



## بررسی اثر بازده های درک شده گذشته، بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران با تاکید بر نقش تعدیل گری جنسیت

محمد مهدی امینی زاده<sup>۱</sup>

احمد خدای پور<sup>۲</sup>

امید پورحیدری<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۲

### چکیده

پدیده های روانشناختی نقش مهمی در تعیین رفتار بازارهای مالی دارند، بنابراین شناخت عوامل موثر بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران و تاثیر جنسیت بر این خطاهای رفتاری در بازار سرمایه بسیار حائز اهمیت است. از این رو با توجه به اهمیت این مساله، در این پژوهش ضمن بررسی تأثیر بازده های درک شده گذشته، بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران اثرات جنسیت سرمایه گذار به صورت متغیر تعدیلگر مورد مذاقه قرار می گیرد. جامعه آماری پژوهش، سرمایه گذاران فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران می باشند. آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از داده های مربوط به ۳۴۷ پرسش نامه جمع آوری شده از سرمایه گذاران در سال ۱۴۰۱ انجام شد. تجزیه تحلیل داده ها با استفاده از مدل معادلات ساختاری در نرم افزار ایموس صورت گرفت. یافته های پژوهش نشان می دهد بازده های درک شده گذشته به طور قابل توجهی بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران تاثیرگذار است و جنسیت رابطه بین بازده های درک شده گذشته و مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران را تعدیل می کند، به عبارتی جنسیت رابطه بین بازده های درک شده گذشته و مکانسیم های روانشناختی را تقویت می کند. از نتایج پژوهش میتوان این گونه استنباط نمود که سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران اغلب نه بر اساس تحلیل های بنیادی و منطقی، بلکه بر مبنای احساسات، میانبرهای ذهنی و هیجانات ناشی از تورش های رفتاری تصمیم گیری می کنند.

**واژه های کلیدی:** بازده درک شده گذشته، مکانسیم های روانشناختی، جنسیت.

**طبقه بندی:** JEL: G11, G40, G4

- ۱ گروه حسابداری، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران. mohammadmahdiaminizadeh1367@gmail.com  
۲ گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران (نویسنده مسئول). Khodamipour@uk.ac.ir  
۳ گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. Opourheidari@uk.ac.ir



## ۱- مقدمه

اخیرا رویه های سرمایه گذاری از رویه های که طی سالیان گذشته بر مبنای فرضیه بازار کارا استوار بوده فاصله گرفته و این موضوع که قیمت ها بیشتر توسط نگرش، دیدگاه ها و مکانسیم های روانی تعیین می شوند تا مفروضات اقتصادی قوت گرفته، پژوهشگران زیادی از این تئوری که بازارها ممکن است کارآمد نباشند و تورش های رفتاری سرمایه گذاران باعث شود قیمت های سهام به میزان قابل توجهی از ارزش های بنیادی منحرف شوند حمایت می کنند ( باربریس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱؛ کیم و نوفسینگر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). این قانده در بازار سرمایه ایران مستثنی نبوده و در چند سال اخیر با پیشرفت و رشد شاخص بازار سرمایه، این بازار به بازاری جذاب و وسوسه کننده برای افرادی که قصد داشتند سرمایه خود را در کوتاه ترین زمان ممکن افزایش دهند مبدل شده بود، همین موضوع باعث شد افراد زیادی بدون داشتن علم و دانش کافی در این زمینه و فقط بر اساس نگاه به بازده های مثبت گذشته سهم، هیجانان، تبلیغات فضای مجازی که گاه سهم های پر رسیک را معرفی می کنند اقدام به سرمایه گذاری کنند، بطوریکه تصمیم به سرمایه گذاری بر این اساس می تواند به صورت ناخود آگاه سرمایه گذاران را دچار خطاهای روانشناختی کند و در بلند مدت منجر به بازدهی منفی سهامی که خریداری کرده اند شود. در مطالعه ای که تورسکی و کاهنمن<sup>۳</sup> (۱۹۷۴)، در این رابطه انجام دادند دریافتند، سرمایه گذاران تمایل دارند بازده گذشته سهم را به ویژگی های روانشناختی خود نسبت دهند و این باور را برای آینده خود حفظ می کنند و معتقد هستند که می توانند چنین بازده های مثبتی را دوباره تجربه کنند.

تالر و جانسون<sup>۴</sup> (۱۹۹۰)، استدلال می کنند که بیشتر تصمیمات سرمایه گذاران تحت تأثیر نتایج قبلی قرار می گیرد و سپس آنها بررسی می کنند که چگونه سود و زیان قبلی می تواند بر انتخاب ها تأثیر گذار باشد، چرا که سوابق بازده معاملاتی گذشته برای هر سرمایه گذار می تواند یک منبع اطلاعاتی خوب تلقی شود اما مشکل از جایی شروع می شود که بسیاری از افراد در زمان تصمیم گیری برای سرمایه گذاری نه بر اساس عقل و منطق بلکه بر اساس احساسات و هیجان اقدام به تحلیل بازده معاملاتی درک شده گذشته خود می کنند، که این امر مسبب ایجاد خطاهای روانشناختی در سرمایه گذاران می شود (کورزو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). بنابراین می توان گفت زمانی که سرمایه گذاران در فرآیند تصمیم گیری دچار احساسات می شوند، از تصمیم گیری عقلایی فاصله گرفته که نتیجه آن تصمیمات مبتنی بر تورش های رفتاری است (تقوی و همکاران ۱۴۰۱).

از جمله خطاهای معامله گران که می تواند تحلیل و تفسیر افراد را از منابع اطلاعاتی گذشته یا به عبارت دیگر بازده های که یک سرمایه گذار در گذشته درک کرده، تحت تأثیر قرار دهد می توان به سوگیری نمایندگی اشاره کرد، سوگیری نمایندگی یک میانبر ذهنی است و به عنوان تمایل به ارتباط غیر منطقی یک ویژگی با ویژگی دیگر تعریف می شود. این خطای شناختی زمانی به وجود می آید که افراد احتمالات را نادیده می گیرند و به الگوهای

1. Barberis et al.
2. Kim and Nofsinger
3. Tversky and Kahneman.
4. Thaler and Johnson.
5. Corzo et al.

کلیشه ای نادرستی که آنها در روند گذشته درک کرده اند اتکا می کنند (باربریس و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). این خطای شناختی می تواند باعث شود افراد در زمان خرید سهام عملکرد شرکت را با روند بازده گذشته آن سنجش نمایند و معتقد هستند شرکتی که در گذشته روند مثبتی داشته است این روند مثبت در آینده هم ادامه خواهد داشت (هیرشلیفر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). از نظر روانشناختی، این بدان معنی است که سوگیری نمایندگی، روند تصمیم گیری سرمایه گذاران را سرعت می بخشد (سپتین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲).

یکی دیگر از خطاهای روانشناختی که امکان دارد سرمایه گذاران در معرض و تیررس آن قرار گیرند سوگیری محافظه کاری است. سوگیری محافظه کاری به گرایش سرسختانه به یک دیدگاه یا پیش بینی تعریف می شود که در آن سرمایه گذاران به اطلاعات تاریخی یا حقایق مربوط به یک موضوع خاص پایبند هستند و به اطلاعات جدیدی در رابطه با آن موضوع خاص توجه کمی می کنند و نمی توانند خود را با اطلاعات جدید موجود در بازار وفق دهند، که واکنش آنها در مواجهه با این پدیده تصمیمات سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می دهد (شفرین<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰). در چنین شرایطی سرمایه گذاران نمی توانند به اطلاعات جدید، سریع و به موقع واکنش نشان دهند و از آنجا که به اطلاعات قدیمی شرکت پایبند هستند امکان دارد نتوانند به درستی چشم انداز مناسبی از سرمایه گذاری خود داشته باشند. بنابراین اغلب سرمایه گذاران در تصمیمات مالی خود دچار خطاهای روانشناختی می شوند (زینی و همکاران ۱۴۰۰).

با توجه به اینکه در سال های اخیر بازار سرمایه ایران نوسانات و تلاطم های زیادی را تجربه کرده و گاه ها روند صعودی بازار به صورت حسابی و غیر واقعی بوده، این امر موجب بروز رفتارهای غیر عقلایی و تورش های رفتاری در سرمایه گذاران شده، از این رو پی بردن به نحوه تاثیر بازده های درک شده بر خطاهای روانشناختی سرمایه گذاران و نقش جنسیت در بروز سوگیری های روانشناختی در بازار سرمایه ایران حائز اهمیت است. بنابراین جای این گونه تحقیقات در حوزه مالی احساس می شود، زیرا با مطالعه این دست تحقیقات میتوان عوامل تاثیرگذار در تشدید مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران را شناسایی و از ضرر و زیان سرمایه گذاران جلوگیری کرد. همچنین باید اذعان داشت که تا کنون تاثیر بازده پرتفوی درک شده گذشته بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران با توجه به نقش تعدیل گری جنسیت در تحقیقات داخل کشور مورد بررسی قرار نگرفته است. از این رو پژوهش حاضر در ایران و در این حوزه جدید و قابل توجه است، که در این ارتباط تاثیر بازده پرتفوی درک شده گذشته بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران با نگاهی بین جنسیتی در میان سرمایه گذاران در بازار بورس مورد بررسی قرار می گیرد.

در ادامه این پژوهش به تبیین مبانی نظری و پیشینه تحقیق پرداخته خواهد شد، سپس روش شناسی پژوهش، نحوه ارزیابی پایایی و روایی پرسشنامه و روش شناسی مدل معادلات ساختاری بیان خواهد شد. و در انتها مدل

1. Barberis et al.
2. Hirshleifer.
3. Septian et al
4. Shefrin.

پژوهش برآزش شده و نتایج فرضیه های آزمون تشریح و بر اساس نتایج حاصل از آن به بحث و نتیجه گیری پرداخته خواهد شد.

## ۲- مبانی نظری

محققان در سراسر جهان به طور فزاینده ای مشتاق هستند تا جنبه های رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاری در بین انسان ها را کشف کنند. به منظور ارائه پاسخ به این که چرا افراد تصمیمات مالی غیرمنطقی می گیرند حوزه مالی رفتاری متولد شد، که ترکیبی خردمندانه از اقتصاد متعارف و مالی با نظریه روانشناسی رفتاری و روانشناختی است. در این راستا بسیاری از پژوهشگران بر تحلیل ویژگی های روانشناختی سرمایه گذاران تمرکز کرده اند تا عواملی که بر تصمیمات غیر بهینه سرمایه گذاران تاثیر گذار هستند را شناسایی کنند. کنون<sup>۱</sup> (۱۹۲۷)، برخوردهای احساسی را بسته به موقعیت های که شخص سرمایه گذار در آن قرار دارد و بر اساس وضعیت موجود بازار تصمیم گیری می کند می داند. اسکاچتر<sup>۲</sup> (۱۹۶۴)، استدلال کنون را مبنی بر اینکه واکنش های احساسی مسئله ی خودکار نمی باشد را رد می کند و بیان می کند واکنش های سرمایه گذاران در شرایطی که بازار دارای عدم تقارن اطلاعاتی بوده و دسترسی به اطلاعات در بازار کم هست می داند و بیان می دارد که در چنین شرایطی احساسات سرمایه گذاران افزایش پیدا می کند.

در این برهه از زمان هنوز فرضیه بازار کارا غالب و مطرح بوده که در ادامه فاما<sup>۳</sup> (۱۹۷۰)، نظریه بازار کارا را معرفی می کند و استدلال می کند بازارها کارآمد و سرمایه گذاران منطقی هستند. تسلط فکری بر انقلاب بازار کارآمد بیشتر توسط اقتصاددانانی که بر عناصر روانشناختی و رفتاری تعیین قیمت سهام تاکید می کنند به چالش کشیده شده است، اندرسون و کروز<sup>۴</sup> (۱۹۹۰)، با به تصویر کشیدن یک دوره از قیمت های سهام تاریخی به مردم، فرضیه بازار کارا را به چالش کشیدند، آنها استدلال کردند وقتی که یک روند پدید می آید سرمایه گذاران علاقمند هستند قیمت های گذشته را بررسی کنند، که این روند باعث می شود تصمیمات سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار دهد. به عنوان مثال اگر در روند گذشته، یک حباب قیمتی در سهام یک شرکت ایجاد شده باشد سرمایه گذاران تمایل دارند یک بازده مثبت جدیدی را در ذهن خود تشکیل دهند (جوردن فیگر<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷).

پدر مالی رفتاری کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۹)، نظریه چشم انداز را به عنوان نظریه اساسی مالی رفتاری مطرح کرد و در سال ۱۹۹۲ الگوی جدیدتر آن تئوری چشم انداز تجمیعی را در رفتار اقتصادی سرمایه گذاران تبیین نمودند، این نظریه توضیح می دهد عوامل روانشناختی سرمایه گذاران مسئول انحراف از تصمیم گیری های عقلانی است و سرمایه گذاران گاهی اوقات در هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری غیر منطقی رفتار می کنند.

1. Kenon.
2. Schachter.
3. Fama.
4. Andreassen and Kraus
5. Jordan Fieger.

استدلال سایمون<sup>۱</sup> (۱۹۵۷)، درباره عقلانیت محدود نیز نظریه چشم انداز را تأیید کرد. بنابراین سرمایه گذاران اغلب تمایل به انجام خطاهای سیستماتیک دارند که منجر به تصمیم گیری بهینه نمی شود. این یافته در تضاد با نظریه مطلوبیت مورد انتظار مارکوویتز<sup>۲</sup> (۱۹۵۲)، است که اظهار داشت یک سرمایه گذار منطقی در هر شرایطی رفتار ثابتی از خود نشان می دهد، خواه ریسک گریز یا ریسک پذیر باشد. کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۴)، بیان می کنند که واکاوی در روند گذشته موجب شکل گیری فرآیندی از طبقه بندی های مشخص در ذهن افراد می شود، و انتظارات غیر منطقی در مورد عملکرد آینده شرکت ها در ذهن خود پدید می آورند.

رویداد های اخیر در بازارهای مالی تفاوت های بین مالی سنتی و مالی رفتاری را برجسته می کند. مالی رفتاری تأثیرات واریانس های روانشناختی در تصمیم گیری های مالی و پیامدهای متعاقب آن را بر بازارها تحلیل می کند. مالی رفتاری جایی وارد بازی می شود که عقلانیت نظریه های سنتی شکست می خورد و جایگاه خود را به احساسات و رفتارهای غیر عقلایی می دهد. از آنجایی که مبانی مالی استاندارد مانند مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، فرضیه بازار کارآمد و نظریه مدرن پرتفوی زیر سوال رفته است، مالی رفتاری توضیحی جایگزین برای ناهنجاری های مختلف بازار سهام مانند واکنش بیش از حد، حباب های سوداگرانه و سقوط ارائه می دهد.

## ۲-۱ سوگیری نمایندگی

سوگیری نمایندگی به معنای واکنش بیش از حد سرمایه گذاران به موقعیت ها بر اساس تجربیات گذشته است. این سوگیری را می توان هسته اصلی تمامی سوگیری های روانشناختی نیز قلمداد کرد، زیرا سرمایه گذاران هر واقعه جدید را بر مبنای سوگیری نمایندگی در طبقه بندی های ذهنی قبلی قرار می دهند (فرانکل و کوتاری<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). فرینسیدی<sup>۴</sup> (۲۰۱۶)، توصیف میکند سوگیری نمایندگی که اغلب در بازارهای مالی مشهود است، بر این فرض استوار است که سرمایه گذاران عملکرد گذشته را بهترین شاخص برای پیش بینی عملکرد آینده در نظر می گیرند. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران اغلب بر این باورند که نرخ بازده گذشته نشان دهنده بازده مورد انتظار در آینده است، به صورتی که سرمایه گذاران فرض می کنند که اگر شرکتی پی در پی سود اعلام کند، این سهم به رشد خود ادامه خواهد داد و این شرکت را یک شرکت خوب برای سرمایه گذاری می دانند. بنابراین، سرمایه گذاران انتظار بازده بالاتری را برای سهام پر بازده گذشته خود دارند و از این روند به عنوان یک کلیشه برای حرکت سهام در آینده استفاده می کنند (آکرت و دیوز<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹). در همین راستا می توان گفت سوگیری نمایندگی به کلیشه ها برای شکل دادن به عقاید یا تصمیماتی که سریع اما غیرمنطقی هستند متکی است (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۸). در نهایت این خطای روانشناختی می تواند باعث شود یک سرمایه گذار به سادگی فکر کند که اگر شرکتی عملکرد خوبی داشته باشد، این عملکرد در آینده هم ادامه دار خواهد و همچنین فکر می کند که اگر شرکت

1. Simon.
2. Markowitz.
3. Frankel and Kothari.
4. Frensidy.
5. Ackert and Deaves.

عملکرد بدی داشته باشد و شکست بخورد، این عملکرد در آینده هم ادامه دار است. این می تواند ما را به این واقعیت نزدیک کند که در بازار های مالی سرمایه گذاران تمایل به غیرمنطقی بودن دارند ( بهوانی و سنتل<sup>۱</sup> ۲۰۲۲).

## ۲-۲ سوگیری محافظه کاری

در حسابداری محافظه کاری به عنوان یک کیفیت مثبت در نظر گرفته می شود، با این حال مطالعات انجام شده در زمینه مالی رفتاری این نگرش را تایید نمی کند و استدلال می کند که سوگیری محافظه کاری یکی از عمیق ترین سوگیری هایی است که می تواند بر تصمیمات سرمایه گذاران تأثیرگذار باشد. باربریس و همکاران (۱۹۹۸)، در تعریف سوگیری محافظه کاری بیان می کنند که سوگیری محافظه کاری منعکس کننده خطای سیستماتیک در تصمیم گیری سرمایه گذاری است، زیرا معمولاً سرمایه گذاران دیدگاهی عمیقاً احساسی در رابطه با یک سرمایه گذاری دارند و بر اساس اعتقادات خود نسبت به اطلاعات جدید واکنش به موقع و کافی نشان نمی دهند و سایر عوامل تصمیم گیری در سرمایه گذاری را نادیده می گیرند ( بهوانی و سنتل ۲۰۲۲). به صورتی که هنگامی یک موقعیت جدید به وجود می آید که با دیدگاه قبلی آنها در تضاد باشد، اکثر سرمایه گذاران دور شدن از دیدگاه قبلی را بسیار سخت تجربه می کنند و به سادگی اطلاعات جدید را نادیده می گیرند و گاهی اوقات ممکن است به کندی واکنش نشان دهند (پمپیان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). در سوگیری محافظه کاری سرمایه گذاران معمولاً به اطلاعات قبلی که در مورد یک سرمایه گذاری داشته اند می چسبند و به جای جذب اطلاعات جدید از اطلاعات قبلی برای پیش بینی بازار استفاده می کنند (پمپیان، ۲۰۰۶). این تعصب رفتاری در سرمایه گذاران می تواند قیمت سهام را تحت تاثیر قرار دهد (شلیفر و ویشنی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷) و باعث شود سرمایه گذاران در مواجهه با اطلاعات جدید در خصوص سهام خود، تصمیمات غیر عقلایی افراطی گرفته و به احتمال زیاد در آینده بازده کمتری از این سرمایه گذاری داشته باشند.

## ۳-۲ جنسیت

جنسیت به مجموعه بزرگی از توقعات و رفتار های مشترک اشاره دارد که به نگرش مردان و زنان ارتباط دارد و منشوری از خصوصیت ها و تفاوت های بین مردانگی و زنانگی را در بر می گیرد. نقش جنسیت در تصمیم گیری های سرمایه گذاری هنوز یک موضوع بحث برانگیز است که تمام ابعاد آن مورد بررسی محققان قرار نگرفته است. شاید بتوان ادعا کرد به رغم اهمیت بسیار زیاد موضوع جنسیت، در مطالعات و پژوهش های مالی رفتاری، جنسیت نقش حاشیه ای دارد و نادیده گرفته شده است. مردان و زنان هر یک نگرش ها و ترجیحات متفاوتی از یکدیگر

1. Bhavani and senthil
2. Pompian.
3. Shleifer and Vishny.

برای تصمیم گیری در سرمایه گذاری دارند (سوسانتو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳) و این تفاوت در نگرش و ترجیحات باعث می شود تعصبات سرمایه گذاران را تعدیل کند.

در زمان تصمیم گیری برای سرمایه گذاری رفتار سرمایه گذاران اغلب تحت تاثیر احساسات، هیجان، نوع جنسیت، ریسک و بازده درک شده قرار می گیرد (میتال و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶). آلبیتی و رحمان<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، بیان می کند روانشناسی زنان با روانشناسی مردان بر اساس تصمیمات اتخاذ شده توسط هر یک متفاوت است و زنان نسبت به مردان ریسک گریز تر و اعتماد به نفس کمتری دارند همچنین زنان در پردازش اطلاعات جامع تر از مردان هستند. این موضوع توسط سیارکانی و الغیفری<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) تقویت شده است که دریافتند سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران در فرآیند تصمیم گیری در نوع جنسیت متفاوت است.

نتایج مطالعات تجربی انجام شده در این حوزه، این باور را مستند می کنند که مردان نسبت به زنان در زمان تصمیم گیری برای سرمایه گذاری بیشتر در معرض تعصب قرار دارند (آکر و اردک<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸؛ بنگتسون و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵؛ کuo و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۵). از این رو آگاهی از سوگیری هایی روانشناختی که زنان و مردان در هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری از خود نشان می دهد، بسیار حائز اهمیت است.

## ۲-۴ بازده درک شده گذشته

روشی که سرمایه گذاران ویژگی های خاصی را در پاسخ به بازده های گذشته نشان می دهند با شکل گیری باورمنطقی در تضاد است. در طول دهه ۱۹۹۰ سرمایه گذاران بازدهی کمتری را تجربه کردند که تأثیر منفی بر خرید سهام توسط سرمایه گذاران در آینده داشت (استاره بیز<sup>۸</sup>، ۲۰۱۲). هافمن و پست<sup>۹</sup> (۲۰۱۵)، دریافتند که واکنش بازده مثبت کسب شده گذشته باعث به روز رسانی انتظارات سرمایه گذاران می شود. به واسطه انتظارات، سرمایه گذاران فکر می کنند که افزایش قیمت سهام گذشته در آینده حفظ خواهد شد (گرین وود و شلیفر<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۴). که یافته های بین<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۲) نشان می دهد، اثر بازده های مثبت درک شده، بر رفتار معامله کنندگان کوتاه مدت نسبت به معامله کنندگان بلند مدت مشهود تر است. در توضیح نگاه به گذشته برای تصمیم گیری سرمایه گذاری، بسیاری از افراد وقتی به یک سهم فکر می کنند، به طور ذهنی آن را با توزیع بازده گذشته آن نشان می دهند، به احتمال زیاد به این دلیل که آنها توزیع بازده گذشته را به عنوان یک نماینده خوب و در

1. Susanto et al.
2. Maital et al.
3. Albaity and Rahman.
4. Syarkani and Alghifari
5. Acker and Duck.
6. Bengtsson et al.
7. Kuo et al.
8. StarBiz.
9. Hoffmann and Post.
10. Greenwood and Shleifer.
11. Bin

دسترس برای توزیع بازده آتی سهام می بینند. در همین رابطه السببان و آالفج (۲۰۲۰)، در تحقیقی که انجام دادند استدلال می کنند که بازده مثبت کسب شده در گذشته بر تورش های رفتاری سرمایه گذاران تأثیر می گذارد که این امر منجر به گردش معاملات بالاتر و بروز رفتارهای غیر منطقی سرمایه گذاران در بازارهای سهام می شود.

این پژوهش بر این فرض استوار است که، بازده های کسب شده در توالی قبل کلیشه های هستند که سرمایه گذاران در ذهن نگاه داشته و این باور را برای آینده خود حفظ می کنند، با این نگرش که آنها می توانند در آینده هم بازده های مثبتی را دریافت کنند (کومار<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). تصمیم گیری افراد برای اینکه چه سهامی خریداری کنند معمولاً تحت تأثیر بازده های دریافت در گذشته و بازدهی که انتظار دارند در آینده دریافت کنند قرار می گیرد (سوباش<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). بر همین اساس سرمایه گذاران با توجه به روند گذشته شرکت در ذهن خود نوعی طبقه بندی شکل می دهند و در مورد عملکرد آینده شرکت قضاوت می کنند و با توجه به قاعده در دسترس بودن، سرمایه گذاران جهت تصمیم گیری برای سرمایه گذاری به بازده کسب شده در گذشته تکیه می کنند.

این پژوهش فرض می کند جنسیت نقش تعدیل گری بر رابطه بین بازده پرتفوی درک شده گذشته و مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران دارد. پس فرضیه های پژوهش را بدین صورت بیان می کنیم:

**فرضیه اول:** بازده پرتفوی درک شده گذشته بر سوگیری نمایندگی سرمایه گذار تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** بازده پرتفوی درک شده گذشته بر سوگیری محافظه کاری سرمایه گذار تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه سوم:** جنسیت نقش تعدیل گری در رابطه بین بازده پرتفوی درک شده گذشته و سوگیری نمایندگی دارد.

**فرضیه چهارم:** جنسیت نقش تعدیل گری در رابطه بین بازده پرتفوی درک شده گذشته و سوگیری محافظه کاری دارد.

### ۳-پیشینه پژوهش

نخستین مطالعات در زمینه تورش های رفتاری سرمایه گذاران و تصمیم گیری های مالی در بازار های سرمایه به سال ۱۹۷۳ برمی گردد که کاهنمن و تورسکی با انتشار مقاله ای با موضوع قضاوت نمایندگی، تعصب نمایندگی را مورد مطالعه قرار دادند.

سوسانتو و همکاران (۲۰۲۳)، در تحقیقی به بررسی تأثیر تفاوت های جنسیتی، سوگیری چارچوب بندی و مسئولیت بر تصمیمات سرمایه گذاری پرداخته اند. نتایج این تحقیق نشان داده که چارچوب بندی مثبت و منفی و سطوح مسئولیت بر تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. همچنین در نتایج تحقیق آنها مشخص شد، زنان و مردان ترجیحات متفاوتی در تصمیم گیری های مشابه داشتند.

1. Alsabban and Alarfaj
2. Kumar.
3. Subash.



افریانی<sup>۱</sup> (۲۰۲۳)، در تحقیقی به بررسی تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران انفرادی بر اساس عوامل مالی رفتاری پرداخته است. این تحقیق با هدف تعیین و تجزیه و تحلیل تأثیر چندین سوگیری رفتاری از جمله سوگیری اعتماد بیش از حد، لنگر انداختن و رفتار گله ای بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران انجام شد. نتایج این تحقیق حاکی از این بوده که سوگیری اعتماد بیش از حد و لنگر انداختن بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیر مثبت و معناداری دارد، اما رفتار گله ای بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیر منفی و معناداری دارد.

سیارکانی و الغیفری (۲۰۲۲)، در تحقیقی به بررسی تأثیر سوگیری های روانشناختی بر تصمیم گیری سرمایه گذار و نقش تعدیل گری عوامل جمعیت شناختی پرداخته اند. یافته های این تحقیق نشان داده که سوگیری اعتماد بیش از حد و سوگیری توهم کنترل بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیر گذار و جنسیت تأثیر بین سوگیری اعتماد بیش از حد و توهم کنترل بر تصمیم گیری سرمایه گذار را تعدیل می کند. آنها همچنین دریافته اند، عوامل سن و آموزش تأثیر بین سوگیری اعتماد بیش از حد و توهم کنترل بر تصمیم گیری سرمایه گذار را تعدیل نمی کند.

احسن و مالک<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی به بررسی نقش تعدیل کننده سوگیری محافظه کاری در ویژگی های شخصیتی و مدیریت سرمایه گذاری پرداخته اند، نتایج تحقیق آنها نشان داد که سوگیری محافظه کاری تأثیر معنا داری بر قصد سرمایه گذاری بلند مدت دارد و همچنین هیچ نقش تعدیل کننده سوگیری محافظه کاری در چهار ویژگی شخصیتی یافت نشد.

بهوانی و سنتل (۲۰۲۲)، در تحقیقی به بررسی تأثیر سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران بر تصمیم گیری های سرمایه گذاری در تاملینادو پرداخته اند. نتایج این تحقیق نشان داده که سوگیری محافظه کاری، رفتار گله ای، اثر تمایل، پشیمان گریزی، خود اسنادی، نمایندگی، بیزاری از دست دادن و اعتماد بیش از حد تأثیر مثبت و قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه گذاری دارند که منجر به بروز رفتار های غیر منطقی در سرمایه گذاران شده است. همچنین در نتایج تحقیق آنها مشخص شد سوگیری تعصب خانه و چارچوب بندی بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیر منفی دارد.

الربادی، و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی سوگیری های روانشناختی و عملکرد سرمایه گذاران و تأثیر جنسیت در بورس اوراق بهادار عمان پرداخته اند. نتایج این تحقیق نشان داده که سوگیری نمایندگی، سوگیری تایید و سوگیری اعتماد بیش از حد بر عملکرد سرمایه گذاران تأثیر مثبت و معنا داری دارد و همچنین آنها دریافته اند هیچ تفاوت آماری معنا داری بین عملکرد زن و مرد نیست.

چیترا و جایاشری<sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، در تحقیقی به بررسی آیا ویژگی های جمعیت شناختی تفاوتی در رفتار سرمایه گذار ایجاد می کند؟ پرداخته اند. بر اساس نتایج آنها، رفتار سرمایه گذاران تابع عوامل سوگیری نمایندگی،

1. Afriany

2. Ahsan and Malik.

3. Alrabadi et al.

4. Chitra and Jayashree.

محافظه کاری و اعتماد بیش از حد است. همچنین در تحقیق آنها مشخص شد که جنسیت، سن، تحصیلات و تجربه با عوامل رفتاری در تصمیم گیری های سرمایه گذاری مرتبط هستند.

لی، و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳)، در تحقیقی به بررسی تأثیر سوگیری های روانشناختی و جنسیت سرمایه گذار بر عملکرد و ریسک پرتفوی پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که مردان و زنان سوگیری های رفتاری متفاوتی از خود نشان می دهند و این سوگیری های رفتاری می توانند در نهایت بر عملکرد سرمایه گذاران تأثیر بگذارد.

بازده درک شده گذشته مفهوم جدیدی است که تا کنون تحقیقات کمی در مورد آن انجام شده است. از جمله، خان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در تحقیقی به بررسی تأثیر بازده سهام درک شده بر رفتار مالی سرمایه گذاران با توجه به نقش میانجی گری سوگیری اعتماد بیش از حد پرداخته اند. یافته های پژوهش نشان می دهد که بازده مثبت درک شده بالاتر، از طریق کانال واسطه ای سوگیری اعتماد بیش از حد، درصد سرمایه گذاری در سهام پر خطر و تمایل به ریسک سرمایه گذاران را افزایش می دهد.

بین (۲۰۲۲)، در تحقیقی به بررسی اثرات عملکرد معاملات قبلی بر ریسک پذیری معاملات بعدی پرداخت است. نتایج این تحقیق نشان داده که رابطه مثبتی بین سودهای کسب شده قبلی و تغییر در ریسک پذیری وجود دارد، همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد اثر بازده های مثبت درک شده، بر رفتار معامله کنندگان کوتاه مدت نسبت به معامله کنندگان بلند مدت مشهود تر است.

هیبرت و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی تأثیر نتایج سرمایه گذاری قبلی بر تصمیمات سرمایه گذاری آینده و تفاوت جنسیتی پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد بخش بزرگی از مردان پس از متحمل شدن ضرر به سرمایه گذاری در سهام ادامه می دهند اما اکثریت زنان تمایل دارند از سرمایه گذاری در سهام اجتناب کنند.

السبان و آلفراج (۲۰۲۰)، در تحقیقی به تحلیل تجربی مالی رفتاری و شواهدی از رفتار اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران در بازار سهام عربستان پرداخته اند. نتایج این تحقیق حاکی از این بوده که بازده مثبت گذشته بر سطح اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران تأثیر می گذارد که این امر منجر به گردش معاملات بالاتر و بروز رفتارهای غیر منطقی سرمایه گذاران در بازارهای سهام می شود.

علی نژاد و همکاران (۱۴۰۱)، در تحقیقی به بررسی آزمون محتوای اطلاعاتی تحت تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و کیفیت گزارشگری مالی شرکت های پذیرفته در شرکت بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که ضریب تعیین محتوای اطلاعاتی در حالتی که رفتار احساسی سرمایه گذاران در حالت بالا و کیفیت گزارشگری مالی در حالت متوسط باشد دارای بیشترین مقدار می باشد. همچنین آنها بر اساس نتایج آزمون فریدمن نیز نشان دادند که بین گروه های مختلف رفتار احساسی سرمایه گذاران و کیفیت گزارشگری مالی جونز، بال و دیچو تفاوت معناداری وجود دارد.

1. Lee et al.
2. Khan et al.
3. Hibbert et al.

زینی وند و همکاران (۱۴۰۰)، در تحقیقی به بررسی سوگیری های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که تورش های رفتاری سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه گذاری آنها در سطوح مقاومت و حمایت داشته اند و همچنین تورش های رفتاری در بین سرمایه گذاران حقیقی، قدرت پیش بینی کنندگی بیشتری از تصمیمات سرمایه گذاری آنها داشته است.

سعادت زاده حصار و همکاران (۱۴۰۰)، در تحقیقی به بررسی ارتباط سوگیری شناختی در رفتار سرمایه گذاران با واسطه نوسانات قیمت سهام پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین سوگیری شناختی و رفتار سرمایه گذاران تحت شرایط نوسان زیاد رابطه مثبتی وجود دارد. بنابراین می توان ادعا نمود که سوگیری های شناختی تحت شرایط نوسان کم کاهش یافته و در نتیجه رفتار سرمایه گذاران کمتر تحت تاثیر سوگیری های شناختی قرار می گیرد.

آسیابی و همکاران (۱۴۰۰)، در تحقیقی به بررسی انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان شناختی) بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. رتبه بندی فریدمن نشان داد در رتبه اول زبان گریزی، رتبه دوم رفتار توده وار افراد و رتبه سوم محافظه کاری (تعصب) قرار دارد.

براری و همکاران (۱۴۰۱)، در تحقیقی به بررسی تاثیر متغیر های روانشناختی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران استفاده کننده از تحلیل کانسلیم و تحلیل مالی پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد، متغیر های روانشناختی بر سرمایه گذارانی که از تحلیل کانسلیم و تحلیل مالی استفاده می کنند تاثیر معناداری دارد، آنها همچنین دریافتند تورش های رفتاری، رفتار سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار می دهد.

شیرویه پور و همکاران (۱۴۰۱)، در تحقیقی به تحلیل تاثیر سوگیری های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه گذاری و کارایی بازار برای خطمشی گذاری در آینده پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که سوگیری های اعتماد بیش از حد، دسترس پذیری، لنگر انداختن و تعدیل تأثیر معناداری بر کارایی بازار دارد. همچنین یافته های این تحقیق نشان داد که سوگیری اعتماد بیش از حد، لنگر انداختن و تعدیل تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد.

وارث و همکاران (۱۳۹۹)، در تحقیقی به بررسی رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد، رفتار توده ای سرمایه گذاران در دوره های صعود شاخص بورس و ریزش شاخص بورس مشاهده گردید، ولی شدت رفتار توده ای در زمان صعود شاخص بورس بیشتر از زمان ریزش شاخص بورس بوده است.

تقوی و همکاران (۱۴۰۱)، در تحقیقی به بررسی پیش بینی گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از نسبت های مالی با تکیه بر روش تجزیه و تحلیل مولفه های اساسی پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که نسبت های درصد تغییرات فروش، سود خالص به دارایی و نسبت تغییرات موجودی به تغییرات فروش تاثیر مثبت

و معناداری بر احساسات سرمایه گذاران دارد. با نگاه به پیشینه پژوهش باید اذعان داشت که تأثیر بازده پرتفوی درک شده گذشته بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران با نقش تعدیل گری جنسیت هنوز به اندازه کافی مورد بررسی قرار نگرفته است و این اولین پژوهش در ایران است که به چنین موضوع مهمی می پردازد. این پژوهش تأثیر بازده های درک شده گذشته بر مکانسیم های روانشناختی سرمایه گذاران را با توجه به نقش تعدیل گری جنسیت مورد مطالعه قرار می دهد.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، در حیطه تحقیقات کاربردی است. از حیث نحوه جمع آوری اطلاعات توصیفی و از نوع پیمایشی است. از آنجا که پژوهش حاضر شامل کلیه سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران است، از روش میدانی استفاده شده است. به منظور سنجش فرضیه های تحقیق، از روش مدل معادلات ساختاری استفاده شده است.

#### ۵- روش گردآوری داده ها

برای تدوین مبانی نظری و ادبیات پژوهش از منابع کتابخانه ای، مقالات و تارنماهای علمی داخلی و خارجی استفاده شده است. برای گردآوری داده ها، به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از پرسشنامه استفاده شده است. پرسشنامه این پژوهش به دو بخش تقسیم می شود، بخش اول مربوط به سوالات جمعیت شناختی و بخش دوم به سوالات تخصصی اختصاص داشت. سوالات پرسشنامه به صورت بسته و بر مبنای مقیاس لیکرت در چارچوب پنج گزینه (از کاملاً موافقم = ۵ تا کاملاً مخالفم = ۱ و خیلی خوب = ۵ تا خیلی بد = ۱) طراحی شده است.

#### ۶- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در پژوهش حاضر از روش نمونه گیری تصادفی استفاده شد. حداقل حجم نمونه مدل معادلات ساختاری براساس تعداد سازه های اصلی یا متغیرهای پنهان تعیین می شود. با وجود آنکه در مورد حجم نمونه کافی برای مدل های ساختاری میان پژوهشگران توافق کلی وجود ندارد، اما به زعم بسیاری از پژوهشگران حداقل حجم نمونه لازم ۲۰۰ می باشد (حبیبی و عدنور، ۱۳۹۶). که به علت افزایش تعمیم پذیری نتایج پژوهش، حجم نمونه به ۳۴۷ نفر افزایش پیدا کرد. در زمان توزیع پرسشنامه جهت اطمینان از اینکه فرد مورد نظر یک سرمایه گذار فعال است یا خیر، تعداد دفعاتی که فرد مورد نظر در سال معامله می کند پرسیده شد و سرمایه گذارانی که جواب آنها بیشتر از ۱۰ بار در سال بود جهت تکمیل پرسشنامه انتخاب شدند. با توجه به احتمال عدم تکمیل پرسشنامه ها و یا ناقص جواب دادن توسط پاسخ دهندگان تعداد ۴۷۰ پرسشنامه (۲۲۰ پرسشنامه کاغذی و ۲۵۰ پرسشنامه الکترونیکی) طی دو نوبت جهت پاسخ دهی بین سرمایه گذاران واجد شرایط به منظور جمع آوری داده ها و اطلاعات توزیع گردید. از پرسشنامه های توزیع شده ۴۳۱ مورد جمع آوری شد که تعداد ۸۴ مورد از آنها به دلیل نواقص و نحوه جواب

دهی به سوالات دروغ یاب کنار گذاشته شد و مورد استفاده قرار نگرفتند. بر این اساس ۳۴۷ عدد پرسشنامه پذیرفته شد.

#### ۷- ابزار پژوهش و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

پرسشنامه این پژوهش از دو بخش (سوالات عمومی و سوالات تخصصی) تشکیل شده است. بخش اول به اطلاعات جمعیت شناسی از قبیل جنسیت، تحصیلات، سن و سابقه فعالیت در بازار بورس ایران اختصاص داشت. بخش دوم سوالات از سه قسمت تشکیل شده است، قسمت اول پرسشنامه سوالات تخصصی پژوهش به متغیر بازده درک شده گذشته اختصاص داشت که از پرسشنامه خان و همکاران (۲۰۱۹)، استفاده شد. قسمت دوم پرسشنامه سوالات تخصصی مربوط به متغیر سوگیری نمایندگی سرمایه گذار بود که از پرسشنامه چیترا و جایاشری (۲۰۱۴)، استفاده شد. قسمت سوم پرسشنامه سوالات تخصصی به متغیر سوگیری محافظه کاری سرمایه گذار اختصاص داشت که از پرسشنامه رحیم<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، استفاده شد.

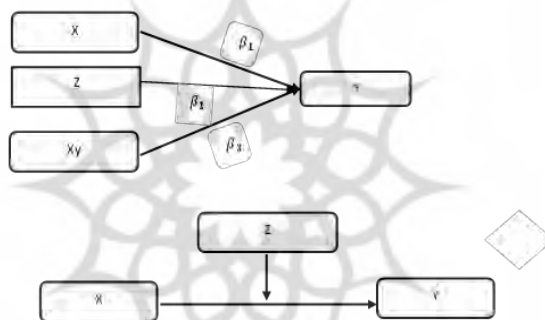
#### ۸- روش‌شناسی مدل معادلات ساختاری

برای بررسی روابط علی بین متغیرها به صورت منسجم، روش های مختلفی وجود دارد. در این پژوهش از مدل معادلات ساختاری (SEM<sup>۲</sup>) برای بررسی و سنجش روابط میان متغیرهای پنهان که همزمان متغیرهای مشاهده پذیر را نیز در نظر می‌گیرد استفاده گردید (هومن، ۱۳۸۴). مدل معادلات ساختاری (SEM) که در اواخر دهه شصت میلادی معرفی شد ابزاری قدرتمند در تحلیل‌های چند متغیره آماری محسوب می‌شود که برای بررسی تأثیر چند متغیر بر یکدیگر نیز استفاده می‌شود. هدف اصلی روش مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) ساخت مدل مفهومی جهت ارتباط بین متغیرهای محدود و مشخصی می‌باشد. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نسخه ۲۶ نرم افزار آماری ایموس استفاده شده است. همچنین برای تخمین مقدار پارامترهای ناشناس از قاعده برآورد حداکثر درست نمایی که به طور خلاصه به آن MLE گفته میشود استفاده شده است. در این روش داده‌ها باید از توزیع نرمال پیروی کنند و برای آزمون نرمال بودن متغیرها از دو شاخص اساسی توزیع داده‌ها، آزمون چولگی و کشیدگی استفاده گردید. جهت نرمال بودن، ضریب کشیدگی هر متغیر باید کمتر از ۷ و ضریب چولگی بین ۲+ و ۲- باشد و متغیر وابسته باید دارای پیوستگی باشد (برن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). طبق آزمون انجام شده در جدول ۱ ضریب کشیدگی متغیرها کمتر از ۷ و ضریب چولگی متغیرها بین ۲+ و ۲- است، پس میتوان نتیجه گرفت متغیر های پژوهش نرمال هستند.

1. Rahim.
2. StructuralEquationModeling.
3. Byrne.

### ۹- روش‌شناسی مدل تعدیل گری

در شکل ۱، X متغیر مستقل، Z متغیر تعدیل گر، XY اثرات متقابل تعدیل گری و Y متغیر وابسته مد نظر گرفته شده است. اثرات تعدیل معمولاً تحت عنوان تعامل بین عوامل یا متغیرها مورد بحث قرار می‌گیرد که در آن اثر یک متغیر به سطوح متغیر دیگر در تجزیه و تحلیل بستگی دارد. به بیان دیگر، تعدیل به بررسی تعامل آماری بین دو متغیر مستقل در پیش بینی یک متغیر وابسته گفته می‌شود. اثرات تعدیل با استفاده از برابری ضرایب مسیرهای  $(\beta_1, \beta_2, \beta_3)$  مورد بررسی قرار می‌گیرد. ضریب مسیر  $(\beta_3)$  به عبارت دیگر ضریب رابطه اثر متقابل تعدیل گری XY با متغیر وابسته Y اثر تعدیل گری را نشان می‌دهد. چنانچه مسیر  $(\beta_3)$  تفاوت معنی‌داری با صفر داشته باشد، رابطه X با Y توسط Z تعدیل می‌شود. اثر تعدیل گری بر دو نوع است، تعدیل کامل و شبه تعدیل گر. اگر ضرایب مسیرهای  $(\beta_3, \beta_2, \beta_1)$  مخالف صفر و معنادار باشند، در این صورت Z یک متغیر تعدیل گر جزئی است؛ اما اگر  $(\beta_3 \neq 0, \beta_2 = 0)$  در این صورت متغیر Z یک متغیر تعدیل گر خالص می‌باشد.



شکل ۱- الگوی مدل تعدیل گر

### ۱۰- یافته‌های پژوهش

#### ۱۰-۱ آمار توصیفی و جمعیت شناختی

تحلیل ۳۴۷ پرسشنامه دریافت شده نشان می‌دهد، از حیث جمعیت ۱۵۳ نفر از پاسخ دهندگان مرد و ۱۹۴ نفر زن بودند. از نظر سطح تحصیلات، ۶۱/۷ درصد) پاسخ دهندگان را سرمایه گذاران با مدرک تحصیلی کارشناسی تشکیل می‌دهد که دارای بیشترین فراوانی و کمترین مقدار فراوانی مربوط به پاسخ دهندگان با مدرک تحصیلی دکتری (۳/۲ درصد) بود. در خصوص سن پاسخ دهندگان، بیشترین فراوانی مربوط به پاسخ دهندگان تا ۳۰ سال سن با تعداد ۱۶۴ نفر (۴۷/۳ درصد) و کمترین مقدار فراوانی مربوط به پاسخ دهندگان با پنجاه سال سن به بالا با تعداد ۱۸ نفر (۵/۲ درصد) بود. در خصوص سابقه فعالیت در بازار بورس، بیشترین فراوانی مربوط به افراد با سابقه تا ۱۰ سال فعالیت با تعداد ۲۵۷ نفر (۷۴/۱ درصد) و کمترین فراوانی مربوط به افراد با سابقه فعالیت بالای بیست سال با تعداد ۲ نفر (۰/۵ درصد) بود.

جهت تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش از پارامترهای توصیفی میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی مطابق جدول ۱ استفاده و برای سنجش این متغیرها از طیف لیکرت (۱ تا ۵) استفاده شده است. میانگین متغیر سوگیری نمایندگی (۳/۷۶)، سوگیری محافظه کاری (۲/۵۵) و متغیر بازده درک شده گذشته دارای میانگین (۲/۳۹) می باشد. نتایج به دست آمده از شاخص های توصیفی بیانگر این مطلب است که سرمایه گذاران جامعه نمونه در سطح متوسط رو به بالا تحت تاثیر سوگیری نمایندگی اقدام به تصمیم گیری می نمایند. همچنین میانگین سوگیری محافظه کاری کمتر از میانگین سوگیری نمایندگی است که تایید می کند سرمایه گذاران جامعه نمونه نسبت به سوگیری نمایندگی کمتر دچار سوگیری محافظه کاری شدند، در صورتی که هر چقدر کمتر سرمایه گذاران تحت تاثیر سوگیری های روانشناختی تصمیم گیری و اقدام به سرمایه گذاری کنند، سرمایه گذاری کم ریسک تر و پرتفوی بهینه تری دارند. همانگونه که در قسمت روش شناسی مدل معادلات ساختاری بیان شد، ضریب چولگی متغیرها باید بین ۲+ و ۲- و ضریب کشیدگی متغیرها بین ۷- و ۷+ باشد، بنابراین با توجه به نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نرمال می باشند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیرهای پژوهش	تعداد	میانگین	انحراف	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
سوگیری نمایندگی	۳۴۷	۳/۷۶	۰/۶۴	۱	۵	-۰/۱۸	-۰/۳۸
سوگیری محافظه کاری	۳۴۷	۲/۵۵	۱/۰۲	۱	۵	۰/۲۵	-۱/۱۸
بازده درک شده گذشته	۳۴۷	۲/۳۹	۰/۷۵	۱	۵	۱/۱۷	۲/۳۴

منبع: یافته های پژوهشگر

#### ۱۰-۲ نتایج روایی و پایایی ابزار پژوهش

برای ارزیابی پایایی و روایی گویه های پرسشنامه، در مرحله اول به منظور سنجش میزان روایی پرسشنامه از نظر محتوایی و ظاهر در اختیار اساتید، خبرگان و صاحب نظران این حوزه قرار گرفت و مورد تایید واقع گردید. مرحله دوم با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی، ساختار کلی پرسشنامه، از نظر روایی محتوایی سازه سنجیده شد. در تشریح تحلیل عاملی تأییدی باید به این نکته توجه نمود، که مقدار بار عاملی بین صفر و یک است. مقدار معیار برای مناسب بودن ضرایب بارهای عاملی، حداقل ۰/۵ می باشد. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می کنید ضرایب بارهای عاملی تمامی سؤالات از ۰/۵ بالاتر است که نتایج تحلیل عاملی نشان می دهد ساختار پرسشنامه برازش مناسبی با داده ها دارد. در این پژوهش از معیار روایی همگرا (AVE) که یک شاخص کمی برای بررسی روایی همگرایی سؤالات است استفاده شد، مقدار شاخص (AVE) که بین صفر و یک است باید بزرگتر از ۰/۵ باشد. مقدار (AVE) هر چه به عدد یک نزدیک تر باشد مقدار روایی همگرا بیشتر است. بر اساس نتایج جدول ۲ روایی همگرایی سازه ها بالاتر از ۰/۵ است، در نتیجه مناسب بودن روایی همگرایی پژوهش تأیید می شود.

برای بررسی پایایی مدل اندازه گیری پژوهش از آزمون های پایایی مرکب و آلفای کرونباخ استفاده شده است، مقدار آلفای کرونباخ و پایایی مرکب باید بزرگتر از ۰/۷ باشد (هیز، ۲۰۱۸). طبق جدول ۲ نتایج آزمون پایایی سوالات پژوهش نشان می دهد ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی مرکب همه متغیر های پنهان بزرگتر از ۰/۷ می باشد. که نشان دهنده پایایی قابل قبول متغیرهای پژوهش است. در جدول ۲ معیار روایی همگرا (AVE)، پایایی مرکب و آلفای کرونباخ همچنین بار عاملی سوالات هر یک از متغیرها، شامل سوگیری نمایندگی و سوگیری محافظه کاری ارائه شده است.

جدول ۲- مقیاس های سنجش پایایی و روایی هم گرای پرسش نامه ها

متغیرهای پژوهش	آلفای کرونباخ	پایایی مرکب	روایی همگرا	بار عاملی
نمایندگی	۰/۸۵	۰/۸۶	۰/۶۰	
نمایندگی - یکم				۰/۷۸
نمایندگی - دوم				۰/۷۶
نمایندگی - سوم				۰/۷۵
نمایندگی - چهارم				۰/۸۲
محافظه کاری	۰/۸۸	۰/۸۷	۰/۶۲	
محافظه کاری - یکم				۰/۷۸
محافظه کاری - دوم				۰/۷۱
محافظه کاری - سوم				۰/۸۲
محافظه کاری - چهارم				۰/۸۴

منبع: یافته های پژوهشگر

## ۱۱-آزمون فرضیه های پژوهش

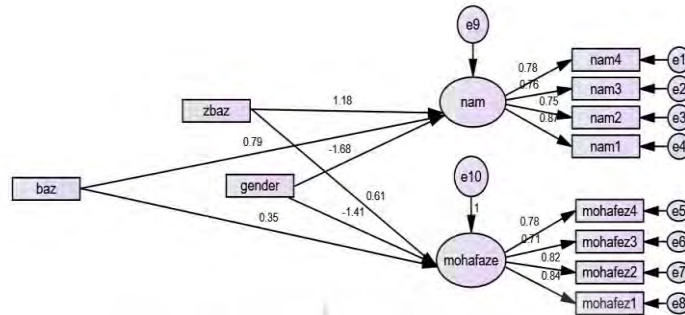
### ۱۱-۱ بررسی مسیر متغیرهای الگوی های معادلات ساختاری

یکی از شیوه های جدید بررسی روابط علی بین متغیرها، روش معادلات ساختاری است که مجموعه ای از سازه های پنهان را از طریق مجموعه ای از متغیرهای مشاهده گر سنجش می نماید. مسیر متغیرها بر اساس الگوی تعدیل گری پژوهش و روش شناسی معادلات ساختاری (بازآیی به بخش روش شناسی تحقیق) در چهار الگوی ساختاری طبق مدل شکل ۲ بررسی شده است. مسیر  $(NAM \rightarrow BAZ)$  شکل ۲، رابطه بین بازده درک شده گذشته با سوگیری نمایندگی و مسیر  $(Mohafeze \rightarrow BAZ)$  شکل ۲، رابطه بین بازده درک شده گذشته با سوگیری محافظه کاری را بررسی می کند. همچنین در مسیر  $(NAM \rightarrow ZBAZ)$  شکل ۲، رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک

1. Hayes.



شده گذشته) با متغیر سوگیری نمایندگی و مسیر (ZBAZ → Mohafeze شکل ۲) رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) با متغیر سوگیری محافظه کاری بررسی می کند.



شکل ۲- الگوی آزمون شده پژوهش

منبع: یافته های پژوهشگر

### ۱۱-۲ برازش الگوی پژوهش

در این پژوهش برای بررسی چگونگی برازش مدل از شاخص های مجذور کای، شاخص نرم شده مجذور کای، شاخص برازش نسبی، شاخص برازندگی تطبیقی، شاخص نیکویی برازش و جذر برآورد واریانس خطای تقریب استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۳ می توان استنباط کرد مدل آزمون شده برازش مناسبی با داده های جمع آوری شده دارد. بنابراین پس از تایید برازش الگوی آزمون شده پژوهش، می توان فرضیه های پژوهش را مورد آزمون قرار داد.

جدول ۳- برازش الگوی آزمون شده پژوهش

مدل	حد قابل قبول	معیار برازش مدل	نوع شاخص
۶۷/۴۸		CMIN	مجذور کای
***	کمتر از ۰/۰۵	P	
۱/۷۹	بین ۱ تا ۵	CMIN/df	نرم شده مجذور کای
۰/۰۵	کمتر از ۰/۰۸	RMSEA	جذر برآورد واریانس خطای تقریب
۰/۹۷	بیش از ۰/۹۰	GFI	شاخص نیکویی برازش
۰/۹۸	بیش از ۰/۹۰	CFI	شاخص برازندگی تطبیقی
۰/۹۷	بیش از ۰/۶۰	RFI	شاخص برازش نسبی

منبع: یافته های پژوهشگر

### ۱۱-۳ نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

نتایج حاصل از بررسی رابطه بین متغیرهای پژوهش نشان می دهد، در فرضیه اول طبق جدول ۴ ضریب رابطه متغیر بازده درک شده گذشته بر سوگیری نمایندگی (۰/۸۸) است و مقدار بحرانی برای مسیر بازده درک شده گذشته بر سوگیری نمایندگی، برابر ۲/۰۴ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ به دست آمده است، به این معنا که بازده درک شده گذشته بر سوگیری نمایندگی در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، هر مقدار که بازده درک شده گذشته سرمایه گذاران بیشتر باشد، سرمایه گذاران بیشتر تحت تاثیر سوگیری نمایندگی اقدام به سرمایه گذاری می نمایند. از این رو فرضیه اول مورد پذیرش قرار می گیرد.

در فرضیه دوم طبق جدول ۴ ضریب رابطه متغیر بازده درک شده گذشته بر سوگیری محافظه کاری (۰/۲۵) است و مقدار بحرانی برای مسیر بازده درک شده گذشته بر سوگیری محافظه کاری، برابر ۲/۱۳ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ به دست آمده است، به این معنا که بازده درک شده گذشته بر سوگیری محافظه کاری در سطح اطمینان ۹۵٪ تاثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، هر مقدار که بازده درک شده گذشته سرمایه گذاران بیشتر باشد، سرمایه گذاران بیشتر تحت تاثیر سوگیری محافظه کاری اقدام به سرمایه گذاری می نمایند. بنابراین فرضیه دوم مورد پذیرش قرار می گیرد.

در فرضیه سوم طبق جدول ۴ ضریب رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری نمایندگی، (۰/۶۸) است و مقدار بحرانی برای مسیر رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری نمایندگی، برابر ۱۶/۸ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ به دست آمده است، پس می توان بیان نمود که بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری نمایندگی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین متغیر جنسیت می تواند رابطه بین بازده درک شده گذشته و سوگیری نمایندگی را تعدیل کند. از این رو فرضیه سوم مورد پذیرش قرار می گیرد.

در فرضیه چهارم طبق جدول ۴ ضریب مسیر رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری محافظه کاری، (۰/۲۳) است و مقدار بحرانی برای مسیر رابطه بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری محافظه کاری، برابر ۲/۶۴ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ به دست آمده است، پس می توان بیان نمود که بین متغیر اثر متقابل (جنسیت \* بازده درک شده گذشته) و سوگیری محافظه کاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین متغیر جنسیت می تواند رابطه بین بازده درک شده گذشته و سوگیری محافظه کاری را تعدیل کند. از این رو فرضیه چهارم مورد پذیرش قرار می گیرد.

در پژوهش حاضر جهت استحکام نتایج طبق جدول ۵ از روش بوت استرپ استفاده شد که در این روش به این علت که حد بالا و حد پایین در فرضیه های ۱ تا ۴ شامل صفر نمی شود، هر چهار فرضیه در سطح ۵ درصد معنادار هستند.

جدول ۴- نتایج آزمون تحلیل مسیر های الگوی تحقیق

نتیجه	مقدار بحرانی	خطای استاندارد	ضریب تاثیر	متغیر وابسته	متغیرهای مستقل
تایید	۲/۰۴	۰/۴۶	۰/۸۸*	سوگیری نمایندگی	بازده درک شده گذشته
تایید	۲/۱۳	۰/۱۳	۰/۲۵*	سوگیری محافظه کاری	بازده درک شده گذشته
تایید	۱۶/۸	۰/۳۲	۰/۶۸*	سوگیری نمایندگی	متغیر اثر متقابل (جنسیت * بازده درک شده گذشته)
تایید	۲/۶۴	۰/۰۹	۰/۲۳*	سوگیری محافظه کاری	متغیر اثر متقابل (جنسیت * بازده درک شده گذشته)

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۵- استحکام نتایج فرضیه های پژوهش

معناداری	حد بالا	حد پایین	ضریب تاثیر	متغیر وابسته	متغیرهای مستقل
۰/۰۲	۱/۷۸	۰/۲۱	۰/۷۸	سوگیری نمایندگی	بازده درک شده گذشته
۰/۰۱	۰/۸۰	۰/۰۵	۰/۳۵	سوگیری محافظه کاری	بازده درک شده گذشته
۰/۰۱	۲/۴۵	۰/۳۹	۱/۲۱	سوگیری نمایندگی	متغیر اثر متقابل (جنسیت * بازده درک شده گذشته)
۰/۰۱	۱/۲۴	۰/۲۵	۰/۶۴	سوگیری محافظه کاری	متغیر اثر متقابل (جنسیت * بازده درک شده گذشته)

منبع: یافته های پژوهشگر

## ۱۲- بحث و نتیجه گیری

تحولات اخیر در بازارهای مالی، تفاوت های بین تئوری مالی کلاسیک و مالی رفتاری را پیش از گذشته نمایان می کند. مالی کلاسیک فرض می کند افراد در فرآیند تصمیم گیری های مالی، کاملاً عقلایی رفتار می کنند و تمام اطلاعات موجود را در یک چارچوب منطقی در نظر می گیرند، در صورتی که مالی رفتاری این فرض عقلانیت را به چالش می کشد و استدلال می کند افراد در دنیای واقعی تصمیم هایشان تحت تأثیر خطاهای روانشناختی و احساسی قرار می گیرد و امکان دارد این تصمیمات غیر عقلایی موجب انحراف قیمت اوراق بهادار از ارزش های بنیادی آنها شده و در نهایت بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار دهد. بورس اوراق بهادار تهران هم از این قاعده مستثنی نبوده و شواهد حاکی از آن است که اکثر سرمایه گذاران در این بازار بدون آنکه آموزش لازم جهت تجزیه و تحلیل و خرید سهام شرکت ها دیده باشند وارد عرصه سرمایه گذاری شده و در بسیاری از مواقع به جای تحلیل منطقی تحت تأثیر احساسات، باورها، هیجانات و قضاوت هایی مبتنی بر تصورات ذهنی، ناشی از بازده های مثبت درک شده گذشته تصمیمات نادرستی در زمینه سرمایه گذاری اتخاذ می کنند که مانع رسیدن به اهدافی که در ذهن خود ترسیم کرده می شوند، چون که سرمایه گذار از تأثیر احساسات ناخودآگاه ناشی از بازده های مثبت درک شده گذشته که منجر به تشدید سوگیری های روانشناختی خصوصاً سوگیری نمایندگی و محافظه کاری می شود آگاهی ندارد که این موضوع باعث می شود افراد تصمیم های مالی غیر منطقی و غیر عقلایی در راستای انتخاب

های گذشته خود بگیرند و در نهایت منجر به ناکارآمد شدن بازار سرمایه که در تضاد با مفهوم بنیادی تئوری بازار کاراست می شود، در همین راستا می توان گفت شناخت عوامل تاثیر گذار بر سوگیری های نمایندگی و محافظه کاری سرمایه گذاران و نقش جنسیت در بروز سوگیری های مذکور در بازار سرمایه ایران حائز اهمیت است. از این رو در این پژوهش ضمن تحلیل اثر بازده های درک شده گذشته بر دو مکانسیم روانشناختی نمایندگی و محافظه کاری به بررسی این موضوع پرداخته شد که آیا متغیر جنسیت در بروز هر یک از مکانسیم های مذکور نقشی دارد؟ این تحقیق با نشان دادن تأثیرات قوی تر بازده های درک شده گذشته بر تصمیمات مالی سرمایه گذاران به ادبیات مالی رفتاری کمک می کند، که در تضاد با فرضیه بازار کارا و مالی کلاسیک است.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های فرضیه یک، نشان داد که رابطه مثبت و معناداری میان بازده پرتفوی درک شده گذشته و سوگیری نمایندگی سرمایه گذاران وجود دارد. تأثیر بازده پرتفوی درک شده گذشته بر سوگیری نمایندگی را می توان با این واقعیت توضیح داد که زمانی افراد تصمیم به سرمایه گذاری دارند، با نگاه به بازده مثبت درک شده گذشته و بر اساس شرایط روانی، عملکرد گذشته را بهترین شاخص برای پیش بینی عملکرد آینده آن شرکتی را که قصد سرمایه گذاری دارند در نظر می گیرند. با حفظ کردن بازده مثبت کسب شده گذشته در ذهن خود به عنوان یک کلیشه و تعمیم آن به آینده، این انتظار را دارند که شرکت در آینده به رشد خود ادامه خواهد دهد و بازدهی مثبت بیشتری از این سرمایه گذاری کسب و سید پرتفوی آنها مانند گذشته عملکرد مطلوبی داشته باشد. تعصب به بازده مثبت درک شده در گذشته، باعث می شود سرمایه گذاران بدون انجام تحلیل های فنی و یا بنیادی تصمیم گیری کنند، زیرا بر این باورند که بازده گذشته نشان دهنده بازده آتی است و شانس بالایی برای تکرار بازده های مثبت وجود دارد. نتایج فرضیه اول پژوهش با مطالعات بین (۲۰۲۲)، السبان و آلفرچ (۲۰۲۰) و اسلام خان و همکاران (۲۰۱۹)، هم راستا می باشد. بر اساس نتیجه فرضیه دوم این پژوهش، رابطه مثبت و معناداری میان بازده پرتفوی درک شده گذشته و سوگیری محافظه کاری سرمایه گذاران وجود دارد. در تشریح تاثیر بازده پرتفوی درک شده گذشته بر سوگیری محافظه کاری می توان گفت سرمایه گذارانی که قبلا بازده مثبتی را از خرید سهام یک شرکت کسب کرده اند و آن شرکت در گذشته عملکرد خوبی از خود داشته، سبب می شود سرمایه گذاران با تکیه بر بازده های مثبت کسب شده و عملکرد خوب گذشته شرکت، نسبت به اطلاعات جدیدی که دریافت می کنند بیش از حد انعطاف ناپذیر رفتار کنند و اطلاعات مثبت قبلی در مورد یک موضوع خاص را حفظ و از اطلاعات منفی در مورد همان موضوع غفلت کنند. و بر این باور هستند که شرکت همانند گذشته روند و عملکرد مثبتی خواهد داشت. و بر اساس این دیدگاه، نسبت به تصمیم گیری برای سرمایه گذاری های آتی اقدام می کنند. نتایج فرضیه دوم پژوهش با مطالعات بین (۲۰۲۲)، السبان و آلفرچ (۲۰۲۰) و اسلام خان و همکاران (۲۰۱۹)، هم راستا می باشد.

آنچه این تحقیق را از سایر تحقیقات متمایز نموده، این است که در این پژوهش، از متغیر جنسیت بعنوان متغیر تعدیل گر استفاده شده و بطور همزمان وارد مدل پژوهش شده و مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج فرضیات سوم و چهارم این پژوهش نشان داد، متغیر جنسیت اثر تعدیل گری کامل بر سوگیری های نمایندگی و محافظه کاری سرمایه گذاران دارد، به عبارت دیگر متغیر جنسیت سبب می شود، تاثیر مثبت بازده پرتفوی درک شده

گذشته بر سوگیری های نمایندگی و محافظه کاری سرمایه گذاران را تقویت کند و این اثر مثبت افزایش پیدا کند. با توجه به نتایج این پژوهش می توان استنباط کرد، جنسیت نقش مهمی در تصمیم گیری و تورش های رفتاری سرمایه گذاران دارد. تقریباً تمامی مطالعات تجربی که برای کشف تعصبات رفتاری در مردان و زنان انجام شده است، به این نتیجه رسیده اند که زنان نسبت به مردان کمتر در معرض تعصبات رفتاری قرار دارند و ریسک گریزتر هستند، که نشان می دهد زنان نسبت به سرمایه گذاری رفتار محافظه کارانه تری دارند. پس نتیجه گرفته می شود جنسیت نقش مهمی در تاثیر سوگیری های روانشناختی سرمایه گذاران در زمان تصمیم گیری و اقدام به سرمایه گذاری دارد. نتایج فرضیه سوم و چهارم پژوهش با مطالعات سوسانتو و همکاران (۲۰۲۳) سیارکانی و الغیفری (۲۰۲۲)، لی و همکاران، ۲۰۱۳ و هیبرت و همکاران، ۲۰۱۸ هم راستا می باشد. اما در تحقیقی که الربادی و همکاران (۲۰۱۶)، انجام دادند هیچ تفاوت آماری معنا داری بین زن و مرد یافت نشد. شاید دلیل آن که نتیجه مطالعه فوق با تحقیق حاضر در مغایرت است، این باشد که وضعیت اجتماعی، اقتصادی، تفاوت ها ارزشی و هنجاری جوامع مختلف در این امر تاثیر گذار است چرا که شرایط محیطی می تواند بر تصمیم گیری های زن و مرد و میزان ریسک پذیری و ریسک گریزی آن ها اثر گذار باشد.

یافته های این پژوهش می تواند برای سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان بازار سرمایه دارای اهمیت باشد. برای سرمایه گذاران از این جهت که، آگاهی و فهم سرمایه گذاران را در خصوص تاثیر سوگیری های روانشناختی بالا برده و اطلاعات مفید و ارزشمندی در خصوص عوامل موثر بر تشدید سوگیری های روانشناختی سرمایه گذاران در زمان تصمیم برای سرمایه گذاری در اختیار خوانندگان قرار می دهد، به این دلیل که سرمایه گذاران در اکثر مواقع بر اساس بازده های مثبتی که در گذشته کسب کرده اند امکان دارد در ذهن خود طبقه بندی های خاصی جهت پیش بینی رویداد های آینده انجام داده و این نگرش را در ذهن خود تداعی کنند که در آینده هم بازده های مثبتی کسب می کنند، این تورش رفتاری باعث می شود تا سرمایه گذاران روند ها را به شیوه ای نادرست و ذهنی تفسیر کرده و سبب انحراف در تصمیم گیری های آنها شود به صورتی که افراد را به سمت سرمایه گذاری هایی با ریسک بالا سوق می دهد. بنابراین زمانی که سرمایه گذاران از تورش های رفتاری که منجر به تصمیمات غیر عقلایی می شود آگاه باشند، می توانند تصمیمات منطقی تری به دور از قضاوت های ذهنی بگیرند تا سرمایه گذاری بهینه تری داشته باشند. همچنین یافته های این پژوهش می تواند تصمیم گیرندگان و متخصصان بازار سرمایه را در جهت بهبود بازار سرمایه، آموزش معامله گران بازار و آگاهی از مضرات سوگیری های روانشناختی کمک کند، زیرا با شناخت عوامل تاثیر گذار بر سوگیری های روانشناختی می توانند هشدارهای لازم را به سرمایه گذاران در خصوص تصمیمات غیر منطقی که منجر به ناکارآمد شدن بازار سرمایه می شود داده و در جهت بهینه سازی پرتفوی سرمایه گذاران گام های موثرتری بردارند. لذا نتایج حاصل از تاثیر بازده های درک شده بر احساسات و خطاهای روانشناختی در این پژوهش، برای سوق دادن سرمایه گذاران به سمت تصمیمات عقلایی و منطقی و جلوگیری از بروز تعصبات رفتاری مخرب و از طرف دیگر جهت افزایش رضایت مندی سرمایه گذاران و پیشرفت بازار سرمایه توسط قانون گذاران و سیاست گذاران بازار سرمایه حائز اهمیت باشد.

همچنین با توجه به محدود مطالعات انجام شده در زمینه مالی رفتاری و تاثیر جنسیت بر رفتار و تصمیمات سرمایه گذاران، برای توسعه مدل بالا در تحقیقات آتی پیشنهاد می گردد محققان تاثیر بازده های درک شده گذشته را بر مکانسیم های روانشناختی و تصمیمات سرمایه گذاران حقوقی بررسی کرده و نتایج به دست آمده را با نتایج این تحقیق مقایسه و تحلیل نمایند. از آنجا که امروزه یکی از منابع مهم در فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران اخبار و اطلاعات منتشر شده از طریق شبکه های اجتماعی است و شبکه های اجتماعی فعال در بازار سرمایه به یک بستر برای تبادل تحلیل های مالی و اقتصادی تبدیل شده اند پیشنهاد می گردد، محققان تاثیر شبکه های اجتماعی را بر تورش های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاران را در پژوهش های آتی خود مد نظر قرار دهند. چرا که شناسایی تاثیر این شبکه های اجتماعی در تصمیم گیری افراد می تواند زمینه لازم را برای ارائه خدمات مطلوب به سرمایه گذاران فراهم آورده و راهنمای مقررات گذاری از طرف نهادهای ناظر در بازار سرمایه باشد. بنابراین تحقیقات صورت گرفته در داخل کشور این موضوع را تایید می کند که تحقیقات انجام شده در زمینه مالی رفتاری در ایران کافی نیست و برای پر کردن این شکاف تحقیقاتی نیاز به مطالعات گسترده تری در کشور داریم.

همواره پژوهشگران در تحقیقات خود با محدودیت هایی روبرو هستند و این پژوهش نیز از این قاعده مستثنی نبوده است. از آنجایی که از پرسشنامه برای گرد آوری داده های این پژوهش استفاده شده است، ابزار پرسشنامه می تواند عامل مهم محدود کننده ای در تعمیم دهی نتایج این پژوهش تلقی گردد، چرا که امکان دسترسی به همه سرمایه گذاران برای انتخاب اعضای جامعه وجود نداشت. به علاوه امکان پاسخ دهی غیرواقعی به سوالات پرسشنامه، بدون پاسخ گذاشتن برخی از سوالات توسط بعضی از مشارکت کنندگان از دیگر محدودیت های این پژوهش بود.

### فهرست منابع

- آسیابلی، لیلیا؛ رحیم زاده، اشکان؛ فلیحی، نعمت؛ رجایی، یدالله. (۱۴۰۰). انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (مورد مطالعه بازار بورس تهران). اقتصاد مالی، ۱۵ (۵۵)، ۱۵۵-۱۹۰.
- براری، شیروان؛ طالب نیا، قدرت اله؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ ایزدی، حسین. (۱۴۰۱). بررسی تاثیر متغیر های روانشناختی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران استفاده کننده از تحلیل کانسلیم و تحلیل مالی. دانش سرمایه گذاری، ۱۱(۴۳)، ۴۶۳-۴۸۱.
- تقوی، رضا؛ داداشی، ایمان؛ زارع بهنمیری، محمد جواد؛ غلام نیاروشن، حمیدرضا. (۱۴۰۱). پیش بینی گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از نسبت های مالی با تکیه بر روش تجزیه و تحلیل مولفه های اساسی. اقتصاد مالی، ۱۶(۶۱)، ۱۵۷-۱۷۴.
- حبیبی، آرش؛ عدن ور، مریم. (۱۳۹۶). مدل یابی معادلات ساختاری و تحلیل عاملی (آموزش کاربردی نرم افزار LISREL)، چاپ اول، تهران، سازمان انتشارات جهاد دانشگاهی.
- حیدرعلی، هومن. (۱۳۸۴). مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل، تهران، انتشارات سمت، ص ۳۵۹.

زینی وند، محمد؛ جنانی، محمد حسن؛ همت فر، محمود؛ ستایش، محمدرضا. (۱۴۰۰). سوگیریهای رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۵(۵۷)، ۲۳۳-۲۵۸.

سعادت زاده حصار، بهزاد؛ عبدی، رسول؛ محمدرزاده سالطه، حیدر؛ نریمانی، محمد. (۱۴۰۰). بررسی ارتباط سوگیری شناختی در رفتار سرمایه گذاران با واسطه نوسانات قیمت سهام. اقتصاد مالی، ۱۵(۵۶)، ۳۰۳-۳۲۰.

شیرویه پور، شهریار؛ بیات، روح الله؛ معافی، علی. (۱۴۰۱). تحلیل تأثیر سوگیریهای ابتکاری بر تصمیمات سرمایه گذاری و کارایی بازار برای خطمشی گذاری در آینده. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. علی نژاد، شهناز؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ رضایی، فرزین. (۱۴۰۱). آزمون محتوای اطلاعاتی تحت تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و کیفیت گزارشگری مالی. دانش سرمایه گذاری، ۱۱(۴۴)، ۱۰۳-۱۲۵. وارث، حامد؛ آرین، حمیدرضا؛ آریانایکتا، بنیامین؛ بنازاده، محمدجواد. (۱۳۹۹). بررسی رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چیانگ و ژنگ. تحقیقات مالی، ۲۲(۳)، ۳۸۸-۴۰۷.

Acker, D., & Duck, N. W. (2008). Cross-cultural overconfidence and biased self-attribution. *The Journal of Socio-Economics*, 37(5), 1815-1824.

Ackert, L., & Deaves, R. (2009). *Behavioral finance: Psychology, decision-making, and markets*. Cengage Learning.

Afriany, A. N. (2023). Covid 19: Investment Decisions of Individual Investor Based on Behavioral Finance Factors.

Ahsan, S. M., Malik, H. (2016). Moderating role of conservatism bias in personality traits and investment management. Available at SSRN 2812604.

Albaity, M. S., & Rahman, M. (2012). Gender, ethnicity, and religion and investment decisions: Malaysian evidence. *Journal of Sociological Research*, 3(2), 502-519.

Alrabadi, D. W. H., Al-Abdallah, S. Y., & Aljarayesh, N. I. A. (2018). Behavioral biases and investment performance: Does gender matter? Evidence from Amman Stock Exchange. *Jordan Journal of Economic Sciences*, 5(1), 77-92.

Alsabban, S., & Alarfaj, O. (2020). An empirical analysis of behavioral finance in the Saudi stock market: Evidence of overconfidence behavior. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(1), 73.

Andreassen, P. B., & Kraus, S. J. (1990). Judgmental extrapolation and the salience of change. *Journal of forecasting*, 9(4), 347-372.

Barberis, N., Huang, M., & Santos, T. (2001). Prospect theory and asset prices. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 1-53.

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of financial economics*, 49(3), 307-343.

Bengtsson, C., Persson, M., & Willenhag, P. (2005). Gender and overconfidence. *Economics letters*, 86(2), 199-203.

Bhavani, P., & Senthil, D. (2022). Investor's Behaviour Biases On Investment Decisions In Tamilnadu. *Journal of Positive School Psychology*, 6(7), 4882-4891.

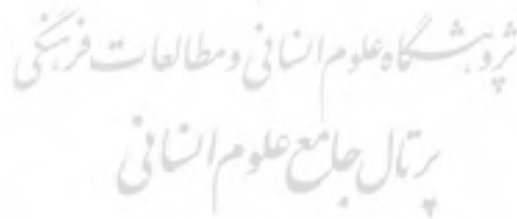
Bin, L. T. K. (2022). The effects of prior trading performance have on risk-taking of subsequent trading-The house money effect.

Byrne, B.M. (2013). *Structural equation modeling with Mplus: Basic concepts, applications, and programming*. New York, Routledge.

- Chitra, K., Jayashree, T. (2014). Does demographic profile create a difference in the investor behavior?. *The International Journal of Business & Management*, 2(7), 24.
- Corzo, T., Prat, M., & Vaquero, E. (2014). Behavioral Finance in Joseph de la Vega's *Confusion de Confusiones*. *Journal of Behavioral Finance*, 15(4), 341-350.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Frankel, R., & Kothari, S. P. (2003). Testing behavioural finance theories using trends and sequences in financial performance. *Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology*, 14(1), 12-29.
- Frensidy, B. (2016). *Agile and tactical in the capital market: Armed with behavioral finance*. Jakarta: Salemba Empat.
- Greenwood, R., & Shleifer, A. (2014). Expectations of returns and expected returns. *The Review of Financial Studies*, 27(3), 714-746.
- Hayes, A. F. (2018). Partial, conditional, and moderated moderated mediation: Quantification, inference, and interpretation. *Communication monographs*, 85(1), 4-40.
- Hibbert, A. M., Lawrence, E. R., Prakash, A. J. (2018). The effect of prior investment outcomes on future investment decisions: is there a gender difference?. *Review of Finance*, 22(3), 1195-1212.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2015). How investor perceptions drive actual trading and risk-taking behavior. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 94-103.
- Jordan Fieger, (2017), "Behavioral Finance and Its Impact on Investing", A Senior Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for graduation in the Honors Program Liberty University.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>.
- Khan, M. T. I., Tan, S. H., & Chong, L. L. (2019). Overconfidence mediates how perception of past portfolio returns affects investment behaviors. *Journal of Asia-Pacific Business*, 20(2), 140-161.
- Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 1-7.
- Kumar, A. (2009). Hard-to-value stocks, behavioral biases, and informed trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1375-1401.
- Kuo, M. H., Kuo, N. F., Chiu, Y. C., & Fan, P. H. (2005). Gender and investment behavior: On Taiwanese individual investors. *Journal of Financial Studies*, 13(2), 1.
- Lee, K., Miller, S., Velasquez, N., & Wann, C. (2013). The effect of investor bias and gender on portfolio performance and risk. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1), 1-16.
- Maital, S., Filer, R., & Simon, J. (1986) "What do people bring to the stock market (beside money)?" *The Economic Psychology of Stock Market Behavior*, In B. Gilad and S. Kaish (Eds.), *Handbook of Behavioral Economics Behavioral Macroeconomics*, Greenwich, Connecticut, JAI Press Inc, 273-307
- Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.
- Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management. How to build optimal portfolios that accounts for investors biases*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.



- Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and investor types: managing behavior to make better investment decisions. John Wiley & Sons.
- Rahim, A. (2019). Impact of Investor Biases on Investment Decisions of Investors: Evidence from Pakistan (Doctoral dissertation, university of Peshawar, Peshawar).
- Schachter, S. (1964). The interaction of cognitive and physiological determinants of emotional state. In Advances in experimental social psychology (Vol. 1, pp. 49-80). Academic Press.
- Septian, W., Hasnawati, S., & Hendrawaty, E. (2022). Impact Of Behavioral Factors Among Indonesian Individual Investor Towards Investment Decision During Covid-19 Pandemic. Journal of Economics and Finance, 13.
- Shefrin, H. (2000). Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing. Oxford University Press.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. The Journal of finance, 52(1), 35-55.
- Simon, H. A. (1957). Models of man; social and rational.
- StarBiz (2012), "SC feels more can be done to attract retail investors", Retrieved September 15, 2012, from <http://biz.thestar.com.my/news/story.asp?file=/2012/3/30/business/11016683>.
- Susanto, B., Afif, N., Maharani, B., Yuliani, N. L., & Ab Aziz, M. R. (2023). Gender Differences, Framing, and Responsibility in Investment Decision-Making: An Experimental Study. Journal of Accounting and Investment, 24(1), 137-154.
- Subash, R. (2012). Role of behavioral finance in portfolio investment decisions: Evidence from India.
- Syarkani, Y., & Alghifari, E. S. (2022). The influence of cognitive biases on investor decision-making: the moderating role of demographic factors. Jurnal Siasat Bisnis, 183-196.
- Thaler, R. H., & Johnson, E. J. (1990). Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. Management science, 36(6), 643-660.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. science, 185(4157), 1124-11.



## Abstract

Examining the effect of perceived past returns on the psychological mechanisms of investors with emphasis on the moderating role of gender

MohamMadmahdiAminizade<sup>1</sup>  
Ahmad Khodamipour<sup>2</sup>  
Omid Pourheidari<sup>3</sup>

Receive: 30 /June /2024

Acceptance: 08/ September/2024

### Abstract

Psychological phenomena play an important role in determining the behavior of financial markets, so it is very important to know the factors affecting the psychological mechanisms of investors and the effect of gender on these behavioral errors in the capital market. Therefore, considering the importance of this issue, in this research, while investigating the effect of perceived past returns, the effects of investor gender on the psychological mechanisms of investors are studied as a moderating variable. The statistical population of the research is active investors in the Tehran Stock Exchange market. The research hypotheses were tested using data related to 347 questionnaires collected from investors in 1401. Data analysis was done using structural equation model in Amos software. The findings of the research show that past perceived returns significantly affect psychological mechanisms and gender moderates the relationship between past perceived returns and psychological mechanisms, in other words, gender is the relationship between past perceived returns and It strengthens psychological mechanisms. From the results of the research, it can be concluded that investors in the Tehran Stock Exchange often make decisions not based on fundamental and logical analysis, but based on emotions, mental shortcuts and emotions caused by behavioral biases.

**Keywords:** Perceived past performance, psychological mechanisms, gender.

**JEL Classification:** G11, G40, G4

<sup>1</sup> Department of Accounting, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.mohammadmahdiaminizadeh1367@gmail.com

<sup>2</sup> Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran (corresponding author). Khodamipour@uk.ac.ir

<sup>3</sup> Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. Opourheidari@uk.ac.ir