



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۶ / شماره ۳ (پیاپی ۶۳) / پاییز ۱۴۰۶  
صفحه ۲۳ تا ۳۹

## بررسی مدل رفتار توده وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور

میلاد مرشدی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

[milad.morshedi168@gmail.com](mailto:milad.morshedi168@gmail.com)

حمید رستمی جاز

استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول)

[hamid.rostami1358@gmail.com](mailto:hamid.rostami1358@gmail.com)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۰۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۱۵

### چکیده

تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سهام نقش مهمی در تعیین روند بازار ایفا میکنند، که از آن پس بر اقتصاد تاثیر می‌گذارد. واکنش بازار سهام زمانی رخ میدهد که قیمت سهام از ارزشهای اساسی دور شود، آنگاه قیمتها به تدریج به ارزشهای اساسی رجوع می‌کنند. روندهای شتاب کوتاه مدت قیمت بعد از اعلان درآمدها و معکوس کردن آنها قیمت بلند مدت پس از روندهای درآمد توضیح میدهد که چگونه رفتار نامعقول سرمایه‌گذار قیمت سهام را از مقادیر اساسی دور می‌کند. بنابراین متغیرهای رفتار سرمایه‌گذار واکنشهای بازار سهام را توضیح می‌دهند تا مشخص کنند که آیا فرصتهای سود به دلیل واکنش بازار سهام بر اساس الگوهای پیش بینی پذیری بازده وجود دارد. هدف این پژوهش بررسی مدل رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است که تحت تاثیر اثرات اجتماعی و اطلاعاتی موثر بر ارزش دفتری هر سهم (BVPS) می‌باشد. جدیدترین شرایط بازار سهام نشان می‌دهد که اکثر سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری که منجر به زیان می‌شود، اشتباهات یکسانی از خود بروز می‌دهند. این مطالعه شامل دو متغیر مستقل، یعنی اطلاعات در مورد ارزش دفتری و تاثیر اجتماعی است. در این مطالعه از روش تجربی طرح عاملی  $2 \times 2$  استفاده شد. برای آزمون تاثیر متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته از ابزار آماری آنالیز واریانس دو طرفه تک متغیره (ANOVA) استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که تاثیر اجتماعی ناشی از سرمایه‌گذاران خیره بیشتر از تاثیر اطلاعات ارزش دفتری هر سهم بر رفتار سرمایه‌گذاران توده‌ای در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تاثیرگذار است.

**واژه‌های کلیدی:** توده وار، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، تاثیرات اجتماعی، ارزش دفتری.

## ۱- مقدمه

یک واقعیت شگفت‌انگیز وجود دارد که نشان می‌دهد اشتباهات مشابه در تصمیمات سرمایه‌گذاری یک الگوی متداول رفتاری در سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌باشد. این موضوع توسط هاریتا و اوچیل (۲۰۱۶) به این صورت توضیح داده شد که این اشتباه معمولاً ناشی از اصرار سرمایه‌گذاران به تقلید از سایر سرمایه‌گذاران بدون بررسی دقیق است که متعاقباً موجب زیان مالی آن سرمایه‌گذاران می‌شود. کلیشه‌سازی (تقلید) به یک گزینه (انتخاب) تبدیل شده زیرا سرمایه‌گذاران به توانایی خود در تحلیل سرمایه‌گذاری اعتماد ندارند. این اشتباه منجر به رفتار غیرمنطقی در بازار سرمایه می‌شود. این وضعیت توسط چاده‌ری و سام (۲۰۱۸) با این یافته توصیف می‌شود که رفتار غیرمنطقی بین سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که در بازار سرمایه، ناهنجاری وجود دارد زیرا سرمایه‌گذاران فعالیت سرمایه‌گذاران مستقر را بدون بررسی صحت اطلاعاتی که زیربنای آن فعالیت است را تشکیل می‌دهد، یکدست می‌کنند. این رفتار غیرمنطقی رفتار توده وار نامیده می‌شود که نوسانات بازده سهام را تغییر می‌دهد (کامدا و هستی، ۲۰۱۵). رفتار توده وار غالباً در میان سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور مشاهده می‌شود و اغلب در شرایط تنش بازار رخ می‌دهد. در رابطه با شاخص بازار نوظهور که توسط مورگان استنلی (MSCI) مطرح گردید، گزارش شده که ایران در رده بازار نوظهور طبقه بندی می‌شود زیرا درآمد ناخالص ملی (GNI) در سطح متوسط قرار دارد. دقیقاً در ۲۰۱۹، GNI ایران معادل ۴۰۰۰ دلار بود و در ۲۰۲۱ این رقم به ۵۲۳۰ دلار افزایش یافت. شایان ذکر است که رفتار سرمایه‌گذار غالب در بازار سرمایه ایران، به ویژه در تصمیمات سرمایه‌گذاری، رفتار توده وار می‌باشد. این وضعیت با یافته اینداز (۲۰۱۹) که نشان داد سرمایه‌گذاران توده وار تمایل به سرکوب عقاید خود و تبعیت از اجماع بازار دارند همخوانی دارد.

لو (۲۰۲۰) دریافت که رفتار توده وار تاثیر بیشتری بر روانشناسی سرمایه‌گذار در بازارهای نوظهور دارد. آریسانی و اسری (۲۰۱۸) اظهار داشتند که رفتار توده وار در بازار سرمایه ایران تحت سلطه سرمایه‌گذاران شش بخش کشاورزی، زیرساخت، حمل و نقل، امور مالی، معدن و املاک قرار دارد. دیدگاه متفاوتی از سوی آگاروال، چیو، لیو و ری (۲۰۱۰) ارائه گردید دال بر اینکه نشانه‌های رفتار توده وار در بازار سرمایه ایران مشاهده نمی‌شود زیرا هیچ حرکت افراطی در قیمت سهام یا طول دوره تنش بازار وجود ندارد. از این گذشته، گوزلی و سیتینجاک (۲۰۱۲) دریافتند که رفتار توده وار سرمایه‌گذاران متأثر از نوع اطلاعات دریافتی آنان بوده که ممکن است اطلاعات مالی یا غیرمالی باشد. مدلهای عدم کارایی اطلاعاتی پیش بینی می‌کنند، رفتار گروهی بیشتر در صندوقهایی بروز می‌کند که افق سرمایه‌گذاری کوتاه تری دارند و استفاده از اطلاعات شخصی دیگران در اختیار آنها قرار داده اند را سودمندتر کم هزینه تر می‌یابند. از این رو، چون اطلاعات مشابه و یکسانی تحلیل کنند، معاملات هم جهت و مشابهی انجام می‌دهند. در مقابل، صندوقهایی که استراتژیهای خرید و نگهداری اجرا می‌کنند، به دلیل اینکه از افق بلندتری برخوردارند تمایل کمتری به اجرای استراتژیهای دستکاری ضمنی دارند؛ چرا که در بلندمدت قیمتها به ارزشهای ذاتی نزدیک میشوند بنابراین، این قبیل صندوقها متمایل به استفاده از همه اطلاعاتی هستند که در اختیار دارند اطلاعاتی که از طرف دیگران در اختیار آنها قرار گرفته و اطلاعات منحصر به فرد خودشان) و به همین دلیل، در معاملات کمتر به رفتار گروهی می‌پردازند. بنابراین بایستی شاهد سطوح بالاتر (پایین تر) رفتار گروهی

برای زیرگروه‌هایی از صندوق‌ها باشیم که از افق‌های کوتاه مدت تر (بلندمدت تر برخوردارند و این صندوقها معمولاً فراوانی بیشتری (کمتری) در توازن مجدد پرتفوی نشان می‌دهند. آبخارهای اطلاعات پیش‌بینی می‌کنند هنگامی که بازار خوب عمل می‌کند، سرمایه‌گذاران مطمئن تر هستند و ممکن است از سیگنالهای نهانی خودشان بیشتر استفاده کرده و از تقلید از دیگران دوری کنند. بنابراین، ما باید انتظار داشته باشیم، هنگامی که بازارها خوب عمل می‌کنند، رفتار گروهی کمتری داشته باشیم. به طریق دیگر، مدل‌های نمایندگی نشان می‌دهد هنگامی که بازار بسیار خوب یا بد عمل می‌کند، سیگنالها دقیق تر و مشخص تر هستند. تشخیص رفتار بد از خوب آسان تر است و مدیران بد سعی خواهند کرد که از مدیران خوب بیشتر تقلید کنند تا مشتریان خود را فریب دهند. بنابراین هنگامی که بازارها خیلی خوب یا خیلی بد عمل می‌کنند باید شاهد رفتار گروهی بیشتری باشیم. نتایج تحقیق لوبائو و سرا رفتار توده ای را در حدود چهار یا پنج برابر بیشتر از بازارهای توسعه یافته نشان می‌دهد و به نظر می‌رسد رفتار گروهی در خرید سهام بیشتر از رفتار گروهی در فروش سهام است. همچنین آنها نشان دادند که صندوقهای متوسط نسبت به صندوقهای بسیار بزرگ یا بسیار کوچک تمایل بیشتری به رفتار گروهی دارند و بطور کلی هنگامی که بازار سهام از رونق برخوردار است و نوسانات افزایش می‌یابد؛ رفتار گروهی بطور معنی داری کاهش داشته است. در این پژوهش از معیار اندازه‌گیری رفتار توده وار که توسط لاکونیشوک (۱۹۹۲) پیشنهاد گردید استفاده شده است. لوبائو و سرا (۲۰۰۲) دلایل تمرکز بر صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک را به شرح زیر ارائه می‌دهند؛ نخست آنکه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک مستعد رفتار گروهی هستند؛ زیرا دلایل و استدلالات تئوریک متفاوتی که قبلاً توضیح داده شد برای آنها کاربرد دارد و این امکان ممکن است بوجود آید که علل اصلی رفتار گروهی مشخص شود. به ویژه، رفتار گروهی که علل آن مسائل نمایندگی است تنها برای سرمایه‌گذاران نهادی معنا می‌دهد. دوم آنکه، مطالعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که در بازار سهام دارای اهمیت روزافزون می‌باشند است. سوم، آنکه دسترسی به اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرتغال فرصت خوبی را برای یک آزمون بدون نمونه فراهم می‌کند. مقایسه نتایج به دست آمده در کشور پرتغال با نتایج مشاهده شده در بازارهای سهام بالغی همچون ایالات متحده و بریتانیا بینش و بصیرتی در زمینه اعتبار مبانی نظری متفاوت که برای توضیح رفتار گروهی استفاده می‌شود، ایجاد می‌کند

ویلی (۲۰۰۵) با استفاده از معیار ارائه شده توسط لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) ۲۶۸ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بریتانیا (UK) را طی سالهای ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۳ مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی میزان نسبتاً کمی از رفتار توده ای را برای صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در بزرگترین و کوچکترین سهام نشان داد. ورونکوا و بهل (۲۰۰۵) نیز در مقاله رفتار "سرمایه‌گذاران نهادی در یک بازار سهام نوظهور" ۱۷ صندوق بازنشستگی کشور لهستان را طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۱. کردند و نشان دادند که مدیران صندوقهای بازنشستگی کشور لهستان نسبت به بازارهای توسعه یافته رفتار توده ای و معاملات بازخورد مثبت بسیار بیشتری دارند. همچنین آنها نتوانستند به وضوح نشان دهند که رفتار توده وار مدیران صندوقها تاثیر معناداری بر قیمت سهام دارد. آنها نیز از معیار اندازه‌گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است و اصطلاحاً معیار ال اس وی نامیده می‌شود استفاده کرده اند. مطالعه دیگری که با موضوع سرمایه‌گذاران توده وار و راهبری شرکتی در بازارهای متمرکز

بر روی بازار سهام فنلاند طی سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ صورت گرفته است؛ نشان دهنده رفتار توده وار بیشتر در این بازار به نسبت سایر بازارهای متمرکز و سطوح رفتار توده وار قویتر در بین سرمایه‌گذاران انفرادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی است. همچنین رفتار توده وار در جهت فروش و در سهام کوچک، قویتر از رفتار توده وار در خرید و در سهام بزرگ است.

مطالعه ای دیگر در زمینه رفتار توده ای توسط والتر و وبر (۲۰۰۶) با استفاده از نمونه ای از ۶۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آلمان طی سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ انجام یافت. مقادیری که برای رفتار توده ای بدست آوردند بسیار نزدیک به مقادیر مربوط به بازارهای توسعه یافته میباشد آنها نشان داده اند که عمده ای از رفتار توده وار، غیر واقعی است که به حرکات شاخص بازار بر میگردد و علاوه بر آن رفتار توده وار تاثیری بر ثبات یا بی ثباتی قیمت سهام ندارد. آنها از معیار اندازه گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است استفاده کرده اند این معیار به طور گسترده ای در مطالعات و پژوهش‌های تجربی رفتار گروهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار می‌گیرد. استفاده از این معیار، باعث میشود که نتایج کسب شده مستقیماً با اکثر پژوهش‌های قبلی مقایسه شود. معیار ال اس وی رفتار توده وار را در بین این ۶۰ صندوق ۱۱/۵ درصد نشان که از آمار منتشره بازار آمریکا و انگلیس کمی بیشتر است. بنابراین می‌توان بازار آلمان را نزدیک به بازارهای توسعه یافته تلقی نمود آنها نشان دادند تمایل به رفتار توده وار خرید در دوره رونق بازار و تمایل به رفتار توده وار فروش در هنگام رکود بازار افزایش می‌یابد؛ از این رو، بنظر می‌رسد پدیده رفتار توده وار به وضعیت رونق و رکود بازار نیز وابسته است. مانگانارو و مارتینز (۲۰۰۷) با استفاده از معیار لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) به ۱۲۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک کشور سوئد طی سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ بررسی پرداختند. آنها برای نمونه خود، رفتار توده وار قوی مشاهده کردند که میزان آن را بیشتر از بازارهای توسعه یافته تشخیص دادند بازارهای کمتر توسعه یافته از کارایی اطلاعات کمتری برخوردارند، بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را بیشتر بر پایه اطلاعات کسب شده از معاملات همتایان خود اتخاذ کنند

یکی از انواع مختلف اطلاعات مالی اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سهام، اطلاعات حسابداری است که دارای ارزش ربطی (موردیانتی، ۲۰۲۰) مانند ارزش دفتری هر سهم می‌باشد زیرا ارزش ربطی بر قیمت سهام دارد (کلارکسون، هانا، ریچاردسون و تامپسون، ۲۰۱۱). در چارچوب پژوهش فعلی، اطلاعات غیرمالی از طریق تاثیر اجتماعی نمایش داده می‌شود. سرمایه‌گذاران رابطه تنگاتنگی با یکدیگر داشته و این امر سرمایه‌گذاران را به انتخاب رفتار توده وار نسبت به سایر رفتارها در تصمیمات سرمایه‌گذاری سوق می‌دهد (بورگرس، دروال، کودجیک و هورست، ۲۰۱۵). رفتار توده وار و اثرگذاری اجتماعی در زمینه اقتصادی و مالی به سرعت توسعه یافته‌اند. رویکرد میان رشته‌ای این توسعه حاوی نظراتی از علوم اجتماعی و رفتاری (از قبیل: اقتصادی، جامعه‌شناسی، روانشناسی، زیست‌شناسی و عصب‌شناسی) است. این رویکرد نشان داد که رفتار توده وار و اثرگذاری اجتماعی به واسطه منطق و احساس با هم مرتبط هستند. رفتار توده وار از طریق اثرگذاری اجتماعی در فرآیندی که سایر افراد پیرامون سرمایه‌گذاران، معمولاً سرمایه‌گذاران ماهر، به عنوان مرجع تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرند، تحریک می‌شود. سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری، علاوه بر چشم

انداز سرمایه گذاری، نرخ بازده یا سطح ریسک، عامل روانشناختی را نیز در نظر می گیرند (نیر، بالاسابرامانیا و یرمال، ۲۰۱۷؛ فرانسیسکا، سومانی، ویلی و پانگستو، ۲۰۱۸؛ ساتیش و پدمسری، ۲۰۱۸). نظریه مالی رفتاری اظهار می دارد که رفتار سرمایه گذار در تصمیمات سرمایه گذاری تحت تاثیر عامل غیرمنطقی (روانشناسی) و عامل منطقی است (اریکات، ابورومان، العلانی و الهورانی، ۲۰۱۹).

دستاورد پژوهش حاضر ارائه مدل رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاری بوده و این مدل عامل غیرمنطقی (اثرگذاری اجتماعی) و عامل منطقی ارزش دفتری هر سهم را در چارچوب مطالعه تجربی ترکیب می نماید. چنین مدلی بسط مدل ارائه شده قبلی استتمن (۲۰۱۴) می باشد که شامل استراتژی های منطقی و غیرمنطقی اتخاذ شده توسط سرمایه گذاران در قبال تصمیمات سرمایه گذاری می گردد. با توجه به تمامی توضیحاتی که پیشتر به عنوان پیشینه ارائه شده، سوال پژوهش بدین صورت تدوین گردید: آیا رفتار توده وار سرمایه گذاران بورس سهام ایران در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بر اساس اثرگذاری اجتماعی و اطلاعات مربوط به ارزش دفتری هر سهم (BVPS) متفاوت است؟

### روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر، آزمایش تصادفی سیستماتیک است. به گفته ففچمیز و مو (۲۰۱۸)، آزمایش تصادفی از طریق انتخاب تصادفی شرکت کنندگان انجام می پذیرد. هدف آزمایش مزبور یافتن رابطه علی بین اثرگذاری اجتماعی و اطلاعات مربوط به BVPS در زمینه رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاری است. داده ها از طریق ارائه شبیه سازی شده تیمار یا دستکاری به ۱۰۰ سرمایه گذاری که به عنوان شرکت کننده پژوهش انتخاب گشتند گردآوری شدند. شرکت کنندگان در چهار گروه ۲۵ نفره تقسیم شدند. داده های حاصل از آزمایش با استفاده از آزمون های آماری تحلیل واریانس (ANOVA) دو طرفه تک متغیره تجزیه و تحلیل شدند. این تکنیک تجزیه و تحلیل در آزمون فرضیه به منظور تعیین سطح معنی داری هر رابطه و اختلاف میانگین در میان گروه های تیمار اجرا شد. آزمایش شامل دو متغیر (عوامل) مستقل یعنی اطلاعات مربوط به BVPS و اثرگذاری اجتماعی می باشد. هر متغیر (عامل) دو شاخص (سطح) دارد. اطلاعات مربوط به BVPS دارای دو سطح افزایش و کاهش BVPS می باشد. عامل اثرگذاری اجتماعی دارای دو سطح اثرگذاری مثبت اجتماعی و اثرگذاری منفی اجتماعی است. با توجه به این توضیحات، طرح پژوهش به صورت آزمایش فاکتوریل  $2 \times 2$  به منظور بررسی تاثیر نسبی یا همزمان دو عامل بر رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاری می باشد.

### فرضیه های پژوهش

سرمایه گذاری فداکاری است که در این روزها با توجه به ریسک موجود، به منظور دستیابی به بازده بهتر در آینده عامدانه توسط سرمایه گذار انجام می شود. به گفته اجایمنگ و انسونگ (۲۰۱۶)، سرمایه گذاری با بازده و ریسک مرتبط بوده و هر دو رابطه تک سویه ای دارند. بازده بالا تنها با ریسک بالا به دست می آید. بازده پایین تنها با ریسک پایین حاصل می گردد (مارتین، ۲۰۱۴). سرمایه گذاران باید تمام جنبه های سرمایه گذاری را در نظر

بگیرند تا به به بهترین بازده دست یابند و جنبه های مزبور ممکن است شامل اطلاعات مالی یا غیرمالی و عوامل روانشناختی باشد که همگی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه لازم هستند (موتسونجی و همکاران، ۲۰۱۴؛ هوانگ، ۲۰۲۰).

پژوهش حاضر به تحلیل سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه با استفاده از دیدگاه های روانشناسی و مالی پرداخته و لذا مبانی نظری این پژوهش، مالی رفتاری است. به گفته مراداوگلو و هاروی (۲۰۱۷)، مالی رفتاری، رشته علمی مشتعل بر تعامل رشته های مختلف علمی دیگر (میان رشته ای) مانند: جامعه شناسی، امور مالی، اقتصادی، حسابداری، سرمایه‌گذاری و روانشناسی می باشد (اکرت، ۲۰۱۴). نظریه مالی رفتاری اظهار می دارد که رفتار سرمایه‌گذاران عادی از رفتار منطقی (مربوط به امور مالی) و رفتار غیرمنطقی (مربوط به روانشناسی) در تصمیمات سرمایه‌گذاری تشکیل یافته است. سرمایه‌گذاران منطقی تمام اطلاعات مالی را که باید به عنوان راهنما در تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه مورد استفاده قرار گیرند ارزیابی می نمایند (اریکات، ۲۰۱۹). سرمایه‌گذاران با رفتار غیرمنطقی به دلیل تمایل خود برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس عوامل روان شناختی، مشهود هستند (صدقتی، ۲۰۱۶). علاوه بر نظریه مالی رفتاری، نظریه [رفتار] توده وار نیز وجود دارد که در این پژوهش به عنوان یکی از دو نظریه مکمل استفاده می شود. نظریه مزبور یک نظریه اقتصادی است که اظهار می دارد سرمایه‌گذاران ریسک سرمایه‌گذاری را با یکدست نمودن (تقلید) رفتار گروه خود یا سایر سرمایه‌گذاران مورد اعتماد کاهش می دهند. این فعالیت [رفتار] توده وار نامیده می شود که اغلب بدون تفکر منطقی یا اجرای برنامه ریزی پخته انجام می شود (القرآن، القیسی و شرفا، ۲۰۱۶). در ادامه، فرضیه بازار کارآمد (EMH) دومین نظریه پشتیبان است. نظریه مذکور اظهار می دارد که سرمایه‌گذاران همواره منطقی عمل نموده و بازار سرمایه همواره کارآمد می باشد. سرمایه‌گذاران دیگر، قیمت سهام را بر اساس ارزش خالص فعلی جریان نقدی آتی ارزیابی نموده و لذا قیمت سهام مبادله شده در بازار سرمایه به طور کامل تمام اطلاعات موجود را منعکس می کند.

### اثرگذاری اجتماعی بر رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه‌گذاری

انسان موجودی اجتماعی است که به سختی از تاثیر سایر انسان ها مصون مانده و لذا رفتار یک انسان همیشه تحت تاثیر انسانی دیگر قرار دارد. در زندگی اجتماعی، هنگام تصمیم‌گیری، افراد تمایل دارند رفتار افراد دیگر را اتخاذ نمایند. به گفته ارونسون (۲۰۱۳)، اگر افراد خاصی رفتار افراد دیگر را اتخاذ نمایند، اتخاذ این رفتار به دلیل اثرگذاری اجتماعی است. از این گذشته، اثرگذاری اجتماعی طبق تعریف ارونسون (۲۰۱۳) حوزه ای در روانشناسی اجتماعی است که نحوه تاثیرپذیری فرد از فشار افراد یا گروهی از افراد دیگر را توضیح می دهد که متعاقباً نگرش، برداشت و رفتار آن فرد را تغییر می دهد. اثرگذاری اجتماعی فرآیندی است که در آن افراد خاصی باید افکار، احساس، نگرش و رفتار خود را در نتیجه تعامل با افراد یا گروهی از افراد دیگر که تاثیر اجتماعی قوی داشته و یا در سرمایه‌گذاری ماهر هستند تغییر دهند. به گفته بارون، برنسکامب و بایرن (۲۰۱۲)، هر یک از اعضاء جامعه دارای تاثیر اجتماعی بوده و لذا دست کم از نظر اجتماعی از این فرصت برخوردارند که بر دیدگاه سایر اعضاء تاثیر

بگذارند. این اثرگذاری اجتماعی از قوای متعددی نظیر: قدرت پاداش، قوه قهریه، قدرت مشروع، قدرت مرجع و قدرت کارشناسی تشکیل یافته است.

پژوهش حاضر بر اثرگذاری اجتماعی تمرکز دارد که مبتنی بر قدرت کارشناسی است. افراد تنها زمانی دارای قدرت کارشناسی هستند که از دانش، مهارت و اطلاعات مورد نیاز برای حل مساله برخوردار باشند. اثرگذاری اجتماعی مبتنی بر قدرت کارشناسی می تواند بر سرمایه گذاران بالقوه تاثیر بگذارد تا رفتار خود را در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری تغییر دهند. این سرمایه گذاران بالقوه عمدتاً فاقد اطلاعات و قابلیت لازم در زمینه تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری بوده و لذا در پی کمک گرفتن از سرمایه گذاران دیگری هستند که دارای اطلاعات و مهارت مربوطه در سرمایه گذاری می باشند (چن و ما، ۲۰۱۷).

اثرگذاری اجتماعی را می توان از طریق تفاوت اثرگذاری اجتماعی مثبت از اثرگذاری اجتماعی منفی اندازه گیری نمود. اثرگذاری مثبت و منفی اجتماعی شاخص هایی هستند که اثرگذاری اجتماعی را اندازه گیری می کنند. وضعیت مزبور با این یافته بورگرس و همکاران (۲۰۱۵) تایید گردید که اثرگذاری مثبت و منفی اجتماعی بر رفتار توده وار سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر می گذارد. رفتار توده وار به دلیل اثرگذاری اجتماعی ظاهر گشته و متعاقباً اثرگذاری اجتماعی مزبور این احساس را در میان سرمایه گذاران پدید می آورد که ممکن است به رفتار غیرمنطقی شدیدی منتهی گردد (عامل روانشناختی). این بیانیه با مفهوم مالی رفتاری در نظریه روانشناسی همخوانی دارد که اظهار می دارد برخی از افراد از اعتماد سوگیرانه (روانشناسی سوگیرانه) رنج می برند که در این مورد بر طرز تفکر سرمایه گذاران در تصمیم گیری در محیطی غیرقطعی مانند بازار سرمایه که همیشه فعال، پویا و پیچیده است تاثیر می گذارد (اکرت، ۲۰۱۴). با توجه به توضیحات فوق، فرضیه نخست بدین صورت پیشنهاد گردید:

**H1:** سرمایه گذارانی که اثرگذاری اجتماعی مثبتی دریافت می نمایند در مقایسه با سرمایه گذارانی که اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می کنند تمایل دارند در تصمیمات سرمایه گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.

### اطلاعات مربوط به ارزش دفتری هر سهم در زمینه رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاری

یکی از عوامل متعددی که عموماً بر تصمیمات سرمایه گذاران در بازار سرمایه تاثیر می گذارد، اطلاعات حسابداری است که دارای ارزش، ارتباطی، بوده که برای پیش بینی ارزش بازاری سهام استفاده می گردد. به گفته شفیع (۲۰۱۴)، ارتباط ارزشی را می توان با استفاده از تحلیل بنیادی اطلاعات حسابداری درک نمود. ارزش دفتری هر سهم (BVPS) ارتباط یا رابطه خطی با قیمت بازار سهام دارد زیرا BVPS نشان می دهد که اگر دارایی ها به قیمت ارزش دفتری فروخته شوند سرمایه گذاران چه مبلغی را قبول خواهند نمود. BVPS علاوه بر نشان دادن مبلغ فروش دارایی، در ارزیابی قیمت سهام نیز به کار می رود (راینهارت، ۲۰۱۹). اگر BVPS بالاتر از قیمت بازار سهام باشد، سهام کمتر از میزان واقعی ارزشگذاری شده است. در مقابل، اگر BVPS کمتر از قیمت بازار سهام باشد، قیمت سهام بیشتر از میزان واقعی ارزشگذاری شده است. شاخص های BVPS مبنای بررسی سرمایه گذارانی هستند که رفتار توده وار را در تصمیمات سرمایه گذاری خود انتخاب می کنند.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۳) مالی رفتاری را در دو حوزه اساسی مورد بحث قرار میدهد که شامل محدودیت در آربیتراژ و روانشناسی شناختی است. تحت پارادایم رایج نظریه مدرن، مالی تصمیم‌گیرندگان دارای رفتار عقلایی بوده و در پی حداکثر سازی مطلوبیت خود هستند. در مقابل روانشناسی شناختی بیان میدارد که فرایندهای تصمیم‌گیری انسانی با توجه به برخی محدودیتهای شناختی تحت تأثیر قرار میگیرد که خود منجر به محدودیت در دقت سرمایه‌گذار میشود از جمله واکنشهایی که منجر به محدودیت دقت سرمایه‌گذار میشود میتوان به فرا اطمینانی اطمینان بیش از حد خوشبینی بیش از حد اثر تمایلی و توده واری اشاره کرد (صالح آبادی، فرهانیان و مظفری، ۱۳۹۰). در این پژوهش مشخصاً به موضوع رفتار توده وار به عنوان یکی از موضوعات مهم مالی رفتاری در شرکتهای سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. بیچاندنی و شرما (۲۰۰۰) رفتار توده وار را به عنوان قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران جهت کپی کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف کرده اند بر اساس پژوهش‌های لئو هوانگ و ووا (۲۰۱۱) پدیده رفتار توده واری معامله همزمان سهام‌های مشابه در یک جهت حتی در رفتار سرمایه‌گذاران نهادی هم نمایان است در مورد رفتار توده‌وار مدیر سرمایه‌گذار نهادی، باید به سه تئوری پایه‌ای مستحضر باشد، اول براساس نگه داشتن یا ایجاد ساختن، شهرت، زمانی که بازارها به خوبی اطلاع‌رسانی نشده باشند و مدیران ممکن است اطلاعات اختصاصی خود را نادیده بگیرند و در رفتار توده وار پنهان شوند دوم مدیران ممکن است اطلاعات اختصاصی را از عملکرد گذشته نمایندگان تأثیر همتا گروه استنباط کنند و مطلوباً تصمیم میگیرند که همانند آنها عمل کنند. سوم سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است اطلاعات اختصاصی وابسته به هم و یکسانی را از تجزیه و تحلیل شاخصهای مشابه یا از اوراق بهادار دلخواه با مشخصات معین به دست آورند. با این وجود هنوز نمیتوان تعریف دقیقی از رفتار توده وار ارائه نمود به بیان دیگر رفتار توده وار را در کلی‌ترین حالت آن میتوان بعنوان الگوهای رفتاری تعریف نمود که در میان افراد مختلف شایع است. با این وجود، چنانچه اکثر سرمایه‌گذاران اقدام به خرید سهام داغ نمایند این امر میتواند تنها ناشی از ورود اطلاعات مرتبطی باشد که مستقلاً منجر به واکنش سرمایه‌گذاران شده است (مظفری، ۱۳۹۱).

با توجه به نظریه فرضیه بازار کارآمد (EMH)، سرمایه‌گذاران منطقی افرادی هستند که تحلیل بنیادی را بر اساس اطلاعات حسابداری انجام می‌دهند. صورت‌های مالی منتشر شده ادواری باید حاوی BVPS باشد. اگر بازار سرمایه تحت تنش بازار نباشد، سرمایه‌گذاران پس از پیش‌بینی افزایش BVPS توسط صورت‌های مالی، تمایل به خرید سهام خواهند داشت (موردیاناتی، ۲۰۲۰). با توجه به تمامی توضیحات ارائه شده در این بخش، فرضیه دوم بدین صورت پیشنهاد می‌گردد:

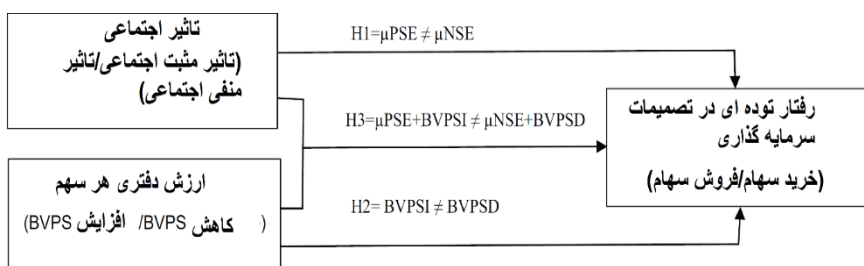
**H2:** سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS دریافت می‌نمایند در مقایسه با سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS دریافت می‌کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.

**اثرگذاری اجتماعی و اطلاعات مربوط به BVPS در زمینه رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاری**

طبق توضیحات بخش قبلی، انسان موجودی اجتماعی بوده و این ماهیت، وی را از تاثیر انسان های دیگر در زندگی روزمره و به ویژه در تصمیمات بازار سرمایه به سختی مصون می دارد. به گفته بورگرس و همکاران (۲۰۱۵) اثرگذاری اجتماعی تاثیر بسزایی بر اتخاذ تصمیمات مالی در حوزه های مختلف دارد. یکی از حوزه های مزبور آن است که اثرگذاری اجتماعی سرمایه گذار فردی می تواند بر مشارکت سهام بازار تاثیر بگذارد. رفتار توده وار سرمایه گذاران و اثرگذاری اجتماعی سرمایه گذاران فردی رویدادی معمول در حوزه های اقتصادی و مالی محسوب می شود. رفتار توده وار در فعالیت های اقتصادی و تصمیمات مالی، تجلی آموزش اجتماعی است اما این رفتار در اثر احساسات و روانشناسی سرمایه گذاران تعدیل می شود (فرانسیسکا و همکاران، ۲۰۱۸). نظرسنجی با استفاده از رویکرد میان رشته ای مشتمل بر نظرات مختلف علوم اجتماعی و رفتاری (اقتصادی، جامعه شناسی، روانشناسی، زیست شناسی و عصب شناسی) انجام پذیرفت. این نظرسنجی ثابت نمود که رفتار توده وار و اثرگذاری اجتماعی دو عامل مرتبط با یکدیگر به واسطه منطقی و احساس هستند. تصمیمات سرمایه گذاری اتخاذ شده توسط سرمایه گذاران در بازار سرمایه به شدت تحت تاثیر بسیاری از اطلاعات از جمله اطلاعات مالی مانند ارزش دفتری هر سهم (BVPS) و اطلاعات غیر مالی مانند اثرگذاری اجتماعی سرمایه گذار فردی قرار دارد. این وضعیت با نظریه مالی رفتاری مطابقت دارد که اظهار می نماید تصمیمات سرمایه گذار تحت تاثیر عوامل روانشناختی و مالی قرار دارد (اریکات و همکاران، ۲۰۱۹). با توجه به توضیحات ارائه شده در این بخش، فرضیه سوم بدین صورت پیشنهاد می گردد:

**H3:** سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS و اثرگذاری اجتماعی مثبت دریافت می نمایند در مقایسه با سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS و اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.

پژوهش حاضر مدل رفتار توده وار را در تصمیمات سرمایه گذاری با عنایت به نظریه مالی رفتاری پیشنهاد می نماید. نظریه مزبور اظهار می دارد که اطلاعات مربوط به BVPS یکی از انواع مختلف اطلاعاتی است که توسط سرمایه گذاران به عنوان مبنای انجام تحلیل بنیادی مورد استفاده قرار می گیرد. همچنین اثرگذاری اجتماعی می تواند سرمایه گذاران را به رفتار غیرمنطقی در تصمیمات سرمایه گذاری خود سوق دهد. پژوهش حاضر بر اساس بسط نظری فوق، مدل تجربی را به شرح زیر ارائه می نماید:



شکل ۱: مدل تجربی پژوهش

## یافته های پژوهش

نتایج کنترل دستکاری<sup>۱</sup>

آزمون کنترل دستکاری که در این آزمایش انجام شد با قصد حصول اطمینان از اینکه آیا فرد (شرکت‌کننده) سناریوی شبیه‌سازی را درک کرده و می‌تواند پس از کسب اطلاعات درباره ارزش دفتری هر سهم و دریافت تاثیر اجتماعی از محیط سرمایه‌گذار، تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ کند یا خیر. کنترل دستکاری به صورت دستی با شمارش تعداد پاسخ‌های مربوط به سوالات دستکاری انجام می‌شود. اگر شرکت‌کنندگان بتوانند به درستی سه سوال از پنج سوال را پاسخ دهند، یعنی آزمون دستکاری را با موفقیت طی کرده اند.

جدول ۱: تست تأثیرات بین آزمودنی ها

نوع اثر اجتماعی	اطلاعات در مورد BVPS	میانگین	Sig
اثر اجتماعی مثبت	افزایش	۸۱.۸۰۰۰	
	کاهش	۷۰.۲۱۲۰	
اثر اجتماعی منفی	افزایش	۳۲.۳۹۵۴	
	کاهش	۱۸.۱۶۵۲	
اثر اجتماعی			۰.۰۰۰
اطلاعات در مورد BVPS			۰.۰۰۰
اثر اجتماعی اطلاعات در مورد BVPS			۰.۷۱۰

a. R Squared = 864 (Adjusted R Squared = 860)

نتایج مربوط به علیت گرنجر جهت بررسی علیت بین متغیرهای وابسته و مستقل را ارائه می‌دهد. در آمار علیت گرنجر یک آزمون فرض آماری است برای تشخیص علیت میان سریهای زمانی، این آزمون براساس این اصل است که علت از نظر زمانی بر معلولش مقدم است. بنابراین هرگاه مقادیر به طرز معنادار کمک کند در پیش پینی مقادیر آینده سری زمانی دیگر  $X(t)$  گذشته سری زمانی است. علت فرآیند  $X$  می‌تواند کمک کند گویم فرآیند  $Y(t)$  بیشتر از آنچه مقادیر گذشته خود بر اساس جدول ۱ بدست آمده از این آزمون دو گزاره رفتار توده وار سرمایه گذران علیت گرنجر بر واکنش بازار سهام ندارد و حسابداری ذهنی علیت گرنجر بر واکنش بازار سهام ندارد با توجه به ارزش قابل توجه هستند.

<sup>۱</sup> Manipulation

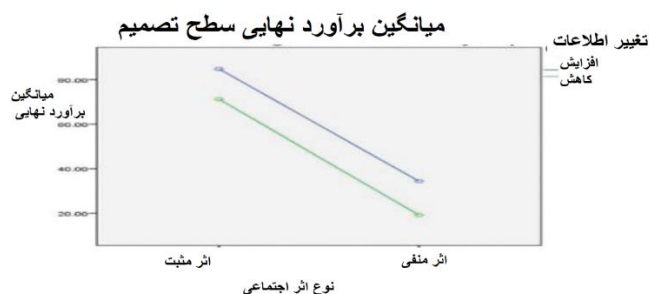
جدول ۲: نتایج آزمون ها

ارزش P	F-Statistic	فرضیه صفر
۰.۰۲۳۵	۶۵۲۵۲.۳	سرمایه گذارانی که اثرگذاری اجتماعی مثبتی دریافت می نمایند در مقایسه با سرمایه گذارانی که اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می کنند تمایل دارند در تصمیمات سرمایه گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.
۰.۰۲۳۱	۵۸۲۰۲۳	سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS دریافت می نمایند در مقایسه با سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS دریافت می کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.
۰.۰۶۵۲۱	۵۶۵۶۱.۲	سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS و اثرگذاری اجتماعی مثبت دریافت می نمایند در مقایسه با سرمایه گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS و اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.

#### نتیجه تحلیل واریانس دوسویه تک متغیره (ANOVA)

با توجه به نتایج آزمون لوین برابری واریانس خطا، می توان گفت که آزمون مفروضات Anova مستلزم این است که داده‌ها همگن باشند. در تست F مشخص شد که مقدار F برابر با  $۱.۳۳۶ < ۰.۰۵$  است که نشان می‌دهد که مدل Anova واریانس همگن دارد. تمام این نتایج مفروضات Anova را برآورده کرده‌اند، بنابراین، تحلیل را می‌توان در مرحله بعدی ادامه داد که آزمون فرضیه است. نتایج آزمون فرضیه در جدول ۲ دو اطلاعات مهم را نشان می‌دهد. اولی اطلاعات مربوط به اثر اصلی فرضیه ۱ و ۲ است. دومی اطلاعات مربوط به اثر تعامل مرتبط با فرضیه ۳ است. نتایج آزمون فرضیه ۱ (H1) و فرضیه ۲ (H2) نشان می‌دهند که تاثیر اجتماعی و اطلاعات در مورد BVPS تاثیر قابل توجهی بر رفتار توده‌وار در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. سطح معنی‌داری این نتایج  $۰.۰۰۵ < ۰.۰۰۰$  است. براساس این نتیجه، هر دو فرضیه ۱ و ۲ پذیرفته می‌شوند. به طور متوسط رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری متفاوت از یکدیگر است. رفتار توده‌وار سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی در مورد BVPS بدست می‌آورند، متفاوت از رفتار توده‌وار سرمایه‌گذارانی است که تاثیر اجتماعی را از سرمایه‌گذاران هم‌کار دریافت می‌کنند. این نتیجه با بروگرس و همکاران (۲۰۱۵) و تئوری مالی رفتاری همخوانی دارد. این دو bases توضیح می‌دهند که رفتار سرمایه‌گذاران عادی همواره شامل عوامل روان‌شناختی است که آن‌ها را متقاعد می‌کند تا از تصمیم سرمایه‌گذاران دیگر پیروی کنند و این رفتار توده‌وار نامیده می‌شود. همچنین می‌توان گفت که رفتار توده‌وار فقط از طریق تاثیر سرمایه‌گذاران دیگر یا از طریق تعاملات مستقیم یا غیر مستقیم پدیدار می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه ۳ مشخص شد که تعامل بین تاثیر اجتماعی و اطلاعات در مورد BVPS قابل توجه نیست. این نتیجه در جدول ۲ از طریق سطح معنی‌داری  $۰.۷۴۰ < ۰.۰۵$  تایید شده‌است. همچنین می‌توان گفت که سهم تاثیر اجتماعی بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با اطلاعات مربوط به BVPS تعیین نمی‌شود. این موقعیت با اریکات و همکاران (۲۰۱۹) همخوانی ندارد، اما با تیوری مالی رفتاری همخوانی دارد، که توضیح می‌دهد که

سرمایه‌گذاران فردی زمانی که تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌گیرند بیشتر تحت تاثیر عوامل روان‌شناختی هستند تا عوامل عقلانی. نتیجه آزمون Anova در آزمون رابطه تعاملی در شکل ۲ نشان‌دهنده شده است. براساس تصویر شکل ۲، دو خط با یکدیگر موازی هستند و هرگز یکدیگر را قطع نمی‌کنند. این نشان می‌دهد که میانگین رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران هنگامی که تاثیر مثبت اجتماعی دریافت می‌کنند و اطلاعات در مورد افزایش BVPS دریافت می‌کنند، بیشتر از میانگین رفتار توده‌وار سرمایه‌گذارانی است که تاثیر اجتماعی منفی دریافت می‌کنند و اطلاعات مربوط به کاهش BVPS را بدست می‌آورند.



شکل ۲: میانگین برآورد نهایی

### نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش یک تحلیل سرمایه‌گذاری را با استفاده از رویکرد تئوری مالی رفتاری انجام می‌دهد. اعتقاد به وجود رفتار توده‌وار در حوزه‌های مختلفی از علوم مانند روانشناسی جامعه‌شناسی، اقتصاد و مالی وجود دارد. به طور کلی می‌توان رفتار توده‌وار را به عنوان اقدام‌های تقلیدکننده گروهی از افراد از یک نماینده تعریف نمود. رها کردن تفکر فردی و پیروی از رفتار گروهی می‌تواند پیامدهایی اقتصادی برای سرمایه‌گذاران داشته باشد.

این تئوری بیان می‌کند که رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شان بیشتر تحت تاثیر عوامل غیرمنطقی است تا عوامل منطقی. عامل غیرمنطقی (روانشناسی) به روان‌شناسی متعصبانه اشاره می‌کند، که اغلب در رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در یک بازار درحال‌ظهور مانند ایران یافت می‌شود. این پژوهش ثابت کرده است که اکثر سرمایه‌گذاران ایران تمایل به انتخاب رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خود پش از دریافت تاثیر مثبت اجتماعی و کسب اطلاعات در مورد افزایش BVPS دارند که برخلاف سرمایه‌گذارانی است که تاثیر اجتماعی منفی و اطلاعاتی در مورد کاهش BVPS دریافت می‌کنند. این نتیجه نشان می‌دهد وقتی سرمایه‌گذاران باید تصمیمات سرمایه‌گذاری بگیرند، اغلب توانایی خود را نادیده می‌گیرند و به سرمایه‌گذاران دیگری که در تحلیل سرمایه‌گذاری ماهر هستند اتکا می‌کنند. اصولاً، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای پیروی از تصمیمات سرمایه‌گذاران دیگر دارند. دلیل بروز این رفتار این است که سرمایه‌گذاران فاقد مهارت در تحلیل سرمایه‌گذاری هستند و اطلاعات ناقص دارند. از سوی دیگر، فعالان بازار نیازمند تصمیم‌گیری سریع هستند تا فرصت‌های موجود

برای کسب سود را از دست ندهند. این وضعیت سرمایه‌گذاران مردد را وادار به ایجاد تعامل با سایر سرمایه‌گذاران می‌کند که مهارت کافی برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز را دارند. تاثیر اجتماعی بر سرمایه‌گذاران مردد از این تعامل نشات می‌گیرد. امید است که نتایج این پژوهش برای سرمایه‌گذاران مفید باشد و باعث شود که آن‌ها بفهمند که عامل روان‌شناختی تاثیر غالب بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارد. سرمایه‌گذاران باید ظرفیت و توانایی خود را برای انجام تجزیه و تحلیل بنیادی براساس اطلاعات حسابداری بهبود بخشند.

جدول شماره ۳: خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

مقایسه	نتیجه آزمون	فرضیه
با نتایج پژوهش بروگرس و همکاران (۲۰۱۵) و تئوری مالی رفتاری همخوانی دارد.	پذیرفته می‌شود.	سرمایه‌گذارانی که اثرگذاری اجتماعی مثبتی دریافت می‌نمایند در مقایسه با سرمایه‌گذارانی که اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می‌کنند تمایل دارند در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.
با نتایج پژوهش بروگرس و همکاران (۲۰۱۵) و تئوری مالی رفتاری همخوانی دارد.	پذیرفته می‌شود.	سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS دریافت می‌نمایند در مقایسه با سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS دریافت می‌کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.
با نتایج پژوهش اریکات و همکاران (۲۰۱۹) همخوانی ندارد، اما با تئوری مالی رفتاری همخوانی دارد.	پذیرفته نمی‌شود.	سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره افزایش BVPS و اثرگذاری اجتماعی مثبت دریافت می‌نمایند در مقایسه با سرمایه‌گذارانی که اطلاعاتی درباره کاهش BVPS و اثرگذاری اجتماعی منفی دریافت می‌کنند، تمایل دارند در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود گزینه خرید را انتخاب نمایند.

### پیشنهادها

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی درباره متغیرهای دیگر برای افزایش پوشش پژوهش‌های فعلی مطالعه کنند. به عنوان مثال، پژوهش آینده می‌تواند بر روی موضوعی به نام حسابداری رفتاری تمرکز کند چرا که یک فرصت گسترده برای تشریح عوامل روان‌شناختی مانند سوگیری لنگر<sup>۱</sup>، محافظه‌کاری، نماینده‌گری<sup>۲</sup>، در دسترس بودن و اعتماد به نفس کاذب فراهم می‌کند. و به منظور اطلاع‌رسانی بیشتر درباره نقش احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه اقدام به ارائه شاخص احساسات سرمایه‌گذاران مانند شاخص بازار آرمز در بازار سرمایه کنند تا سرمایه‌گذاران بهتر بتوانند روند احساسات را در بازار سرمایه مشاهده نمایند تا زمینه کنترل آن را در بین سرمایه‌گذاران فراهم شود.

<sup>1</sup> anchoring bias

<sup>2</sup> representativeness

از طرفی با توجه به تاثیر گذاری احساسات سرمایه‌گذاران بر تشدید رفتار توده‌وار میتوان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش احساسات را مورد توجه قرار داده و به منظور انجام سرمایه‌گذاری بهتر از تصمیم‌گیری‌های احساسی خوشبینانه و بدبینانه اجتناب و با کسب اطلاعات و دستیابی به آگاهی لازم درباره کسب و کار شرکت از تشدید رفتار توده‌وار جلوگیری نمایند.

### فهرست منابع

- رحمانی، علی، میرحسین موسوی و هانیه حکمت (۱۳۹۳) رابطه عملکرد گذشته و جریان وجوه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۶ (۲۲)
- صالح آبادی، علی، مهرداد فرهانیان، سیدمحمدجواد مظفری (۱۳۹۰) بررسی توده‌واری شرکتهای سرمایه‌گذاری بورس تهران، مجله نامه مفید، ۱۹ (۹۶)
- Ackert, L. F. (2014). Traditional and Behavioral Finance. In: H. K. Baker & V. Ricciardi (Eds.), *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing* (pp. 25-41). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Agarwal, S., Chiu, I. M., Liu, C., & Rhee, S. G. (2010). The brokerage firm effect in herding: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Research*, 34(3), 461-479. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2011.01273.x>
- Agyemang, O. S., & Ansong, A. (2016). Role of personal values in investment decisions: Perspectives of individual Ghanaian shareholders. *Management Research Review*, 39(8), 940-964. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0015>
- Alquraan, T., Alqisie, A., & Shorafa, A. Al. (2016). Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market). *American International Journal of Contemporary Research*, 6(3), 159-169. [www.ajcernet.com](http://www.ajcernet.com)
- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (2019). Impact of behavioral finance on stock investment decisions applied study on a sample of investors at Amman Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-17.
- Arisanti, I., & Asri, M. (2018). Herding Behavior Post Initial Public Offering In Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting and Investment*, 19(2). <https://doi.org/10.18196/jai.190298>
- Arisanti, I., & Oktavendi, T. W. (2020). Herding Behaviour in Sharia Stock: The Moderation Effect of Good Governance Business Sharia Disclosure. *Journal of Accounting and Investment*, 21(1). <https://doi.org/10.18196/jai.2101136>
- Aronson, E., Wilson, T. D., & Akert, R. M. (2013). *Social Psychology* (8th ed.). London, UK: Pearson.
- Baron, R., Branscombe, N.S., & Byrne, D. (2012). *Social Psychology* (13th ed.). Boston, MA: Pearson Education, Inc.

- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & Horst, J. (2015). Do social factors influence investment behavior and performance? Evidence from mutual fund holdings. *Journal of Banking and Finance*, 60(July), 112–126. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.001>
- Chaudhry, M. I., & Sam, A. G. (2018). Herding behaviour and the declining value relevance of accounting information: evidence from an emerging stock market. *Applied Economics*, 50(49), 5335–5353. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1486989>
- Chen, S., & Ma, H. (2017). Peer effects in decision making: evidence from corporate investment. *China Journal of Accounting Research*, 10, 167–188.
- Clarkson, P., Hanna, J. D., Richardson, G. D., & Thompson, R. (2011). The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 7(1), 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2011.03.001>
- Fafchamps, M., & Mo, D. (2018). Peer effects in computer assisted learning: evidence from a randomized experiment. *Experimental Economics*, 21(2), 355–382. <https://doi.org/10.1007/s10683-017-9538-z>
- Fransiska, M., Sumani, S., Willy, W., & Pangestu, S. (2018). Herding Behavior in Indonesian Investors. *International Research Journal of Business Studies*, 11(2), 129–143. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.2.129-143>
- Ghozali, I., & Sitingjak, E. L. (2012). The Investor Indonesia Behavior on Stock Investment Decision Making: Disposition Effect, Cognition and Accounting Information The Investor Indonesia Behavior on Stock Investment Decision Making: Disposition Effect, Cognition and Accounting Information. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(8). [www.iiste.org](http://www.iiste.org)
- Haritha, & Uchil, R. (2016). Conceptual framework on market factors affecting investor's sentiments and the effect of behavioral pitfalls on investment decision making. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 29–34. [www.iosrjournals.org](http://www.iosrjournals.org)
- Hoang, L. T., Phan, T. T., & Ta, L. N. (2020). Nominal price anomaly in emerging markets: Risk or mispricing? *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 125–134. <https://doi.org/10.13106/Jafeb.2020.Vol7.No9.125>
- Indárs, E. R., Savin, A., & Lublóy, Á. (2019). Herding behavior in an emerging market: Evidence from the Moscow Exchange. *Emerging Markets Review*, 38, 468–487. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.12.002>
- Jagongo, A., & Mutswenje, V. S. (2014). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE. *International Journal of Human and Social Science*, 4(4), 92–102.
- Kameda, T., Inukai, K., Wisdom, T., & Toyokawa, W. (2015). The Concept of Herd Behaviour: Its Psychological and Neural Underpinnings. In: *Contract Governance* (Issue 2009). Oxford Scholarship Online. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198723202.003.0002>
- Luu, Q. T., & Luong, H. T. T. (2020). Herding behavior in emerging and frontier stock markets during pandemic influenza panics. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 147–158. <https://doi.org/10.13106/Jafeb.2020.Vol7.No9.147>
- Martin, A. (2014). An Empirical Test of the Relevance of Accounting Information for Investment Decisions. *Journal of Accounting Research*, 9, 1–31. <http://www.jstor.org/stable/2490082>. Muradoglu, G., & Harvey, N. (2012). Behavioural finance: the role of psychological factors in financial decisions. *Review of Behavioural Finance*, 4(2), 68–80. <https://doi.org/10.1108/19405971211284862>

- Murdayanti, Y., Ulupui, I. G. K. A., Pahala, I., Indriani, S., & Suherman, S. (2020). Corporate Governance and Value Relevance in Indonesia Manufacturing Companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 335–346. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.335>
- Nair, M. A., Balasubramanian, & Yermal, L. (2017). Factors influencing herding behavior among Indian stock investors. *International Conference on Data Management, Analytics and Innovation (ICDMAI)*, 326–329. <https://doi.org/10.1109/ICDMAI.2017.8073535>
- Reinhart, W. J. (2019). *Portfolio Management: Theory, Behavioral Aspects & Applications* (9th ed.). Independently published.
- Satish, B., & Padmasree, K. (2018). An Empirical Analysis of Herding Behaviour in Indian Stock Market. *International Journal of Management Studies*, 3(3), 124. [https://doi.org/10.18843/ijms/v5i3\(3\)/15](https://doi.org/10.18843/ijms/v5i3(3)/15)
- Sedaghati, S. (2016). Psychology of behavioral finance. *International Journal of Humanities and Cultural Studies*, 2016, 2665–2677.
- Shafi, M. (2014). Determinants Influencing Individual Investor Behavior In Stock Market: A Cross Country Research Survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2(1), 60–71.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65–73. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.001>

## **Survey of the Herding behavior model in investment decision on emerging markets**

**Milad Morshedi**

PhD student in accounting, Faculty of Humanities, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran.

milad.morshedi168@gmail.com

**Hamid Rostami Jaz**

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran. (Corresponding Author)

hamid.rostami1358@gmail.com

### **Abstract**

Investors' decisions in the stock market play an important role in determining market trends, which then affect the economy. Stock market reaction occurs when stock prices move away from fundamental values, then prices gradually return to fundamental values. Short-term price acceleration trends following earnings announcements and long-term price reversals following earnings trends explain how capital naming behavior may drive stock prices away from fundamentals. Reasons for capital behavior explain stock market reactions to determine whether profit opportunities exist due to market reactions to predictable patterns of returns. The purpose of this research is to investigate the Herding behavior model of investors in capital market investment decisions, which is influenced by the social and informational effects affecting the book value of each share (BVPS). The latest stock market conditions show that most investors make the same mistakes in investment decisions that lead to losses. This study includes two independent variables, namely information about book value and social impact. This study includes two independent variables, namely information about book value and social impact. In this study, the experimental method of 2x2 factorial design was used. To test the effect of the independent variable on the dependent variable, two-way univariate analysis of variance (ANOVA) was used. The results of the research showed that the social impact caused by expert investors is more influential than the impact of book value information of each share on the behavior of Herding investors in making investment decisions.

**Keywords:** Herding, investment decision, social effects, book value

