصد فراوانی
			۲۱۶	۱۷۳	۸۸	۵۸	۲۶	فراوانی		CM1
			۲/۸/۵	۳۰/۸	۱۵/۷	۱۰/۳	۴/۶	درصد فراوانی		
۱/۰۷۳۹۵	۲/۵۴۵۵	۹۵	۲۴۳	۱۳۱	۶۰	۳۳	فراوانی	CM2	بازاریابی شرکتها	
			۱۶/۹	۳۳/۱	۲۲/۴	۱۰/۷	۵/۹			درصد فراوانی
			۱۴۴	۲۱۸	۱۳۴	۳۶	۲۹	فراوانی		
۱/۰۷۱۹۰	۲/۷۳۴۴	۲۵/۷	۳۸/۹	۲۲/۹	۶/۴	۵/۲	درصد فراوانی	CM3		

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مقاله حاضر با مقدمه‌ای به اهمیت بحث و ضرورت انجام این تحقیق در بازار مالی ایران اشاره کرد، به بیان ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده پرداخت، الگوی مفهومی پژوهش را با توجه به ادبیات موضوع ارائه داد، جامعه آماری را معرفی کرد و تعداد نمونه را به‌دست آورد. همچنین چگونگی طراحی سؤالات و نظر خبرگان درباره پرسش‌های مطرح‌شده نیز بیان گردید و در ادامه، نتایج تجزیه و تحلیل آماری در دو بخش سؤالات جمعیت‌شناختی و توصیفی ارائه شد. اکنون نتایج این مطالعه با پژوهش‌های انجام‌شده در این راستا مقایسه می‌شود. بر این اساس نتایج پژوهش حاضر در حالت توصیفی با پژوهش‌های شیو و همکاران (۲۰۰۵)؛ ولپ و همکاران (۲۰۱۲)؛ براندین و گوستافسون (۲۰۱۳)؛ تود و ادواردز (۲۰۱۳)؛ سامرز و دوکسباری (۲۰۱۲)؛ ساندالی و همکاران (۲۰۱۲)؛ کیم (۱۹۸۳)؛ جونز و لیژن (۲۰۰۷)؛ چاو و همکاران (۲۰۰۱)؛ بارونه (۱۹۹۰)؛ ونزیا و شاپیرا (۲۰۰۷)؛ بروسا و همکاران (۲۰۰۳)؛ ناپانی و گرینهات (۲۰۱۱)؛ پلات (۱۹۹۲)؛ پوفر (۱۹۹۱)؛ کونولی (۱۹۹۱)؛ فرنچ (۱۹۸۴)؛ فرنچ (۱۹۸۰)؛ باربر و اودین (۲۰۰۱)؛ فنگ و سیشولز (۲۰۰۸)؛ پمپین (۲۰۰۶)؛ گراهام و همکاران (۲۰۰۲)؛ لاسکو و همکاران (۱۹۹۷)؛ بوگان و همکاران (۲۰۱۳)؛ فلتون و همکاران (۲۰۰۴)؛ سامرز و همکاران (۲۰۰۶)؛ لولین و همکاران (۱۹۷۷)؛ کاردوکسی و وانگ (۱۹۹۸) و فارلین (۲۰۰۶)؛ وبر (۱۹۳۰)؛ لال (۱۹۹۰)؛ لاندس (۲۰۰۰)؛ استولز و ویلیامسون (۲۰۰۳)؛ داهلکویست و همکاران (۲۰۰۳)؛ گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱)؛ تیزر و ورنر (۱۹۹۵)؛ کانگ و استولز (۱۹۹۷)؛ پورتس و همکاران (۲۰۰۱)؛ لاپورتا و همکاران (۱۹۹۸، ۲۰۰۲)؛ گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱)؛ لاندس (۲۰۰۰) و استولز و ویلیامسون (۲۰۰۳)؛ کیم و نافسینگر (۲۰۰۸)؛ بیکر و هالم (۱۹۷۴)؛ حسن التیمی (۲۰۰۶)؛ ناندا و نارایانان (۲۰۰۰)؛ بایرن (۲۰۰۵)؛ بروکمن و همکاران (۲۰۰۸)؛ بیور (۱۹۶۸)؛ شیم و همکاران (۲۰۰۸)؛ فاما و فرنچ (۲۰۰۶ و ۲۰۰۷)؛ بایرن (۲۰۰۵)؛ بیور (۱۹۶۸)؛ نیسبت و ویلسون (۱۹۷۷) و ساویج (۱۹۵۴)؛ کلارک مورفی و سوتار (۲۰۰۴)؛ فرایدر و سابراهمانیام (۲۰۰۵)؛ گارمایس (۲۰۰۹)؛ هج و شولتز (۲۰۰۳)؛ فیشر و استاتمن (۱۹۹۷)؛ بیل و همکاران (۲۰۰۵)؛ اسپارا و تیکانن (۲۰۰۸، ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱)؛ برادی و همکاران (۲۰۰۵)؛ استاتمن (۲۰۰۴) و گارمایس (۲۰۰۹)؛ دمرس و لولن (۲۰۰۳)؛ علیپور (۲۰۱۲)؛ لاوت و مک‌دونالد (۲۰۰۵)؛ اسپارا (۲۰۰۹)؛ اسپارا و همکاران (۲۰۰۹)؛ شوانباچلر و همکاران (۲۰۰۴) و مارکویچ و استکل (۲۰۱۲) سازگار است.

براساس مطالعه حاضر در آینده‌ای نه‌چندان دور، نویسندگان این مقاله رفتار سرمایه‌گذاران در دو گروه سرمایه‌گذاران فردی در مقابل سرمایه‌گذاری نهادی را با استفاده از مدل معادلات

ساختاری تجزیه و تحلیل خواهند کرد و تفاوت میان آن‌ها را براساس عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری مشخص کرده و نتایج را در مطالعه‌ای جداگانه به اشتراک خواهند گذاشت. براساس نتایج به‌دست‌آمده، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که در مطالعات خود ضمن مشخص کردن میزان اثرپذیری عوامل عقلایی از عوامل رفتاری، تأثیرات آن را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بررسی کنند. مطالعه در خصوص جنسیت سرمایه‌گذاران با کاربرد الگوی مفهومی این پژوهش نیز می‌تواند موضوع دیگری برای پژوهشگران باشد. همچنین می‌توان فرهنگ را به‌عنوان یکی از عوامل رفتاری در سطح کلان (به‌صورت فرهنگ ملی) بررسی کرد و به ارزیابی تأثیرات آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در معاملات سهام پرداخت.

References

- Alderman, H. & King, E. M. (1998). Gender differences in parental investment in education. *Structural Change and Economic Dynamics*, 9 (4): 453-468.
- Alipour, M. (2012). Exploring the Impact of Service Marketing to Increase Investment in Financial Market of Iran (With Reference to Tehran Stock Exchange). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62: 1169 – 1173.
- Ashkanasy, N. M., Hartel, C. E. J. & Daus, C. S. (2002). Diversity and emotion: the new frontiers in organizational Behavior Research. *Journal of management*, 28(3): 307-338.
- Aspara, J. (2009a). Aesthetics of stock investments. *Consumption Markets & Culture*, 12(2): 99-131.
- Aspara, J. & Tikkanen, H. (2008). Interactions of individuals' company-related attitudes and their buying of the companies' stocks and products. *Journal of Behavioral Finance*, 9 (2): 85-94.
- Aspara, J. & Tikkanen, H. (2010). Consumers' stock preferences beyond expected financial returns the influence of product and brand evaluations. *International Journal of Bank Marketing*, 28 (3): 193-221.
- Aspara, J. & Tikkanen, H. (2011). Corporate marketing in the stock market the impact of company identification on individuals' investment behavior. *European Journal of Marketing*, 45(9/10): 1446-1469.
- Aspara, J., Nyman, H. & Tikkanen, H. (2009b). The interrelationship of stock ownership and customer relationship volume: case of a Nordic retail bank. *Journal of Financial Services Marketing*, 14(3): 203-217.
- Baker, H.K. & Haslem, A. (1974). Toward the Development of Client-Specified Valuation Models. *Journal of Finance*, 29(4): 1255-1263.

- Bali, T.G., Demirtas, K. O., Levy, H. & Wolf, A. (2009). Bonds versus stocks: Investors' age and risk taking. *Journal of Monetary Economics*, 56(6): 817-830.
- Barber, B. & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1): 261-292.
- Barone, E. (1990). The Italian stock market efficiency and calendar anomalies. *Journal of Banking and Finance*, 14(2-3): 483-510.
- Beal, D., Goyen, M. & Phillips, P. (2005). Why do we invest ethically? *Journal of Investing*, 14(3): 66-77.
- Beaver, W.H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research Supplement*, 6: 67-92.
- Berachaa, E., Fedenia, M. & Skiba, H. (2014). Culture's impact on institutional investors' trading frequency. *International Review of Financial Analysis*, 31: 34-47.
- Blackwell, A.F., Rode, J. A. & Toye, E. F. (2009). How do we program the home? Gender, attention investment, and the psychology of programming at home. *International Journal of Human-Computer Studies*, 67(4): 324-341.
- Bogan, V.L., Just, D. R. & Dev, C.S. (2013). Team gender diversity and investment decision-making behavior. *Review of Behavioral Finance*, 5(2): 134-152.
- Bolhuis, M. (2005). Reading between the Lines of Investor Biases. *Journal of Financial Planning*, 18(1): 62-70.
- Brady, M.K., Bourdeau, B.L. & Julia H. (2005). The importance of brand cues in intangible service industries: an application to investment services. *Journal of Services Marketing*, 19(6): 401 – 410.
- Brockman, P., Howe, J. S. & Mortal, S. (2008). Stock market liquidity and the decision to repurchase. *Journal of Corporate Finance*, 14(4): 446-459.
- Brundin, E. & Veronika, G. (2013). Entrepreneur's decision making under different levels of uncertainty: The role of emotions. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 19(6): 568 – 591.
- Brusa, J., Liu, P. & Schulman, C. (2003). The "reverse" weekend effect: the U.S. market versus international markets. *International Review of Financial Analysis*, 12(3): 267-286.
- Buchana, N.R., Croson, R. T.A. & Solnick, S. (2008). Trust and gender: An examination of behavior and beliefs in the Investment Game. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(3-4): 466-476.

- Byrne, K. (2005). How do consumers evaluate risk in financial products? *Journal of Financial Services Marketing*, 10(1): 21-36.
- Carducci, B. J. & Wong, A. S. (1998). Type A and risk taking in everyday money matters. *Journal of Business and Psychology*, 12(3): 355-359.
- Chen, G., Kwok, K. & Oliver, M. (2001). The day- of- week regularity in the stock markets of china. *Journal of multinational financial management*, 11(2): 139-163.
- Chow, E. Hsiao, P. & Solt, M. (2001). Trading returns for the weekend effect using intraday data. *Journal of business finance and Accounting*, 24(3): 425-445.
- Clark-Murphy, M. & Soutar, G.N. (2004). What individual investors value: some Australian evidence. *Journal of Economic Psychology*, 25(4): 539-555.
- Connolly, R. A. (1991). A posterior odds analysis of the weekend effect. *Journal of Econometrics*, 49(1-2): 51-104.
- Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R. M. & Williamson, R. (2003). Corporate governance and the home bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 87-110.
- Dawson, J. W. (2006). Regulation, investment, and growth across Countries. *Cato Journal*, 26(3): 489- 509.
- Demers, E. & Lewelle, K. (2003). The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics*, 68(3): 413-437.
- Dufwenberg, M. (2002). Marital investments, time consistency and emotions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 48(1): 57-69.
- Fama, E.F. & French, K. R. (2006). Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics*, 82(3): 491-518.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3): 667-689.
- Farlin, J.D. (2006). *Antecedents and Consequences of Heuristic Biases: Evidence from Individual Investors and Small Business Owners*. ProQuest Information. ISBN: 9780542938290.
- Felton, J., Gibson, B. & Sanbonmatsu, D. M. (2003). Preference for Risk in Investing as a Function of Trait Optimism and Gender. *The Journal of Behavioral finance*, 4(1): 33-40.
- Feng, L. & Seasholes, M. S. (2008). Individual investors and gender similarities in an emerging stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2): 44 -60.

- Filbeck, G., Hatfield, P. & Horvath, P. (2005). Risk Aversion and Personality Type. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(4): 170-180.
- Fineman, S. (1993). Organizations as emotional arenas. In S. Fineman. (Ed), *Emotion in Organizations*, No-31. London: Sage.
- Fisher, K.L. & Statman, M. (1997). The mean-variance-optimization puzzle: security portfolios and food portfolios. *Financial Analysts Journal*, 53(4): 41-50.
- Flin, R. & Slaven, G. (1993). Personality and emergency command ability. *Disaster Prevention and Management*, 5(1): 40-46.
- Frankfurter, M.G., McGoun, G. & EAllen, D.E. (2004). The prescriptive turn in behavioral finance. *Journal of Socio-Economics*, 33(4): 449-468.
- French, D.W. (1984). The weekend effect on the distribution of stock prices: Implications for option pricing. *Journal of Financial Economics*, 13(4): 547-559.
- French, K. & Poterba, J. (1991). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81(2): 222-226.
- French, K. R. (1980). Stock returns and the weekend effect. *Journal of Financial Economics*, 8(1): 55-69.
- Frieder, L. & Subrahmanyam, A. (2005). Brand perceptions and the market for common stock. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1): 57-85.
- Garmaise, M.J. (2009). Marketing issues in corporate finance, commentaries and rejoinder to 'marketing and firm value: metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing Research*, 46(3): 324-336.
- Graham, F.J., Stendardi, Jr. E. J., Myers, J.K. & Graham, M. J. (2002). Gender differences in investment strategies: an information processing perspective. *International Journal of Bank Marketing*, 20(1): 17-28.
- Grinblatt, M. & Keloharju, M. (2001). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *Journal of Finance*, 56(3): 1053-1073.
- Gross, C.A. & Hansen, N.E. (2000). Clarifying the experience of shame: the role of attachment style, gender, and investment in relatedness. *Personality and Individual Differences*, 28(5): 897-907.
- Hassan Al-Tamimi, H. A. (2006). Factors Influencing Individual Investor Behaviour: An Empirical study of the UAE Financial Markets. *The Business Review*, 5(2): 225-232.
- Hatch, M.J. & Schultz, M. (2003). Bringing the corporation into corporate branding. European. *Journal of Marketing*, 37(7/8): 1041-1064.

- Hau, H. (2001). Location matters: An examination of trading profits. *Journal of Finance*, 56(5): 1959-1983.
- Hofsted, G. (1980). *Culture's Consequences*, California: SAGE.
- Hudson, W.N., Roberts, B.W. & Lodi-Smith, J. (2012). Personality trait development and social investment in work. *Journal of Research in Personality*, 46(3): 334-344.
- Jones, A. (1998). (Re) producing Gender Cultures: Theorizing Gender in Investment Banking Recruitment. *Ceoforum*, 29(4): 451-474.
- Jones, T. & Ligon, J. (2009). The day of the week effect in IPO initial returns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(1): 110-127.
- Kajisa, K. & Palanichamy, V.N. (2010). Schooling Investments over Three Decades in Rural Tamil Nadu, India: Changing Effects of Income, Gender, and Adult Family Members' Education. *World Development*, 38(3): 298-314.
- Kang, J. K. & Stulz, R. M. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46(1): 3-28.
- Keim, D. (1983). Size – related anomalies and stock return seasonality; further empirical evidence. *Journal of financial economics*, 12(1):13-32.
- Kim, K, A. & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia, *Pacific- Basin Finance Journal*, 16(1-2): 1-7.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- Lal, D. (1999). *Unintended Consequences: The impact of factor endowments, culture, and politics on long-run economic performance*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Landes, D. (2000). Culture makes almost difference. In L. E. Harrison & S. P. Huntington (Eds.), *Culture Matters*. New York, NY: Basic Books.
- Lascu, D.N., Babb, H. W. & Phillips, R.W. (1997). Gender and Investment: The Influence of Gender on Investment Preferences and Practices. *Managerial Finance*, 23(10): 69-83.
- Lazear, E. P. (1999). Culture and language. *Journal of Political Economy*, 107: 95-126.
- Leeves, G.D. & Herbert, R. (2014). Gender differences in social capital investment: Theory and evidence. *Economic Modelling*, 37(c): 377-385.

- Lewellen, W. G., Lease, R. C. & Schlarbaum, G. C. (1977). Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors. *Journal of Business*, 50(3): 296-333.
- Lin, A.Y. (2009). Law, culture and investment performance: A cross-country analysis. *Global Finance Journal*, 19(3): 323-341.
- Lovett, M.J. & MacDonald, J.B. (2005). How does financial performance affect marketing? Studying the marketing-finance relationship from a dynamic perspective. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33(4): 476-485.
- Markovitch, G.D. & Steckel, J.H. (2012). Do initial stock price reactions provide a good measurement stick for marketing strategies? The case of new product introductions in the US. *European Journal of Marketing*, 46(3/4): 406-421.
- Mcgoun, E. G. (1992). On Knowledge of Finance. *International Review of Financial Analysis*, 1(3): 161-177.
- Monahan, G. (2005). Managing Inventories in a Two-Eschelon Dual-Channel Supply Chain. *European Journal of Operational Research*, 162(2): 325-341.
- Nanda, V. & Narayanan, M.P. (2000). A. Warther, Vincent Liquidity, investment ability, and mutual fund Structure. *Journal of Financial Economics*, 57: 417-443.
- Nippani, S. & Greenhut, J.C. (2011). Reversal of the weekend effect in Canada: an empirical analysis. *Managerial Finance*, 37(9): 840-854.
- Nisbett, R. E. & Wilson, T. D. (1977). Telling more than we can know: Verbal reports on mental processes. *Psychological Review*, 84(3): 231-259.
- Nolte, J. (2002). *The human Brain. An introduction to its financial anatomy*. 5th edition Washington, DC: C. V. Mosby.
- Oster, E. (2009). Does increased access increase equality? Gender and child health investments in India. *Journal of Development Economics*, 89(1): 62-76.
- Plaut, E.S. (1992). Whose Sabbath matters? or, when does the weekend effect occur? *Economics Letters*, 38(3): 341-344.
- Pompian, M. & Longo, J. M (2004). A new Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes, *the Journal of Wealth Management*, 7(2): 9- 15.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioural finance and wealth management: Building optimal portfolios that Account for investor biases*. John Wiley & Sons.

- Portes, R., Rey, H. & Oh, Y. (2001). Information and capital flows: The determinants of transactions in financial assets. *European Economic Review*, 45(4-6): 783-796.
- Puffer, M.K. (1991). Private information and weekend volatility in the Tokyo and New York stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 15(2): 407-423.
- Roberts, B. W., Wood, D. & Smith, J.L. (2005). Evaluating Five Factor Theory and social investment perspectives on personality trait development. *Journal of Research in Personality*, 39(1): 166-184.
- Savage, L. J. (1954). *The foundations of statistics*. New York: John Wiley and Sons.
- Schoenbachler, D.D., Gordon, G.L. & Aurand, T.W. (2004). Building brand loyalty through individual stock ownership. *Journal of Product & Brand Management*, 13 (7): 488-497.
- Shapiro, D. & Tambashe, B. O. (2001). Gender, poverty, family structure, and investments in children's education in Kinshasa, Congo. *Economics of Education Review*, 20(4): 359-375.
- Shim, G.Y., Lee, S.H. & Kim, Y.M. (2008). How investor behavioral factors influence investment satisfaction, trust in Investment Company, and reinvestment intention. *Journal of Business Research*, 61(1): 47-55.
- Shiv, B., Loewenstein, G. & Bechara, A. (2005). The dark side of emotion in decision-making: When individuals with decreased emotional reactions make more advantageous decisions. *Cognitive Brain Research*, 23(1): 85- 92.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient market: an introduction to behavioral Finance*. Oxford University Press.
- Siow, A. & Zhu, X. (2002). Differential Fecundity and Gender-Biased Parental Investments in Health. *Review of Economic Dynamics*, 5(4): 999-1024.
- Statman, M. (2004). What do investors want? *Journal of Portfolio Management*, 30: 153-161.
- Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(3): 313-349.
- Summers, B. & Duxbury, D. (2012). Decision-dependent emotions and behavioral anomalies. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 118(2): 226-238.
- Summers, B., Duxbury, D., Hudson, R. & Keasey, K. (2006). As time goes by: An investigation of how asset allocation varies with investor age. *Economics Letters*, 91 (2) 210-214.

- Sundali, J. A., Stone, G. R. & Guerrero, F. L. (2012). The effect of setting goals and emotions on asset allocation decisions. *Managerial Finance*, 38 (11): 1008 – 1031.
- Szmania, J.M. & Doverspike, D. (1990). A test of the differential investment hypothesis applied to the exploration of gender differences in reactions to pay. *Journal of Vocational Behavior*, 37(2): 239–250.
- Tesar, L.L. & Werner, I.M. (1995). Home bias and high turnover. *Journal of International Money and Finance*, 14(4): 467-492.
- Thomas, J.K. (2003). Discussion of Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants Information Processing Biases. *Review of Accounting Studies*, 8(2): 347-353.
- Tod, D. & Edwards, C. (2013). Predicting drive for muscularity behavioral engagement from body image attitudes and emotions. *Body Image*, 10(1): 135-138.
- Van Kleef, G.A., De Dreu, C.K.W. & Manstead, A.S.R. (2010). An interpersonal approach to emotion in social decision making: the emotions as social information model. *Advances in experimental social psychology*, 42: 45-96.
- Venezia, I. & Shapira, Z. (2007). On the behavioral differences between professional and amateur investors after the weekend. *Journal of Banking & Finance*, 31(5): 1417–1426.
- Wang, A.J. & Ramsay, B. (1998). A neural network based estimator for electricity spot-pricing with particular reference to weekend and public holidays. *Neurocomputing*, 23 (1-3) 47-57.
- Welpe, I.M., Spörrle, M., Grichnik, D., Treffers, T. & Audretsch, D.B. (2012). Emotions and opportunities: the interplay of opportunity evaluation, fear, joy, and anger as antecedent of entrepreneurial exploitation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(1): 69-96.
- Zamperi, S.A. (2011). Gender and investment climate reform assessment in the Pacific region a six-country research study. *Equality Diversity and Inclusion: An International Journal*, 30(5): 425-430.