

Investigating the effect of perceived past returns on investing in risky stocks considering the role mediation by the ostrich

Mohammadmahdi Aminizadeh¹, Ahmad Khodamipour², Omid Pourheidari³

Received: 08/11/2023

Accepted: 13/04/2024

Extended Abstract

Introduction

Investing in financial markets has increased greatly in recent years due to quick liquidity, diversity in investment and the opportunity to make profits in a short period of time. Investigations of the Iranian capital market show that in recent years, with the growth of the capital market and its attractiveness, many people without having sufficient expertise in this field and only based on looking at the past positive returns of shares, emotional analyzes and media advertisements, most of the time, as internet users introduce risky shares without logical analysis and start investing. In this case, any decision made by investors based on misleading information, incorrect analysis or simply based on the past performance of a company can unknowingly lead investors to stocks whose price is significantly higher than its fundamental value. Considering that in recent years, Iran's capital market has experienced many fluctuations and turbulences and sometimes the upward trend of the market has been bubble and unrealistic and this has led many investors to invest in high-risk stocks. Therefore, understanding the effect of perceived returns on investing in high-risk stocks and the role of the ostrich bias, which ignores the negative aspects of riskier investments, can be considered as one of the important factors influencing the selection of high-risk stocks in the Iranian capital market. In this paper, we develop this insight and examine whether past perceived returns have an impact on the risky choices of individual investors and also exacerbate the systematic effects of the ostrich effect of risky investments. Therefore, the place of this type of research is felt in the financial field, because by studying this type of research, it is possible to identify

¹ Department of Accounting, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

² Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. (Corresponding Author).

Khodamipour@uk.ac.ir

³ Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.

How to cite this paper: Aminizadeh, M., Khodamipour, A., & Pourheidari, O. (2024). Investigating the effect of perceived past returns on investing in risky stocks considering the role mediation by the ostrich. *Advances in Finance and Investment*, 5(2), 57-94. [In Persian]



the factors influencing the investment in high-risk shares of the investors and prevent the losses of the investors.

Literature Review

Behavioral characteristics of investors are often influenced by the results of past investments and past investment experience can be effective in shaping the behavior and changing the mindset of investors (Weber *et al.*, 2013). Most of the time, investors rely on the positive returns of the shares they have invested in the past and show more risk in their future investments (Khan *et al.*, 2019) which means that it is possible for an investor by relying on the psychological characteristics and ignoring the influencing factors in stock selection, such as negative news and information and based on the returns obtained in the past, s/he may create stable positive expectations about that risky stock and start investing on it and make a risky contribution. This unrealistic belief makes investors form a classification in their minds and judge and predict the company's future performance. As a result, when investors decide to invest based on positive past performance and ignore useful but unpleasant news and information, this drives trading volume and market volatility to their highest levels. Subsequently, this investor behavior drives the stock price away from fair value due to excessive price movement and volatility.

Research Methodology

The upcoming research is done in terms of practical purpose and strategy and method of collecting and analyzing survey-descriptive and cross-sectional data. A standard questionnaire was used to collect data and evaluate research hypotheses and the statistical population of this research consists of all real investors who are active in the Tehran Stock Exchange. In order to collect a sample, 432 questionnaires were distributed to qualified investors in two rounds to collect data and information and of these, 396 questionnaires were accepted. Data analysis using the structural equation model in IMOS statistical software and the rule of maximum likelihood estimation was used to estimate the value of unknown parameters.

Results

The results of data analysis using the structural equation model showed that the variable relationship between perceived past returns and investment in high-risk stocks has a positive and significant relationship at a significant level of 1%, the coefficient of which is 0.37. The variable of past perceived efficiency with the ostrich effect at 1% level is positive and significant and the coefficient of this relationship is 0.47. Also, the variable of ostrich effect on the variable of investing in high-risk stocks has a positive and significant relationship at a significant level of 1%, the coefficient of which is 0/31. In order to test the fourth hypothesis and explain that the ostrich effect has a mediating effect on investing in high-risk stocks, according to Mathieu and Taylor (2006), all relevant preconditions should

be met, so considering this, the first, second and third hypotheses were confirmed with the coefficients of 0/37, 0/47 and 0/31 and all the hypotheses and paths were confirmed in a way, as a result, there is a mediation model.

Discussion and Conclusion

This research was carried out with the aim of identifying the influencing factors on investing in high-risk stocks by real investors in the Tehran Stock Exchange. The results of the first hypothesis showed that there is a positive and significant relationship between perceived past returns and investing in risky stocks. Investors who have experienced positive returns from investing in a company's stock in the past, by creating a positive feeling within themselves under the influence of subjective expectations and maintaining the perceived positive returns of the past as a stereotype and generalizing it to the future, believe that this positive return is stable in the future and that share will continue to grow. This attitude makes an investor increase his risk-taking based on the profit of previous investments. The results of this hypothesis are in line with the research of [Koenig and Burghof \(2022\)](#), [Bin \(2022\)](#) and [Khan et al. \(2019\)](#). The results of the second hypothesis of this research showed that there is a positive and meaningful relationship between perceived past performance and ostrich effect bias. The effect of perceived past returns on the ostrich effect bias can be explained by investors' tendency to focus similarly on their past portfolio returns. In this way, when making a decision to invest, investors only rely on the positive returns obtained in the past and ignore the useful but unpleasant information. The results of this hypothesis are in line with the research of [Olafsson and Pagel \(2017\)](#), [Khan et al. \(2019\)](#) and [Raut \(2020\)](#). The results of the third hypothesis of this research showed that there is a positive and significant relationship between the ostrich bias and investing in risky stocks. The results shows that the ostrich effect has a significant impact on people's investment in risky stocks. In explaining this finding, it can be said that investors under the shadow of the ostrich effect are more likely to take risk as well as the volatility of risky investments, due to their indifference to information that is not compatible with their current attitude, expectations or beliefs and also remembering the past positive events and consequently the expectations of obtaining higher returns are underestimated which can lead to significant investment in risky stocks and a greater willingness to take risks. The results of this hypothesis are in line with the research of [Khan et al. \(2019\)](#), [Cupák et al. \(2020\)](#) and [Hilchey et al. \(2022\)](#). The findings related to the test of the fourth hypothesis of this research, the effect of the ostrich effect on the relationship between perceived past returns and investment in high-risk stocks, showed that the ostrich effect has a mediating effect on the relationship between perceived past returns and investment in risky stocks are affected. In other words, the ostrich effect strengthens the positive relationship between perceived past returns and investing in risky stocks and with the increase of the ostrich effect, the positive effect between perceived past returns and investing in

risky stocks increases. The results of this hypothesis are in line with the research of Khan *et al.* (2019). The findings of this research provide valuable theoretical and practical concepts for investors and beneficiaries of different sectors of society. For investors, because it provides readers with useful and potential information about the factors influencing the selection of high-risk investments at the time of investment decision. It can also help legislators and capital market specialists to improve the capital market, educate capital market investors to make rational decisions and be aware of psychological biases.

Acknowledgments (Not necessary)

A heartfelt appreciation is extended to Mr. Mohammad Hossein Aminizadeh for his role in gathering data for this research.

Conflict of Interest

The authors of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

Keywords: Investing in risky stocks, Ostrich effect, Past perceived returns.

JEL Classification: G11, G40, G41.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال پنجم، تابستان ۱۴۰۳ - شماره ۲

صفحات ۵۷-۹۴

نوع مقاله: پژوهشی

بررسی اثر بازده‌های درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک با

در نظر گرفتن نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ

محمد مهدی امینی‌زاده^۱، احمد خدای‌پور^۲، امید پورحیدری^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۱۷

چکیده

هدف: بحران‌های مالی اخیر و پیامدهای آن، پرسش‌هایی را در رابطه با رفتارهای پرخطر و عواملی که باعث تغییرات در ریسک‌پذیری افراد می‌شود ایجاد می‌کند؛ بنابراین شناخت عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پریسک و نقش پدیده‌های روان‌شناختی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بسیار حائز اهمیت است. از این رو با توجه به اهمیت این مسئله، در این پژوهش به بررسی تجربی نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ بر توضیح رابطه بین بازده‌های درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک پرداخته شده است.

روش‌شناسی پژوهش: پژوهش پیش رو از نظر هدف، کاربردی و از نظر راهبرد و نحوه جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات پیمایشی - توصیفی است. به همین منظور تعداد ۴۳۲ پرسش‌نامه در بهار سال ۱۴۰۲ بین سرمایه‌گذاران توزیع و از این تعداد ۳۹۶ پرسش‌نامه مورد پذیرش قرار گرفت. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل معادلات ساختاری در نرم‌افزار آماری آیموس و به روش برآورد حداکثر درست‌نمایی صورت گرفت.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد که بازده درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک و اثر شترمرغ تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین اثر شترمرغ بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک اثر مثبت و معناداری می‌گذارد. به صورت کلی یافته‌ها نشان می‌دهد که در رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک، متغیر اثر شترمرغ نقش میانجی را ایفا می‌کند.

اصالت / ارزش افزوده علمی: نتایج نشان داد که عمدتاً سرمایه‌گذاران تحت تأثیر باورهای ذهنی از تجربیات گذشته و تعصبات رفتاری که یک انحراف بالقوه از تصمیم‌گیری منطقی به نظر می‌رسد، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را اتخاذ می‌کنند که نتیجه آن خطر سقوط قیمت سهام و در نهایت بازدهی کمتر را برای سرمایه‌گذاران به دنبال خواهد داشت.

کلیدواژه‌ها: اثر شترمرغ، بازده‌های درک‌شده گذشته، سرمایه‌گذاری در سهام پریسک.

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G40, G41.

۱. گروه حسابداری، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران.

۲. گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. (نویسنده مسئول). Khodamipour@uk.ac.ir

۳. گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی به دلیل نقدشوندگی سریع، تنوع در سرمایه‌گذاری و فرصت سودآوری در مدت‌زمان کوتاه در سال‌های اخیر به شدت افزایش یافته است. اکثر افرادی که در بازارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند در شرایط نامطمئن و پرریسک اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند و انتظار دارند سود بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده ثابت و معین کسب کنند. همچنین انتظار دارند با سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که بازده نامطمئن‌تری دارند سود بیشتری نسبت به شرکت‌هایی با بازده تقریباً مطمئن به دست آورند (Ghalibaf Asl and Izadi, 2014).

در دنیای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران اغلب بر اساس ادراک خود تصمیمات منطقی و غیرمنطقی می‌گیرند و این موضوع به طور گسترده در مالی سنتی و مالی رفتاری که یک مکتب فکری نسبتاً جدید است و رفتار و فرآیندهای ذهنی را در رابطه با رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر تصمیم‌گیری را بیان می‌کند (Suresh, 2024) مورد بحث قرار گرفت. نظریه مالی سنتی ادعا می‌کند که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی تصمیمات منطقی می‌گیرند و تمام داده‌های موجود را در فرآیند سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند، ریسک‌گریز هستند و ریسک کم در سطح معینی از بازدهی را به یک ریسک بالا ترجیح می‌دهند (Nur Aini and Lutfi, 2019). با این حال، مطالعات اخیر شواهدی از رفتارهای غیرعادی در بازار را نشان می‌دهد که کارایی بازار را به چالش می‌کشد. پژوهشگران در مواجهه با استثنای فرآوانی که در بازارهای مالی پیش رو داشتند به این نتیجه رسیدند که پدیده‌های روان‌شناختی نقش مهم و تأثیرگذاری بر فرآیند تصمیم‌گیری و تعیین رفتار بازارهای مالی دارند (Anwar et al., 2023 and Sapkota, 2023). در مطالعه‌ای که وو و همکاران (Woo et al., 2020) در این رابطه انجام دادند دریافتند، سرمایه‌گذاران تصمیمات غیرمنطقی می‌گیرند، بیش از حد معامله می‌کنند، سهام را بدون توجه به ارزش ذاتی می‌خرند به‌صورتی که انتظار دارند با سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی که بازده نامشخصی دارند، بازده بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری با بازده ثابت کسب کنند. بررسی‌ها نشان می‌دهد بازیگران بازار سرمایه ایران هم از این قاعده مستثنی نبوده و در چند سال اخیر با رشد بازار سرمایه و جذاب شدن این بازار، افراد زیادی بدون داشتن تخصص کافی در این زمینه و فقط بر اساس نگاه به بازده‌های مثبت گذشته سهم، تحلیل‌های احساسی و تبلیغات رسانه‌های اینترنتی که در اکثر مواقع بدون تحلیل‌های منطقی سهم‌های پرریسک را معرفی می‌کنند اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این صورت هر تصمیمی که توسط سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات گمراه‌کننده، تحلیل نادرست و یا صرفاً بر اساس عملکرد گذشته یک شرکت باشد می‌تواند به‌صورت ناخودآگاه سرمایه‌گذاران را به سمت سهامی سوق دهد که قیمت آن به طور قابل توجهی بالاتر از ارزش بنیادی آن است. در این خصوص یانگ و همکاران

(Young et al., 2022) در پژوهشی که انجام دادند استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران بر اساس تصورات خود، تخمین‌هایی از عملکرد آتی بازار در ذهن خود بازنمایی می‌کنند که می‌تواند ناشی از بازده‌های مثبت درک‌شده گذشته باشد. ادبیات مربوط به نقش بازده گذشته نشان می‌دهد که تمایل سرمایه‌گذاران به نشان دادن رفتار خاص به درک آن‌ها از بازده سبب سرمایه‌گذاری گذشته بستگی دارد (Khan et al., 2017). این را می‌توان با برون‌یابی بیش از حد سرمایه‌گذاران از تجربیات بازده قبلی توضیح داد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران باورهای مثبت را از دستاوردهای تجربه‌شده شخصی خود استنباط می‌کنند و انتظار دارند چنین بازده‌های مثبتی را دوباره تجربه کنند (Kaplanski et al., 2016). آن‌ها سبب سرمایه‌گذاری خود را به سمت سهامی کج می‌کنند که توزیع بازده گذشته آن‌ها تحت نظریه چشم‌انداز جذاب است؛ در نتیجه باعث می‌شود انتظار بازده آتی بالاتری داشته باشند و ریسک‌پذیری بیشتری از خود نشان دهند (Malmendier and Nagel, 2011). این نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند به طور قابل توجهی تحت تأثیر نتایج قبلی باشد (Tiwari, 2023).

مطالعات تجربی نشان می‌دهد که بازده‌های مثبت گذشته بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد به‌صورتی که سرمایه‌گذاران پس از دریافت بازده مثبت بیشتر ریسک‌پذیر می‌شوند (Aren and Hoffmann, 2019; Baars et al., 2020 and Hamamci, 2020). هافمن و پست (Hoffmann and Post, 2017) نشان دادند که بازده گذشته تغییرات در تحمل ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاران بازده سبب سرمایه‌گذاری مثبت گذشته خود را بر اساس مدل‌های رفتاری بیش از حد برون‌یابی می‌کنند به‌صورتی که دوست دارند بیشتر معامله کنند، نسبت خرید به فروش بالاتری داشته باشند و بیشتر در سهام‌های پریسک سرمایه‌گذاری کنند. سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران فردی به تخصیص دارایی‌های پریسک و بدون ریسک می‌تواند در طول زمان و در پاسخ به رویدادهای بازار به طور قابل ملاحظه‌ای تغییر کند (Zakiyyah et al., 2023; Sakha, 2019 and Czerwonka, 2019). به‌صورتی که اغلب سرمایه‌گذاران، در موقعیت‌های مختلف رفتار متفاوتی از خود نشان می‌دهند (Abideen et al., 2023). همچنین سرمایه‌گذاران تمایل دارند احساس خود را با درک خود از بازده سبب سرمایه‌گذاری گذشته ترکیب کنند به این صورت که زمانی یک سرمایه‌گذار احساس مثبتی مرتبط با بازده گذشته داشته باشد، ریسک‌پذیری را افزایش می‌دهد؛ درحالی که احساس بدی مرتبط با بازده منفی گذشته داشته باشد آن را کاهش می‌دهد (Awais et al., 2016). در بسیاری از مطالعات ثابت شده است که چنین تصمیم‌گیری ناسازگار و غیرمنطقی سرمایه‌گذاران توسط مکانیسم‌های روان‌شناختی هدایت می‌شود (Sofi et al., 2023 and Costa et al., 2019). از تأثیرگذارترین مکانیسم‌های روان‌شناختی در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌توان از اثر شترمرغ نام برد؛

اصطلاح اثر شترمرغ که برای توضیح تمایل افراد به اجتناب و نادیده‌گرفتن اطلاعاتی خاص معمولاً اطلاعاتی که ناخوشایند اما مفید است اشاره دارد (Raut, 2020)، نشان می‌دهد یک سرمایه‌گذار اطلاعاتی که انتظار دارد باعث ایجاد یک احساس خوب در آن شود (با تأیید یک باور خوشایند) جستجو می‌کند درحالی‌که از اطلاعاتی که انتظار دارد احساس بدی در آن ایجاد کند (با تأیید یک باور ناخوشایند) اجتناب می‌کند (Hilchey et al., 2022). این موضوع تمایل مغز به نادیده‌گرفتن اطلاعات منفی در مواقع خطر است که باعث می‌شود افراد با نادیده‌گرفتن اطلاعات منفی اما مفید و باتوجه‌به عملکرد گذشته خود ریسک‌های بیشتری را متحمل شوند (Ngoc, 2013). در یک سطح کلی‌تر، سرمایه‌گذارانی که اثر شترمرغ از خود نشان می‌دهند می‌توانند سطوح بالایی از ریسک بازار را ایجاد کنند و حتی باعث ایجاد ارزش‌گذاری نادرست در سطح بازار شوند که می‌تواند یک حباب ایجاد کند (Korniotis and Kumar, 2010). این سوگیری، به دلیل رفتار سرمایه‌گذارانی رخ می‌دهد که اغلب نسبت به اطلاعاتی که دریافت می‌کنند غیرمنطقی هستند (Edison and Aisyah, 2023) که نشان می‌دهد وجود سوگیری‌های روان‌شناختی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران رفتارهای مالی مخاطره‌آمیزتری داشته باشند و این موضوع می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر عملکرد سبد سرمایه‌گذاری داشته باشد (Metwally, 2023). بر اساس شواهد روان‌شناختی گسترده، فرض ما این است که برخی یا همه سرمایه‌گذاران به استناد به موفقیت‌های گذشته و نادیده‌گرفتن اخبار و اطلاعات منفی و تکیه بر اطلاعات مثبت گذشته و تأیید این باور در ذهن خود که باز هم از این سرمایه‌گذاری بازده مثبت کسب می‌کنند اقدام به سرمایه‌گذاری در سهمی می‌کنند که ریسک سرمایه‌گذاری آن بسیار بالا است.

باتوجه‌به اینکه در سال‌های اخیر بازار سرمایه ایران نوسانات و تلاطم‌های زیادی را تجربه کرده و گاهی روند صعودی بازار به‌صورت حبابی و غیرواقعی بوده که این امر موجب شد سرمایه‌گذاران زیادی به سمت سرمایه‌گذاری در سهامی سوق پیدا کنند که ارزش آن سهم بالاتر از ارزش ذاتی آن است؛ بنابراین لازم است بررسی شود چه عواملی یک سرمایه‌گذار را برای سرمایه‌گذاری در سهام پریسک تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این رو پی‌بردن به نحوه تأثیر بازده‌های درک‌شده بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک و نقش سوگیری اثر شترمرغ که جنبه‌های منفی سرمایه‌گذاری پریسک‌تر را نادیده می‌گیرد می‌تواند به‌عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در انتخاب سهام پریسک در بازار سرمایه ایران حائز اهمیت باشد. در این مقاله، ما این بینش را توسعه می‌دهیم و بررسی می‌کنیم که آیا بازده‌های درک‌شده در گذشته تأثیری بر روی انتخاب‌های پریسک سرمایه‌گذاران فردی دارد و همچنین اثرات سیستماتیک اثر شترمرغ سرمایه‌گذاری‌های پریسک را تشدید می‌کند؟ بنابراین جای این‌گونه پژوهش‌ها در حوزه مالی احساس می‌شود؛ زیرا با مطالعه این دست پژوهش‌ها می‌توان عوامل تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در

سهام‌های پریسک سرمایه‌گذاران را شناسایی و از ضرر و زیان سرمایه‌گذاران جلوگیری کرد که متأسفانه در جهت غنای این ادبیات و رفع آثار زیان‌بار آن تاکنون در ایران پژوهشی صورت نگرفته است. همچنین باید اذعان داشت که تا کنون پژوهش‌های انجام‌شده در سطح بین‌المللی بیشتر به بررسی روابط مستقیم عوامل تأثیرگذار بر رفتار مالی پرداخته‌اند (Khan et al., 2019). در صورتی که بررسی رابطه مستقیم بین متغیرها به سبب نادیده گرفتن وجود متغیرهای تأثیرگذار پنهانی، نمی‌تواند تمامی آثار آن را در نظر داشته باشد. به همین علت و برای جبران این کاستی در سال‌های اخیر، پژوهشگران علوم مالی به بهره‌گیری از مدل‌های میانجی‌گری در پژوهش‌های خود روی آورده‌اند؛ به صورتی که این مدل‌های نوین کانون توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفت. در همین راستا در این پژوهش به منظور بررسی عمیق‌تر متغیرهای پژوهش از مدل میانجی‌گری استفاده شده است؛ بنابراین نوآوری اصلی این مطالعه، در نظر گرفتن متغیر اثر شترمرغ به عنوان متغیر میانجی بر رابطه بین اثر بازده‌های درک‌شده و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک است. همچنین در بررسی مطالعات و پژوهش‌های گذشته، پژوهشی که نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ را بر رابطه بین بازده سبد سرمایه‌گذاری درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک بررسی کرده باشد مشاهده نشد؛ بنابراین، این پژوهش را می‌توان اولین تلاش پژوهشی برای بررسی نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ بر رابطه بین بازده سبد سرمایه‌گذاری درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک در نظر گرفت. به علاوه در مطالعات داخلی پژوهشی که متغیر اثر شترمرغ را مورد بررسی و آزمون قرار دهد مشاهده نشد. این پژوهش با تمرکز بر بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از بازارهای مالی و اقتصادهای نوظهور در ایران، می‌تواند سهم مهمی در کاربرد نظریه‌ها و مدل‌های مالی رفتاری در کشورهای در حال توسعه داشته باشد. در ادامه این پژوهش، به تبیین مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته خواهد شد، سپس روش‌شناسی پژوهش، نحوه ارزیابی پایایی و روایی پرسش‌نامه و روش‌شناسی مدل معادلات ساختاری^۱ و مدل میانجی‌گری بیان خواهد شد و در انتها مدل پژوهش برازش شده و نتایج فرضیه‌های آزمون تشریح و بر اساس نتایج حاصل از آن به بحث و نتیجه‌گیری پرداخته خواهد شد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پژوهشگران در سراسر جهان به طور فزاینده‌ای مشتاق هستند تا در رابطه با عواملی که بر رفتارهای غیرمنطقی و پرخطر افراد تأثیر می‌گذارند اطلاعات بیشتری کسب کنند. مطالعات مالی و روان‌شناسی نشان می‌دهد که عوامل روان‌شناختی و رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیتی دارد (Maryami

(Yaghoubian *et al.*, 2023). به‌منظور ارائه پاسخ به اینکه چرا افراد تصمیمات مالی غیرمنطقی می‌گیرند حوزه مالی رفتاری متولد شد که ترکیبی خردمندانه از اقتصاد متعارف و مالی با نظریه روان‌شناسی رفتاری و روان‌شناختی است. نظریه مالی رفتاری اساساً از بسیاری از پدیده‌های روان‌شناختی ناشی می‌شود که در بازار سرمایه رخ می‌دهد و با شواهد تجربی موجود تقویت می‌شود (Shefrin and Statman, 2000). ادبیات مالی رفتاری بیان می‌کند ناهنجاری‌هایی در بازارهای مالی مشاهده می‌شود که توسط نظریه‌های مالی سنتی توضیح داده نمی‌شوند (Metwally, 2023). فاصله زیادی بین آنچه مدل‌های مالی برای رفتار سرمایه‌گذاران فردی پیش‌بینی می‌کنند و آنچه می‌توان در رفتار واقعی آن‌ها مشاهده کرد وجود دارد. زمانی که بسیاری از ناهنجاری‌ها فرضیه و عقلانیت بازار کارا را به چالش می‌کشند، نظریه‌های مالی رفتاری به بررسی تأثیرات روان‌شناختی بر رفتار و تصمیم‌گیری‌های مالی و اینکه چگونه مکانیسم‌های روان‌شناختی بازارها را ناکارآمد و باعث ناهنجاری می‌شود می‌پردازند (Kartini and Nahda, 2021). اولین پژوهش‌ها در زمینه نظریه مالی استاندارد توسط مارکوویتز (Markowitz, 1952) صورت گرفت که توضیح داد چگونه سرمایه‌گذاران منطقی باید یک سبد سرمایه‌گذاری بهینه بسازند تا بازده مورد انتظار را به حداکثر و ریسک را به حداقل برسانند. شارپ (Sharpe, 1964) مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را توسعه داد که تصور می‌کند همه سرمایه‌گذاران تصمیمات عقلایی می‌گیرند، سبدهای کارآمد ایجاد می‌کنند و عوامل توزیع احتمال ریسک بازار آینده را می‌دانند. به‌موازات این تحولات نظری و در پاسخ به انتقادات مطرح‌شده درباره مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای روان‌شناسانی که تصمیم‌گیری را مطالعه می‌کردند، داده‌هایی را جمع‌آوری کردند که نشان می‌داد افراد همیشه به شیوه‌ای بهینه تصمیم نمی‌گیرند؛ به‌صورتی که تصمیمات سرمایه‌گذاری به دلیل اطلاعات ناقص (Bikhchandani *et al.*, 1992)، عقلانیت محدود (Pompian, 2011)، ناهنجاری‌ها (Ajmal *et al.*, 2011)، اکتشافات بنیادی (Baker and Nofsinger, 2010)، می‌توانند غیرمنطقی باشند و نشان داده‌اند که چرا سرمایه‌گذاران چنین رفتار غیرقابل‌پیش‌بینی دارند.

در طول دو دهه گذشته شواهد حاصل از تجربیات اقتصاد و روان‌شناسی تأثیر قابل‌توجهی بر مدل‌های مالی قیمت‌گذاری دارایی داشته است. شاید قابل‌توجه‌ترین تأثیر، نظریه چشم‌انداز کاهنمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) باشد که به‌عنوان بستر مفهومی مالی رفتاری در نظر گرفته می‌شود و بیشتر اقتصاد رفتاری بر پایه آن استوار است که یک مدل توصیفی از تصمیم‌گیری تحت ریسک ارائه می‌کند و سعی می‌کند توضیح دهد که مردم چگونه انتخاب‌های مرتبط با ریسک را انجام می‌دهند. بر اساس این نظریه، افراد سودمندی را از سود و زیان در ثروت به دست می‌آورند تا از

سطح مطلق ثروت. استاو (Staw, 1976) نیز نظریه چشم‌انداز را تأیید کرد و نشان داد که رفتار ریسک‌پذیر نیازی به پایدار بودن ندارد و اساساً به نتایج شخصی قبلی بستگی دارد. در همین راستا پژوهشگران زیادی در تحلیل پویایی رفتار ریسک‌پذیر نیز استدلال می‌کنند که رفتار ریسک‌پذیر می‌تواند به طور قابل‌توجهی در طول زمان تغییر کند (Staw and Ross, 1980; Thaler and Johnson, 1990; Malmendier and Nagel, 2011; Weber and Zuchel, 2005). تالر و جانسون (Thaler and Johnson, 1990) نظریه چشم‌انداز کاهنمن و تورسکی (Kahneman and Tversky, 1979) را گسترش دادند و نشان دادند که بیشتر تصمیمات تحت‌تأثیر نتایج قبلی قرار می‌گیرد و سپس بررسی می‌کنند که چگونه سود و زیان قبلی بر انتخاب‌ها تأثیر می‌گذارد. بیکر و ورگلر (Baker and Wurgler, 2006) استدلال می‌کنند سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری احساس سود و زیان را در ادراک خود لحاظ می‌کنند که این واکنش‌های عاطفی به سود یا زیان‌های گذشته، می‌تواند بر ادراک‌های ریسک و بازده افراد تأثیرگذار باشد که این خطای رفتاری بر تصمیمات پریسک اثر مثبت دارد (Loewenstein et al., 2001).

برخلاف پارادایم مالی استاندارد، امور مالی رفتاری از این فرض سنتی که افراد کاملاً منطقی هستند حمایت نمی‌کند؛ اما می‌پذیرد که سوگیری‌های شناختی آن‌ها ممکن است عقلانیت را محدود کند. از این رو مدل‌های مالی رفتاری ایده‌های روان‌شناسی شناختی را در مدل‌های اقتصادی و مالی ادغام می‌کنند و بررسی می‌کنند که چگونه مکانیسم‌های روان‌شناختی بر تصمیم‌های اتخاذشده سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد (Thaler, 2015). در نتیجه، مدل‌های مالی رفتاری که ریشه در روان‌شناسی دارند بهتر می‌توانند یافته‌های به‌ظاهر گیج‌کننده را در مورد ثبات عدم وجود رفتار ریسک‌پذیر سرمایه‌گذاران توضیح دهند.

بازده درک‌شده گذشته نشان‌دهنده میزان سود یا زیان درک‌شده یک سرمایه‌گذار از بازده سبد سرمایه‌گذاری گذشته است (Khan et al., 2017) یا به عبارتی درصد تغییر (افزایش یا کاهش) بازده سبد سرمایه‌گذاری گذشته یک سرمایه‌گذار را بیان می‌کند (Merkle, 2017). سرمایه‌گذاران معمولاً به تجربیات بازده گذشته خود پاسخ می‌دهند؛ چه بازده‌های گذشته بازار یا بازده سبد سرمایه‌گذاری گذشته (Hoffmann and Post, 2017). روشی که سرمایه‌گذاران ویژگی‌های خاصی را در پاسخ به بازده‌های گذشته نشان می‌دهند با شکل‌گیری باور منطقی در تضاد است. پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه روان‌شناسی نشان می‌دهد که سودهای کسب‌شده در گذشته احساسات و عواطف افراد را می‌تواند تحت‌تأثیر قرار دهد (Fang et al., 2022). وبر و همکاران (Weber et al., 2013) دریافتند که ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران اغلب تحت‌تأثیر نتیجه سرمایه‌گذاری‌های گذشته است و تجربه

سرمایه‌گذاری گذشته می‌تواند در شکل‌دادن به رفتار و تغییر طرز فکر سرمایه‌گذاران مؤثر باشد (Sabir *et al.*, 2019). یافته‌های تجربی تأیید می‌کنند که سرمایه‌گذاران فردی بازده گذشته را به‌عنوان یک نماینده در دسترس برای سرمایه‌گذاری در آینده می‌بینند و بر اساس این ادراک تصمیمات مربوط به خرید و فروش آینده خود را می‌گیرند (Chen *et al.*, 2007). این دیدگاه را می‌توان با تمایل سرمایه‌گذاران به تکیه بر قاعده دسترس‌پذیری به‌جای درگیر شدن در فرآیند تحلیلی طولانی‌تر برای سرمایه‌گذاری توضیح داد. در اکثر مواقع سرمایه‌گذاران با نگاه به بازده‌های گذشته و بر اساس تصورات خود، تخمین‌هایی از عملکرد آتی بازار در ذهن خود تداعی می‌کنند و این باور را برای آینده خود حفظ می‌کنند؛ با این بینش که آن‌ها باز هم می‌توانند بازده‌های مثبتی از سرمایه‌گذاری در سهام پر بازده قبلی در آینده کسب کنند (Young *et al.*, 2022) که یافته‌های بین (Bin, 2022) نشان می‌دهد اثر بازده‌های مثبت درک‌شده بر رفتار معامله‌گران کوتاه‌مدت نسبت به معامله‌گران بلندمدت مشهودتر است. در توضیح نگاه به بازده‌های مثبت درک‌شده برای تصمیمات سرمایه‌گذاری آتی، این‌گونه می‌توان گفت که اغلب سرمایه‌گذاران با اتکا به بازده‌های مثبت سهمی که در گذشته سرمایه‌گذاری کرده‌اند نسبت به سرمایه‌گذاری‌های آتی خود ریسک‌پذیری بیشتری نشان می‌دهند (Khan *et al.*, 2019)؛ به این معنی که امکان دارد یک سرمایه‌گذار باتکیه بر ویژگی‌های روان‌شناختی و تحت تأثیر تعصبات رفتاری تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری نظیر نادیده گرفتن اخبار و اطلاعات منفی و با استناد به بازده‌های کسب‌شده در گذشته انتظارات پایدار مثبتی در مورد آن سهم پرریسک در خود ایجاد کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری در آن سهم پرریسک نماید که نشان می‌دهد این تعصب رفتاری، پیوند حاصل از بازده‌های درک‌شده گذشته را به معاملات و ریسک‌پذیری مرتبط می‌کند و به‌عنوان واسطه‌ای مهم ظاهر می‌شود و به راحتی می‌تواند معاملات منطقی و رفتارهای ریسک‌پذیر سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد (Khan *et al.*, 2017). این خطای روان‌شناختی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران با توجه به روند گذشته شرکت در ذهن خود نوعی طبقه‌بندی شکل دهند و با توجه به قاعده در دسترس بودن به قضاوت و پیش‌بینی در خصوص بازده‌های آینده بپردازند (Young *et al.*, 2022). بر همین اساس می‌توان گفت افرادی که نسبت به سرمایه‌گذاری خود انتظارات خوش‌بینانه‌ای نشان می‌دهند، ممکن است ریسک را کمتر درک کنند و با نادیده گرفتن موقعیت‌های پرخطر، بیشتر در سهم پرریسک سرمایه‌گذاری کنند (Khan *et al.*, 2019). این نگرش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهامی که ارزش آن بیشتر از ارزش ذاتی است را افزایش می‌دهد که در نهایت تنوع بیشتر سبد سرمایه‌گذاری و بازدهی کمتر را برای سرمایه‌گذاران به دنبال خواهد داشت (Nosić and Weber, 2010).

ریسک در شرایط مالی به‌عنوان شانس تعریف می‌شود که سود واقعی یک سرمایه‌گذاری با بازده مورد انتظار آن متفاوت باشد (Dinç Aydemir and Aren, 2017). سرمایه‌گذاری در سهام پریسک به معنای تمایل یک فرد به سرمایه‌گذاری در سهامی است که ارزش آن سهم نسبت به ارزش ذاتی آن، رشد قابل توجهی داشته است (Dohmen et al., 2011). سرمایه‌گذاری پریسک برای تعریف ابزارهای مالی غیر از سرمایه‌گذاری با بازده اسمی معین مانند سپرده بانکی و اوراق قرضه استفاده می‌شود. سرمایه‌گذاری پریسک به آن دسته از سرمایه‌گذاری‌هایی گفته می‌شود که در آن احتمال زیادی وجود دارد یک سرمایه‌گذار بیشتر یا تمام سرمایه اولیه خود را از دست بدهد (Chen et al., 2020). شواهد ارائه‌شده توسط تالر و جانسون (Thaler and Johnson, 1990) بینش مهمی در مورد نحوه تصمیم‌گیری متوالی افراد ارائه می‌دهد و به الگویی اشاره دارد که در آن افراد تمایل دارند ریسک بیشتری را متعاقب تجربه سرمایه‌گذاری موفق بپذیرند. به‌عبارت‌دیگر سطح بالای ریسک ایجادشده در یک سرمایه‌گذاری با سطح بالایی از بازده سرمایه‌گذاری مرتبط است (Sobaih and Elshaer, 2023). تکامل و درک انتظارات در طول زمان نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران رابطه مثبتی بین سود قبلی و تغییر در ریسک‌پذیری بعدی از خود نشان می‌دهند (Bin, 2022)؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظارات بازده بالایی دارند، سرمایه‌گذاری‌های خود را به سمت سهام پریسک‌تر سوق می‌دهند (Egan et al., 2014). در نتیجه با افزایش بازده مثبت درک‌شده، درک ریسک کاهش یافته و تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام پریسک افزایش خواهد داشت (Khan et al., 2017). در همین راستا هافمن و پست (Hoffmann and Post, 2017) رابطه مثبتی بین بازده درک‌شده گذشته و تحمل ریسک پیدا کردند که نشان می‌دهد بازده مثبت تحقق‌یافته تأثیر قابل توجهی بر انتخاب‌های پریسک‌تر سبد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد؛ به‌صورتی که یک سرمایه‌گذار زمانی که بازده مثبتی از سهم خود دریافت می‌کند بازده درک‌شده را بر اساس مدل‌های رفتاری بیش از حد برون‌یابی می‌کند و با نادیده‌گرفتن خطرات موجود این باور را در خود تقویت می‌کند که می‌تواند با سرمایه‌گذاری در سهام پریسک بازدهی بالاتری را کسب کند (Heriyati et al., 2022). در نتیجه، سرمایه‌گذاران وقتی بر اساس عملکرد مثبت گذشته و نادیده‌گرفتن اخبار و اطلاعات تصمیم می‌گیرند، این امر، حجم معاملات و نوسانات بازار را به سمت بالاترین سطوح خود سوق می‌دهد. متعاقباً، این رفتار سرمایه‌گذاران به دلیل حرکت قیمت و نوسانات بیش از حد، قیمت سهام را از ارزش منصفانه دور می‌کند (Gębka and Wohar, 2013) و احتمال زیادی وجود دارد افراد به دلیل انتظارات کسب بازده بالاتر ناشی از بازده‌های کسب‌شده در گذشته و تعصبات روان‌شناختی، کل مبلغ سرمایه‌گذاری‌شده یا مبلغ قابل توجهی از سرمایه‌گذاری در سهام پریسک را از دست بدهند. این می‌تواند ما را به این واقعیت نزدیک کند که در

بازارهای مالی سرمایه‌گذاران تمایل به غیرمنطقی بودن دارند (Bhavani and Senthil, 2022)؛ بنابراین باید اذعان کرد دیدگاه‌ها، انتظارات و ترجیحات مختلف می‌توانند بر انتخاب سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشند (Gitman et al., 2015).

اصطلاح اثر شترمرغ را می‌توان در پژوهش دایموند (Diamond, 1976) که در آن اخبار نادیده گرفته شده را توصیف می‌کند، ردیابی کرد. اثر شترمرغ یک سوگیری فیکولوژیکی است به معنای ترجیح سرمایه‌گذاران برای اجتناب از اطلاعاتی که سطح ریسک سرمایه‌گذاری آن‌ها را نشان می‌دهد (Galai and Sade, 2006). تعریف دیگری از اثر شترمرغ که توسط یانگ و همکاران (Young et al., 2022) مطرح شد، به مفهوم تمایل سرمایه‌گذاران به اجتناب از موقعیت‌های مالی پرخطر با تظاهر به اینکه وجود ندارند، بدین معنی که سرمایه‌گذاران از قرارگرفتن در معرض اطلاعاتی که باعث ناراحتی و ایجاد حس ناخوشایند در آن‌ها می‌شود اجتناب می‌کنند. مجموعه گسترده‌ای از پژوهش‌های تجربی در روان‌شناسی از این ایده حمایت می‌کند که افراد ظرفیتی برای توجه یا عدم توجه به اطلاعات یعنی نادیده‌گرفتن دارند (Olafsson and Pagel, 2017; Galai and Sade, 2006 and Karlsson et al., 2009). اثر شترمرغ به پدیده‌ای اشاره دارد که در آن افراد فعالانه به دنبال اخبار و اطلاعات مثبت هستند؛ اما برای جلوگیری از اخبار و اطلاعات منفی سر خود را در شن فرو می‌کنند (Hilchey et al., 2022)؛ به‌صورتی که تقاضای اطلاعات برای برانگیختن یا حفظ باورهای خوشایند و ناخوشایند افراد نیز بستگی به باورها و قضاوت‌های ذهنی آن‌ها دارد (Andries and Haddad, 2020). اینکه افراد در زمان سرمایه‌گذاری به دنبال اطلاعات اضافی هستند یا از دریافت اطلاعات اجتناب می‌کنند مشروط به اینکه چنین اطلاعاتی مستقل از ارزش اطلاعاتی آن چه احساسی در افراد ایجاد می‌کند می‌باشد (Loewenstein, 2006). اگر دانستن اطلاعات آن‌ها را مجبور به رویارویی و درونی کردن ناامیدی‌های احتمالی کند، از نظر ذهنی افراد ترجیح می‌دهند از آن اطلاعات اجتناب کنند (Karlsson et al., 2009). در همین رابطه، سیچرمن و همکاران (Sicherman et al., 2016) در پژوهشی که انجام دادند دریافتند اثر شترمرغ دارای مبنای روان‌شناختی است و یک ویژگی شخصی نسبتاً پایدار در طول زمان است و افرادی این سوگیری رفتاری را از خود نشان داده‌اند در سال بعد بیشتر تحت‌تأثیر این سوگیری رفتاری قرار گرفتند.

کارلسون و همکاران (Karlsson et al., 2009) توصیف می‌کنند اکثر سرمایه‌گذاران زمانی این تعصب رفتاری را از خود نشان می‌دهند که ضریب بازده سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها مثبت است. به این معنا که اکثر سرمایه‌گذاران ارزش سبد سرمایه‌گذاری خود را زمانی که شاخص بازار مثبت و در حال رشد است بررسی می‌کنند تا زمانی که شاخص بازار منفی است. با این حال به بیان دقیق، اثر شترمرغ

پیش‌بینی‌هایی را در مورد بررسی‌های حساب و تغییرات گذشته در شاخص بازار انجام می‌دهد نه سطح فعلی روند بازار (Webb et al., 2013); به عبارت دیگر، به طور خاص سرمایه‌گذاران به دنبال اطلاعاتی هستند که سرمایه‌گذاری آن‌ها در خصوص سهامی که خریداری کرده‌اند تأیید کند (Hilchey et al., 2022). این خطای رفتاری در سرمایه‌گذاران می‌تواند قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد (Sicherman et al., 2016) و باعث شود سرمایه‌گذاران با تأخیر در کسب اطلاعات در خصوص سهم خود و تکیه بر اطلاعات مثبت گذشته تصمیمات غیرعقلایی گرفته (Ho et al., 2021) و این باور را در خود تقویت می‌کنند که این سهم مانند گذشته می‌تواند به رشد خود ادامه دهد؛ در نهایت این خطای رفتاری می‌تواند بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک تأثیر مثبت بگذارد و به احتمال زیاد باعث انحراف قیمت‌های سهام از ارزش فعلی آن‌ها شود. (Young et al., 2022).

در ادامه، به بعضی از پژوهش‌های صورت‌گرفته در این حوزه اشاره می‌شود که عبارت‌اند از: تیواری (Tiwari, 2023) در پژوهشی به بررسی رفتار گذشته، سواد مالی و تصمیم سرمایه‌گذاری در میان سرمایه‌گذاران فردی در نپال پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داده که هر سه مؤلفه رفتار گذشته، نگرش و سواد مالی تأثیر قابل توجهی بر قصد سرمایه‌گذاری دارند و نگرش بیشترین تأثیر را بر تصمیم سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد نگرش نقش میانجی را در رابطه با رفتار گذشته و قصد سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

زکیه و همکاران (Zakiyyah et al., 2023) در پژوهشی به بررسی اثرات ادراک ریسک و مذهب بر دارایی‌های مالی پریسک پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد سن تأثیر مثبتی بر تصمیمات نگهداری دارایی پریسک دارد؛ به این معنی که هر چه سرمایه‌گذار مسن‌تر باشد، در دارایی‌های پریسک بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کند و سرمایه‌گذاران مرد برای نگهداری دارایی‌های پریسک مصمم‌تر هستند. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد سرمایه‌گذارانی که آموزه‌های دینی را فرا گرفته‌اند به احتمال زیاد ریسک‌گریز هستند تا ریسک‌پذیر.

آبیدین و همکاران (Abideen et al., 2023) در پژوهشی به بررسی تأثیر سوگیری‌های روان‌شناختی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد سوگیری‌های رفتاری و ناهنجاری‌های بازار ارتباط نزدیکی با هم دارند و اینکه این دو عامل به طور قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، شواهد تجربی نشان می‌دهد که نقش واسطه‌ای ارتباط بین سوگیری‌های رفتاری و ناهنجاری‌های بازار را تعدیل می‌کند و در نهایت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

سوفی و همکاران (Sofi et al., 2023) در پژوهشی به بررسی چگونگی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری اقتصادی و پیامدهای آن برای سیاست پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد تصمیمات اقتصادی افراد تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی مانند سوگیری‌های روان‌شناختی و احساسات است؛ به‌صورتی که سوگیری‌های روان‌شناختی می‌تواند نقش مهمی در شکل‌گیری تصمیمات افراد داشته باشد که باعث شود تصمیمات افراد غیرمنطقی و بر اساس تجزیه و تحلیل دقیق هزینه‌ها و منافع صورت نگیرد.

یانگ و همکاران (Young et al., 2022) در پژوهشی به بررسی بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن سناریوی بازده پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بازده غیرعادی انباشته مثبت در یک دوره مشخص می‌تواند علت رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران باشد. همچنین در نتایج پژوهش آن‌ها مشخص شد رفتارهای غیرمنطقی ممکن است قیمت سهام را تحریک کرده و به احتمال زیاد باعث انحراف قیمت‌های سهام از ارزش فعلی آن‌ها شود.

دارمایانتی و همکاران (Darmayanti et al., 2022) در پژوهشی به بررسی بازنگری در رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری پرریسک پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد سرمایه‌گذارانی که مایل به پذیرش ریسک‌های بالاتر هستند تمایل به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک دارند. همچنین ویژگی شخصیت می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذار و گزینه‌های سرمایه‌گذاری از جمله انتخاب سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را تحت تأثیر قرار دهد.

بین (Bin, 2022) در پژوهشی به بررسی اثرات عملکرد معاملات قبلی بر ریسک‌پذیری معاملات بعدی پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داده که رابطه مثبتی بین سودهای کسب‌شده قبلی و تغییر در ریسک‌پذیری وجود دارد؛ همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اثر بازده‌های مثبت درک‌شده بر رفتار معامله‌گران کوتاه‌مدت نسبت به معامله‌گران بلندمدت مشهودتر است.

کوئینینگ و بورگوف (Koenig and Burghof, 2022) در پژوهشی به بررسی سبک سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری در سرمایه‌گذاری‌های پرریسک پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر زمانی که عملکرد مثبتی از گذشته دارند و بازارهای سرمایه صعودی هستند نگرش ریسک‌پذیری بالاتری از خود نشان می‌دهند و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پرریسک را افزایش می‌دهند که این نگرش به احتمال زیاد یک تعارض نمایندگی بین سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد.

هیلچی و همکاران (Hilchey et al., 2022) در پژوهشی به تحلیل جستجوی اطلاعات زمانی که اطلاعات مهم نیست پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد زمانی که نتایج نسبتاً خوشایند مورد انتظار باشد تقاضا برای دریافت اطلاعات بیشتر است؛ همچنین تمایل به جستجوی فعال برای سودهای

مالی پیش‌بینی‌شده بیشتر از ضررهای مالی پیش‌بینی‌شده است که نشان می‌دهد اثرات شترمرغ با افزایش انتظارات از سود افزایش می‌یابد.

راوت (Raut, 2020) در پژوهشی به بررسی سواد مالی، رفتار گذشته و فرآیند تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داده که قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام به طور قابل توجهی تحت تأثیر نتایج قبلی است؛ به صورتی که افراد در تصمیمات سرمایه‌گذاری آینده ممکن است نسبت به یک ویژگی یا یک موقعیت مشابه از خود سوگیری‌های خاصی نشان دهند که چنین سوگیری‌های شناختی ابتدا باورهای منفی یا مثبت را شکل می‌دهند و سپس سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در یک سهام خاص ترغیب می‌کنند. علاوه بر این، مشخص شد که سرمایه‌گذاران فردی عمدتاً تحت تأثیر فشار اجتماعی هستند که می‌تواند از طریق سواد مالی مهار شود.

چن و همکاران (Chen et al., 2020) در پژوهشی به بررسی تأثیر نگهداری دارایی‌های مالی پریسک و رفاه ذهنی، شواهد تجربی از کشور چین پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد در بررسی داده‌های خانوار چین در سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۳ تأثیر نگهداری دارایی‌های بدون ریسک در بازار مالی در مورد رفاه ذهنی سرمایه‌گذاران مثبت است؛ در حالی که وجود دارایی‌های پریسک به طور منفی به رفاه ذهنی سرمایه‌گذاران کمک می‌کند.

کوپاک و همکاران (Cupák et al., 2020) در پژوهشی به بررسی اعتماد، سواد مالی و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پریسک پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد سواد مالی به طور مثبتی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پریسک و همچنین اوراق بهادار بدهی مرتبط است. علاوه بر این، اعتماد به مهارت‌های مالی خود، احتمال نگهداری دارایی‌های پریسک را افزایش می‌دهد؛ همچنین ارتباط سواد مالی و اعتماد به طور قابل توجهی با توزیع ثروت و همچنین در چندین بعد اجتماعی اقتصادی مانند سن، تحصیلات و نژاد متفاوت است.

خان و همکاران (Khan et al., 2019) در پژوهشی به بررسی تأثیر بازده سهام درک‌شده بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران باتوجه به نقش میانجی‌گری سوگیری اعتماد بیش از حد پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بازده مثبت درک‌شده بالاتر، از طریق کانال واسطه‌ای سوگیری اعتماد بیش از حد، درصد سرمایه‌گذاری در سهام پریسک و تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. پولمن (Polman, 2019) در پژوهشی به بررسی اثر شترمرغ بر بازار درآمد ثابت پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داده که در بسیاری از موارد، افراد تمایل دارند سر خود را در شن فرو کنند و عمداً از اطلاعاتی که به آن‌ها کمک می‌کند تا بازدهی بهتری داشته باشند اجتناب یا این اطلاعات را

رد می‌کنند؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران در مواقع عدم اطمینان مانند شترمرغ رفتار می‌کنند و اطلاعاتی که ممکن است ناراحت‌کننده باشد را نادیده می‌گیرند.

هیبرت و همکاران (Hibbert et al., 2018) در پژوهشی به بررسی تأثیر نتایج سرمایه‌گذاری قبلی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آینده و تفاوت جنسیتی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بخش بزرگی از مردان پس از متحمل شدن ضرر به سرمایه‌گذاری در سهام ادامه می‌دهند؛ اما اکثریت زنان تمایل دارند از سرمایه‌گذاری در سهام اجتناب کنند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که زنان بیشتر از مردان انتظار شرایط نامطلوب بازار را دارند؛ صرف‌نظر از اینکه در سرمایه‌گذاری‌های قبلی خود سود یا زیان کرده باشند.

اولافسون و پاگل (Olafsson and Pagel, 2017) در پژوهشی به تحلیل اثرات شترمرغ در ایالات متحده و توجه منتخب به حساب‌های مالی، درآمد، مخارج و نقدینگی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد توجه با موجودی وجه نقد و نقدینگی همبستگی مثبت دارد؛ زمانی که افراد نقدینگی یا پس‌انداز بیشتری نسبت به گذشته خود دارند، بیشتر وارد سیستم بانکی خود می‌شوند و احتمال بیشتری دارد که حساب‌های مالی خود را جستجو کنند؛ ولی زمانی که مانده حساب‌های بانکی از مثبت به منفی تغییر می‌کند توجه کاهش می‌یابد. این یافته‌ها از این ایده حمایت می‌کند که اثرات شترمرغ در تصمیم‌گیری در مورد توجه یا عدم توجه نقش دارد.

مریمی یعقوبیان و همکاران (Maryami Yaghoubian et al., 2023) در پژوهشی به طراحی مدل پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با تأکید بر شاخص‌های بومی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد مقوله محوری مدل پارادایمی و شرایط علی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران با لحاظ عوامل زمینه‌ای و دخیل در دو گروه عمده عوامل رفتاری و روان‌شناختی و عوامل جمعیت‌شناسی قرار می‌گیرد که عوامل رفتاری و روان‌شناختی ۱۹ مقوله و عوامل جمعیت‌شناسی ۵ مقوله است که دارای بیشترین اهمیت بر رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد.

نعمتی و رحمانی نوروزآباد (Nemati and Rahmani Nowruzabad, 2023) در پژوهشی به بررسی نقش تعصبات روان‌شناختی بر رضایت مالی سرمایه‌گذاران، شواهدی از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد، اتکا به کارشناسان مالی، گرایش به طبقه‌بندی پول، گرایش به بودجه‌بندی، گرایش به انطباق، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، اتکا به همسر و خودکنترلی بر رضایت مالی مثبت و معنادار است.

سیرانی و همکاران (Sayrani et al., 2023) در پژوهشی به بررسی تأثیر سوگیری‌های شهودی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی ادراک شده بازار در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج

پژوهش آن‌ها نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین سوگیری‌های فرا اعتمادی و نماگری با کارایی ادراک‌شده بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاران وجود دارد؛ همچنین رابطه منفی و معناداری بین آشناگرایی با کارایی بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاران وجود دارد؛ اما در پژوهش آن‌ها معناداری رابطه این دو متغیر با سوگیری اتکا مورد تأیید واقع نشد.

جباری خوزانی و همکاران (Jabari Khouzani et al., 2022) در پژوهشی به طراحی الگوی تورش رفتاری سرمایه‌گذاران با تحلیل تم و رویکرد ساختاری تفسیری - دلفی فازی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها با استفاده از تحلیل مضمون نشان داد که عوامل مؤثر بر تورش رفتاری سرمایه‌گذاران در ایران متشکل از ویژگی‌های شخصیتی، دام‌های ادراکی و رفتاری، نقشه سفر مشتری، ظهور ذهن جمعی، نظریه رفتار مکاشفه‌ای، نظریه چشم‌انداز، نظریه بازار و ناهماهنگی شناختی می‌باشد.

عین‌آبادی و همکاران (Einabadi et al., 2023) در پژوهشی به بررسی ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و ارتباط آن با سواد مالی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد میزان ریسک‌پذیری فعالان بازار رمزارزها از دو بازار دیگر بیشتر است. علاوه بر این دریافتند سواد مالی فعالان بازار رمزارزها نیز از فعالان دو بازار دیگر بسیار پایین‌تر بوده است؛ بنابراین می‌تواند بخشی از ریسک‌پذیری فعالان بازار رمزارزها ناشی از دانش مالی پایین آن‌ها باشد.

اشعری و همکاران (Ashari et al., 2022) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و هوش هیجانی بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بین هوش هیجانی و ادراک ریسک و هوش هیجانی و تمایل به ریسک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین ارتباط مثبت و معناداری بین ویژگی‌های شخصیتی و ادراک ریسک و تمایل به ریسک وجود دارد. علاوه بر این، شواهدی مبنی بر وجود نقش تعدیلگری ویژگی‌های شخصیتی در ارتباط بین هوش هیجانی با میزان ریسک‌پذیری یافت نکردند. با نگاه به پیشینه پژوهش باید اذعان داشت که تأثیر بازده‌های درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک با نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ هنوز به اندازه کافی مورد بررسی قرار نگرفته است و این اولین پژوهش در ایران است که به چنین موضوع مهمی می‌پردازد. این پژوهش تأثیر بازده‌های درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک را با نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ مورد مطالعه قرار می‌دهد.

باتوجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به این صورت نگارش شده‌اند:

فرضیه اول: بازده درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک تأثیر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه دوم: بازده درک‌شده گذشته بر سوگیری اثر شترمرغ تأثیر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه سوم: سوگیری اثر شترمرغ بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک تأثیر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه چهارم: سوگیری اثر شترمرغ نقشی میانجی در رابطه با بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش پیش رو از نظر هدف کاربردی و از نظر راهبرد و نحوه جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات پیمایشی - توصیفی است تا نگرش‌ها، افکار، رفتارها و ویژگی‌های جامعه را توصیف کند. همچنین باتوجه به زمان گردآوری، داده‌ها به صورت مقطعی انجام شده است و به منظور نحوه تأثیر سازه‌های پژوهش بر یکدیگر از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده شد. از آنجایی که این پژوهش از میان سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد، جزء پژوهش‌های میدانی به شمار می‌رود. در این پژوهش در خصوص گردآوری اطلاعات برای تألیف مبانی نظری و ادبیات پژوهش از منابع کتابخانه‌ای، مقالات تخصصی و وبگاه‌های علمی داخلی و خارجی استفاده شده است. جهت گردآوری داده‌ها و سنجش فرضیه‌های پژوهش از پرسش‌نامه استاندارد استفاده شده است. پرسش‌نامه این پژوهش به دو قسمت تقسیم می‌شود: قسمت اول مربوط به سؤالات جمعیت‌شناسی و قسمت دوم به سؤالات تخصصی اختصاص داشت. سؤالات این پرسش‌نامه از نوع بسته و بر مبنای مقیاس پنج‌درجه‌ای لیکرت طراحی شده است.

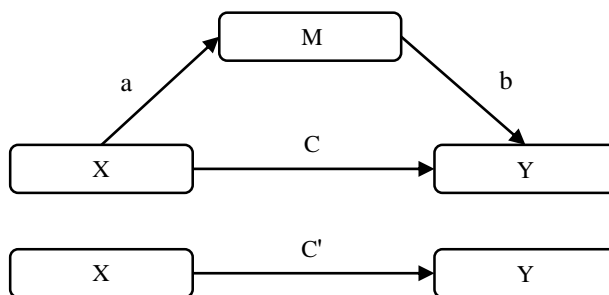
جامعه آماری این پژوهش را تمامی سرمایه‌گذاران حقیقی که در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت دارند تشکیل می‌دهد. در این پژوهش سرمایه‌گذارانی به عنوان نمونه انتخاب شدند که حداقل ۵ مرتبه در سال اقدام به خرید و فروش سهام کرده و از آخرین فعالیت آن‌ها بیشتر از سه ماه نگذشته باشد. به منظور جمع‌آوری نمونه تعداد ۴۳۲ پرسش‌نامه (۲۵۸ پرسش‌نامه کاغذی و ۱۷۴ پرسش‌نامه الکترونیکی) طی دو نوبت جهت پاسخ‌دهی بین سرمایه‌گذاران واجد شرایط به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات توزیع گردید. از پرسش‌نامه‌های توزیع‌شده ۴۱۳ مورد جمع‌آوری شد که تعداد ۱۷ مورد از آن‌ها به دلیل نواقص و نحوه جواب‌دهی به سؤالات دروغ‌یاب کنار گذاشته شد و مورد استفاده قرار نگرفتند. بر این اساس ۳۹۶ عدد پرسش‌نامه پذیرفته شد. برای تعیین حجم نمونه از جدول مورگان استفاده شده است؛ در این روش اگر جامعه آماری از ۱۰۰ هزار نفر تا ۳۰۰ میلیون نفر باشد، نمونه آماری مساوی با ۳۸۴ نفر است (Hafeznia, 2016).

پرسش‌نامه طراحی‌شده شامل ۴ بخش مختلف است که بخش اول به بیوگرافی پاسخ‌دهندگان از قبیل جنسیت، تحصیلات، سن و سابقه فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران اختصاص داشت. بخش دوم پرسش‌نامه پژوهش، متغیره بازده درک‌شده گذشته است که از پرسش‌نامه خان و همکاران (Khan

(*et al.*, 2019) استفاده شده است. بخش سوم پرسش‌نامه به متغیر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک اختصاص یافته که از پرسش‌نامه دینچ آیدمیر و آرن (Dinç Aydemir and Aren, 2017) استفاده شده است. بخش چهارم پرسش‌نامه به متغیر اثر شترمرغ اختصاص داشت که به دلیل نبود پرسش‌نامه استاندارد از پرسش‌نامه ایجادشده توسط پژوهشگر استفاده شد. برای این منظور ضمن مطالعه و بررسی جامعی از کتب دانشگاهی و نیز مقالات متعدد علمی و پژوهشی در زمینه سوگیری اثر شترمرغ، از اساتید حسابداری و صاحب‌نظران در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری در بورس کمک گرفته شد و روایی صوری و محتوایی پرسش‌نامه پژوهش پس از اصلاحات صورت‌گرفته، توسط ۴ نفر از اساتید صاحب‌نظر در حوزه حسابداری و سرمایه‌گذاری مورد تأیید قرار گرفت که پایایی این پرسش‌نامه از روش آلفای کرونباخ برابر با ۰/۸۲ است که پایایی مناسبی را نشان می‌دهد.

مدل معادلات ساختاری یک ساختار علی خاص بین مجموعه‌ای از سازه‌های غیرقابل مشاهده است که به طور گسترده در حوزه‌های چندرشته‌ای مورد استفاده قرار گرفته است و برای بررسی روابط علت و معلولی به کار می‌رود. مدل معادلات ساختاری که تحلیلی بر پایه چند متغیر از خانواده رگرسیون چندمتغیری است، این امکان را فراهم می‌کند که مجموعه‌ای از معادلات رگرسیون را به طور هم‌زمان مورد آزمون قرار دهد. با استفاده از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری روابط بین متغیرهای پنهان با یکدیگر و نیز گویه‌های سنجش هر متغیر پنهان با متغیر مربوط قابل بررسی است (Habibi and Kolahi, 2017). برای انجام محاسبات این روش از نسخه ۲۶ نرم‌افزار آماری آیموس استفاده و برای تخمین مقدار پارامترهای ناشناخته از قاعده برآورد حداکثر درست‌نمایی استفاده شده است.

در شکل (۱)، X نماد متغیر مستقل، M نماد متغیر میانجی‌گری و Y نماد متغیر وابسته در نظر قرار گرفته است. برای بررسی و تعمق اثر متغیر میانجی‌گری بر اساس مدل ماتيو و تیلور (Mathieu and Taylor, 2006) سه شرط باید رعایت شود: شرط اول، معنادار بودن مسیر رابطه (c')، دوم بررسی معنادار بودن مسیر (a) و شرط آخر بررسی معنادار بودن مسیر (b)؛ در صورتی که همه شروط در مدل برقرار باشد، تأثیر میانجی‌گری را تأیید می‌کند. از آنجاکه اثر میانجی می‌تواند به دو صورت جزئی و کامل باشد، اثر میانجی‌گری کامل زمانی اتفاق می‌افتد که مسیر (c) وجود نداشته باشد ولی اثر میانجی‌گری جزئی زمانی حادث می‌شود که مسیر (c) وجود داشته باشد.



شکل (۱) روش‌شناسی مدل میانجی

Figure (1) Mediation model methodology

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

نتایج حاصل از ویژگی‌های جمعیت‌شناختی پژوهش نشان می‌دهد که ۲۵۳ نفر از پاسخ‌دهندگان مرد و ۱۴۳ نفر زن هستند. از نظر سطح تحصیلات، بیشترین میزان فراوانی مربوط به پاسخ‌دهندگان با مدرک تحصیلی کارشناسی با تعداد ۲۱۰ نفر (۵۳ درصد) بود که می‌توان گفت اکثریت پاسخ‌دهندگان دانش پایه در زمینه سرمایه‌گذاری داشتند. همچنین بر اساس شاخص سن نیز بیشترین فراوانی مربوط به پاسخ‌دهندگان بین ۳۱ تا ۴۰ سال سن با تعداد ۱۸۶ نفر (۴۷ درصد) بود. در نهایت بر اساس شاخص سابقه فعالیت در بورس اوراق بهادار، بیشترین میزان فراوانی مربوط به افراد با سابقه بین ۶ تا ۱۰ سال فعالیت با تعداد ۱۷۴ نفر (۴۴ درصد) بود.

جهت تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش از پارامترهای توصیفی میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مطابق جدول (۱) استفاده و برای سنجش این متغیرها از طیف لیکرت (۱ تا ۵) استفاده شده است. میانگین متغیر بازده درک شده گذشته (۲/۶۶)، سرمایه‌گذاری در سهام پریسک (۲/۳۶) و متغیر اثر شترمرغ دارای میانگین (۳/۵۹) می‌باشد. نتایج به‌دست‌آمده از شاخص‌های توصیفی بیانگر این مطلب است که سرمایه‌گذاران جامعه نمونه تمایل زیادی به سرمایه‌گذاری در سهامی دارند که ارزش آن بیش از ارزش ذاتی آن است که امکان دارد در مدت کوتاهی بعد از سرمایه‌گذاری ارزش سهام خریداری شده به‌شدت کاهش یابد و باعث شود یک سرمایه‌گذار به‌راحتی سرمایه خود را از دست بدهد. همچنین اثر شترمرغ دارای میانگین ۳/۵۹ است که توضیح می‌دهد سرمایه‌گذاران جامعه نمونه نسبت به دریافت اطلاعات اضافی و اخبار بدبینانه واکنش منفی نشان می‌دهند و تمایلی به دریافت اخبار و اطلاعات جدید ندارند. همچنین نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در سطح متوسط رو به بالا تحت تأثیر اثر شترمرغ تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های خود را اتخاذ می‌کنند؛ در صورتی که هر چقدر کمتر سرمایه‌گذاران تحت تأثیر اثر

شترمرغ تصمیم‌گیری و اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، سرمایه‌گذاری کم‌ریسک‌تر و سبد سرمایه‌گذاری بهینه‌تری دارند.

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش
Table (1) Descriptive statistics of research variables

| متغیرهای پژوهش | تعداد | میانگین | انحراف معیار | حداقل | حداکثر |
|----------------------------|-------|---------|--------------|-------|--------|
| بازده درک‌شده گذشته | ۳۹۶ | ۲/۶۶ | ۰/۸۵ | ۱ | ۵ |
| سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | ۳۹۶ | ۲/۳۶ | ۰/۶۰ | ۱ | ۵ |
| اثر شترمرغ | ۳۹۶ | ۳/۵۹ | ۱/۰۱ | ۱ | ۵ |

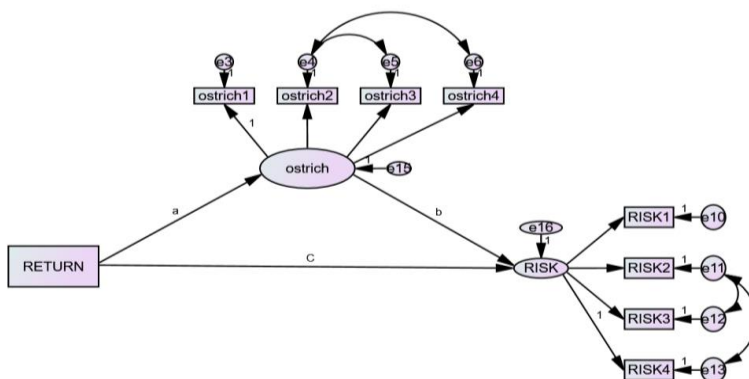
در این پژوهش از شاخص‌های روایی و پایایی پرسش‌نامه برای اطمینان خاطر از فرآیند سنجش متغیرها توسط پرسش‌نامه استفاده گردید. در ابتدا برای سنجش میزان روایی ظاهری و محتوایی، پرسش‌نامه در اختیار خبرگان، اساتید متخصص در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری قرار گرفت و پس از دریافت نظرات و انجام اصلاحات مدنظر اساتید صاحب‌نظر در این حوزه، روایی پرسش‌نامه در چند مرحله متوالی مورد تأیید قرار گرفت. در مرحله بعد به اندازه‌گیری روایی سازه با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی پرداخته شد. از تحلیل عاملی تأییدی برای تعیین میزان مناسب بار عاملی و سازه‌های پژوهش استفاده گردید. 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 می‌باشد و در صورتی که کمتر از ۰/۵ باشد آن سؤال باید حذف شود. در پژوهش حاضر از متغیر اثر شترمرغ ۲ سؤال که بار عاملی کمتر از ۰/۵ داشتند حذف شد. همچنین از شاخص روایی همگرا که یک شاخص کمی برای بررسی روایی همگرای سؤالات است استفاده شد؛ مقدار شاخص روایی همگرا که بین صفر و یک است باید بزرگ‌تر از ۰/۵ باشد (Hair et al., 2011). شاخص روایی همگرا هر مقدار که به عدد یک نزدیک‌تر باشد نشان‌دهنده همگرایی مناسب در بین سازه‌های پژوهش است. بر اساس نتایج جدول (۲)، روایی همگرای سازه‌ها بالاتر از ۰/۵ است؛ در نتیجه مناسب بودن روایی همگرای پژوهش تأیید می‌شود. برای سنجش پایایی مدل اندازه‌گیری پژوهش از دو معیار ضریب پایایی مرکب و ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده است. مقدار آلفای کرونباخ و پایایی مرکب باید بزرگ‌تر از ۰/۷ باشد (Hayes, 2018) و هر مقدار که به عدد یک نزدیک‌تر باشد پایایی آن سازه بیشتر است. جدول (۲) نشان می‌دهد ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی مرکب همه سازه‌ها از حداقل سطح قابل قبول فراتر رفت که بیانگر پایایی قابل قبول متغیرهای پژوهش است.

جدول (۲) مقیاس‌های سنجش پایایی و روایی همگرایی پرسش‌نامه

Table (2) Reliability and convergent validity scales of the questionnaire

| منغیرهای پژوهش | آلفای کرونباخ | پایایی مرکب | روایی همگرا | بار عاملی |
|------------------|---------------|-------------|-------------|-----------|
| risky stocks | ۰/۹۲ | ۰/۹۱ | ۰/۶۲ | - |
| risky stocks 1 | - | - | - | ۰/۷۶ |
| risky stocks 2 | - | - | - | ۰/۸۸ |
| risky stocks 3 | - | - | - | ۰/۷۷ |
| risky stocks 4 | - | - | - | ۰/۷۹ |
| Ostrich effect | ۰/۸۲ | ۰/۸۳ | ۰/۵۲ | - |
| Ostrich effect 1 | - | - | - | ۰/۷۶ |
| Ostrich effect 2 | - | - | - | ۰/۸۸ |
| Ostrich effect 3 | - | - | - | ۰/۷۷ |
| Ostrich effect 4 | - | - | - | ۰/۷۹ |

تجزیه و تحلیل مسیرها بر پایه مدل میانجی‌گری پژوهش در سه مدل ساختاری مورد بررسی قرار گرفت. مدل ۳ الگوی ساختاری مستقیم، مدل ۲ الگوی ساختاری غیرمستقیم و مدل ۱ الگوی ساختاری میانجی‌گری است. در مدل ۳، رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک (c)، در مدل ۲، رابطه بین متغیرهای بازده درک‌شده گذشته و اثر شترمرغ و رابطه بین اثر شترمرغ با سرمایه‌گذاری در سهام پریسک (a,b)، همچنین در مدل ۱، روابط بین متغیرهای بازده درک‌شده گذشته و اثر شترمرغ و رابطه بین اثر شترمرغ با سرمایه‌گذاری در سهام پریسک، به‌علاوه رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک با میانجی‌گری متغیر اثر شترمرغ مورد بررسی قرار گرفت (a,b,c).



شکل (۲) مدل آزمون‌شده پژوهش

Figure (2) the tested research of model

در این پژوهش برای بررسی چگونگی برازش مدل از شاخص‌های مجذور کای، شاخص نرم‌شده 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)** می‌توان استنباط کرد مدل آزمون شده برازش مناسبی با داده‌های جمع‌آوری شده دارد؛ بنابراین پس از تأیید برازش الگوی آزمون شده پژوهش، می‌توان فرضیه‌های پژوهش را مورد آزمون قرار داد.

جدول (۳) برازش مدل آزمون شده پژوهش

Table (3) The fit of the tested research model

| مدل ۳ | مدل ۲ | مدل ۱ | حد قابل قبول | معیار برازش مدل | نوع شاخص |
|---------|--------|--------|--------------|-----------------|-------------------------------|
| ۹۶۷/۱۵۶ | ۵۲/۰۱۲ | ۳۵/۳۶۳ | - | CMIN | مجذور کای |
| *** | *** | *** | کمتر از ۰/۰۵ | P | مجذور کای |
| ۴/۸۲ | ۲/۳۶ | ۱/۶۸ | بین ۱ تا ۵ | CMIN/df | نرم‌شده مجذور کای |
| ۰/۰۶ | ۰/۰۵ | ۰/۰۴ | کمتر از ۰/۰۸ | RMSEA | جذر برآورد واریانس خطای تقریب |
| ۰/۹۳ | ۰/۹۷ | ۰/۹۸ | بیش از ۰/۹۰ | GFI | شاخص نیکویی برازش |
| ۰/۹۳ | ۰/۹۸ | ۰/۹۹ | بیش از ۰/۹۰ | CFI | شاخص برازندگی تطبیقی |
| ۰/۸۷ | ۰/۹۵ | ۰/۹۷ | بیش از ۰/۶۰ | RFI | شاخص برازش نسبی |

جدول (۴) مسیرهای مدل پژوهش

Table (4) paths of the research model

| نام مسیر | به | مسیر از |
|----------|----------------------------|---------------------|
| a | اثر شترمرغ | بازده درک‌شده گذشته |
| b | سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | اثر شترمرغ |
| c,c' | سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | بازده درک‌شده گذشته |

رابطه متغیر بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک در سطح معنادار ۱ درصد، رابطه مثبت و معناداری دارد که ضریب آن ۰/۳۷ است؛ لذا فرضیه ۱ مورد تأیید است. متغیر بازده درک‌شده گذشته با اثر شترمرغ در سطح ۱ درصد، مثبت و معنادار و ضریب این رابطه ۰/۴۷ است، در نتیجه فرضیه ۲ مورد تأیید است. همچنین متغیر اثر شترمرغ بر متغیر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک در سطح معنادار ۱ درصد، رابطه مثبت و معناداری دارد که ضریب آن ۰/۳۱ است؛ در نتیجه فرضیه ۳ پذیرفته می‌شود. برای آزمون فرضیه چهارم و تشریح اینکه اثر شترمرغ بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک اثر میانجی‌گری دارد، باید بر اساس مدل ماتیو و تیلور (Mathieu and Taylor, 2006) تمامی پیش شرط‌های مربوطه برقرار باشد؛ بنابراین با توجه به اینکه در این پژوهش فرضیه‌های اول، دوم و سوم با ضریب‌های ۰/۳۷ و ۰/۴۷ و ۰/۳۱ مورد تأیید و از جهتی تمام فرضیه‌ها و مسیرها مورد

تأیید قرار گرفتند؛ در نتیجه مدل میانجی وجود دارد و همچنین برای مشخص نمودن اثر کلی یا جزئی میانجی، باید مسیر c بررسی شود. از آنجاکه این رابطه با ضریب $0/۲۳$ در سطح معنادار ۱ درصد، رابطه مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین مدل میانجی از نوع جزئی است.

جدول (۵) نتایج آزمون تحلیل مسیرهای مدل پژوهش

Table (5) The results of the path analysis test of the research model

| متغیرهای مستقل | متغیر وابسته | مسیر | مدل ۱ | مدل ۲ | مدل ۳ | نتیجه آزمون |
|---------------------|----------------------------|------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| بازده درک‌شده گذشته | اثر شترمرغ | a | $0/۴۷^{***}$ | $0/۴۷^{***}$ | ۰ | تأیید |
| اثر شترمرغ | سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | b | $0/۳۱^{***}$ | $0/۴۳^{***}$ | ۰ | تأیید |
| بازده درک‌شده گذشته | سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | c | $0/۲۳^{***}$ | ۰ | ۰ | تأیید |
| بازده درک‌شده گذشته | سرمایه‌گذاری در سهام پریسک | c' | ۰ | ۰ | $0/۳۷^{***}$ | تأیید |

سطح معناداری: $0/۰۰۱^{***}$ ، $0/۰۱^{**}$ و $0/۰۵^*$

۵- بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف شناسایی عوامل تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک توسط سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. این پژوهش بررسی می‌کند که آیا اثر شترمرغ رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک را میانجی می‌کند یا خیر؟ علی‌رغم وجود مبانی قوی روان‌شناختی و شواهد تجربی گسترده در رابطه بین بازده مثبت درک‌شده گذشته و رفتار ریسکی سرمایه‌گذاران، پژوهش‌های تجربی محدودی بر روی متغیرهایی که می‌توانند تحت تأثیر بازده درک‌شده گذشته قرار بگیرند انجام شده است. همچنین متغیر اثر شترمرغ که در پژوهش‌های سایر کشورها به صورت محدود انجام شده است برای اولین بار در این پژوهش مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. هدف از پژوهش حاضر پرکردن این خلأ در ادبیات نظری پژوهش بود که فرضیه‌های پژوهش بر اساس مدل پژوهش و با استفاده از روش مدل معادلات ساختاری مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در ادامه نتایج هر یک از فرضیه‌ها مورد بحث قرار می‌گیرد.

یافته‌های این پژوهش در ارتباط با آزمون فرضیه اول نشان داد که رابطه مثبت و معناداری میان بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک وجود دارد. در توضیح تأثیر بازده درک‌شده گذشته بر سرمایه‌گذاری در سهام پریسک می‌توان گفت افزایش ریسک‌پذیری در میان سرمایه‌گذاران فردی با سودهای درک‌شده گذشته همبستگی قوی دارد؛ سرمایه‌گذارانی که در گذشته بازده‌های مثبتی را از سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت تجربه کرده‌اند، با ایجاد یک احساس مثبت در درون خود تحت تأثیر انتظارات ذهنی و حفظ کردن بازده‌های مثبت درک‌شده گذشته به عنوان یک کلیشه و تعمیم آن به آینده، این اعتقاد را دارند که این بازدهی مثبت در آینده هم پایدار است و آن سهم به رشد خود

ادامه خواهد داد. این نگرش باعث می‌شود یک سرمایه‌گذار بدون انجام تحلیل‌های فنی یا بنیادی و با تعصب به بازده گذشته، ریسک‌پذیری خود را بر اساس سود سرمایه‌گذاری‌های قبلی افزایش دهد. این نشان می‌دهد هر مقدار بازده‌های مثبت گذشته بیشتر باشد تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام پریسک افزایش می‌یابد. در نتیجه تأثیر برون‌یابی موفقیت‌های گذشته بر تغییرات بعدی در باورها و ترجیحات سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که چنین تصمیمات سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیزی زمانی اتفاق می‌افتد که افراد انتظار دارند این روند مثبت ادامه داشته باشد. نتایج این فرضیه با پژوهش‌های کوئینینگ و بورگوف (Koenig and Burghof, 2022)، بین (Bin, 2022) و خان و همکاران (Khan et al., 2019) هم‌راستا می‌باشد. نتایج پژوهش‌های مذکور نشان دادند که رابطه مثبتی بین سودهای کسب‌شده قبلی و تغییر در ریسک‌پذیری وجود دارد؛ به‌صورتی که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر زمانی که عملکرد مثبتی از گذشته دارند و بازارهای سرمایه صعودی هستند نگرش ریسک‌پذیری بالاتری از خود نشان می‌دهند و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پریسک را افزایش می‌دهند.

یافته‌ها در ارتباط با آزمون فرضیه دوم این پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معناداری میان بازده درک‌شده گذشته و سوگیری اثر شترمرغ وجود دارد. تأثیر بازده درک‌شده گذشته بر سوگیری اثر شترمرغ را می‌توان با تمایل سرمایه‌گذاران به تمرکز مشابه بر بازده سبد سرمایه‌گذاری قبلی خود توضیح داد. به این صورت که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری فقط با استناد و دلگرمی زیاد به بازده‌های مثبت کسب‌شده در گذشته اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ به‌نحوی که اگر اخبار و اطلاعات منفی و ناخوشایندی از سهمی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند دریافت کنند، تمایل به نادیده‌گرفتن آن اطلاعات دارند و باتکیه بر اطلاعات مثبت گذشته و تعمیم‌دادن بازده‌های گذشته به بازده‌های آینده، این باور را در ذهن خود تقویت می‌کنند که باز هم مانند گذشته می‌توانند از سرمایه‌گذاری در این سهم بازده‌های مثبتی دریافت کنند. تعصب به بازده‌های مثبت درک‌شده در گذشته و عدم تمایل سرمایه‌گذاران به دریافت اطلاعات مفید و بااهمیتی که احساس ناخوشایندی در آن‌ها ایجاد می‌کند باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود دچار خطاهای رفتاری شوند و نتوانند در آینده چشم‌انداز مناسبی از سرمایه‌گذاری خود داشته باشند. نتایج این فرضیه با پژوهش‌های اولافسون و پاگل (Olafsson and Pagel, 2017)، خان و همکاران (Khan et al., 2019) و راوت (Raut, 2020) هم‌راستا می‌باشد. در پژوهش‌های مذکور به این موضوع اشاره شد که قصد سرمایه‌گذاری افراد به طور قابل‌توجهی تحت تأثیر نتایج قبلی است؛ به‌صورتی که افراد در تصمیمات سرمایه‌گذاری آینده ممکن است نسبت به یک ویژگی یا یک موقعیت مشابه از خود سوگیری‌های خاصی نشان دهند و با

شکل‌گیری تصورات و باورهای مثبت یا منفی در ذهن خود نسبت به سرمایه‌گذاری در یک سهام خاص ترغیب شوند.

یافته‌ها در ارتباط با آزمون فرضیه سوم این پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معناداری میان سوگیری اثر شترمرغ و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک وجود دارد. این نتیجه نشان می‌دهد اثر شترمرغ تأثیر قابل‌توجهی بر سرمایه‌گذاری افراد در سهام پرریسک دارد. در تبیین این یافته می‌توان گفت سرمایه‌گذاران تحت‌الشعاع اثر شترمرغ، به احتمال زیاد ریسک و همچنین نوسانات سرمایه‌گذاری پرریسک‌تر را به دلیل بی‌تفاوت بودن نسبت به اطلاعاتی که با نگرش فعلی، انتظارات یا باورهای آن‌ها سازگاری ندارد و همچنین به خاطر سپردن رویدادهای مثبت گذشته و به تبع انتظارات کسب بازده بالاتر دست‌کم می‌گیرند. این نگرش رفتاری سرمایه‌گذاران که با اجتناب و کم‌اهمیت جلوه‌دادن بازخورد اطلاعات منفی که می‌تواند به اهداف سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد آن‌ها کمک کند، می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری قابل‌توجهی در سهام پرریسک و تمایل بیشتر به ریسک‌پذیری و به دنبال آن حجم معاملات بالاتر، عدم تنوع سبد سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش بازدهی سبد سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد. نتایج این فرضیه با پژوهش‌های خان و همکاران (Khan et al., 2019)، کوپاک و همکاران (Cupák et al., 2020) و هیلچی و همکاران (Hilchey et al., 2022) هم‌راستا می‌باشد. چون در نتایج پژوهش‌های انجام‌شده این موضوع بیان شده که سوگیری‌های روان‌شناختی به طور مثبتی با سرمایه‌گذاری‌های پرریسک مرتبط است؛ به نحوی که اثرات سوگیری روان‌شناختی احتمال سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پرریسک را افزایش می‌دهد.

آنچه این پژوهش را از سایر پژوهش‌ها متمایز نموده، این است که در این پژوهش از متغیر اثر شترمرغ به‌عنوان متغیر میانجی استفاده شده و به طور هم‌زمان وارد مدل پژوهش شده و مورد آزمون قرار گرفته است. پژوهش‌های گذشته تأثیر بازده‌های درک‌شده گذشته بر مکانیسم‌های روان‌شناختی و یا تأثیر مکانیسم‌های روان‌شناختی بر ریسک‌پذیری را مورد آزمون قرار دادند؛ اما این پژوهش دو رشته ادبیات موضوع را با هم ترکیب می‌کند و تأثیر متغیر میانجی را بر رابطه این دو ادبیات نشان می‌دهد. یافته‌ها در ارتباط با آزمون فرضیه چهارم این پژوهش، تأثیر اثر شترمرغ بر رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک، نشان داد اثر شترمرغ دارای اثر میانجی است و بر رابطه بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک تأثیر می‌گذارد. به بیانی دیگر، اثر شترمرغ موجب تقویت رابطه مثبت بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک می‌شود و با افزایش اثر شترمرغ تأثیر مثبت بین بازده درک‌شده گذشته و سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک افزایش می‌یابد؛ بدین معنی که اثر شترمرغ باعث می‌شود سرمایه‌گذاران با تأیید یک باور ناخوشایند از اطلاعاتی

که انتظار می‌رود احساس بدی در آن‌ها ایجاد کند اجتناب و با تعصب به اخبار و اطلاعات مثبت گذشته باورهای خوش‌بینانه‌ای در مورد سرمایه‌گذاری سبد سرمایه‌گذاری خود در آینده شکل دهند؛ به‌صورتی که سرمایه‌گذاران احساس خود را با درک خود از بازده‌های مثبت گذشته ترکیب می‌کنند و زمانی که این احساس مثبت مرتبط با بازده گذشته بالاتر باشد، با نادیده گرفتن جنبه‌های منفی ریسک و خوش‌بینی نسبت آینده نسبت بیشتری از سبد سرمایه‌گذاری خود را به سهام پریسک اختصاص می‌دهند. در نتیجه افرادی که دچار سوگیری اثر شترمرغ هستند، جنبه منفی سرمایه‌گذاری پریسک را نادیده می‌گیرند و با توجه به عملکرد گذشته ریسک‌های بیشتری را متحمل می‌شوند؛ بنابراین اثرات میانجی بالقوه سوگیری شترمرغ ممکن است سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری منطقی در زمینه معاملات، ریسک‌پذیری و تصمیمات بهینه دور نگه دارد و به احتمال زیاد آن‌ها از سرمایه‌گذاری‌های خود در آینده بازده کمتری کسب کنند. در بررسی‌های انجام‌شده تنها پژوهش مشابهی در رابطه با تأثیر میانجی‌گری اثر شترمرغ بر رابطه بین اثر بازده‌های درک‌شده و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک که بتوان نتیجه فرضیه چهارم را با آن مقایسه کرد پژوهش خان و همکاران (Khan et al., 2019) بود که نشان داد بازده مثبت درک‌شده بالاتر از طریق کانال واسطه‌ای سوگیری‌های روان‌شناختی درصد سرمایه‌گذاری در سهام پریسک و تمایل به ریسک را افزایش می‌دهد؛ اگرچه نظریه چشم‌انداز رفتارهای ریسک‌پذیر را در زمینه‌های نسبتاً ثابت توصیف می‌کند؛ اما پیشرفت‌های اخیر در پژوهش‌های تجربی و نظری، پذیرش این ایده را افزایش داده است که افراد صرفاً ریسک‌ها را به روش احتمالی محاسبه نمی‌کنند و در اکثر مواقع بر اساس تجربیات مربوط به عملکرد گذشته سهام و روند قیمت‌ها، باوری را در ذهن خود شکل می‌دهند که می‌تواند مثبت یا منفی باشد و بدون در نظر گرفتن چشم‌اندازهای آینده، سناریوهای جاری و سایر معیارها، بر اساس این باورها، تصمیمات غیرمنطقی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های خود اتخاذ کنند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران باید به‌جای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر اساس تجربیات گذشته، تک‌تک جنبه‌های شرکت، وضعیت اقتصادی کشور و سایر اقدامات را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند که با انجام این کار سرمایه‌گذاران می‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری منطقی و حساب‌شده‌تری را اتخاذ کنند.

یافته‌های این پژوهش مفاهیم نظری و عملی ارزشمندی را برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان بخش‌های مختلف جامعه ارائه می‌کند. برای سرمایه‌گذاران از این جهت که اطلاعات مفید و بالقوه‌ای را در خصوص عوامل مؤثر بر انتخاب سرمایه‌گذاری‌های پریسک در زمان تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در اختیار خوانندگان قرار می‌دهد. از آنجاکه سطح ریسک‌پذیری افراد در تصمیمات سرمایه‌گذاری در طول زمان کاملاً پایدار نیست و این بی‌ثباتی زمانی می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی از جمله تمایلات روان‌شناختی و بازده‌های درک‌شده در گذشته شکل بگیرد، می‌توان گفت زمانی که

یک سرمایه‌گذار بازده مثبتی را درک می‌کند، تصورات خاصی را در ذهن خود تداعی می‌کند و تصمیمات گذشته را به‌عنوان راهنما برای تصمیمات آینده در نظر می‌گیرد و تحت‌تأثیر انتظارات ذهنی و اثرپذیری از تعصبات رفتاری همچون اثر شترمرغ با تغییر در تحمل ریسک، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک پیدا می‌کند؛ بنابراین زمانی که سرمایه‌گذاران از عوامل و متغیرهای دخیل در انتخاب‌های پرریسک و انحرافات سرمایه‌گذاری خود آگاهی داشته باشند، می‌توانند با درک اثرات مخرب سوگیری‌های روان‌شناختی پایدار و اجتناب از آن‌ها در فرآیند تصمیمات مالی خود، تصمیمات منطقی‌تری به‌دوراز قضاوت‌های ذهنی بگیرند تا سرمایه‌گذاری بهینه‌تری داشته باشند. همچنین یافته‌های این پژوهش می‌تواند قانون‌گذاران و متخصصان بازار سرمایه را در جهت بهبود بازار سرمایه، آموزش سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در جهت تصمیمات منطقی و آگاهی از تعصبات روان‌شناختی کمک کند؛ زیرا با شناخت عوامل مؤثر بر انتخاب سرمایه‌گذاری‌های پرریسک و تأثیر مکانیسم‌های روان‌شناختی که به‌طور ناخواسته بر فرآیند تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارند، می‌توانند هشدارهای لازم را به معامله‌گران بازار سرمایه در خصوص انتخاب‌های پرریسک که منجر به تشکیل حباب‌های مالی و ارزش‌گذاری غیرواقعی آن سهم می‌شود داده و در جهت رضایت‌مندی، رفاه مالی و بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران گام‌های مؤثرتری بردارند. باتوجه‌به عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران مبتدی از قوانین و مقررات اصول بازار سرمایه و همچنین نداشتن تخصص و توانایی لازم در زمینه تجزیه‌وتحلیل ارزش شرکت‌ها و اعتماد این سرمایه‌گذاران به تحلیل رسانه‌های اینترنتی، شبکه‌های اجتماعی و پدیده نوظهور متاورس که اغلب تحلیل نادرست و بدون پشتوانه‌ای ارائه می‌دهند، پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیم به سرمایه‌گذاری به جهت کسب بازدهی مطلوب در بازار سرمایه، ضمن شرکت در کلاس‌های آموزشی و کسب تخصص همه‌جانبه، آگاهی و علم کامل در این زمینه، بدون اثرپذیری از قضاوت‌های ذهنی و تورش‌های رفتاری و با تحلیل و بررسی دقیق سهام شرکت‌ها و درنظرگرفتن سایر متغیرها اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. همچنین پیشنهاد می‌شود که به‌علت اهمیت نوع رفتار و تصمیم سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر بازار سرمایه، اولاً موضوع روان‌شناسی رفتار سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از مباحث آموزشی در رشته‌های حسابداری و مدیریت مالی گنجانده شود چرا که آگاهی از نقش عواطف و احساسات بر شکل‌گیری خطاهای رفتاری و شناخت تیپ‌های شخصیتی مختلف و نحوه عملکرد آن‌ها می‌تواند گام‌های مؤثری در جهت کنترل رفتارهای ناهنجار و به‌دنبال آن انجام معاملات منطقی و سودمند باشد. ثانیاً سازمان‌های ذی‌ربط برنامه‌هایی را برای افزایش آگاهی در خصوص سوگیری‌های روان‌شناختی و آموزش‌های راهبردی به سرمایه‌گذاران که می‌تواند سوگیری‌های روان‌شناختی را کاهش دهد، تنظیم کنند.

باتوجه به اینکه پژوهش‌های بسیار محدودی در زمینه مالی رفتاری، خصوصاً در رابطه با اثرات بازده درک‌شده گذشته و اثر شترمرغ بر متغیرهای مالی در پژوهش‌های بین‌المللی صورت گرفته، به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد تأثیر اثرات شترمرغ را بر سایر ابعاد مالی رفتاری نظیر فرکانس معاملاتی سرمایه‌گذاران و گردش سبد سرمایه‌گذاری سالانه بررسی کرده و برای پی‌بردن به این موضوع که آیا مشکل شترمرغ نتیجه یک استراتژی آگاهانه و عمدی است یا نه، ماهیت مشکل شترمرغ را نیز بیشتر مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار دهند. در همین راستا بررسی تأثیر احساسات منفی و ناخودآگاه و نادیده گرفتن اخبار و اطلاعات مفید اما مغایر با نگرش فعلی سرمایه‌گذاران ناشی از سوگیری اثر شترمرغ در بازارهای مالی موازی مانند بازار رمزارز و طلا می‌تواند موضوع مطلوبی برای پژوهش‌های آتی باشد. همچنین به پژوهشگران توصیه می‌شود که تأثیر نقش میانجی‌گری اثر شترمرغ را بر رابطه بین اثر بازده‌های درک‌شده گذشته و رفتار مالی سرمایه‌گذاران حقوقی مورد بررسی قرار داده و نتایج به دست آمده را با نتایج این پژوهش مقایسه و تحلیل نمایند. علاوه بر این از آنجا که متغیرهای زیادی می‌توانند در تصمیمات پریسک سرمایه‌گذاران اثرگذار باشند، پیشنهاد می‌گردد دو مؤلفه هوش هیجانی و سواد مالی بر رابطه بین بازده‌های درک‌شده و سرمایه‌گذاری در سهام پریسک در پژوهش‌های آتی مدنظر قرار گیرد؛ بنابراین، پژوهش‌های بیشتری برای روشن کردن عوامل تعیین‌کننده انتخاب پریسک و قدرت مکانیسم‌های روان‌شناختی در بروز خطاهای ذهنی و انحرافات در تصمیمات مالی و همچنین در طیف وسیع‌تری از شرایط سرمایه‌گذاری برای ایجاد یک چهارچوب کلی از رفتار سرمایه‌گذار به شدت مورد نیاز است.

همچنین لازم به ذکر است که در انجام این پژوهش محدودیت‌هایی از جمله امکان عدم صداقت در پاسخ‌دهی به سؤالات پرسش‌نامه، درک پایین برخی از پاسخ‌دهندگان نسبت به مفاهیم مالی و سرمایه‌گذاری و مقطعی بودن پژوهش وجود داشت.

۶- تشکر و سپاس‌گزاری

از آقای محمدحسین امینی‌زاده که در گردآوری داده‌های این پژوهش نقش داشتند، صمیمانه قدردانی می‌شود.

۷- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۸- منابع

- Abideen, Z. U., Ahmed, Z., Qiu, H., & Zhao, Y. (2023). Do behavioral biases affect investors' investment decision making? Evidence from the Pakistani equity market. *Risks*, 11(6), 109-140.
- Ajmal, S., Mufti, M., & Shah, Z. A. (2011). Impact of illusion of control on perceived efficiency in Pakistani financial markets. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 5(2), 100-110.
- Andries, M., & Haddad, V. (2020). Information aversion. *Journal of Political Economy*, 128(5), 1901-1939.
- Anwar, M., Irbayuni, S., Wikartika, I., & Pratikto, H. (2023). Behavioural bias in investment decisions: moderate role of self-control. *JPPI (Journal Penelitian Pendidikan Indonesia)*, 9(1), 490-498.
- Aren, S., & Hamamci, H. N. (2020). Relationship between risk aversion, risky investment intention, investment choices: Impact of personality traits and emotion. *Kybernetes*, 49(11), 2651-2682.
- Ashari, E., Khodabakhsh, R., & Khomami, S. (2022). Personality Traits, Emotional Intelligence of Investors and Their Risk Tolerance. *Accounting and Auditing Studies*, 11(43), 105-120. [In Persian]
- Awais, M., Laber, M. F., Rasheed, N., & Khursheed, A. (2016). Impact of financial literacy and investment experience on risk tolerance and investment decisions: Empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 73-79.
- Baars, M., Cordes, H., & Mohrschladt, H. (2020). How negative interest rates affect the risk-taking of individual investors: Experimental evidence. *Finance Research Letters*, 32, 101179.
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). Behavioral finance: an overview. *Behavioral finance: Investors, corporations, and markets*, 1-21.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Bhavani, P., & Senthil, D. (2022). Investor's Behaviour Biases On Investment Decisions In Tamilnadu. *Journal of Positive School Psychology*, 6(7), 4882-4891.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Bin, L. T. K. (2022). The effects of prior trading performance have on risk-taking of subsequent trading—The house money effect. *Institutional at Singapore Management University*.

- Chen, F., Hsu, C. L., Lin, A. J., & Li, H. (2020). Holding risky financial assets and subjective wellbeing: Empirical evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101142.
- Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of behavioral decision making*, 20(4), 425-451.
- Costa, D. F., Carvalho, F. D. M., & Moreira, B. C. D. M. (2019). Behavioral economics and behavioral finance: A bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*, 33(1), 3-24.
- Cupák, A., Fessler, P., Hsu, J. W., & Paradowski, P. R. (2020). Confidence, financial literacy and investment in risky assets: Evidence from the Survey of Consumer Finances. *FEDS Working Paper*.
- Czerwonka, M. (2019). Cultural, cognitive and personality traits in risk-taking behaviour: Evidence from Poland and the United States of America. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 894-908.
- Darmayanti, N. P. A., Wiagustini, N. L. P., Artini, L. G. S., & Candraningrat, I. R. (2022). Revisiting Investor Behaviour in Risky Investment Decision Making. *Journal Minds: Manajemen Ide dan Inspirasi*, 9(1), 1-18.
- Diaç Aydemir, S., & Aren, S. (2017). Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? *Kybernetes*, 46(10), 1706-1734.
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., & Wagner, G. G. (2011). Individual risk attitudes: Measurement, determinants, and behavioral consequences. *Journal of the european economic association*, 9(3), 522-550.
- Edison, E. D., & Aisyah, H. (2023). The Effect of Regret Experienced in Investment Decision: an Experimental Study. *International Journal of Asian Business and Management*, 2(1), 85-98.
- Egan, D., Merkle, C., & Weber, M. (2014). Second-order beliefs and the individual investor. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 652-666.
- Einabadi, J., Khoshfetrat, N., & Babakhani Ghazijahani, A. (2023). Investigating the risk tolerance of financial market investors and its relationship with financial literacy. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(72), 86-95. [In Persian]
- Fang, Y., Yuan, J., Yang, J. J., & Ying, S. (2022). Crash-based quantitative trading strategies: Perspective of behavioral finance. *Finance Research Letters*, 45, 102185.

- Galai, D., & Sade, O. (2006). The “ostrich effect” and the relationship between the liquidity and the yields of financial assets. *The Journal of Business*, 79(5), 2741-2759.
- Gębka, B., & Wohar, M. E. (2013). International herding: Does it differ across sectors? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23, 55-84.
- Ghalibaf Asl, H., & Izadi, M. (2014). The Survey of relationship between risk and stock return in Tehran Securities Exchange: Study of momentum effect and liquidity Premium. *Monetary & Financial Economics*, 21(7), 48-104. [In Persian]
- Gitman, L. J., Joehnk, M. D., Smart, S., & Juchau, R. H. (2015). Fundamentals of investing. *Pearson higher education AU*.
- Habibi, A., & Kolahi, B. (2017). Structural equation modeling and factor analysis. *ACECR Publications Organization*. [In Persian]
- Hafeznia, M. R. (2016). An Introduction to the Research Method in Humanities. *Samt Publications*. [In Persian]
- Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing theory and Practice*, 19(2), 139-152.
- Hayes, A. F. (2018). Partial, conditional, and moderated moderated mediation: Quantification, inference, and interpretation. *Communication monographs*, 85(1), 4-40.
- Heriyati, P., Abdinagoro, S. B., Tamara, D., Leksana, C. J., & Maharani, A. (2022). Factors Affecting the Performance of Stock Investment in Jakarta. *3rd Asia Pacific International Conference on Industrial Engineering and Operations Management*.
- 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.
- Hilchey, M. D., Rondina, R., & Soman, D. (2022). Information-seeking when information doesn't matter. *Journal of Behavioral Decision Making*, 35(5), e2280.
- Ho, E. H., Haggmann, D., & Loewenstein, G. (2021). Measuring information preferences. *Management Science*, 67(1), 126-145.
- Hoffmann, A. O., & Post, T. (2017). How return and risk experiences shape investor beliefs and preferences. *Accounting & Finance*, 57(3), 759-788.
- Jabari Khouzani, A., Salehi, A. K., Kaab Omeir, A., & Zarinjooy Alvar, S. (2022). Designing the behavioral bias pattern of investors with theme analysis and fuzzy interpretive-Delphi structural approach. *Advances in Finance and Investment*, 3(9), 73-106. [In Persian]

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.
- Kaplanski, G., Levy, H., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2016). Past returns and the perceived Sharpe ratio. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 123, 149-167.
- Karlsson, N., Loewenstein, G., & Seppi, D. (2009). The ostrich effect: Selective attention to information. *Journal of Risk and uncertainty*, 38, 95-115.
- Kartini, K., & Nahda, K. (2021). Behavioral biases on investment decision: A case study in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231-1240.
- Khan, M. T. I., Tan, S. H., & Chong, L. L. (2017). How past perceived portfolio returns affect financial behaviors—The underlying psychological mechanism. *Research in International Business and Finance*, 42, 1478-1488.
- 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.
- Koenig, L., & Burghof, H. P. (2022). The investment style drift puzzle and risk-taking in venture capital. *SSRN Electronic Journal*.
- Korniotis, G. M., & Kumar, A. (2010). Do Behavioral Biases Adversely Affect the Macro-economy? *Review of Financial Studies*, 24(5), 1513–1559.
- Loewenstein, G. (2006). The pleasures and pains of information. *Science*, 312(5774), 704-706.
- Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K., & Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological bulletin*, 127(2), 267-286.
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking? *The quarterly journal of economics*, 126(1), 373-416.
- Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.
- Maryami Yaghoobian, M., Najafi Moghaddam, A., Haghshenas Kashani, F., & Nasrollahi, B. (2023). Designing paradigmatic model of investors' behavior at the capital market with an emphasis on local indicators. *Advances in Finance and Investment*, 4(3), 1-24. [In Persian]
- Mathieu, J. E., & Taylor, S. R. (2006). Clarifying conditions and decision points for mediational type inferences in organizational behavior. *The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 27(8), 1031-1056.
- Merkle, C. (2017). Financial overconfidence over time: Foresight, hindsight, and insight of investors. *Journal of Banking & Finance*, 84, 68-87.

- Metwally, A. H. (2023). The Effect of Overconfidence Bias on Investors Decisions in the Egyptian Stock Market: The Role of Information Acquisition. *Journal of Alexandria University for Administrative Sciences*, 60(2), 47-85.
- Nemati, M., & Rahmani Nowruzabad, S. (2023). Role of Psychological Prejudice on Financial Satisfaction of Investors: Evidence from Investors in Tehran Stock Exchange. *Financial Economics*, 17(63), 1-24. [In Persian]
- Ngoc, L. T. B. (2013). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1-16.
- Nosić, A., & Weber, M. (2010). How riskily do I invest? The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence. *Decision Analysis*, 7(3), 282-301.
- Nur Aini, N. S., & Lutfi, L. (2019). The influence of risk perception, risk tolerance, overconfidence, and loss aversion towards investment decision making. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 21(3), 401-413.
- Olafsson, A., & Pagel, M. (2017). The ostrich in us: Selective attention to financial accounts, income, spending, and liquidity. *National Bureau of Economic Research*.
- Polman, D. (2019). The Ostrich Effect on the Fixed Income Market. *Erasmus University Rotterdam*.
- Pompian, M. M. (2011). Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. *Wiley*.
- Raut, R. K. (2020). Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1243-1263.
- Sabir, S. A., Mohammad, H. B., & Shahar, H. B. K. (2019). The role of overconfidence and past investment experience in herding behaviour with a moderating effect of financial literacy: evidence from Pakistan stock exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 480-490.
- Sakha, S. (2019). Determinants of risk aversion over time: Experimental evidence from rural Thailand. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 80, 184-198.
- Sapkota, M. P. (2023). Emotional biases and equity investment decision of individual investors. *Journal of Business and Management Review*, 4(1), 036-049.
- Sayrani, M., Razmjoo, M., & Samari, R. (2023). The Impact Of Heuristic Biases In Investment Decision-Making And Perceived Market Efficiency A Survey At The Tehran Stock Exchange. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 3(1), 1-16. [In Persian]
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.

- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral portfolio theory. *Journal of financial and quantitative analysis*, 35(2), 127-151.
- Sicherman, N., Loewenstein, G., Seppi, D. J., & Utkus, S. P. (2016). Financial attention. *The Review of Financial Studies*, 29(4), 863-897.
- Sobaih, A. E. E., & Elshaer, I. A. (2023). Risk-taking, financial knowledge, and risky investment intention: expanding theory of planned behavior using a moderating-mediating model. *Mathematics*, 11(2), 453-469.
- Sofi, M. A., Reshi, I. A., & Sudha, T. (2023). How Psychological Factors Influence Economic Decision-Making, And The Implications For Policy. *Journal of Accounting Research, Utility Finance and Digital Assets*, 1(4), 370-375.
- Staw, B. M. (1976). Knee-deep in the big muddy: A study of escalating commitment to a chosen course of action. *Organizational behavior and human performance*, 16(1), 27-44.
- Staw, B. M., & Ross, J. (1980). Commitment in an experimenting society: A study of the attribution of leadership from administrative scenarios. *Journal of Applied Psychology*, 65(3), 249-260.
- Suresh, G. (2024). Impact of financial literacy and behavioural biases on investment decision-making. *FIIB Business Review*, 13(1), 72-86.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The making of behavioral economics*. WW Norton & Company.
- 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.
- Tiwari, S. (2023). Past behaviour, financial literacy and investment decision among individual investors in Neol. *Tribhuvan University Central Library*.
- Webb, T. L., Chang, B. P., & Benn, Y. (2013). 'The ostrich problem': Motivated avoidance or rejection of information about goal progress. *Social and Personality Psychology Compass*, 7(11), 794-807.
- Weber, M., & Zuchel, H. (2005). How do prior outcomes affect risk attitude? Comparing escalation of commitment and the house-money effect. *Decision Analysis*, 2(1), 30-43.
- Weber, M., Weber, E. U., & Nosić, A. (2013). Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking. *Review of Finance*, 17(3), 847-883.
- Woo, K. Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W. K. (2020). Review on efficiency and anomalies in stock markets. *Economies*, 8(1), 20-70.
- Young, M. N., Chuahay, T. T. N., Lee, Y. H., Diaz, J. F. T., Prasetyo, Y. T., Persada, S. F., & Nadilfatin, R. (2022). Portfolio optimization considering

behavioral stocks with return scenario generation. *Mathematics*, 10(22), 4269-4288.

Zakiyyah, A. M., Fadah, I., Paramu, H., & Awwaliyah, I. N. (2023). Effects of Risk-Religion Perception on Millennial's Risky Financial Asset Holding. *Calitatea*, 24(194), 345-353.

COPYRIGHTS

© 2024 by the author. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

