



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۱ (پیاپی ۴۵) / بهار ۱۴۰۲
صفحه ۴۱۹ تا ۴۳۵

تاثیر بازده پرتفولیو ادراک شده بر تصمیمات سرمایه‌گذاران - مکانیزم روانشناختی

محمدرضا ذوالقدر نسب

گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.
Mohammadzolgadr59@gmail.com

سینا خردیار

گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)
Kheradyar@iaurasht.ac.ir

فاضل محمدی نوده

گروه مدیریت، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
mfazel2@gmail.com

ایوب احمدی موسی آباد

گروه مدیریت، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
aiyuob151@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۳/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۵/۰۱

چکیده

هدف این مطالعه آزمون مکانیزم‌های روانشناختی بر چگونگی تاثیر بازده پرتفولیو ادراک شده بر سرمایه‌گذاران و ریسک‌پذیری است و اینکه آیا این مکانیزم‌های روانشناختی نقش تعدیلگر دارند. رفتار گذشته پرتفولیو در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است. جامعه آماری این پژوهش سرمایه‌گذاران فعال در بورس تهران است که نمونه آن با شیوه نمونه‌گیری در دسترس انتخاب شد. با استفاده از پرسشنامه بسته اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش جمع‌آوری شد و با استفاده از معادلات ساختاری و تحلیل مسیر به کمک نرم‌افزار فونیکس به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد که نتایج نشان می‌دهد بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران تحمل ریسک بیشتری داشته باشند و در نتیجه نگرش بالاتری نسبت به ریسک نشان دهند از سوی دیگر تعامل ویژگی‌های روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل‌کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتفوی، حجم معاملات پورتفوی و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه‌گذاران دارد. نتایج منجر به این نتیجه‌گیری می‌شوند که حضور تعصبات جدی سرمایه‌گذاران باعث بدتر شدن رفتارهای مالی می‌شود.

واژه‌های کلیدی: بازده پرتفولیو ادراک شده، مکانیزم روانشناختی، تصمیمات سرمایه‌گذاران.

۱- مقدمه

این مطالعه از چندین طریق به ادبیات مالی رفتاری کمک می‌کند. اول، ادبیات موجود تأثیر بازده درک شده گذشته بر سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد تا برخی تعصبات خاص را نشان دهد. بخش دیگر منحصرأ بر تأثیر سوگیری‌های روانشناختی بر رفتارهای مالی متمرکز است. این مطالعه با توسعه یک مدل مفهومی که ارتباط خاصی بین بازده نمونه کارها گذشته و رفتارهای مالی ارائه می‌دهد به گسترش ادبیات مالی کمک می‌کند. ادبیات موجود از دو جهت حائز اهمیت است. اول، این مطالعه پیشگام است تا تأثیر بازده نمونه کارها درک گذشته بر خوش‌بینی، اعتماد بیش از حد و ریسک‌پذیری را در نظر بگیرد. دوم، تأثیر این تعصبات را بر گردش مالی پرتفوی، قصد تجارت، سهم ریسک‌پذیر و تمایل به ریسک‌پذیری مدنظر قرار داده است.

بیشتر مطالعات موجود فقط به عنوان یک کانال اصلی (یک عامل روانشناختی) و تنها بر یک تعدیلگر (یعنی خصوصیات روانشناختی) متمرکز شده است (هافمن و پست، ۲۰۱۶؛ وبر و همکاران، ۲۰۱۳؛ کاراداماس، ۲۰۰۶) ، در حالی که احتمال وجود واسطه‌های چندگانه با ویژگی‌های مشابه خوش‌بینی، اعتماد به نفس بالا و ریسک‌پذیر وجود دارد. مطالعات قبلی تأیید می‌کنند که خوش‌بینی تعریف شده به عنوان خوش‌بینی مالی تأثیر قابل توجهی در ریسک پرتفوی دارد (فلتون و همکاران^۱، ۲۰۰۳؛ بالاسوریا و همکاران^۲، ۲۰۱۰، و اینستاک و سانیو^۳، ۲۰۱۴). حضور واسطه‌های متعدد در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تا حد زیادی در ادبیات مالی نادیده گرفته شده است. مدل پیشنهادی واسطه‌های متعدد بالقوه را آزمایش می‌کند، که از طریق آنها بازده پرتفولیو ادراک شده بر تجارت و ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد. تنها مطالعات اندکی تعصب روانشناختی را به عنوان واسطه‌گری در رفتارهای مالی در تحقیقات مرتبط در نظر می‌گیرند. برای بررسی رابطه بین بازده درک شده، تعصبات روانشناختی و رفتارهای مالی، ادبیات موجود عمدتاً روی سرمایه‌گذاران در بازارهای توسعه یافته (به عنوان مثال، هلند و آلمان) متمرکزند (خان، ۲۰۱۹).

تصمیم‌گیری‌های شهودی اشاره به قواعدی دارد که در آن، تصمیمات پیچیده را در محیط‌های نامطمئن اتخاذ می‌کنند. تصمیم‌گیری یک فرآیند کاملاً عقلایی و با توجه به تمامی اطلاعات نیست، بلکه تصمیم‌گیری میانبرهای ذهنی را در این فرآیند به کار می‌برد (تیورسکی و کاهنمن^۴، ۱۹۷۴). دلایل عملی کاملاً موجهی برای به‌کارگیری فرآیندهای شهودی وجود دارد، مخصوصاً وقتی که زمان تصمیم‌گیری محدود باشد. محققین در روانشناسی بیان می‌کنند که بسیاری از قواعد تصمیم‌گیری شهودی ریشه در تکامل انسان دارد (باروو^۵، ۱۹۹۲). با اینحال، فرآیندهای تصمیم‌گیری شهودی می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیر بهینه شوند. نمونه‌های از محدودیت‌های ناشی از قواعد شهودی در ادامه بیان می‌شود:

1 Felton et al

2 Balasuriya et al

3 Weinstock and Sonsino

4 Tversky & Kahneman

5 Barow

نمایندگی¹ (یا کلیشه قرار دادن): اشاره به تمایل تصمیم‌گیرندگان به اتخاذ تصمیم بر مبنای کلیشه² - که دیدن الگوهای است که شاید وجود نداشته باشند- دارد.

نمایندگی همچنین در شکل «قواعد سرانگشتی³» خود را نشان می‌دهد که در آن سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند که وقایع اخیر در آینده نیز ادامه خواهد داشت. در بازارهای مالی این پدیده را میتوان زمانی ملاحظه کرد که سرمایه‌گذاران در پی خرید سهام پربازده باشند و از سهامی که اخیراً عملکرد ضعیفی داشته‌اند پرهیز نمایند. همچنین این رفتار می‌تواند تبیینی برای عکس‌العمل بیش از حد سرمایه‌گذاران باشد، که توسط دیبونت و تالر (۱۹۸۵) مطرح شد.

فرااعتمادی: سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، در مورد توانایی‌های خود در کنترل وقایع و رویدادها مبالغه نموده و احساس کند روی مسائل کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقع اینگونه نباشد.

گند واکنشی یا لنگر اندازی⁴: زمانی بروز می‌کند که دیدگاهی توسط مشاهدات اخیر تثبیت شود. این امر می‌تواند باعث شود که سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند که یک سهم در یک دامنه تعریف شده معامله شود و یا درآمدهای شرکت از روند تاریخی برخوردار باشد، که در نهایت منجر به واکنش گند به تغییرات روندی می‌شود. محققین و صاحب‌نظران تعاریف مختلفی از رفتار ریسک‌پذیری ارائه نموده اند:

ریسک‌پذیری عبارت است از «قبول خطر یا پذیرفتن احتمال ضرر و زیان برای رسیدن به مقصود» (فربا لطیفی، ۱۳۶۹). به عبارت دیگر، ریسک‌پذیری انجام عملی است که حداقل یک نتیجه مبهم یا غیرمنتظره چه مثبت و چه منفی داشته باشد (منصورفر، غیور و راستی آذر، ۱۳۹۲). حمید و همکاران⁵ (۲۰۱۳)، رفتار ریسکی را درجه عدم قطعیت درباره نتیجه انتخاب تصمیم (نتیجه خاص در مقابل نتیجه احتمالی) تعریف کرده‌اند. ادبیات روانشناسی تا حد زیادی بر این فرض حاکم است که ریسک‌پذیری یک ویژگی شخصیتی پایدار است، و به این ترتیب افراد را می‌توان در گروه‌هایی با سبک‌های ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی دسته‌بندی کرد. اما این فرض ادراک ناکافی از ریسک‌پذیری است و در سال‌های اخیر، مجموعه‌ای یافته‌های تجربی بدست آمده این فرض را به چالش می‌کشند. برخی تحقیقات عنوان می‌کنند که تمایلات به ریسک، یک ویژگی است که از طریق فرآیند یادگیری تغییر می‌کند. مطالعه‌ی ساختار روانی مانند میل ریسک‌پذیری آن طور که در نگاه اول به نظر می‌رسد، آسان نیست. زیرا، اولاً یک فرد ممکن است تمایلات ریسک‌پذیری را در یک حوزه (به عنوان مثال، مالی) ابراز کند اما رفتار محافظه کارانه تری را در دیگر حوزه‌ها (به عنوان مثال، تفریحی) نمایش دهد. دوماً، رویکرد های روش شناختی مختلف می‌تواند نتایج مغایری را ایجاد کند (وایک و همکاران⁶، ۲۰۰۶). مفاهیم و نقش تمایل

1 Representativeness

2 Stereotype

3 Rule Of Thumb

4 Anchoring

5 - Hamid et al.

6 Wilke et al.

به ریسک پذیری را می‌توان در قالب چهار چارچوب عمده مربوط به تصمیم‌گیری در شرایط ریسک مطرح نمود: چارچوب ریسک - بازده^۱، چارچوب مطلوبیت مورد انتظار^۲، تئوری مطلوبیت نهایی ثروت و تئوری چشم انداز^۳.

پیشینه پژوهش

راجدیپ کومار روت^۴ (۲۰۲۰) رفتار گذشته، سواد مالی و فرایند تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار داد. این مطالعه با هدف بررسی اهمیت رفتار گذشته و سواد مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران انجام شده است و اعتبار نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده را در این زمینه بررسی کرده است. در این مطالعه از یک پرسشنامه محقق‌ساخت استفاده شده و با استفاده از روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی به جمع‌آوری داده‌ها از سرمایه‌گذاران از چهار ایالت هند پرداخته است. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از مدل سازی معادلات ساختاری دو مرحله‌ای (SEM) و با استفاده از نرم‌افزار AMOS نسخه ۲۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاکی از تأثیر معنی‌داری از کلیه متغیرهای پیش‌بینی‌کننده بود. رفتار گذشته هیچ تأثیر مستقیمی در قصد سرمایه‌گذار نشان نداد. با این وجود، با نگرش سرمایه‌گذاران بعنوان یک متغیر تعدیلگر رابطه معنادار غیرمستقیم داشت. ضریب تعیین مدل نشان داد که مدل نهایی می‌تواند ۳۶٪ از واریانس قصد سرمایه‌گذاران را نسبت به سرمایه‌گذاری سهام توضیح دهد که حاکی از اجرای موفقیت‌آمیز مدل بود. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران هندی، در درجه اول تحت تأثیر فشارهای اجتماعی هستند که می‌توان از طریق سواد مالی آن را مهار کرد. اهمیت قابل توجهی از هنجارهای ذهنی در مشارکت در بورس کالا پیدا شد که می‌تواند یک موضوع استراتژیک برای دولت و سیاستگذاران باشد تا سرمایه‌گذاران را از طریق رهبری عقاید برای افزایش مشارکت خود آموزش دهند. علاوه بر این، با این کار سرمایه‌گذاران می‌توانند رفتار خود را کنترل کرده و تصمیمات منطقی بگیرند.

چانگ و یانگ^۵ (۲۰۱۹) بهینه‌سازی پورتفولیوی سهام رفتاری با توجه به برگزاری دوره‌های رفتار سهام و فروش کوتاه مدت. این مطالعه از اطلاعات اضافی فراهم شده توسط رفتار سهام بهره می‌برد و انتخاب مدل‌های پورتفولیو را پیشنهاد می‌دهد تا پورتفولیوی سودآوری را تولید کند که بتواند از معیارهای سرمایه‌گذاری سنتی (شاخص بازار، صندوق‌های مالی متقابل و وجوه مبادله‌ای) فراتر رود. با استفاده از اطلاعات مربوط به دوره نگهداری سهام، به منظور به حداکثر رساندن اثر مورد انتظار (بازگشت تجمعی غیر طبیعی^۶ CAR-I^۶٪)، این مطالعه یک استراتژی خرید و نگهداری را ارائه می‌دهد به گونه‌ای که رفتار سهام در هنگام خرید مورد توجه قرار گیرد و علل مربوطه به فروش سهام و نگهداری به عنوان سرمایه‌گذاری واقع بینانه تر در نظر گرفته می‌شود. این مطالعه به سه موضوع می‌پردازد که توسط آثار قبلی در مورد رفتار سهام مورد بررسی قرار نگرفته است که شامل: (۱)

1 - Risk-Return Framework

2 - Expected Utility Framework

3 - Prospect Theory

4 Rajdeep Kumar Raut

5 Kuo-HwaChang, MichaelNayat Young

6 cumulative abnormal return

داشتن اوراق بهادار که حتی پس از در نظر گرفتن تمام هزینه های معاملات سودآور است. (۲) شناسایی رفتار سهام برای در نظر گرفتن فروش کوتاه مدت در انتخاب پرتفولیوی و (۳) ایجاد اوراق بهادار که از معیارهای سرمایه گذاری سنتی فراتر است.

فرر، جامزی، بولوس و بنیتز^۱(۲۰۱۸) در مطالعه ای به بررسی تعاملات بین استرس مالی و فعالیت های اقتصادی در آمریکا با استفاده از تجزیه و تحلیل زمانی و فرکانسی موجک پرداخته اند. نتایج نشان می دهد از زمان بحران مالی در سال ۲۰۰۷، اثرهای استرس مالی بر فعالیت های اقتصادی معنادار و معکوس بوده است. علاوه بر این، ارتباط معنادار بین استرس مالی و فعالیت های اقتصادی به طور عمده در افق زمانی یک تا چهار ساله متمرکز است.

خان و همکاران^۲(۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "تعدیلگر فرااعتمادی، چگونه درک پرتفولیوی گذشته بر رفتار سرمایه گذار تأثیر می گذارد" را مورد بررسی قرار دادند. درک سرمایه گذاران از بازده پرتفوی گذشته، رفتار سرمایه گذاری آنها را قابل پیش بینی می کند، اما آیا این رابطه با فرااعتمادی تعدیل می گردد؟ با توجه به جنبه های مختلف فرااعتمادی، این مقاله بررسی می کند که آیا اعتماد به نفس بیش از حد به صورت توهم کنترل، آشکار می شود. در یک بررسی از سهامداران و سرمایه گذاران عمده در مالزی، نتایج نشان می دهد که درک بیشتر بازده سهام پرتفوی گذشته باعث افزایش معامله سرمایه گذاران، درصد ریسک پذیری سرمایه گذاران و تعداد دارایی های مالی از طریق کانال واسطه ای بهتر از حد متوسط می شود. در حالی که سرمایه گذاران انفرادی تحت تأثیر مکانیسم بیش اطمینانی هستند اما سرمایه گذاران نهادی تحت این مولفه قرار نمی گیرند. این یافته پیامدهای نظری برای مدل فرااعتمادی، اثر پول برد^۳ و یادگیری تقویتی ساده دارد. از نظر عملی، نتایج حاکی از آن است که سرمایه گذاران فردی باید مراقب تعصب های فرااعتمادی باشند، زیرا می تواند منجر به تصمیم گیری های ناکارآمد شود.

مهربان پور و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر انعطاف ناپذیری مالی بر ناهنجاری ارزشی را مورد بررسی قرار دادند. هدف از اجرای این پژوهش، تعیین اثرپذیری ناهنجاری ارزشی از انعطاف ناپذیری مالی است. مطابق با ادبیات پژوهش، سه منبع مرتبط با انعطاف ناپذیری مالی شناسایی شد و یک شاخص ترکیبی انعطاف ناپذیری مالی بر اساس متغیرهای برگشت ناپذیری سرمایه گذاری، اهرم کل و محدودیت مالی شکل گرفت. آنها نشان دادند انعطاف ناپذیری مالی بر صرف ریسک سهام و پرتفوی تأثیر معناداری می گذارد و نتیجه گرفتند انعطاف ناپذیری مالی، به صرف ریسک مثبت در سطح سهام و پرتفوی های سرمایه گذاری منجر می شود و شرکت های ارزشی، به دلیل جبران ریسک انعطاف ناپذیری مالی، در قیاس با شرکت های رشدی، بازده آتی بیشتری به دست می آورند و در نهایت، رابطه مثبت عامل انعطاف ناپذیری مالی با پرتفوی های انعطاف ناپذیر و رابطه منفی با پرتفوی های انعطاف پذیر نشان می دهد که انعطاف ناپذیری مالی، شرکت ها را به طور مستقل در معرض شوک های مشترک قرار می دهد.

1 Ferrer, Jammazi, Bolós & Benítez

2 Khan et al.

3 house money effect

محاسبه شاخص استرس مالی و تحلیل تأثیرهای آن بر رشد اقتصادی ایران؛ کاربردی از مدل خودرگرسیون مارکف - سوئیچینگ عنوان مقاله حیدریان و همکاران (۱۳۹۸) است. استرس مالی نوعی کانال واسطه بین شوک‌ها و بروز بحران‌های مالی در اقتصاد شناخته شده است. نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد، اقتصاد ایران طی ۱۳ سال استرس مالی منفی و طی نه سال استرس مالی مثبت داشته که به ترتیب باعث کاهش و افزایش رشد اقتصادی در کشور شده است. البته پایداری سال‌های رکود و استرس مالی منفی بیشتر از سال‌های رونق و استرس مالی مثبت بوده، به گونه‌ای که اثر کلی استرس مالی بر رشد اقتصادی منفی و معنادار بوده است. می‌توان گفت یکی از دلایل بروز استرس‌های مالی و به تبع آن بحران‌های مالی، بازارمحور بودن در ساختار مالی کشور است.

جمشیدی و همکاران (۱۳۹۸) سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. هدف از این مطالعه بررسی این است که این سوگیری‌ها به چه میزان در میان سرمایه‌گذاران شایع است و چه ارتباطی ممکن است با عملکرد سرمایه‌گذاران داشته باشند. برای این منظور صورت وضعیت پرتفوی سرمایه‌گذاران حقیقی را طی دوره پنج‌ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بررسی و تحلیل می‌کنیم. به‌طور مشخص سرمایه‌گذاران با گردش پرتفوی بالاتر و همچنین پرتفوی متمرکزتر بازدهی بالاتری کسب کرده‌اند. همچنین سرمایه‌گذارانی که سهام برنده گذشته را خریداری کرده‌اند، میانگین بازدهی بیشتری داشته‌اند. سوگیری‌های رفتاری میان سرمایه‌گذاران کمابیش شایع است و این سوگیری‌ها می‌توانند عملکرد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهند.

فرضیه های پژوهش

- ۱) تعامل ویژگی‌های روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتفوی سرمایه‌گذاران دارد.
- ۲) تعامل ویژگی‌های روانشناختی (بیش اطمینانی، خوشبینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و حجم معاملات پورتفوی سرمایه‌گذاران دارد.
- ۳) تعامل ویژگی‌های روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه‌گذاران دارد.

روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، مشارکت کنندگان در بازار سرمایه شامل مدیران کارگزاری‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدهای سرمایه‌گذاری، معامله‌گرهای ایستگاه‌های معاملاتی و تحلیل‌گران دارای مدارک حرفه‌ای و سابقه بالا هستند. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرایند نمونه‌گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس انجام گرفت. به منظور نمونه‌گیری، با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری تحقیق برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول زیر استفاده شده است.

$$n = \frac{z^2 \frac{a}{2} P(1-p)}{\varepsilon^2}$$

در این فرمول، $Z_{\alpha/2}$ آماره توزیع نرمال است که در سطح اطمینان ۹۹٪ برابر ۲/۳۳ است. p احتمال موفقیت (نسبت بروز رفتار غیر عقلایی) بوده که به منظور اطمینان بیشتر از حجم نمونه، برابر نیم (حداکثر مقدار) در نظر گرفته شده است، و ε دقت برآورد تحقیق، ۰/۰۷. لحاظ گردید.

$$n = \frac{5/42 * 0/5 * 0/5}{0/07^2} = 287$$

بر این اساس حداقل حجم نمونه ۲۸۷ مورد می باشد که برای افزایش اعتبار حجم نمونه را به ۴۰۰ ارتقا دادیم ولی در نهایت ۳۱۵ پرسشنامه مناسب تشخیص داده شد که از همین تعداد در بخش کمی برای تحلیل ها استفاده شد. برای گردآوری داده‌های مورد نیاز از پرسشنامه استفاده شده که بر اساس پرسشنامه مطالعه خان و همکاران (۲۰۱۹) تنظیم گردیده است. برای سنجش پایایی پرسشنامه، یک مرحله پیش‌آزمون انجام گرفت. بدین صورت که ابتدا تعداد ۳۰ پرسشنامه در جامعه مورد نظر توزیع و جمع‌آوری گردید و پس از وارد کردن داده‌ها، با استفاده از نرم‌افزار SPSS ضریب پایایی (آلفای کرونباخ) محاسبه گردید. با توجه به نظریه رازنر^۱ (۱۹۹۵) در صورتی که مقدار پایایی کمتر از ۰/۴ باشد، پایایی ضعیف، بین ۰/۴ تا ۰/۷۵ پایایی خوب و بالای ۰/۷۵ پایایی عالی است، پایایی کلی این پرسشنامه ۰/۹۰ درصد بدست آمد که پایایی بسیار خوبی محسوب می شود.

یافته های پژوهش

پیش از آزمون فرضیه های پژوهش آمار توصیفی و ضرایب همبستگی بین متغیرها ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی و پایایی متغیرهای پژوهش

انحراف استاندارد	میانگین	میانگین	حجم نمونه	
۰/۹۴	۳/۰۰	۳/۴۷	۳۱۵	بازده پرتفولیو ادراک شده
۰/۷۹	۴/۰۰	۴/۰۴	۳۱۵	خوش بینی
۰/۸۱	۳/۰۰	۳/۰۵	۳۱۵	فرااطمینانی
۰/۸۲	۳/۲۰	۳/۲۸	۳۱۵	نگرش ریسک
۱/۴۹	۳/۰۰	۳/۱۹	۳۱۵	گردش مالی پرتفوی
۰/۹۸	۳/۰۰	۲/۵۹	۳۱۵	معاملات بیشتر
۱/۵۶	۲/۰۰	۲/۷۴	۳۱۵	تسهیم ریسک
۱/۱۰	۳/۰۰	۳/۱۹	۳۱۵	تمایل به ریسک پذیری

1 Rosner

جدول ۲: همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸
۱. خوش بینی	۱	**۰/۲۳	**۰/۴۰	**۰/۳۸	**۰/۳۱	۰/۱۰	**۰/۳۵	**۰/۳۸
۲. فرااطمینانی	**۰/۲۳	۱	**۰/۳۹	**۰/۳۳	**۰/۲۷	**۰/۱۶	**۰/۴۲	**۰/۲۳
۳. نگرش به ریسک	**۰/۴۰	**۰/۳۹	۱	**۰/۳۰	**۰/۴۳	**۰/۲۱	**۰/۳۲	**۰/۵۸
۴. بازده مورد انتظار پورتنفوی	**۰/۳۸	**۰/۳۳	**۰/۳۰	۱	**۰/۲۹	**۰/۱۱	**۰/۳۶	**۰/۱۹
۵. گردش مالی پرتفوی	**۰/۳۱	**۰/۲۷	**۰/۴۳	**۰/۲۹	۱	**۰/۲۹	**۰/۴۲	**۰/۳۳
۶. معاملات بیشتر	۰/۱۰	**۰/۱۶	**۰/۲۱	**۰/۱۱	**۰/۲۹	۱	**۰/۱۸	**۰/۱۸
۷. تسهیم ریسک	**۰/۳۵	**۰/۴۲	**۰/۳۲	**۰/۳۶	**۰/۴۲	**۰/۱۸	۱	**۰/۳۳
۸. تمایل به ریسک پذیری	**۰/۳۸	**۰/۲۳	**۰/۵۸	**۰/۱۹	**۰/۳۳	**۰/۱۸	**۰/۳۳	۱

فرضیه های پژوهش با استفاده از معادلات ساختاری و نرم افزار فونیکس آزمون شده اند. برای تعیین روایی سازه پرسشنامه پژوهش از معادلات ساختاری استفاده شده است. بعد از شناسایی مسیرهایی هر یک از مولفه‌های شناسایی شده برای ابعاد مکنون و تعدیلگر بر اساس شاخصهایی است که گیفن، اشتراپ و بودرو^۱ (۲۰۰۰) مطرح نمودند بررسی شد. این شاخصها شامل شاخص نیکویی برازش (GFI)، شاخص برازش تطبیقی (CFI^۲))، که مقادیر بیشتر از ۰/۹ نشانگر برازش مناسب الگوی هستند، شاخص نیکویی برازش تعدیل یافته (AGFI) که مقادیر بیشتر از ۰/۸ قابل پذیرش هستند، شاخص برازش ایجاز (PNFI) که مقادیر بیشتر از ۰/۶ نشانگر برازش مناسب الگو هستند و مجذور میانگین مربعات خطای تقریب (RMSEA) در دامنه ۰/۰۵ تا ۰/۱ بعنوان برازش مناسب در نظر گرفته می شود و مقادیر بالای ۰/۱ نشان دهنده برازش ضعیف است. در نهایت برآورد بین ۰/۰۸ تا ۰/۱ برازش مناسب و مقادیر زیر ۰/۰۸ برازش عالی را برای مدل پیشنهاد می کنند (مک کالوم^۳، ۱۹۹۶). آزمون مجذور کای نیز این فرضیه را که مدل مورد نظر هماهنگ با الگوی همپراشی بین متغیرهای مشاهده شده است می‌آزماید، کمیت کای دو بسیار به حجم نمونه وابسته می‌باشد و نمونه بزرگ، کمیت کای دو را بیش از آنچه که بتوان آن را به غلط بودن مدل نسبت داد، افزایش می دهد (هومن، ۱۳۹۵، ۴۲۲).

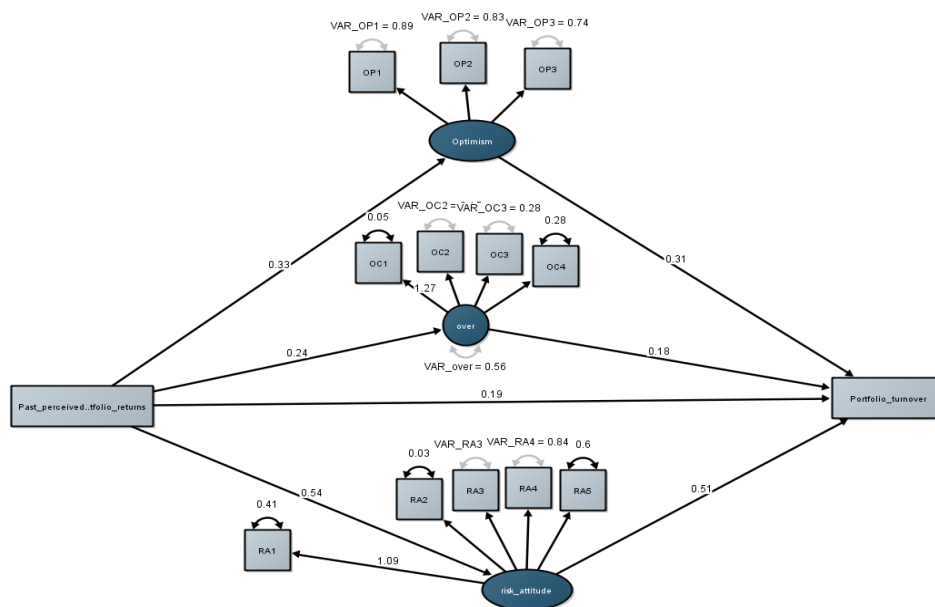
فرضیه ۱: تعامل ویژگیهای روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتنفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتنفوی سرمایه گذاران دارد.

برای آزمون این فرضیه باید اثرات مستقیم و غیر مستقیم را محاسبه و در نهایت اگر اثر غیر مستقیم از اثر مستقیم بیشتر بود نتیجه بگیریم تعامل ویژگیهای روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتنفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتنفوی سرمایه گذاران دارد.

1 Gefen, Straub, & Boudreau

2 Comparative Fit Index

3 MacCallum et al



گراف ۱: تحلیل مسیر فرضیه اول

شاخص‌های نیکویی برازش برای فرضیه اول به شرح زیر می باشد:

جدول ۳: شاخص‌های نیکویی برازش

NNFI	NFI	IFI	(PNFI)	RMSEA	AGFI	CFI	GFI	DF	کای دو
۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۰/۰۵	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۱۱۹	۹۵/۱۲

مقدار آماره χ^2/df که مقداری برابر ۵/۱ دارد، در بازه مورد قبول واقع است، مقدار خطای نیز با توجه به (مک کالوم و همکاران، ۱۹۹۶) در بازه ۰/۰۵ تا ۰/۱ مدل برازش خوبی را نشان می دهد و اگر مقدار خطا بیشتر از ۰/۱ باشد، برازش نامناسب گزارش می شود. با توجه به این یافته ها می توان گفت که مدل پیشنهادی از برازش مناسبی برخوردار است.

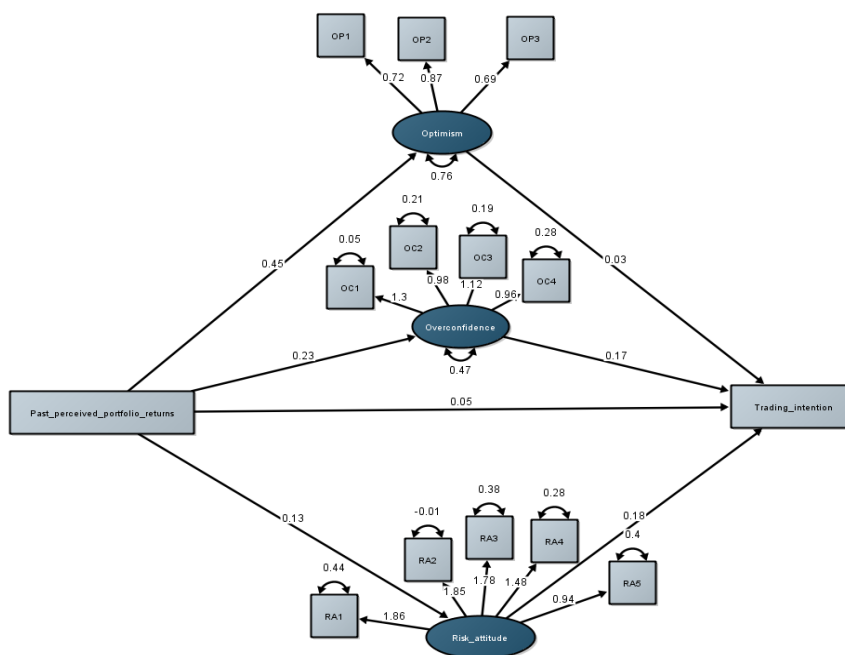
در جدول ۴ اثرات مستقیم و غیرمستقیم نشان داده شده است. با توجه به آزمون اثرات مستقیم و غیرمستقیم فرضیه اول تنها در یک حالت از ویژگی های روانشناختی یعنی نگرش به ریسک تایید می شود پس نگرش به

ریسک اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتفوی سرمایه گذاران دارد.

جدول ۴: اثرات مستقیم و غیر مستقیم مربوط به فرضیه ۵

نقش تعدیلگر	اثر غیر مستقیم	اثر مستقیم	روابط
رد	۰/۳۳*۰/۳۱(۰/۱)	۰/۱۹	بازده مورد انتظار پورتفوی و گردش پورتفوی سرمایه گذاران و خوش بینی (میانجی)
رد	(۰/۰۴)۰/۲۴*۰/۱۸	۰/۱۹	بازده مورد انتظار پورتفوی و گردش پورتفوی سرمایه گذاران و بیش اطمینانی (میانجی)
تایید	۰/۵۴*۰/۵۱(۰/۲۷)	۰/۱۹	بازده مورد انتظار پورتفوی و گردش پورتفوی سرمایه گذاران و نگرش به ریسک (میانجی)

فرضیه ۲: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (بیش اطمینانی، خوشبینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و حجم معاملات پورتفوی سرمایه گذاران دارد.



گراف ۲: تحلیل مسیر فرضیه دوم

شاخص‌های نیکویی برازش برای فرضیه دوم به شرح زیر می باشد:

جدول ۵: شاخص‌های نیکویی برازش

کای دو	DF	GFI	CFI	AGFI	RMSEA	(PNFI)	IFI	NFI	NNFI
۳۸۲/۱۱	۷۳	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۰/۰۳	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <

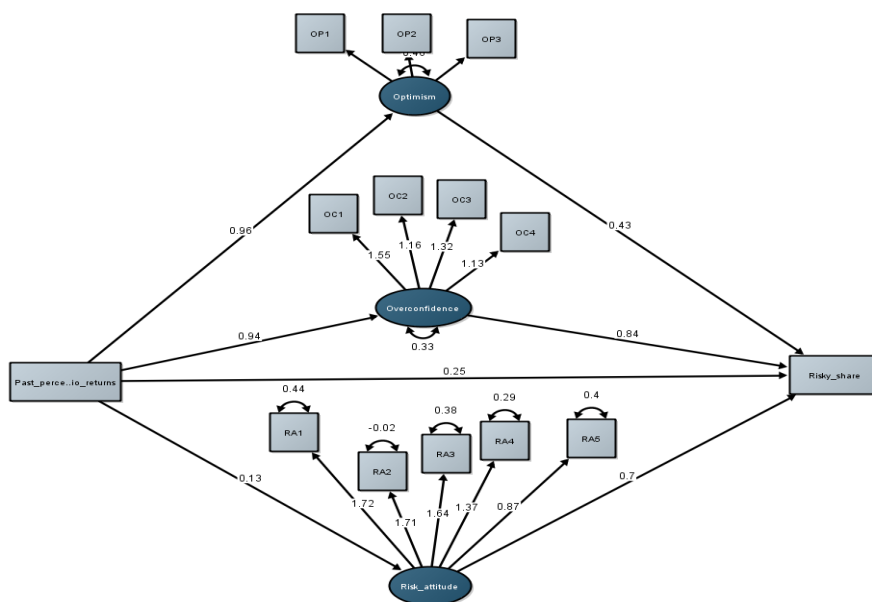
مقدار آماره χ^2/df که مقداری برابر ۵/۲ دارد، در بازه مورد قبول واقع است، مقدار خطای نیز در بازه ۰/۰۵ تا ۰/۱ مدل برازش خوبی را نشان می دهد و اگر مقدار خطا بیشتر از ۰/۱ باشد، برازش نامناسب گزارش می شود. با توجه به این یافته ها می توان گفت که مدل پیشنهادی از برازش مناسبی برخوردار است.

جدول ۶: اثرات مستقیم و غیر مستقیم مربوط به فرضیه دوم

روابط	اثر مستقیم	اثر غیر مستقیم	نقش تعدیلگر
بازده مورد انتظار پورتفوی و حجم معاملات پورتفوی و خوش بینی (میانجی)	۰/۰۵	۰/۰۴۵*۰/۰۳(۰/۰۱)	رد
بازده مورد انتظار پورتفوی و حجم معاملات پورتفوی و بیش اطمینانی (میانجی)	۰/۰۵	(۰/۰۳)۰/۲۳*۰/۱۷	رد
بازده مورد انتظار پورتفوی و حجم معاملات پورتفوی و نگرش به ریسک (میانجی)	۰/۰۵	۰/۱۳*۰/۱۸(۰/۰۲)	رد

با توجه به آزمون اثرات مستقیم و غیرمستقیم فرضیه ۲ نقش تعامل ویژگیهای روانشناختی (بیش اطمینانی، خوشبینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و حجم معاملات پورتفوی سرمایه گذاران ندارد.

فرضیه ۳: تعامل ویژگیهای روانشناختی (بیش اطمینانی، خوش بینی و نگرش به ریسک) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران دارد.



گراف ۳: تحلیل مسیر فرضیه سوم

شاخص‌های نیکویی برازش برای فرضیه سوم به شرح زیر می باشد:

جدول ۷: شاخص‌های نیکویی برازش

کای دو	DF	GFI	CFI	AGFI	RMSEA	(PNFI)	IFI	NFI	NNFI
۸۲/۱۱	۷۳	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۰/۰۳	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <	۹/۰ <

مقدار آماره χ^2/df که مقداری برابر ۵/۲ دارد، در بازه مورد قبول واقع است، مقدار خطای نیز در بازه ۰/۰۵ تا ۰/۱ مدل برازش خوبی را نشان می دهد و اگر مقدار خطا بیشتر از ۰/۱ باشد، برازش نامناسب گزارش می شود. با توجه به این یافته ها می توان گفت که مدل پیشنهادی از برازش مناسبی برخوردار است.

جدول ۸: اثرات مستقیم و غیر مستقیم مربوط به فرضیه ۷

روابط	اثر مستقیم	اثر غیر مستقیم	نقش تعدیلگر
بازده مورد انتظار پورتفوی و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران و خوش بینی (میانجی)	۰/۲۵	۰/۹۶* ۰/۴۳(۰/۴۱)	تایید

نقش تعدیلگر	اثر غیر مستقیم	اثر مستقیم	روابط
تایید	۰/۹۴*۰/۸۴(۰/۷۸)	۰/۲۵	بازده مورد انتظار پورتفوی و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران و بیش اطمینانی (میانجی)
رد	۰/۱۳*۰/۷(۰/۰۲)	۰/۲۵	بازده مورد انتظار پورتفوی و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران و نگرش به ریسک (میانجی)

با توجه به آزمون اثرات مستقیم و غیرمستقیم فرضیه سوم نقش تعامل ویژگیهای روانشناختی (بیش اطمینانی و خوشبینی) اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران دارد.

بحث و نتیجه گیری

آن چیزی که منجر به تأثیر گذشته پرتفوی و گردش پورتفوی سرمایه گذاران می شود نگرش وی به ریسک است. تحلیل داده ها نشان داد که استعداد سرمایه گذاران برای نشان دادن خوش بینی نسبت به سرمایه گذاری در پرتفوی ، تحت تأثیر تمایل آنها به درک بازده قبلی سبد خرید قرار دارد. به دلیل خوش بینی و درک کمتر از ریسک و انتظار بالاتر از بازده ، تمایل به ریسک بالاتر از حد متوسط خواهند داشت. بنابراین نگرش به ریسک نقش واسطه گری در مورد اثر تعدیل کننده بر رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و گردش پورتفوی سرمایه گذاران دارد. از سوی دیگر اثر واسطه گری خوش بینی و فرااطمینانی در رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تسهیم ریسک پورتفوی سرمایه گذاران تایید شد. اما اثر واسطه گری خوش بینی و فرااطمینانی در رابطه بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و حجم معاملات پرتفوی شواهد کافی برای تایید وجود نداشت. یافته جدید این پژوهش ، تأثیر بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته بر خوش بینی ، اعتماد به نفس و نگرش ریسک سرمایه گذاران است. تأثیر بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته خوش بینی ، تمایل دارند بیشتر بر بازده قبلی سبد خرید خود تأکید کنند و تصور کنند که در گذشته بازده بالاتری کسب کرده اند. آنها دوست دارند این دیدگاه مثبت را در مورد سرمایه گذاری سهام خود در آینده نیز حفظ کنند و انتظار دارند بازهم کارهایشان مانند گذشته انجام شود. این امر باعث می شود سرمایه گذاران در آینده نسبت به سرمایه گذاری سبد سهام خود خوش بین باشند.

جدای از خوش بینی و فرااطمینانی، سرمایه گذاران در پاسخ به بازده قبلی سبد خرید کمتر ریسک می کنند. در این مطالعه شواهدی در مورد بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته بر معاملات سرمایه گذاران و پذیرش ریسک ارائه شد . یافته جدید این پژوهش ، تأثیر بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته بر خوش بینی ، اعتماد به نفس و نگرش ریسک سرمایه گذاران است. بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته باعث می شود که سرمایه گذاران تحمل ریسک بیشتری داشته باشند و در نتیجه نگرش بالاتری نسبت

به ریسک نشان دهند ، مطابق با مطالعه هافمن و پست (۲۰۱۵). یافته دیگر این مطالعه تأثیر خوش بینی است که تحت شرایط سرمایه‌گذاری در سبد سهام ، تسهیم ریسک و تمایل به ریسک پذیری اندازه‌گیری می‌شود. سرمایه‌گذاران خوش بین به احتمال زیاد به دلیل انتظار بازده برتر، دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد ، ریسک و همچنین نوسانات سرمایه‌گذاری ریسک پذیر را بدلیل انتظار سود برتر چندان در نظر نمی‌گیرند. این گرایش رفتاری منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر در تسهیم ریسک و تمایل بیشتر به ریسک‌پذیری می‌شود. هرچند رابطه بین بازده پرتفوی ادراک شده و حجم معاملات با واسطه‌گری نقش فرااطمینانی سرمایه‌گذاران در توانایی‌ها و مهارت‌های خود توسط محققانی تایید شده است (گراویس و اودن، ۲۰۰۱) اما یافته‌ها در این پژوهش شواهدی برای حمایت از این فرضیه به دست نیامورد. در راستای تحقیقات گذشته نیز می‌توان به تحقیق هافمن و پست^۱ (۲۰۱۵) اشاره کرد که رابطه مثبت بین بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تحمل ریسک را نشان می‌دهند و بازده باعث افزایش نگرش به تسهیم ریسک می‌شود. چارچوب بازگشت ریسک نشان می‌دهد که نگرش ریسک تأثیر مثبتی در پذیرش ریسک دارد (سارین و وبر^۲، ۱۹۹۳؛ وبر و میلیمان^۳، ۱۹۹۷؛ جیا و همکاران^۴، ۱۹۹۹؛ نوسیک و وبر^۵، ۲۰۱۰). تأثیر واسطه در تصمیم‌گیری در مورد ریسک توسط وبر و همکاران (۲۰۱۳) نیز بیان شده است. تمایل به نمایش خوش بینی ، فرااطمینانی و نگرش ریسک در پاسخ به ادراک بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته با مفهوم یادگیری تقویتی ساده ، اکتشاف پذیری ، مغالطه و بازنمود اکتشافی در ارتباط است (راث و ارو^۶، ۱۹۹۵؛ ارو و راث، ۱۹۹۸؛ گیلوویچ و همکاران^۷، ۱۹۸۵؛ دو بوند^۸، ۱۹۹۳؛ کاهمن و توارسکی^۹، ۱۹۷۴ و خان، ۲۰۱۷).

فرااطمینانی احتمال سرمایه‌گذاری بیشتر را در بازارهای توسعه یافته با درصد بالاتر در تسهیم ریسک افزایش می‌دهد. این مطالعه این دو بخش از ادبیات را در کنار هم قرار داده و تأثیرات تعدیلگری چندگانه را مستند می‌کند. علاوه بر این، خوش بینی و نگرش ریسک به عنوان واسطه‌های متعدد بین بازده مورد انتظار پورتفوی شکل گرفته در گذشته و تمایل به پذیرش ریسک ظاهر می‌شوند.

1 Hoffmann, A.O.I and Post

2 Sarin and Weber

3 Weber and Milliman

4 Jia et al.

5 Nasic and Weber

6 Roth and Erev

7 Gilovich et al.

8 De Bondt

9 Kahneman, A. and Tversky, D

فهرست منابع

- * جمشیدی، ناصر، قالیباف اصل، حسن. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی
- * حیدریان، مریم، فلاحتی، علی، کریمی، محمدشریف. (۱۳۹۸). محاسبه شاخص استرس مالی و تحلیل تأثیرهای آن بر رشد اقتصادی ایران؛ کاربردی از مدل خودرگرسیون مارکف - سوئیچینگ. تحقیقات مالی
- * حیدرعلی هومن (۱۳۹۵) "مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل (با اصلاحات)". چاپ هفتم. انتشارات سمت
- * مهربان پور، محمدرضا، علوی نسب، سید محمد، عباسیان، عزت اله، پرکاوش، طاهر. (۱۳۹۸). تأثیر انعطاف ناپذیری مالی بر ناهنجاری ارزشی. تحقیقات مالی
- * Balasuriya, J., Muradoglu, G. and Ayton, P. (2010), "Optimism and portfolio choice", European Financial Management Association, Aarhus, Denmark, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1568908>.
- * De Bondt, W.P.M. (1993), "Betting on trends: intuitive forecasts of financial risk and return", International Journal of Forecasting, Vol. 9 No. 3, pp. 355-371.
- * De Bondt, W.P.M. and thaler (1985), "Betting on trends: intuitive forecasts of financial risk and return", International Journal of Forecasting, Vol. 9 No. 3, pp. 355-371.
- * Felton, J., Gibson, B. and Sanbonmatsu, D.M. (2003), "Preference for risk in investing as a function of trait optimism and gender", Journal of Behavioral Finance, Vol. 4 No. 1, pp. 33-40.
- * Gefen, D., Straub, D. and Boudreau, M. (2000) Structural Equation Modeling and Regression: Guidelines for Research Practice. Communications of the Association of Information Systems, 4, Article 7.
- * Gervais, S. and Odean, T. (2001), "Learning to be overconfident", Review of Financial Studies, Vol. 14 No. 1, pp. 1-27.
- * Gilovich, T., Vallone, R. and Tversky, A. (1985), "The hot hand in basketball: on the misperception of random sequences", Cognitive Psychology, Vol. 17 No. 3, pp. 295-314.
- * Hoffmann, A.O.I and Post, T. (2016), "How does investor confidence lead to trading? Linking investor return experiences, confidence, and investment beliefs", Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol. 12, pp. 65-78.
- * Hanoch, Y., Johnson, J.G., & Wilke, A. (2006). Domain specificity in experimental measures and participant recruitment. Psychological Science, 17, 300-304.
- * Kahneman, A. and Tversky, D. (1974), "Judgment under uncertainty: heuristics and biases", Science, Vol. 185 No. 4157, pp. 1124-1131.
- * Jia, J., Dyer, J.S. and Butler, J.C. (1999), "Measures of perceived risk", Management Science, Vol. 45 No. 4, pp. 519-532.
- * Karademas, E.C. (2006), "Self-efficacy, social support and well-being: the mediating role of optimism", Personality and Individual Differences, Vol. 40, pp. 1281-1290.
- * Khan, Mohammad Tariqul Islam, Tan, Siow-Hooi, Chong, Lee-Lee, How past perceived portfolio returns affect financial behaviors—The underlying psychological mechanism. Research in International Business and Finance <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.088>
- * Kuo-Hwa Chang, Michael Nayat Young (2019) " Behavioral stock portfolio optimization considering holding periods of B-stocks with short-selling" Computers & Operations Research, Volume 112, December 2019, 104773
- * MacCallum, R. C., Roznowski, M., & Necowitz, L. B. (1992). Model modifications in covariance structure analysis: The problem of capitalization on chance. Psychological Bulletin, 111, 490-504.

- * Malmendier, U. and Nagel, S. (2011), "Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?" Quarterly Journal of Economics, Vol. 126 No. 1, pp. 373-416.
- * Merkle, C. (2013), "Financial overconfidence over time- foresight, hindsight, and insight of investors", Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2001513>.
- * Mohammad Tariqul Islam Khan, Siow-Hooi Tan & Lee-Lee Chong(2019) " Overconfidence Mediates How Perception of past Portfolio Returns Affects Investment Behaviors" Journal of Asia-Pacific Business Volume 20, 2019 - Issue 2 "
- * Nasic, A. and Weber, M. (2010), "How riskily do I invest? The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence", Decision Analysis, Vol. 7 No. 3, pp. 282-301.
- * Odean, T. (1998), "Are investors reluctant to realize their losses?" Journal of Finance, Vol. 53 No. 5, pp. 1775-1798.
- * R Ferrer, R Jammazi, VJ Bolós, R Benítez - (2018) " [Interactions between financial stress and economic activity for the US: A time-and frequency-varying analysis using wavelets](#)" Physica A: Statistical Mechanics and its Applications
- * [Raut, R.K.](#) (2020), "Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors", [International Journal of Emerging Markets](#), Vol. 15 No. 6, pp. 1243-1263. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2018-0379>
- * Roth, A.E. and Erev, I. (1995), "Learning in extensive-form games: experimental data and simple dynamic models in the internet term", Games and Economic Behavior, Vol. 8 No. 1, pp. 164-212.
- * Sarin, R.K. and Weber, M. (1993), "Risk-value models", European Journal of Operational Research, Vol. 70 No. 2, pp. 135-149.
- * Weber, E. U. and Milliman, R. A. (1997), "Perceived risk attitudes: Relating risk perception to risky choice", Management Science, Vol. 43, pp. 122-143.
- * Weinstock, E. and Sonsino, D. (2014), "Are risk-seekers more optimistic? non-parametric approach", Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 108, pp. 236-251.

The Impact of Perceived Portfolio Returns on Investor Decisions - The underlying psychological mechanism

Mohammadreza zolghadrnasab

Department of Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran
Mohammadzolghadr59@gmail.com

Sina kheradyar

Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran (Corresponding Author)
Kheradyar@iaurasht.ac.ir

Fazel mohammadi node

Department of Management, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran
mnfazel2@gmail.com

Ayob ahmadi mosaabad

Department of Management, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran
aiyuob151@yahoo.com

Abstract

The purpose of this study is to test psychological mechanisms on how perceived portfolio returns affect investors and risk-taking, and whether these psychological mechanisms play a moderating role. Past portfolio behavior is important for investors in investment decisions. The statistical population of this research is active investors in Tehran Stock Exchange, the sample was selected by available sampling method. Using a closed questionnaire, collected information to analysis the research hypotheses using structural equations and path analysis with Phoenix software. The results show that expected returns of a portfolio formed in the past make investors more risk-averse and thus show a higher attitude towards risk. From the other side the interaction of psychological characteristics (overconfidence, optimism and willingness of risk taking) has a moderating effect on the relationship between the expected return of the past portfolio and the portfolio turnover, portfolio trading volume and portfolio risk sharing of investors. The results lead to the conclusion that the presence of underlying biases deteriorates financial behaviors.

Key words: Perceived portfolio returns, psychological mechanism, investor decision

