



ارائه مدلی جهت رفتار توده وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران

اردلان رجیبی

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد بین‌الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران

عطالله محمدی ملقرنی

استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنجند (نویسنده مسئول)

محسن حمیدیان

استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی علوم تحقیقات تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۲

چکیده

پژوهش حاضر به ارائه مدلی جهت رفتار توده وار (برگرفته از تورش‌های رفتاری) در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. روش شناسی این پژوهش از نظرهدف کاربردی بوده که در ابتدا پس از مطالعات کتابخانه‌ای و اقدام به گردآوری اطلاعات در خصوص عوامل تاثیرگذار بر رفتارهای توده وار به اخذ نظر خبرگان در این زمینه پرداخته و همچنین این تورش‌های رفتاری امتیازبندی شدند. جامعه آماری پژوهش حاضر در ابتدا فاز کیفی شامل خبرگان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. تعداد ۱۱ نفر از صاحب‌نظران در انجام مصاحبه‌های تخصصی با پژوهشگر همکاری کردند. در ادامه فاز کمی متغیرها با ایجاد پرسشنامه‌های محقق ساخته بین ۲۰۰ نفر از مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری توزیع و نتایج حاصل شده مدلی ۶ مقوله‌ای بوده که در تمامی موارد بار عاملی مقداری بزرگتر از ۰/۶ است که نشان می‌دهد همبستگی بین متغیرهای پنهان با متغیرهای مشاهده‌پذیر، بسیار قوی است و نیز مقدار آماره t -value برای تمامی گویه‌ها بزرگتر از ۱/۹۶ می‌باشد که نشان می‌دهد همبستگی‌های مشاهده شده بین گویه‌ها و سازه‌ها معنادار است و میانگین واریانس استخراج شده در تمامی موارد از ۰/۵ بزرگتر است. در این پژوهش χ^2 -دو بهنجار ۱/۸۵ بدست آمده است. شاخص RMSEA برابر ۰/۰۳۴ و SRMR برابر ۰/۰۳۵ بدست آمده که نشان می‌دهد برازش مدل مطلوب است، با توجه به معنا داری کل مدل و نیز معنی داری تک تک ضرایب مدل نهایی پژوهش با ۳۳ شاخص و شش مقوله اصلی که به ترتیب شامل خودکنترلی - خطای ادراکی - تعاملات اجتماعی - نتایج تصمیم‌شناختی از دیدگاه اقتصادی و قضاوتی بود استخراج گردید.

واژه‌های کلیدی: تورش‌های رفتاری، رفتار توده وار، شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

امروزه شاهد اخذ تصمیمات مالی براساس یک سری اطلاعات مبهم و نه ناشی از تغییرات اقتصادی توسط سرمایه گذاران در موسسات و بنگاههای اقتصادی هستیم که افراد با کمترین تحقیقات صرفاً با توصیه اشخاص و دنباله روی از دوستان و همکاران و گاه شلوغ بودن بنگاهها و در صف خرید ایستادن نامتعارف از متقاضیان سپرده گذاری، نسبت به سرمایه گذاری در این مکانها اقدام نموده اند و حال پس از برملا شدن برخی از واقعیت ها و گاه شایعه ها دوباره این صفوف بازدریافت سپرده شکل گرفته و بنگاهها ورشکسته و در نهایت مردم متضرر گشته اند. با توجه به تحقیقات به عمل آمده در این زمینه بورس تهران بیشترین رفتار توده وار را در خود نسبت به سایر بورس های کشورهای توسعه یافته دنیا نشان می دهد (کشاورز حداد، ۱۳۹۰). البته رفتار توده وار در کشورهای مختلف بر اساس میزان توسعه یافتگی شان باهم متفاوت می باشد که این را می توان در به وجود آمدن یک سری رفتار ها با عنوان رفتارهای ضد توده ای در بازار های توسعه یافته به مراتب بیشتر از سایر بازارهاست که باعث حذف و کم شدن رفتار توده ای از جمله در بورس آمریکا گشته است (رولک^۱، ۲۰۱۶). در بازارهای توسعه نیافته و در حال توسعه بیشترین صف های خرید و فروش که بوجود می آید بدون هیچ دلیل خاصی بوده و سرمایه گذاران به تبعیت از صف نشینان اولیه و مثبت نشان دادن آن شروع به معامله و قرار گرفتن در صف خرید یا فروش اقدام می نمایند البته که این نوع نوسانات بازار را نمی توان بر اساس مدل های استاندارد توجیح و یا پیش بینی نمود و بررسی چگونگی شکل گیری رفتار غالب در چارچوب تیوری توده ای و نه تفکر تک تک افراد به میان می آید. البته بایستی این نکته را در نظر گرفت که در تصمیم گیری های سرمایه گذاران در بورس ایران می توان به عوامل غیر مالی همچون فرهنگی و سیاسی نیز اشاره کرد که نقش به سزایی را در رفتارهای توده ای ایفا می کنند (فهیمی دوآب، ۱۳۸۹). لذا با توجه به تمامی موارد ذکر شده بورس اوراق بهادار تهران هر از چندگاهی دچار نوسانات و شوک های میشوده که با مدل های کلاسیک اقتصادی قابل تفسیر و توضیح نمی باشد و این نوسانات را به حباب هایی در بازار مشابهت می دهند ولیکن دلیل ایجاد این حبابها و عوامل موثر در آن همیشه در هاله ای از ابهام و پرسش واقع شده است. (وکیلی فرد، ۱۳۹۲) که به نقش اصلی رفتار توده وار به نسبت بالا تری از استفاده از فرایند دقیق و تحلیلی در معاملات در بازار تهران اشاره دارد که به نقش بسزای تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بازار بورس تهران می پردازد همچنین برخی از حرکات و تغییرات ناگهانی در بازار را می توان ناشی از به وجود آمدن همگانی تورش های رفتاری که منجر به تصمیم گیری سرمایه گذاران میشود دانست. فعالان بورس از جمله سرمایه گذاران نهادی و فردی و همچنین دولت و سازمان حسابرسی و تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری و حسابرسی و سایر مراکز مرتبط با بازارهای مالی و پولی همواره به دنبال شناسایی و پیش بینی عوامل محرک بازار می باشند و تنها اکتفا نمودن به مدل های کلاسیک اقتصادی نتوانسته راهنمای کاملی برای آنان باشد در پژوهش های پیشین صرفاً از یکی از مدل های کلاسیک تورش رفتاری شامل **مدل بیخچندانی**، مدل کریستی و هوآنگ، مدل چانگ چنگ و خورانا و یا مدل سیاسی استفاده شده در این پژوهش تمامی عوامل رفتاری که در بازار بورس تهران در رفتار سرمایه

¹ Christoph Rülke

گذاران تاثیر گذار بوده در نظر گرفته شده و به صورت یک مدل به روش فازی مدون گردیده است. در مباحث اقتصادی بورس اوراق بهادار را می توان یکی از ارکان اصلی هر اقتصادی در نظر گرفت که نوسانات آن باعث جهش کل اقتصاد یک کشور می شود در این بین گاهی اوقات به نظر می رسد که این تحرکات بورس ناشی از تغییرات در شرایط سیاسی و اقتصادی کشور نبوده و نشات گرفته از یک سری عوامل نامشخص و رفتارهای خاص مدیران شرکتهای سرمایه گذاری از جمله رفتار توده وار جهت تصمیم گیری های مالی می باشد و این نکته را نباید فراموش کرد که سرمایه گذاران جزء در پیروی از مدیران شرکتهای سرمایه گذاری به صورت توده ای نسبت به معامله سهام اقدام نموده و این امر منجر به تغییرات عظیمی در بازار بورس و شاخص های آن می گردد و در این بین نقش شرکتهای سرمایه گذاری در بازار های توسعه یافته همواره ربه افزایش داشته و شناخت نحوه عملکرد و عوامل موثر بر تصمیم گیری مدیران این شرکتهای و پیش بینی نحوه سرمایه گذاری آنها که به نوبه خود جهت بازار را نشان می دهد می تواند اهمیت ویژه ای این پژوهش را نمایان سازد. هدف اصلی این پژوهش ترسیم مدلی جهت رفتار توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران از منظر مدیران شرکتهای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با طرح این مسله که تاچه اندازه رفتار توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است اقدام به تعیین جنبه های اصلی و فرعی و میزان تاثیر گذاری آنها بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران شرکتهای سرمایه گذاری می پردازد. این پژوهش می تواند موجب افزایش اطلاعات فعالان فوق در بازار سرمایه گردد که با تاثیر معیارهای رفتاری موثر به شکل مدلی جدید و فراتراز مدل های کلاسیک در بازار بیشتر آشنا شده و در تصمیمات خود در نظر بگیرند و همچنین در پی ایجاد مدلی است که تمامی عناصر رفتاری و ابعاد آنها و تاثیرات مولفه های مالی- رفتاری بر تصمیم گیری سرمایه گذاران از منظر مدیران شرکتهای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را در نظر بگیرد

۲- مبانی نظری پژوهش

امروزه پس از پشت سر گذاشتن قرن بیستم هنوز در اکثر بازارها مواجه با یک سری نوسانات شدید هستیم که اغلب اقتصاددانان از تشریح و ایجاد مدلی برای آن عاجز مانده و معمولا پیش بینی نمودن این موارد را کاری بسیار دشوار و گاه غیر ممکن می دانند. این گونه نوسانات شامل تمامی بازارها می باشد و بازارهای مسکن، سکه، طلا و ارز نیز خارج از این دایره نبوده و تمامی بازارها کم و بیش مشمول این نوسانات شده و یا خواهند شد که صد البته در کشور ما این تغییرات به مراتب بیشتر از سایر کشورها بوده است. تا سالهای قبل از ۱۹۷۰ تمامی اقتصاد دانان دنبال ارایه مدلی کلاسیک برای این تغییرات در بازارها بودن که اغلب به شکست مواجه گردید بعد از این سالها با شروع فصل تجربه گرایی نوین ارتباط بین علوم افزایش پیدا کرد و علم رفتاری و در ادامه آن مالی رفتاری وارد حوزه های مالی شد و این امر باعث ایجاد انقلابی در طراحی مدل هایی برای ایجاد مدل ها در بازارها شد و تاثیرات رفتاری انسانها در مدل های اقتصادی با نقشی چشمگیرتر در نظر گرفته شد.

۱-۲- تورش های رفتاری

تورشهای مالی که زیر مجموعه دانش مالی توسط سیستم پیچیده‌ای از روابط قدرت در ساختارهای اقتصادی سیاسی در بازارهای جهانی، کنترل و ساختار بندی می‌شود. دانش مالی هم هنر (کارکردی مانند طراحی ابزارهای نوین مالی) است و هم علم مثل ارزیابی و ارزش گذاری. در بازار کسب و کار یا سرمایه گذاری سوگیری یا تله های ذهنی متعددی و مختلفی وجود دارد، به طور خلاصه سوگیریهای رفتاری به عنوان «اشتباهات سیستماتیک» در قضاوت و تصمیم گیری ها تعریف شده است. (پترسون، ۲۰۱۰). یکی از عوامل مهم مورد بررسی و پژوهش در مالی رفتاری وجود تورش های رفتاری متنوع در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران در زمان انتخاب روش ها و سبدهای سرمایه گذاری می باشد، سرمایه گذار به حکم مبانی و اصول روانشناختی همیشه در معرض تورش های رفتاری در زمان تصمیم گیری قرار دارد و شدت وحدت این تاثیرات در زمانها و شرایط خاص تغییر می یابند. تازمانیکه شخص در موقعیت و شرایط خاص قرار نگیرد نمی تواند تاثیرات تورش های رفتاری رادارک کند و به محض قرار گرفتن در شرایط مربوطه قضاوت و شناخت سرمایه گذار تغییر می یابد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۱)

۲-۲- رفتار توده وار

گوستاولوبن^۱ در کتاب خود "روانشناسی توده ها"^۲ می نویسد توده گروهی از انسانها هستند که تحت شرایط خاصی در آن، ویژگیهای خودآگاه فرد، ناپدید می شوند و احساسات و افکار در گیر در توده به یک سو متوجه می گردد، در افراد روح معین مشترکی ایجاد می شود که در عین حال متغیر نیز می باشد، به باور وی یک فرد هر قدر هم که هوشمند و پرورش یافته باشد در میان انبوهی از مردمان، مقداری از استقلال خود را از دست می دهد و تابع فشار گروهی و سلطه روحی اکثریت می گردد. به بیان دیگر مقداری از "استدلال فکری فرد" در میان جمع ضعیف تر می گردد و "تلقین پذیری" وی شدید تر می شود (ستوده، ۱۳۸۹) البته در دهه نود بیخچندانی رفتارهای توده وار را ناشی از آبشارهای اطلاعاتی دانسته که آبشارهای اطلاعاتی قدیمی با اطلاعات جدید از بین می روند در ادامه محققینی همچون فروت و هیرشلایفر^۳ این گونه رفتارها را ناشی از همبسته بودن اطلاعات سرمایه گذاران دانسته بدین معنی که مدیران و تصمیم گیرندگان شاخص های مشابهی برای تصمیم گیری مورد بررسی قرار می دهند و محققینی همچون ترومن^۴، شارفشیتنواشتاین^۵ معتقد بودند که افرادی سعی در رفتار توده وار دارند که در صورت شکست آنها تنها نباشند که دو جنبه را در نظر می‌گرفتن^۱ - جلوگیری از وارد آمدن صدمه به اعتبارشان^۲ - هزینه های اعتباری شکست سرمایه گذاری؛ فالکشتین^۶ در سال ۱۹۹۶ علایق مشابه به سهام با مشخصات خاص را معیار این رفتار دانسته از جمله اندازه، ریسک، نقدشوندگی؛ افرادی همچون فریدمن دریمن^۷

¹ Gostav loben

² Psychologie des foules

³ Froot & hershelaifer

⁴ Trueman

⁵ Scharfstein

⁶ Falkenstein

⁷ Friedman

۱۹۷۹ و باربری و اشلايفر^۱ ۲۰۰۳ پیروی از مدل و جریان عمومی بازار را در بروز این نوع رفتارها موثر می دانستند. کریستی و هوانگ^۲ نیز در سال ۱۹۹۵ اثبات نمودند که رفتار گله ای بیشتر در زمان تلاطم بازار بوجود می آید یعنی در زمان حرکت غیرعادی بازار؛ در ادامه محققینی همچون دمیررو کوتان^۳ ۲۰۰۶ و اسلام بیدگلی و شهریاری^۴ ۱۳۸۴ با بررسی بازارهای شانگهای چین و بورس تهران شان دادند که تمایل به رفتار گله ای در بازار کاهشی بیشتر از افزایشی است؛ پرفسور استمن و شفرین^۴ در سال ۱۹۸۵ اثر تمایلی را بیان کرد سرمایه گذاران شرکت بازنده را بیش از حد ننگه داشته و سهام شرکت های برنده را زود می فروشند رفتاری که بانام ترس از پشیمانی می نامند.

۳-۲- خود کنترلی (خبر بد و شایعات ...)

شایعات با توجه به ماهیت و قدرت تأثیرگذاری آن می توانند اضطراب اجتماعی را افزایش داده و میزان بهره‌وری و تولید را کاهش دهند و چرخه اقتصاد را فلج کرده و اعتبار اجتماعی افراد، مؤسسات و کشورها را خدشه دار کنند. بعضاً ممکن است شایعه‌ای به طور فوق العاده‌ای قوت یابد و آنچنان در اذهان آحاد مردم رسوخ کند که اطلاعیه‌ها و توضیحات منابع رسمی دولتی هم به سهولت نتواند آن را تکذیب و از افکار مردم خارج کند. (افروز، ۱۳۷۶) شایعه یکی از عواملی است که همواره از دید توجه سازمان ها پنهان مانده است و به همین دلیل اهمیت آن در ایجاد بحران روحی و روانی و ارتباطی سازمان نادیده گرفته می شود. شایعه سازی و پراکنده ساختن آن از جمله شاخص هایی است که می توان درجه و میزان روابط سالم در سازمان را با آن سنجید یعنی، در یک سازمان با روابط متعادل، اخبار غیر واقعی و غیر مستند کمتر رد و بدل می شود ولی زمانی که به علل مختلف افراد سازمان احساس نارضایتی، نابرابری و ... بنمایند از طریق تحریف واقعیات و دامن زدن به آن سعی در برقراری تعادل روانی خود دارند، رسیدن به این تعادل روانی برای افراد به صورت موقت و موضعی ممکن است اثر داشته باشد ولی سازمان و روابط سازمانی را به شدت دچار اختلال می نماید یعنی وقتی یک خبر نا صحیح و نادرست در بین افراد سازمان توزیع شود به دنبال این خبر انتظارات، توقعات، ناامنی ها، بدبینی ها و سوء تفاهات ایجاد شده و این عوارض به وجود آمده به صورت پنهان و نامرئی در به هم ریختن روابط متعادل سازمان نقش زیادی را بازی می کنند بنابراین بایستی قبل از اینکه روابط سازمانی به این بیماری مبتلا شود اقدامات پیشگیرانه جدی انجام پذیرد (حسنی مقدم، ۱۳۷۹)

۳-۲-۴- خطای ادراکی (کمبود شهرت پیرو

هرچه میزان شهرت در مدیران بیشتر باشد آنان بیشتر به اطلاعات خصوصی خود رجوع کرده و از دنباله روی کمتر پیروی می کنند و بالعکس مدیران کمتر شناخته شده بیشتر تقلید کرده و دنباله روی را سر لوحه کار خود قرار می دهند (ویلاتور، ۲۰۰۹)

¹ Barberis & Eshlaifer

² Christie, W. G., & Huang, R. D

³ Demire R. and Kutan A. M

⁴ Shefrin, H. J. and Statman, M

۵-۲- تعاملات اجتماعی (موقعیت تصمیم‌گیرنده)

انتخاب راه حل برتر از میان راه‌های موجود، حل مسئله یعنی اخذ یک تصمیم منحصر بفرد با استفاده از ابتکار و خلاقیت. چرا تصمیم‌گیری مهم است؟ زیرا تصمیم‌گیری درست و سنجیده موجب شادی و احساس موفقیت در فرد شده و سازگاری و اعتماد بنفس او را افزایش می‌دهد و این حالت نه تنها در تصمیم‌گیرنده بلکه در اطرافیان نیز تاثیر مثبت دارد (کردلویی، ۱۳۹۲) همه کارکنان در محیط کار خود از فرصتهای یکسانی برخوردارند. اما تنها کسانی مسیر ترقی را به سرعت طی خواهند کرد که به «اصول تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری» مجهز باشند. چنین افرادی، قدرت انتخاب مناسب‌ترین راه را دارند؛ نظر و عقیده خود را در زمینه بهبود امور سازمان به درستی انتخاب و مطرح میکنند؛ در شرایط مختلف با افراد مافوق، هم‌تراز و زیردست، همکاری و رایزنی مناسب و مؤثر برقرار می‌کنند. (مرکز نوسازی و تحول اداری ۱۳۹۱)

۶-۲- نتایج تصمیم (اثر تمایلی.....)

تمایل سرمایه‌گذاران به فروش دارایی‌هایی که سود داده و نگهداری دارایی‌هایی که زیان داده اند. به بیان ساده تر هنگام تحقق سود حاصل از نگهداری داراییها، سرمایه‌گذارانی که نگران از دست دادن آن بخش از سود هستند، ترجیح می‌دهند دارایی را به فروش رسانند. برعکس هنگامی نگهداری دارایی به زیان منجر شده، سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد دارایی را تا زمانی که سود ایجاد نکرده آن را نگهداری کند (باغدارام، ۱۳۹۰) سرمایه‌گذاران مجرب بر اساس تجربیات خود کمتر رفتار تمایلی از خود نشان می‌دهند (داکوستا و همکاران، ۲۰۱۳)

۷-۲- شناختی از دیدگاه اقتصادی (سود و زیان نسبی) (ذهنی).....)

حسابداری ذهنی نیز قسمتی از تئوری چشم انداز است که گرایش افراد را به قرار دادن رویدادهای مخصوص به حسابهای ذهنی متفاوت بر اساس ویژگی‌های ظاهری نشان می‌دهد. حسابداری ذهنی می‌تواند به توضیح این نکته کمک کند که چرا سرمایه‌گذاران از تجدید تطبیق نقطه عطف خود برای یک سهام جدید خودداری می‌نمایند عبارت است از تمایل افراد به کد گذاری، طبقه بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه بندی امتیازات آنها در مجموعه ای از حسابهای ذهنی. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران مایلند هریک از اجزای پرتفوی سرمایه‌گذاری خویش را به طور جداگانه ای بررسی کنند. این موضوع می‌تواند به تصمیمات ناکارایی منجر گردد. در واقع افراد به تصمیمات مختلف به عنوان یک کل نگاه نمی‌کنند و ارتباط‌ها را نادیده می‌گیرند (سیف الهی، ۱۳۹۴)

۸-۲- قضاوتی (احساسات سرمایه‌گذاران.....)

تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود. سرمایه‌گذاری احساسی غیربهبوده و ناکارا ریشه در نظریه اقتصاد اطلاعاتی دارد. اما حاکمیت شرکتی می‌تواند به طریق مختلفی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود بخشد تا تاثیرات نامطلوب تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران تعدیل شود و شناخت احساسات از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران کارایی سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را مورد ارزیابی قرار می‌دهد احساس عبارت است از برداشت اولیه نسبت به یک مساله. ادراک

یعنی باور به این که مساله یا مشکل وجود دارد. در شناسایی راه حلها محدودیتهای عقلانیت محدود و رضایت‌مندی وجود دارد. عقلانیت محدود بیان می‌دارد که ذهن آدمی نامحدود نیست و این محدودیت امکان شناسایی کامل و جامع همه راه حلها را فراهم نمی‌آورد. رضایت‌مندی به نوعی رفتار آگاهانه یا ناآگاهانه از سوی فرد اشاره دارد که برای حل مشکلات به چندین راه حل اولیه اکتفا می‌کند و به سراغ راه حل‌های پیچیده‌تر نمی‌رود که به آن اکتفا به راه حل‌های رضایت‌بخش هم گفته می‌شود. حلقه بازخورد نشان می‌دهد که آیا با اجرای این فرایند، مشکل موردنظر حل شده یا نشده است بر اساس مطالعات انجام شده و نتایج ارائه شده، میتوان بیان نمود که احساسات سرمایه‌گذار عامل مهمی در فعالیتهای بازار سرمایه است بازارهای مالی در معنای واقعی خود دارای بعد روانشناسی است و اینگونه ادعا میشود که دارای شخصیت افکار، باورها، خلاق و خو، و گاهی احساسات است (لو و همکاران ۲۰۱۰).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

ایدی زینب در سال ۱۴۰۱ در پژوهشی با عنوان بررسی رفتار توده وار در صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت به این نتیجه رسید که در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده وار وجود دارد و بازار نفت به عنوان یکی از بخش‌های اقتصادی بسیار مهم نیز بر آن تأثیر می‌گذارد

محبوبه کمالی دولت‌آبادی در سال ۱۴۰۰ در مقاله‌ای با عنوان جایگاه عوامل روانشناختی در اقتصاد و رفتار بازار سرمایه به بررسی عوامل روانی پرداخت و نتیجه گرفت پدیده‌های روان‌شناختی نقش مهمی در تعیین رفتار بازارهای مالی دارند

حامد وراث در سال ۱۳۹۹ در مقاله‌ای با عنوان رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چیانگ و ژنگ به بررسی رفتار توده وار در بازار بورس تهران پرداخت و نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌ای دارند

مهدی برآسود در سال ۱۳۹۸ در مقاله‌ای با عنوان بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی سهام با بررسی رفتارهای گوناگون سرمایه‌گذاران نتیجه‌گیری کرد بازیگران در بورس تهران رویکرد مشخص و خاصی ندارند

مهدیه حیدری فراهانی در سال ۱۳۹۸ در مقاله‌ای تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر در ماندگی مالی را بررسی نمود و نتیجه‌گیری کرد که بیش اطمینانی و خودشیفتگی مدیران احتمال مواجهه با در ماندگی مالی را افزایش می‌دهند

رودپشتی و همکاران در سال ۱۳۹۱ در تحقیقی با عنوان تأثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران در بورس تهران بر ارزشیابی سهام اثبات نمودند که سوگیری‌هایی نظیر اطمینان بیش از اندازه- نمایندگی - لنگر اندازی - بر تصمیمات شهودی بر ارزشیابی سهام تأثیر می‌گذارند

راضیه سیف الهی در سال ۱۳۹۴ در مقاله‌ای با عنوان بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی به بررسی تأثیرات عوامل رفتاری پرداخته و نتیجه‌گیری نمود که تأثیر عوامل رفتاری به ترتیب رتبه: به غیر از بیش اطمینانی شامل ۱- سود و زیان نسبی حسابداری ذهنی، ۲- اثر تمایلی، ۵- محافظه‌کاری، ۴- رفتار توده وار ۳- شهود نمایندگی ۶- اثر مالکیت ۷- پشیمان‌گریزی می‌باشد

نوژن قناعت در سال ۱۳۹۲ در مقاله‌ای با عنوان بررسی وجود رفتار توده‌ای در بازار سهام ایران با استفاده از مدل‌های لاکونیشیت شیفلر ویشنی و سیاسی و متغیرهایی همچون عدم استفاده از اطلاعات شخصی، عدم اطلاعات کافی، ناطمینانی وجود رفتار توده‌ای را در بازار سهام ایران تایید نمود و سطح آن را بیشتر از بازارهای توسعه یافته در جهان شناسایی نمود

مصطفی جهانگیری راد در سال ۱۳۹۳ در پژوهشی با عنوان بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون استوار و داده‌های انحراف بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران اثبات نمود که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند، و این نوع رفتار در بازار افزایشی بیشتر از بازار کاهش‌ی برعکس پژوهش‌های پیشین خارجی خود می‌باشد

زهره پزشکی در سال ۱۳۹۴ در مقاله‌ای با عنوان عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی نوع و گرایش رفتار سرمایه‌گذاران در بازار بورس تهران پرداخت و بادر نظر گرفتن متغیرهای رفتار توده‌ای از جمله: رکود بازار، بی‌اعتمادی، ترس نسبت به گذشته، سابقه تاریخی، رشد سهم با استفاده از روش ترکیبی اثتنبات نمود که رفتار توده‌وار بیشتر از سایر عوامل رفتاری دیگر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است

جلیل خداپرست شیرازی در سال ۱۳۹۱ در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در تشکیل حباب عقلایی، از طریق روش فیلتر کالمن به بررسی عوامل رفتارهای توده‌وار از جمله اثر تمایلی - اصرار (تعصب) محافظه‌کاری - اثر تاخیری - رفتار قمار بازانه و سفته‌بازی - توهم دانش - قانون اعداد کوچک - جهل عقلایی - محاسبات ذهنی - مد - تجمیع قیمت‌ها - امنیت روانی و تغییر ناگهانی سیاست‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و نتایج آن به این صورت بود که رفتار توده‌ای مدگرایی و کاهش امنیت روانی در شکل‌گیری حباب بازار بورس تهران موثر است

مهردخت مظفری در سال ۱۳۹۱ به بررسی و آزمون رفتار توده‌وار شرکت‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل لاکونیشوک و داده‌های بازار بورس تهران پرداخت و اثبات نمود علاوه بر تایید وجود این نوع رفتارها در بازار بورس تهران، رفتار توده‌ای در زمان فروش سهام پرنرنگ‌تر می‌باشد به دلیل بدبینی سرمایه‌گذاران به آینده بازار

۱-۳- پیشینه خارجی

مظهر علی^{۱۰} در سال ۲۰۲۴ در مقاله‌ای مدل درک رفتار توده‌وار مصرف‌کننده در خریدهای آنلاین و پیامدهای آن برای خرده‌فروشان و بازار یابان آنلاین را بررسی نمود این مدل نمایی کلی از فرآیند توده‌واری فراتر از محدود کردن آن به تلاش برای دنبال کردن کورکورانه از دیگران ارائه می‌کند

فیلیپ و کاستا^{۱۱} در سال ۲۰۲۴ در مقاله ای حالت های توده وار و بازده بازار سهام نشان می دهد که رفتار توده وار شدید در طول دوره هایی با بازده کمتر و نوسانات بالاتر نسبت به رفتار توده وار نامطلوب ظاهر می شود در بازار اروپا.

سیری رایهو^{۱۲} در سال ۲۰۲۱ در مقاله ای جدیدترین شرایط بازار سهام در مالزی نشان می دهد که اکثر سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری که منجر به زیان می شود، اشتباهات یکسانی از خود بروز می دهند. ترینه کیولانگ^۱ در سال ۲۰۲۰ در مقاله ای با عنوان رفتار سرمایه گذاری شرکت های کوچک و متوسط در دوره های رکود نشان داد که در دوره های رکود جهانی سرمایه گذاران سرمایه هایشان را از شرکت های کوچک به طرف شرکتهای بزرگ در حال رشد ویتنام تخصیص می دهند.

اوماو سالمالعزیز^۲ در سال ۲۰۲۰ با پژوهشی با عنوان رفتار سرمایه گذاری در میان جوانان اندونزی با استفاده از مدل حداقل مربعات نشان می دهد که شرکتهای بیشتر تمایل دارند سرمایه گذاران جوان در شرکتهای نشان سرمایه گذاری نمایند و به دنبال این قشر از جامعه می باشند.

آرتی چاندانی^۳ در سال ۲۰۲۰ در مقاله ای با عنوان تجزیه و تحلیل جنبه های رفتاری انسان در تصمیمات مالی فردی در کشور هند نشان داد که سوگیری تیوری چشم انداز شامل ضررگریزی و پشیمان گریزی علاوه بر سوگیری حسابداری ذهنی بر تصمیمات مالی هندی ها تاثیر گذار است.

اومر کامارا^۴ در سال ۲۰۱۷ در پژوهشی با عنوان رفتار توده ای صنعت در تصمیم گیری مالی با استفاده از متغیرهایی همچون ساختار سرمایه (دارایی و درآمد)مداری صنعت و ساختار سرمایه رهبر صنعت - زمان رکود و رونق بازار و به کار بردن مدل چانگ چنگ و خورانا به بررسی بازار ایالات متحده آمریکا پرداخت و به این نتایج رسید که در چهار شرکت تولیدی - خدماتی - عمده فروشی - ساختمانی در بازار ایالت متحده در زمان انقباض اقتصادی (رکود) به صورت توده ای رفتار می کنند و تنها شرکت تولیدی رفتار منطقی را بیشتر نشان می دهد.

جان کریستف رولک^۵ در سال ۲۰۱۶ در پژوهشی با عنوان رفتار توده ای پیش بینی کنندگان چرخه تجاری، با در نظر گرفتن متغیرهای اقتصاد کلان (رشد تولید ناخالص داخلی، تورم، مانده حساب جاری، نرخ بهره) و اقتصاد خرد و در نظر گرفتن ۴۵ کشور صنعتی جهان و استفاده از مدل بیخچندانی منتج به این شد که رفتار ضد توده ای (عمدا مخالف نظرات دیگران بوده) بیشتر در زمان بلند مدت پیش بینی ها صورت میگیرد و در زمان عدم اطمینان اقتصادی بالا و اختلاف نظر کم بین پیشگامان پیش بینی کننده ها این رفتار کاهش می یابد.

10 Mazhar Ali

11 Filipe Costa

12 Sri RAHAYU

¹ Q. Long Trinh

² Ummu Salma Al Azizah

³ Arti Chandani

⁴ Omar kamara

⁵ Jan krestof rolk

همایون کیروشمیم شکور^۱ در سال ۲۰۱۸ با پژوهشی با عنوان رفتار توده ای رژیم در بازارهای سهام آسیا و آمریکا ی لاتین با استناد به متغیری همچون بازده بورس هشت کشور آسیایی (مالزی، سنگاپور، چین، هنگ کنگ، تایوان و تایلند، هند و کره جنوبی) و چهار کشور آمریکای لاتین (آرژانتین، برزیل، شیلی و مکزیک) و به کار بردن مدل چانگ چنگ و خورانا به این نتیجه نایل شد که رفتار توده ای سرمایه گذاران در بازار های آسیایی و آمریکای لاتین از بازار ایالات متحده و نوسانات رژیم در معرض تاثیر قرار گرفته و نقش احساسی بازار ایالات متحده نیز در رفتار گله ای تاثیر دارد در میان این کشورها آرژانتین و برزیل کمترین رفتار توده وار را به نسبت از خود نشان می دهند.

بیژول آیتیک^۲، در سال ۲۰۱۸ به بررسی رفتار توده ای در میان سرمایه گذاران شراب پرداخته و بدر نظر گرفتن متغیرهایی همچون بازده و قیمت شراب در بازار شراب لندن و شاخص نیویورک و با استفاده از مدل کریستی و هوانگ (رگرسیون CSSD و رویکرد جدید رگرسیون بازده) به این نتیجه رسید که متغیرهای کلان اقتصادی (سهام ایالات متحده) بر روی پراکندگی بازده شراب تاثیر گذاشته و بالطبع رفتار گله ای سرمایه گذاران شراب بر اساس احتمالات خارجی بوده و بازار آمریکا آن را کنترل می نماید.

گوچینگ وانگ^۳ در سال ۲۰۱۸ در مقاله ای با عنوان توده، شبکه اجتماعی و نوسانات به بررسی متغیرهایی همچون دارایی پرخطر و کم خطر - اطلاعات دقیق پیشرو و شهرت پیشرو - انواع پیشرو (گوروس) - حساسیت و آکنش - شدت رفتار گله ای - سطح ارزش بنیادی (مطالعات اتی: دوری از زیان - دوری از ابهام - عادت یا وابستگی به ثروت) در بازار ایالات متحده پرداخته و با استفاده از مدل هایی همچون مدل ناهمگون سازگار بروگ و همس^۴ - شبیه سازی عددی فرایند مارکوف^۵ به این نتایج رسید که هر قدر اطلاعات خصوصی پیشرو بیشتر و دستکاری اطلاعات بیشتر باشد نوسانات بازار و رفتار گله ای بیشتر و بالعکس و افزایش در تعداد پیشروها و دقت اطلاعات آنها از نوسانات بازار کم میکنند و همچنین محیط بازار در زمان رکود و رونق نیز موثر در تشدید رفتار گله ای است.

هودالتمی^۶ در سال ۲۰۱۸ به بررسی توده و ریسک مازاد در بازار سهام آمریکا پرداخته و بدر نظر گرفتن بازده - حجم معاملات - قیمت سهام و متوسط بازده بازار سهام در بورس اوراق بهادار آمریکا و با تلفیق چند مدل کریستی و هوانگ - csad, cssd - گارچ - آزمون علیت گرنجر - var رگرسیون خودکار استنباط نمود که با افزایش حجم معاملات رفتار توده ای افزایش می یابد و دو عامل احساسات سرمایه گذاران در زمان اشفتگی و بازده صنعت نسبت به متوسط بازده صنایع بر ایجاد رفتارهای توده وار تاثیر گذار هستند.

و در یک نمونه پژوهشهای غیر مالی روجیرو لورجیلو^۷ در سال ۲۰۱۶ در مطالعه رفتار توده وار در انتخاب راه خروج در زمان اضطراری بر اساس تیوری تصادفی با استفاده از پرسشنامه و مدل logit - و مدل rut و مدل

¹ Homaeon kabere & Shem shakor

² Bezhoh aetek

³ Gocheng vang

⁴ Brog & Homes

⁵ Marcof

⁶ Hodaaltemi

⁷ Rojero lorjelo

loverglio به تجزیه و تحلیل مقدماتی-تجزیه کیفی-مدل سازی رفتاری پرداخت و به نتایج زیر رسید که در بروز رفتار توده وار در زمان خطر هم عوامل محیطی موثر است وهم خصوصیات شخصی به غیر از جنسیت افراد در پژوهشی که موهای اوددین شاه^۱ در سال ۲۰۱۷ تحت عنوان رفتار توده ای در بورس اوراق بهادار پاکستان، برخی نگرش های جدید؛ انجام داد بادر نظر گرفتن متغیرهایی همچون بازده روزانه و قیمت اوراق وبا استفاده از مدل کریستی وهوانگ:cssd,csad به این نتیجه منتج گردید که شرکت های بزرگ بیشتر از شرکتهای کوچک رفتار توده وار دارند واین گونه رفتارها در زمان بحران شدید تر است.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی واز نظر شیوهی انجام از نوع تحقیقات توصیفی واز نظر بعد زمانی نیز، از نوع تحقیقات پس رویدادی است. روش پژوهش مذکور برای انجام پژوهش هایی به کار می رود که در صدد بررسی علت یا علل روابط معینی است که در گذشته روی داده و به اتمام رسیده است. این نوع روش پژوهش، از آن جهت که در صدد دستیابی به روابط علی و یا علت و معلولی بین عوامل پژوهش می باشد، از اعتبار نسبتاً زیادی برخوردار است. در این مرحله در رویکرد روش پژوهش کیفی ۵ سوال از ۱۱ نفر از خبرگان مورد پرسش واقع گردید که با جوابهای متنی آنان تعداد ۴۳۰ مقوله مالی رفتاری استخراج گردید که با نظر اساتید و کارشناسان امر شاخص ها به تعداد ۴۵ شاخص تعدیل شد گام اولیه برای ارائه مدلی جهت رفتار توده وار در تصمیم گیری مدیران ۴ عامل (متغیر پنهان) و ۴۵ گویه (متغیر مشاهده پذیر) شناسایی شده است. در این مرحله شاخص های اولیه از متن مصاحبه های انجام شده، شناسایی و انتخاب شد.

جدول ۱- سوالات مصاحبه

ردیف	سوالات مصاحبه
۱	در خصوص نقش رفتار توده ای در تصمیم گیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران توضیح دهید.
۲	چه عواملی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر گذار است؟
۳	به منظور جلوگیری از ایجاد نوسانات در بورس اوراق بهادار تهران، چه راه کارهایی را پیشنهاد می کنید؟
۴	دستور العمل و قوانین مربوط به کار در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟
۵	کدام یک از تورش های رفتاری به صورت توده ای در سرمایه گذاری دیده می شود؟

در ادامه مقولات هر مصاحبه به صورت جداگانه و مفاهیم استخراج شده، آورده شده است پس از خاتمه ورود اطلاعات، نوبت به پردازش آن می رسد. منظور از پردازش، استفاده از روش های مختلف به منظور خلاصه کردن و طبقه بندی داده هاست تا از این طریق بتوان به توصیف و تحلیل نتایج پژوهش دست یافت. در واقع

¹ Ooden shah

با پردازش اطلاعات، پاسخ به پرسش‌های پژوهش به دست آمد که از نرم افزار MAXQDA استفاده شده است. در اولین مرحله با رویکرد روش پژوهش کیفی تعداد زیادی شاخص از مصاحبه‌های انجام شده مربوطه استخراج گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌های به دست آمده از نمونه‌ها هم از روش‌های آمار توصیفی و هم از روش‌های آمار استنباطی استفاده خواهد شد. در واقع ابتدا متغیرهای پژوهش را به کمک روش‌های آمار توصیفی مورد آزمون قرار می‌دهیم و برای سنجش پایایی پرسشنامه طیف لیکرت از محاسبه آلفای کرونباخ استفاده شده است. جامعه آماری در این پژوهش بورس تهران بوده در ابتدا پرسشنامه‌هایی برای دونفر از مدیران هر ۱۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری در بورس تهران ارسال گردید که ۲۰ نفر از ارسال پاسخ نامه امتناع کرده در نتیجه ۲۰۰ پاسخنامه از مدیران دریافت شد جهت راستی آزمایی و برازش مدل شش عامله رفتاری از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم‌افزار LISREL استفاده شده است. که برای شناسایی عوامل مالی - رفتاری در تصمیم‌گیری مدیران ۶ عامل (متغیر پنهان) و ۳۳ گویه (متغیر مشاهده‌پذیر) شناسایی شده است

پرسش‌های پژوهش

پرسش اصلی

آیا عوامل مالی - رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟

پرسش‌های فرعی

- ۱) آیا خودکنترلی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۲) آیا خطای ادراکی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۳) آیا تعاملات اجتماعی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۴) آیا نتایج تصمیم بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۵) آیا شناختی از دیدگاه اقتصادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۶) آیا قضاوتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

از شاخص‌های آمار توصیفی برای بررسی ویژگی‌های دموگرافیک نمونه و همچنین سوالات تخصصی پرسشنامه، استفاده شده است. فراوانی پاسخ‌دهندگان براساس جنسیت، سن، مدرک تحصیلی و وضعیت شغلی بررسی شده و نمودارهای مربوط ترسیم شده است.

- جنسیت

۱۵۶ نفر یعنی حدود ۸۰٪ مرد و ۴۴ نفر یعنی بیش از ۲۰٪ پاسخ‌دهندگان زن هستند.

جدول ۲- توزیع فراوانی مدیران بر اساس جنسیت

درصد	فراوانی	
۷۸.۰۰	۱۵۶	مرد
۲۲.۰۰	۴۴	زن
۱۰۰.۰۰	۲۰۰	کل

- سن

۶۴ نفر کمتر از ۴۰ سال سن دارند و ۳۰٪ حجم نمونه را تشکیل می‌دهند. افراد بازه سنی ۴۰ تا ۵۰ سال نیز ۹۰ نفر می‌باشند و از بیشترین فراوانی برخوردارند. ۴۶ نفر ۵۰ سال یا بالاتر دارند.

جدول ۳- فراوانی مدیران بر اساس سن

درصد	فراوانی	
۳۲.۰۰	۶۴	کمتر از ۴۰ سال
۴۵.۰۰	۹۰	۴۰ تا ۵۰ سال
۲۳.۰۰	۴۶	بیش از ۵۰ سال
۱۰۰	۲۰۰	کل

- مدرک تحصیلی

افراد دارای مدرک تحصیلی کارشناسی ۱۲۱ نفر می‌باشد و از بیشترین فراوانی برخوردار هستند. افرادی که مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد دارند ۶۱ نفر بوده و ۳۰٪ حجم نمونه را تشکیل می‌دهند. ۱۸ نفر از پاسخ‌دهندگان مدرک تحصیلی دکتری دارند و ۹٪ حجم نمونه را تشکیل می‌دهند.

جدول ۴- فراوانی مدیران بر اساس تحصیلات

درصد	فراوانی	
۶۰.۵۰	۱۲۱	کارشناسی
۳۰.۵۰	۶۱	کارشناسی ارشد
۹.۰۰	۱۸	دکتری
۱۰۰	۲۰۰	کل

سابقه کاری

بیشتر افراد شامل ۷۹ نفر یعنی ۳۹٪ بیش از ۱۵ سال سابقه کار دارند. ۶۱ نفر یعنی ۲۶٪ نیز ۱۰ تا ۱۵ سال سابقه کاری دارند. ۴۶ نفر ۵ تا ۱۰ سال سابقه کاری دارند و ۲۳٪ حجم نمونه را تشکیل می‌دهند. ۱۴ نفر نیز کمتر از ۵ سال سابقه کاری دارند.

جدول ۵- فراوانی مدیران بر اساس سابقه کاری

درصد	فراوانی	سابقه کاری
۷.۰۰	۱۴	کمتر از ۵ سال
۲۳.۰۰	۴۶	۵ تا ۱۰ سال
۳۰.۵۰	۶۱	۱۰ تا ۱۵ سال
۳۹.۵۰	۷۹	بیش از ۱۵ سال
۱۰۰.۰۰	۲۰۰	کل

۲-۵- آمار استنباطی

پس از جمعه‌آوری پرسش‌نامه‌ها به تعداد ۱۱ نفر از خبرگان ۴۳۰ مقوله مالی رفتاری استخراج گردید که با نظر اساتید و کارشناسان امر شاخص‌ها به تعداد ۴۵ شاخص تعدیل شد گام اولیه برای ارائه مدلی جهت رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری مدیران ۴ عامل (متغیر پنهان) و ۴۵ گویه (متغیر مشاهده‌پذیر) شناسایی شده است.

جدول ۶- تم‌های اصلی و فرعی پژوهش

تم اصلی	تم فرعی
اطلاعات بازار	خبرهای بد و شایعات
	همبستگی اطلاعات
	احساسات سرمایه‌گذاران
	نوسانات شدید قیمت‌ها در بازار
	میزان پیچیدگی بازار

رفتار توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران در شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران	
تم اصلی	تم فرعی
	کاهش اثربخشی و ثبات بازار
	پیروی از مد و بازار
	مادی گرایی
	محافظه کاری
	رفتار توده وار غیر عقلایی آفت بزرگ بازارهای مالی
	اثر تمایلی
	سرمایه گذاری به تبعیت از سایر سرمایه گذاران
	سود وزیان نسبی (ذهنی)
	اثر تاخیری
	موقعیت تصمیم گیرنده
خصوصیات سرمایه گذاری	تعداد افراد نزدیک به تصمیم گیرنده
	ویژگی های صنعت و تجارت
	خرید سهام با تحلیل ریسک و بازده
	خرید سهام و سنجش و تعیین ریسک که احتمال انحراف از بازده
	فرض نمودن مطلوبیت به عنوان تابع درون زایی از قیمت
	عوامل خصوصیات شخصی
	آبشارهای اطلاعاتی
	مکمل استراتژیک
	بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی
	دوری از پشیمانی و تاسف
	ارزش پول
	اثر مالکیت
خصوصیات بازار	محدودیت های نقدینگی
	آربیتراژرها
	بیش اطمینانی
	تعداد افراد در توده
	ریسک پذیری
	کمبود شهرت پیرو
	قوانین رفتاری
	میزان اطلاعات خصوصی پیشرو
	تعداد پیشرو

رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران	
تم اصلی	تم فرعی
	دقت اطلاعات پیشرو
	شهرت موسسه رسیدگی کننده
	شهود نمایندگی
	میزان مطلوبیت دارایی مشابه
	علائق مشابه
تورش‌های رفتاری	خود فریبی یا فرا اعتمادی
	ابهام‌گریزی
	پشیمان‌گریزی
	زیان‌گریزی

بر اساس جدول ۲ سازه‌های اصلی مطالعه عبارتند از: اطلاعات بازار، خصوصیات سرمایه‌گذاری، خصوصیات بازار، تورش‌های رفتاری طبقه بندی و تقسیم گردیدند

پس از انجام تحلیل کیفی در نهایت ۴۵ شاخص برای بررسی رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران استخراج شد. شاخص‌های شناسایی شده استنتاج پژوهشگر از مصاحبه‌های انجام شده می‌باشد. برای اطمینان از اهمیت و غربال شاخص‌ها و شناسایی شاخص‌های نهایی از رویکرد دلفی فازی استفاده شده است در گام بعدی در این پژوهش برای فازی سازی دیدگاه خبرگان از اعداد فازی مثلثی استفاده شده است دیدگاه خبرگان پیرامون اهمیت هر یک از شاخص‌ها با طیف فازی ۷ درجه گردآوری شده است که در این بین ۱۲ شاخص حذف شده و ۳۳ شاخص نهایی در ۶ سطح خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی اجتماعی و شناختی قضاوتی تقسیم بندی گردید و جهت راستی آزمایی از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم‌افزار LISREL استفاده شده است

جدول ۷- غربال‌گری شاخص‌های رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

X	شاخص‌های اولیه	میانگین فازی	قطعی	نتیجه
C01	خبرهای بد و شایعات	(0.745,0.873,0.932)	0.85	پذیرش
C02	همبستگی اطلاعات	(0.686,0.845,0.936)	0.82	پذیرش
C03	احساسات سرمایه‌گذاران	(0.609,0.782,0.914)	0.77	پذیرش
C04	میزان پیچیدگی بازار	(0.627,0.791,0.891)	0.77	پذیرش
C05	نوسانات شدید قیمت‌ها در بازار	(0.323,0.45,0.586)	0.45	رد
C06	پیروی از مد و بازار	(0.623,0.777,0.877)	0.76	پذیرش
C07	پشیمان‌گریزی	(0.655,0.814,0.923)	0.80	پذیرش

X	شاخص های اولیه	میانگین فازی	قطعی	نتیجه
C08	محافظه کاری	(0.636,0.8,0.914)	0.78	پذیرش
C09	اثر تمایلی	(0.659,0.818,0.914)	0.80	پذیرش
C10	کاهش اثربخشی و ثبات بازار	(0.286,0.386,0.5)	0.39	رد
C11	سود وزیان نسبی (ذهنی)	(0.55,0.768,0.914)	0.74	پذیرش
C12	اثر تاخیری	(0.605,0.777,0.882)	0.75	پذیرش
C13	رفتار توده وار غیر عقلایی آفت بزرگ بازارهای مالی	(0.314,0.391,0.505)	0.40	رد
C14	موقعیت تصمیم گیرنده	(0.732,0.882,0.959)	0.86	پذیرش
C15	تعداد افراد نزدیک به تصمیم گیرنده	(0.664,0.8,0.891)	0.79	پذیرش
C16	سرمایه گذاری به تبعیت از سایر سرمایه گذاران	(0.309,0.4,0.509)	0.41	رد
C17	ویژگی های صنعت و تجارت	(0.659,0.814,0.923)	0.80	پذیرش
C18	عوامل خصوصیات شخصی	(0.636,0.809,0.936)	0.79	پذیرش
C19	آبشارهای اطلاعاتی	(0.614,0.759,0.864)	0.75	پذیرش
C20	دوری از پشیمانی و تاسف	(0.627,0.795,0.909)	0.78	پذیرش
C21	ارزش پول	(0.623,0.791,0.914)	0.78	پذیرش
C22	خرید سهام با تحلیل ریسک و بازده	(0.127,0.168,0.273)	0.19	رد
C23	اثر مالکیت	(0.832,0.955,1)	0.93	پذیرش
C24	بیش اطمینانی	(0.714,0.859,0.945)	0.84	پذیرش
C25	تعداد افراد در توده	(0.591,0.759,0.9)	0.75	پذیرش
C26	محدودیت های نقدینگی	(0.191,0.227,0.323)	0.25	رد
C27	ریسک پذیری	(0.764,0.914,0.973)	0.88	پذیرش
C28	کمبود شهرت پیرو	(0.695,0.868,0.973)	0.85	پذیرش
C29	قوانین رفتاری	(0.714,0.85,0.927)	0.83	پذیرش
C30	میزان اطلاعات خصوصی پیشرو	(0.609,0.786,0.905)	0.77	پذیرش
C31	آرپیترازرها	(0.091,0.118,0.218)	0.14	رد
C32	تعداد پیشرو	(0.75,0.886,0.945)	0.86	پذیرش
C33	دقت اطلاعات پیشرو	(0.695,0.832,0.891)	0.81	پذیرش
C34	مکمل استراتژیک	(0,0.009,0.118)	0.04	رد
C35	شهرت موسسه رسیدگی کننده	(0.695,0.859,0.95)	0.83	پذیرش
C36	بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی	(0.291,0.368,0.473)	0.38	رد
C37	شهود نمایندگی	(0.777,0.909,0.977)	0.89	پذیرش
C38	میزان مطلوبیت دارایی مشابه	(0.677,0.836,0.936)	0.82	پذیرش
C39	علاقه مشابه	(0.623,0.795,0.905)	0.77	پذیرش

X	شاخص‌های اولیه	میانگین فازی	قطعی	نتیجه
C40	خود فریبی یا فرا اعتمادی	(0.741,0.886,0.968)	0.87	پذیرش
C41	فرض نمودن مطلوبیت به‌عنوان تابع درون زایی از قیمت	(0.291,0.4,0.536)	0.41	رد
C42	ابهام‌گریزی	(0.682,0.832,0.923)	0.81	پذیرش
C43	مادی‌گرایی	(0.3,0.345,0.427)	0.36	رد
C44	زبان‌گریزی	(0.691,0.809,0.873)	0.79	پذیرش
C45	خرید سهام و سنجش و تعیین ریسک که احتمال انحراف از بازده	(0.245,0.282,0.364)	0.30	رد

گام بعدی مدلسازی ساختاری-تفسیری می‌باشد که به محاسبه روابط درونی شاخص‌ها می‌پردازد جهت انعکاس روابط درونی میان شاخص‌ها از دیدگاه خبرگان استفاده می‌گردد. ماتریس بدست آمده در این گام نشان می‌دهد یک متغیر بر کدام متغیرها تاثیر دارد و از کدام متغیرها تاثیر می‌پذیرد و پس از تعیین روابط و سطح بندی ابعاد و شاخص‌ها اقدام به خلاصه نتایج سطح‌بندی عناصر با رویکرد ساختاری-تفسیری در جدول ۴ می‌نماییم

جدول ۸- خلاصه سطح بندی عناصر با رویکرد ساختاری-تفسیری

سطح	عناصر	سمبل
سطح یک	خبرهای بد و شایعات، تعداد پیشرو، دقت اطلاعات پیشرو، شهرت موسسه رسیدگی کننده، شهود نمایندگی، میزان مطلوبیت دارایی مشابه	C01; C02; C03; C04; C06; C07
سطح دو	اثر مالکیت، تعداد افراد در توده، کمبود شهرت پیرو، علائق مشابه	C11; C17; C19; C25
سطح سه	اثر تاخیری، موقعیت تصمیم‌گیرنده، تعداد افراد نزدیک به تصمیم‌گیرنده، ویژگی‌های صنعت و تجارت، عوامل خصوصیات شخصی	C09; C10; C12; C22; C30
سطح چهار	ابهام‌گریزی، زبان‌گریزی، دوری از پشیمانی وتاسف، همبستگی اطلاعات، پشیمان‌گریزی، خود فریبی یا فرا اعتمادی، اثر تمایلی	C08; C27; C28; C29; C31; C32; C33
سطح پنج	حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، قوانین رفتاری، میزان پیچیدگی بازار، پیروی ازمد وبازار	C05; C14; C18; C20; C23
سطح شش	آبشارهای اطلاعاتی، ریسک‌پذیری، ارزش پول، میزان اطلاعات خصوصی پیشرو، احساسات سرمایه‌گذاران، محافظه کاری	C13; C15; C16; C21; C24; C26

در نهایت جهت راستی آزمایی و برازش مدل نهایی از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم‌افزار LISREL استفاده شده است. در این مرحله دیدگاه ۲۰۰ نفر از مدیران ۱۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار با پرسشنامه گردآوری شده است

نتایج تحلیل عاملی تاییدی مقیاس سنجش رفتار توده‌وار در جدول ذیل ارائه شده است. اعداد زیر ستون بار عاملی نشان می‌دهد در تمامی موارد بار عاملی مقداری بزرگتر از ۰/۶ است که نشان می‌دهد همبستگی بین

متغیرهای پنهان با متغیرهای مشاهده پذیر، بسیار قوی است. مقادیر آماره t-value برای تمامی گویه‌ها بزرگتر از ۱/۹۶ می‌باشد که نشان می‌دهد همبستگی‌های مشاهده شده بین گویه‌ها و سازه‌ها معنادار است. همانطور که در جدول ذیل آمده است مقدار میانگین واریانس استخراج شده در تمامی موارد از ۰/۵ بزرگتر است و مقدار روایی مرکب نیز از ۰/۷ بزرگتر است. همچنین شرط $CR > AVE$ نیز در تمامی موارد برقرار است.

جدول ۹- نتایج آزمون‌ها

مقوله های اصلی	ردیف	زیر مقوله ها	بارعاملی استاندارد	آماره t	AVE	CR
خودکنترلی	Q01	خبرهای بد و شایعات	۰.۷۵	۷.۸۸	۰.۵۷۲	۰.۸۸۹
	Q02	تعداد پیشرو	۰.۶۹	۸.۷۹		
	Q03	دقت اطلاعات پیشرو	۰.۷۴	۱۰.۰۹		
	Q04	شهرت موسسه رسیدگی کننده	۰.۸۱	۱۰.۹۱		
	Q05	شهود نمایندگی	۰.۸۰	۱۰.۹۷		
	Q06	میزان مطلوبیت دارایی مشابه	۰.۷۴	۹.۲۹		
خطای ادراکی	Q07	اثر مالکیت	۰.۶۹	۹.۶۶	۰.۵۴۶	۰.۸۲۷
	Q08	تعداد افراد در توده	۰.۷۴	۹.۹۳		
	Q09	کمبود شهرت پیرو	۰.۷۲	۹.۷۴		
	Q10	علائق مشابه	۰.۸۰	۷.۵۰		
تعاملات اجتماعی	Q11	اثر تاخیری	۰.۶۷	۳.۷۴	۰.۵۵۱	۰.۸۵۹
	Q12	موقعیت تصمیم گیرنده	۰.۷۷	۳.۹۰		
	Q13	تعداد افراد نزدیک به تصمیم گیرنده	۰.۸۲	۴.۱۷		
	Q14	ویژگی‌های صنعت و تجارت	۰.۷۶	۴.۲۶		
	Q15	عوامل خصوصیات شخصی	۰.۶۸	۲۷.۰۰		
نتایج تصمیم	Q16	ابهام‌گریزی	۰.۷۳	۸.۷۲	۰.۵۴۵	۰.۸۹۳
	Q17	زیان‌گریزی	۰.۸۱	۸.۶۹		
	Q18	دوری از پشیمانی و تاسف	۰.۷۲	۹.۰۹		
	Q19	همبستگی اطلاعات	۰.۶۸	۸.۰۴		
	Q20	پشیمان‌گریزی	۰.۷۸	۸.۸۴		
	Q21	خود فریبی یا فرا اعتمادی	۰.۷۶	۸.۹۹		
	Q22	اثر تمایلی	۰.۶۸	۹.۴۸		
شناختی از دیدگاه اقتصادی	Q23	حسابداری ذهنی	۰.۸۰	۱۰.۹۹	۰.۵۶۵	۰.۸۶۶
	Q24	بیش اطمینانی	۰.۷۴	۱۰.۵۷		
	Q25	قوانین رفتاری	۰.۸۲	۱۰.۸۵		
	Q26	میزان پیچیدگی بازار	۰.۶۷	۹.۶۰		

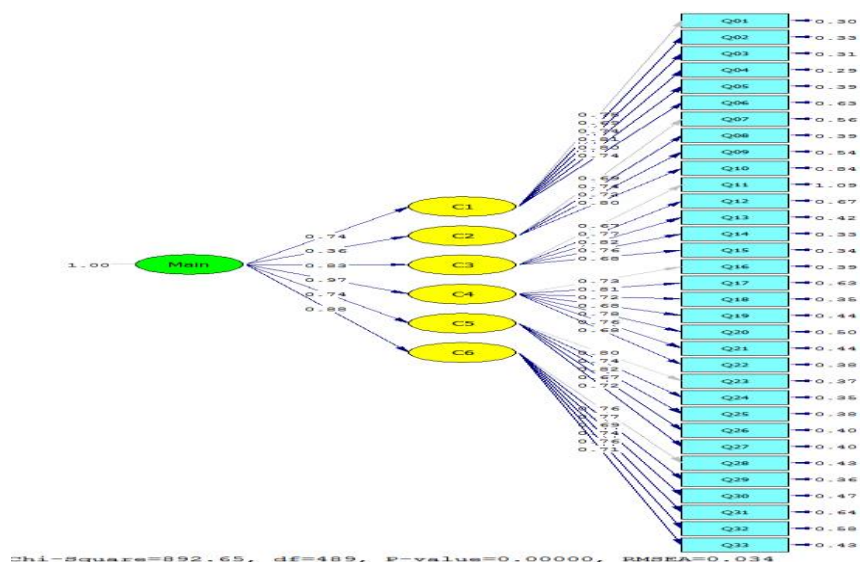
CR	AVE	آماره t	بارعاملی استاندارد	زیر مقوله ها	ردیف	مقوله های اصلی
		۱۰.۱۱	۰.۷۲	پیروی ازمد وبازار	Q27	قضاوتی
		۸.۰۸	۰.۷۶	آبشارهای اطلاعاتی	Q28	
		۱۰.۹۴	۰.۷۷	ریسک پذیری	Q29	
		۸.۱۲	۰.۶۹	ارزش پول	Q30	
۰.۸۷۸	۰.۵۴۶	۶.۹۱	۰.۷۴	میزان اطلاعات خصوصی پیشرو	Q31	
		۷.۲۰	۰.۷۶	احساسات سرمایه‌گذاران	Q32	
		۶.۳۲	۰.۷۱	محافظه کاری	Q33	

عوامل اصلی و توزیع سوالات مربوط به آنها در جدول ۱۲ ارائه شده است.

جدول ۱۰- توزیع سوالات و گویه های سنجش سازه ها و متغیرها ی پژوهش

سازه‌های پژوهش	نماد	تعداد گویه‌ها	شماره سوالات	آلفای کرونباخ
خودکنترلی	C1	۶	۱ تا ۶	۰/۷۶۲
خطای ادراکی	C2	۴	۷ تا ۱۰	۰/۷۲۸
تعاملات اجتماعی	C3	۵	۱۱ تا ۱۵	۰/۷۳۱
نتایج تصمیم	C4	۷	۱۶ تا ۲۲	۰/۷۶۹
شناختی از دیدگاه اقتصادی	C5	۵	۲۳ تا ۲۷	۰/۷۸۱
قضاوتی	C6	۶	۲۸ تا ۳۳	۰/۷۴۴

براساس جدول ۲ سازه‌های اصلی مطالعه عبارتند از: خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی و قضاوتی. هر یک از سازه‌های اصلی با نماد C_i نمایش داده شده‌اند تا در خروجی تحلیل عاملی بسادگی قابل ردیابی باشند. همچنین تعداد گویه‌های هر سازه و شماره سوالات هر سازه نیز مشخص شده است. در نهایت مقادیر آلفای کرونباخ تمامی سازه‌ها بزرگتر از ۰/۷ گزارش شده است و نشان می‌دهد پایایی تمامی سازه‌ها مطلوب است.



شکل ۱- تحلیل عاملی تاییدی (آماره t)

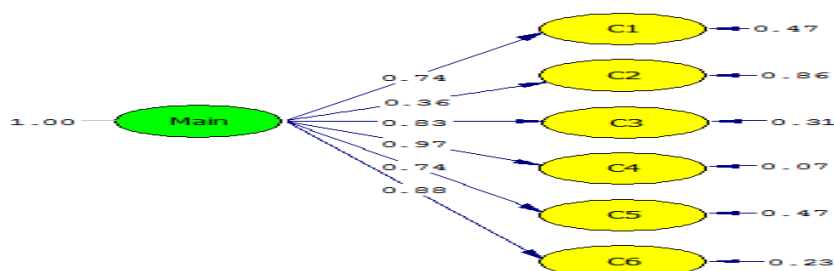
در شکل ۲ تحلیل عاملی تاییدی سازه‌های پژوهش در حالت تخمین استاندارد ارائه شده است. این اعداد همان بارعاملی استاندارد است که در جدول ۳۹ ارائه شده است و در تمامی موارد از ۰/۶ بزرگتر است و نشان می‌دهد همبستگی گویه‌ها با سازه‌های خود بسیار بالا است. در شکل ۷ آماره t تحلیل عاملی تاییدی ارائه شده است. این مقادیر نیز در جدول ۳۹ ارائه شده است و در تمامی موارد از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است و نشان می‌دهد همبستگی گویه‌ها با سازه‌های خود معنادار است.

چون از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم استفاده شده است بنابراین علاوه بر سنجش رابطه عامل‌ها با گویه‌ها، رابطه عامل‌ها با سازه اصلی خود یعنی مدیریت رفتار توده‌وار نیز مورد سنجش قرار گرفته است. خلاصه نتایج حاصل از بررسی روابط این عناصر در جدول ۳ ارائه شده است.

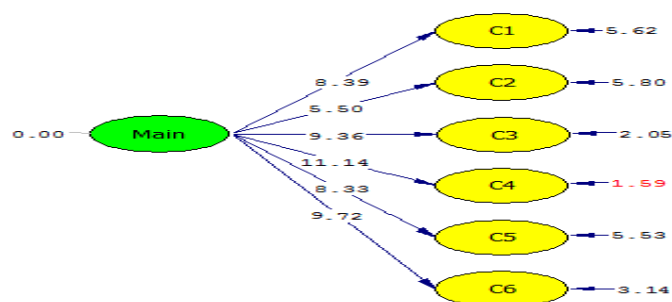
جدول ۱۱- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم

سازه‌های پژوهش	نماد	بارعاملی	آماره تی	نتیجه
خودکنترلی	C1	۰/۷۴	۸/۳۹	تایید
خطای ادراکی	C2	۰/۳۶	۵/۵۰	تایید
تعاملات اجتماعی	C3	۰/۸۳	۹/۳۶	تایید
نتایج تصمیم	C4	۰/۹۷	۱۱/۱۴	تایید
شناختی از دیدگاه اقتصادی	C5	۰/۷۴	۸/۳۳	تایید
قضاوتی	C6	۰/۸۸	۹/۷۲	تایید

براساس نتایج جدول ۳ بارعاملی تمامی ابعاد شش‌گانه رفتار توده‌وار از ۰/۳ بزرگتر است. مقدار آماره تی نیز از ۱/۹۶ بزرگتر است بنابراین شش عامل اصلی موجب رفتار توده‌وار به درستی این رفتار را توجیه و تفسیر می‌کنند.



شکل ۲- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم (تخمین استاندارد)



شکل ۳- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم (آماره t)

$$x^2/df = \frac{892.65}{489} = 1.83; RMSEA = 0.034; SRMR = 0.035; GFI = 0.96; NFI = 0.96; TLI = 0.92$$

بارعاملی استاندارد نقش هر یک از عوامل تبیین رفتار توده‌وار در شکل ۳ ارائه شده است. بارعاملی در تمامی موارد از ۰/۳ بزرگتر است بنابراین قدرت رابطه این عوامل با سازه اصلی رفتار توده‌وار بالا است. میزان آماره تی نیز در شکل ۴ ارائه شده است. براین اساس مشخص است مقدار آماره تی در تمامی موارد از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است لذا همبستگی‌های مشاهده شده معنادار است. گام نهایی ارزیابی برازش مدل است. در این پژوهش خی-دو بهنجار ۱/۸۵ بدست آمده است. شاخص RMSEA برابر ۰/۰۳۴ و SRMR برابر ۰/۰۳۵ بدست آمده که نشان می‌دهد برازش مدل مطلوب است.

۶- نتیجه گیری

هدف محوری این پژوهش ارایه مدلی جهت رفتار توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران در شرکتهای سرمایه گذاری در بورس تهران است و برای دستیابی به این هدف با رویکرد روش پژوهش کیفی ۵ سوال از ۱۱ نفر از خبرگان مورد پرسش واقع گردید که با جوابهای متنی آنان تعداد ۴۳۰ مقوله مالی رفتاری استخراج گردید که با نظر اساتید و کارشناسان امر شاخص ها به تعداد ۴۵ شاخص تعدیل شد پس از انجام تحلیل های کیفی ۴۵ شاخص برای اطمینان از اهمیت و غربال شاخص ها و شناسایی شاخص های نهایی از رویکرد دلفی فازی استفاده گردید. در این پژوهش برای فازی سازی دیدگاه خبرگان از اعداد فازی مثلثی استفاده شده است که در این بین ۱۲ شاخص حذف شده و ۳۳ شاخص نهایی در ۶ سطح خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی اجتماعی و شناختی قضاوتی تقسیم بندی گردید و جهت راستی آزمایی مدل از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم افزار LISREL استفاده شده است. در این مرحله دیدگاه ۲۰۰ نفر از مدیران ۱۱۰ شرکت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار با پرسشنامه گردآوری شد. برای عوامل موثر بر رفتار توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران از دیدگاه مدیران ۶ عامل (متغیر پنهان) و ۳۳ گوئی (متغیر مشاهده پذیر) شناسایی شده است. براساس نتایج بدست آمده بارعاملی تمامی ابعاد شش گانه رفتاری از ۰/۳ بزرگتر است. مقدار آماره تی نیز از ۱/۹۶ بزرگتر است بنابراین شش عامل اصلی بر تصمیمات سرمایه گذاران تاثیر گذارمی باشد در این پژوهش تمامی تورش های رفتاری موجود در مدل های پیشین از جمله مدل کاهنمن و ریپ و شیلر جانسون، پمپن، جعفری دولتی که در داخل و خارج از ایران استفاده شده بود مد نظر قرار گرفت و دریک بررسی کامل موارد ذیل موثر در رفتار مدیران شرکتهای سرمایه گذاری شناخته شد در قسمت ذیل یافته های اصلی پژوهش وزیر مقوله های هرکدام به صورت خلاصه ارایه می گردد

یافته های اصلی	زیر مقوله ها	یافته های اصلی	زیر مقوله ها
خودکنترلی	خبرهای بد و شایعات	نتایج تصمیم	ابهام گیری
	تعداد پیشرو		زیان گیری
	دقت اطلاعات پیشرو		دوری از پشیمانی و تاسف
	شهرت موسسه رسیدگی کننده		همبستگی اطلاعات
	شهود نمایندگی		پشیمان گیری
	میزان مطلوبیت دارایی مشابه		خود فریبی یا فرا اعتمادی
خطای ادراکی	اثر مالکیت	شناختی از دیدگاه اقتصادی	اثر تمایلی
	تعداد افراد در توده		حسابداری ذهنی
	کمبود شهرت پیرو		بیش اطمینانی
	علائق مشابه		قوانین رفتاری
			میزان پیچیدگی بازار
	پیروی از مد و بازار		

یافته های اصلی	زیر مقوله ها	یافته های اصلی	زیر مقوله ها
تعاملات اجتماعی	قضاوتی	اثر تاخیری	آبشارهای اطلاعاتی
		موقعیت تصمیم‌گیرنده	ریسک‌پذیری
		تعداد افراد نزدیک به تصمیم‌گیرنده	ارزش پول
		ویژگی‌های صنعت و تجارت	میزان اطلاعات خصوصی پیشرو
		عوامل خصوصیات شخصی	احساسات سرمایه‌گذاران
			محافظه کاری

۶- تفسیر و مقایسه با سایر پژوهشها

این پژوهش باهدف ایجاد مدلی که رفتار توده وار را در شرکتهای سرمایه‌گذاری را ترسیم می‌نماید که به صورت ۳۳ متغیر رفتاری در شش بعد اصلی طبقه‌بندی گردیده و این عوامل موجبات رفتارهای توده وار را در تصمیمات مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری فراهم می‌نماید و هرکدام از این تورش‌های رفتاری به نوبه خود دارای اوزان مختلفی بوده و تاثیرات منحصر به فردی بر روی تصمیمات مدیران خواهد گذاشت که به نوبه خود و بر اساس تحقیقات پیشین منجر به حرکات بازار می‌گردد فلذا شناخت و پیش‌بینی این حرکات و عوامل آن می‌تواند از ضرر و زیان‌های هنگفت احتمالی بورس و نوسانات ناگهانی جلوگیری نماید.

تفسیر بعد خودکنترلی

خودکنترلی یا تنظیم درون فکنی شده از نظر نوع تنظیم شبیه به تنظیم بیرونی است و رفتار در آن توسط پاداشها و تنبیه‌ها هدایت می‌شود با این تفاوت که در تنظیم درون فکنی شده پاداشها و تنبیه‌ها توسط خود فرد اعمال می‌شود و کمتر تحت کنترل محیط بیرونی و دیگران قرار می‌گیرد. برای مثال اگر کارکنان به این دلیل وظایف خود را به خوبی انجام دهند که احساس گناه نکنند، تنظیم رفتار آن‌ها در سطح درون فکنی شده قرار دارد. با وجود این که رفتارهای افراد در این سطح، بیانگر عنصری از خودکنترلی است اما بنظر میرسد که از دیدگاه دسی و ریان (۲۰۰۰) این قبیل رفتارها کنترل شده بوده و خودمختار نیستند. منشأ این تنظیم در درون فرد است اما کاملاً تحت کنترل عوامل بیرونی قرار دارد. کنترل و خودکنترلی از مهمترین ابزارها و وسائل برای نیل به اهداف سازمانی کارایی و اثربخشی اهداف فردی و اهداف الهی در ابعاد معنوی است. صاحبان نگرش شناختی در عرصه ی تعلیم و تربیت بر این عقیده اند که هنگامی یادگیری معنادار میشود که آموزه های علمی به عمل درآمده و به رفتار تبدیل شود و این مهم خود زمینه ساز تحولی بسیار شگرف در جامعه خواهد شد. که ایتم‌هایی مانند شایعات و پیشرو و مطلوبیت دارایی و... از عوامل بیرونی است که بر خودکنترلی و در نتیجه رفتارهای توده وار تاثیر می‌گذارد. بیژول آیتیک، در سال (۲۰۱۸) به بررسی رفتار توده ای در میان سرمایه‌گذاران شراب پرداخته در ایالات متحده و مطلوبیت این دارایی را برای برخی سرمایه‌گذاران به شکلی توده وار در آورده که همسو با پژوهش جاری در بازار تهران و سرمایه‌گذاران در این بازار می‌باشد

تفسیر بعد خطای ادراکی

عوامل پنهان متعددی بر تصمیمات سرمایه گذاران اثرگذار است. عواملی که سرمایه گذاران بدون اطلاع از تاثیرپذیری از آنها اقدام به تصمیم گیری های سرمایه گذاری می کنند. خطاهای ادراکی باعث می شوند که تصمیم گیرندگان اطلاعات را به صورت نادرست پردازش کنند که به تصمیمات و قضاوت های نادرست منجر می شود. در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری فرض بر این است که تصمیم گیری باید عقلایی باشد اگرچه تصمیم را می توان بر اساس عوامل متعددی اتخاذ کرد ولی عموماً نظر این است که، تصمیم گیری عقلایی بهترین شیوه اخذ تصمیم است. از این رو به افراد توصیه می شود عقلایی عمل نمایند، یعنی در تصمیم گیری های خود عواطف و احساسات شخصی را دخالت ندهند و با عینیت و واقعیت تصمیم گیری کنند. زینب ایدی درسال (۱۴۰۱) نشان داد که رفتار توده وار یکی از تورش های رفتاری است که بر بازارهای مالی و تصمیم گیری تأثیر می گذارد. رفتار توده وار در بازارهای مالی، تمایل گروهی از سرمایه گذاران به پیروی کردن از اعمال دیگران و نادیده گرفتن باورها و اطلاعات شخصی و پیروی از اجماع بازار است که کاملاً با یافته های پژوهش همسو می باشد ویلا تور درسال (۲۰۰۹) نشان داد مدیرانی که شهرت کمتری دارند بیشتر دنباله روی می کنند. اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بدون ابهامی نیست و تصمیم گیری های انسان به طریقی از فرض های استاندارد علم اقتصاد انحراف پیدا میکند. در برخی مواقع شرایطی به وجود می آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم گیرنده سلب می کند. در این راستا شخصیت و ادراک سرمایه گذار از عواملی است که باید توجه شود که در همسویی با پژوهش می باشد.

تفسیر بعد تعاملات اجتماعی

بازار بورس به عنوان یک سیستم تعاملات اجتماعی در نظر گرفته می شود. معمولاً سرمایه گذاران با همسایگان، اقوام، دوستان و همکاران برای تبادل اطلاعات و بحث در مورد بورس تعامل دارند. مشاوران، تحلیلگران، بانکداران، و برنامه ریزان توصیه هایی را ارائه می دهند. از این رو، تصمیم گیری افراد سرمایه گذار می تواند به عنوان یک رفتار پیچیده ی تصمیم گیری تصور شود که توسط عوامل منطقی و غیر منطقی که به ناکارآمدی بازار امنیتی می انجامد تحت تاثیر می باشند. ناکارآمدی به طور کلی به جهت گیری رفتاری سرمایه گذاران نسبت داده می شود. رفتار فرد سرمایه گذار در مطالعات باربر و اودیان در میان دیگران استناد شده است. تمام این مطالعات نشان می دهد که افراد سرمایه گذار توسط بیش از حد توصیف می شوند. مظهر علی در سال (۲۰۲۴) در مقاله ای نشان داد مدل نمایی کلی از فرآیند توده واری فراتر از محدود کردن آن به تلاش برای دنبال کردن کورکورانه از دیگران ارائه می کند و سایر عوامل رفتاری نیز تاثیر گذار است که با ساختار پژوهش جاری همسو می باشد.

فراهم نمودن شرایط مطلوب برای سرمایه گذاری در بازار سهام منجر به شکوفایی صنایع و ایجاد اشتغال و برون رفت از بحران های اقتصادی می شود. با در نظر گرفتن اهمیت این موضوع، جلوگیری از آفت هایی که این بازار را تهدید می کند و کشف نارسایی های کنونی آن و تلاش برای بر طرف نمودن این مشکلات امری لازم و ضروری تلقی می شود. کردلوبی در سال ۱۳۹۲ نشان داد تصمیم گیری درست سرمایه گذار منجر به شادی فرد

شده و علاوه بر موقعیت خود بر دیگران نیز اثر مثبت می‌گذارد. سرمایه‌گذاران تحت تاثیر محیط سرمایه‌گذاری خود هستند و اغلب فشاری را در جهت هم‌رنگی با محیط در خود احساس می‌کنند. به همین دلیل به دنبال کسب اطلاعاتی از بازارها از طریق رسانه‌های اجتماعی هستند.

تفسیر بعد نتایج تصمیم

قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر موفقیت یک شرکت است. پژوهش‌های گذشته حاکی از آن است که شرکت‌های برخوردار از مدیرعامل با قدرت تصمیم‌گیری بالا، از ارزش و عملکرد بالاتری برخوردارند. قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل همچون موارد دیگر به شکل پیوسته می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های کلیدی در واحدهای تجاری اثر بگذارد. در این روند مطالعاتی، منظور از قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل آن است که آیا افراد دیگر در سلسله مراتب امور مدیریتی رده بالا در روند تصمیم‌گیری با مدیرعامل مشارکت به عمل می‌آورند و یا خیر. بنابراین قدرت ساختاری آن به نحوی است که میزان تصمیم‌گیری‌های آن متمرکز بر امور مدیرعامل در این بعد مطالعاتی بوده است. نتایج تصمیم به مدیرعامل این امکان را می‌دهد که به‌وسیله مدیریت کردن بر رفتار زبردستان، عدم قطعیت را کنترل نماید. هامبریک (۲۰۱۵) استدلال کرده است که موقعیت رسمی مدیرعامل شرکت ممکن است بر توانایی اجرایی، برای نفوذ در اقدامات اعضای هیات مدیره تأثیر بگذارد. مدیرعامل قدرتمند با ساختار دوگانه، انگیزه بیشتری برای اداره شرکت خواهد داشت که در صورت ورشکستگی شرکت، حداقل زمان ممکن را برای بازگرداندن شرکت به سطح مناسبی از عملکرد اختصاص می‌دهد. که همسو با پژوهش جاری در بازار ایران می‌باشد

تفسیر بعد شناختی از دیدگاه اقتصادی

وجود عدم تقارن اطلاعاتی میان تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی، منجر به مشکلاتی اعم از گزینش نامطلوب و خطر اخلاقی می‌باشد و این همان چیزی است که از آن به عنوان مدیریت سرمایه یاد می‌شود. محبوبیت موضوع سرمایه‌گذاری در ادبیات حسابداری و مالی در طول دهه گذشته افزایش یافته است. مقالات متعدد منتشرشده و منتشرنشده فرضیه‌های مختلف تئوری و تجربی مربوط به تئوری سرمایه‌گذاری را بررسی نموده‌اند. از طرفی امروزه، شرکت‌های چند کسب و کاره به شکل غالب سازمان‌های تجاری امروز تبدیل شده و صرفه‌های اقتصادی دنیای صنعتی جدید بستگی زیادی به عملکرد این شرکت‌های بزرگ پیدا کرده است. با افزایش تمایل شرکت‌ها به اتخاذ استراتژی‌های تنوع و به دنبال آن شکل‌گیری شرکت‌های چند کسب و کاره، چگونگی اداره کردن آنها به یکی از مسائل مهم مدیریتی تبدیل شده و به همین دلیل نیز عملکرد تنوع از زوایای گوناگون مورد توجه محققان این رشته قرار گرفته و پژوهش‌های بی‌شماری را طی چهار دهه گذشته شکل داده است. فیلیپ و کاستا در سال (۲۰۲۴) در مقاله‌ای حالت‌های توده وار و بازده بازار سهام نشان می‌دهد که رفتار توده وار شدید در طول دوره‌هایی با بازده کمتر و نوسانات بالاتر نسبت به رفتار توده وار نامطلوب ظاهر می‌شود در بازار اروپا. که این نشان از تاثیر تورش‌های رفتاری در زمان نوسانات بازار است که با پژوهش حاضر کاملاً مطابقت دارد

بوشمن و همکاران (۲۰۱۵) بیان می کنند که شناخت نامتقارن در حسابداری، انگیزه های مدیریت را برای اجتناب از سرمایه گذاری در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی و کنار گذاشتن پروژه های زیان ده، افزایش می دهد. آنها دریافتند که شناسایی به موقع زیان، مدیر را در تشخیص و کنار گذاشتن بموقع پروژه های زیان ده، کمک می کند. بنابراین بنظر می رسد که شناسایی بموقع زیانها، بطور بالقوه بر رفتار سرمایه گذاری مدیران واحدهای انتفاعی موثر است، زیرا که این رویه در گزارشگری مالی، شواهد بموقع و معتبر در خصوص عملکرد منفی شرکت برای سهامداران و اعتباردهندگان فراهم می کند و این گروه ها را قادر می سازد که سریعاً به چنین نتایج منفی واکنش نشان دهند. در نتیجه، چنانچه مدیران، پیش بینی کنند که اثرات نامطلوب تصمیماتشان در حوزه سرمایه گذاری، بسرعت از طریق کاهش ارزش بازار شرکت و بالا رفتن هزینه تامین مالی، اتفاق می افتد، با احتمال کمتری به سرمایه گذاری های با خالص ارزش فعلی منفی دست می زنند و با احتمال بیشتری، چنین سرمایه گذاری هایی را سریعاً کنار می گذارند که تصدیقی است بر پژوهش جاری.

تفسیر بعد قضاوتی

تمام حرفه ها، بدون در نظر گرفتن زمینه فعالیتی که دارند، از چارچوبها، اصول، قوانین، استانداردها و دستورالعملهایی برخوردارند که باید به منظور انجام آن شغل خاص رعایت شوند. بسیاری از کارشناسان، از جمله حسابداران، تابع استانداردها، مقررات و ضابطه های فنی، اخلاقی و رفتاری سختگیرانه ای هستند که در چارچوب آنها برای انجام هر چه بهتر وظایف از دانش، شایستگی، مهارت و تجربه و به عبارت دیگر قضاوت حرفه ای خود استفاده می کنند. همچنین حسابرسی نقش بااهمیتی در حفاظت از حقوق سهامداران ایفا می نماید و با علامت دهی در مورد قابلیت اعتماد اطلاعات مالی ارائه شده توسط مدیران، به مدیران منفعت می رساند رضایت مندی به نوعی رفتار آگاهانه یا ناآگاهانه از سوی فرد اشاره دارد که برای حل مشکلات به چندین راه حل اولیه اکتفا می کند و به سراغ راه حل های پیچیده تر نمی رود که به آن اکتفا به راه حل های رضایت بخش هم گفته می شود. حلقه بازخورد نشان می دهد که آیا با اجرای این فرایند، مشکل موردنظر حل شده یا نشده است. سیری رایهو درسال (۲۰۲۱) درمقاله ای جدیدترین شرایط بازار سهام در مالزی نشان می دهد که اکثر سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری که منجر به زیان می شود، اشتباهات یکسانی از خود بروز می دهند که نشان از بروز یک نوع رفتار توده وار در میان سرمایه گذاران بازار مالزی است و با باز ایران و پژوهش جاری مطابقت دارد لو وهمکاران در سال ۲۰۱۰ اثبات نمودند که سرمایه گذاران دارای شخصیت واحساسات و باور های خود هستند که در بازار و تصمیماتشان تاثیر گذار است. بر اساس مطالعات انجام شده و نتایج ارائه شده، میتوان بیان نمود که احساسات سرمایه گذار عامل مهمی در فعالیتهای بازار سرمایه است که با ابعاد قضاوتی این پژوهش همسو می باشد

۷- پیشنهادات

به مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و سایر فعالین و پژوهشگران، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

رفتار مالی پارادایم جدیدی برای بازارهای مالی می‌باشد که دست کم تا حدودی برای پاسخگویی به مسائلی به وجود آمده که پارادایم سنتی با آنها روبه‌رو می‌باشد. به دیگر سخن، رفتار مالی استدلال می‌کند برخی پدیده‌های مالی با استفاده از مدل‌هایی که عاملین اقتصادی در آنها کاملاً منطقی نیستند بهتر درک می‌شوند. مطالعات زیادی درباره روانشناسی سرمایه‌گذاری افراد در بازار سرمایه و سهام انجام شده است. در این مطالعات، تعداد زیادی از عوامل روانی موثر بر سرمایه‌گذاری افراد در بازار سهام یافت شده است. برخی از این عوامل عبارتند از: خبرهای بد و شایعات، میزان پیچیدگی بازار، نوسانات شدید قیمت‌ها در بازار، سود و زیان نسبی (ذهنی)، ابهام‌گریزی، پشیمان‌گریزی و زیان‌گریزی. هر یک از این عوامل بر رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیرگذار است و بایستی در خصوص به کنترل درآوردن تمامی موارد مذکور، اقداماتی موجه انجام پذیرد.

بورس اوراق بهادار بازار شگفت‌انگیزی برای سرمایه‌گذاران است. در این بازار، می‌توان عوامل موثر بر خطاهای رفتاری سهام‌داران را مشاهده نمود و ریشه‌های اشتباهات رفتاری آنها را مورد نقد و بررسی قرار داد. در واقع ارزشمندترین کالاهای موجود در بورس اوراق بهادار آخبارهای اطلاعاتی موجود در آن است. دسترسی به اطلاعات، کلید سود آوری از فرصت‌های سود آوری بازار سرمایه است. از آنجایی که خطاهای رفتاری نقش عمده‌ای در تصمیمات سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند، لذا پیشنهاد می‌شود، با افزایش آشنایی و آگاهی از سوگیری‌های رفتاری سبب اجتناب از انحراف و اتخاذ تصمیمات منطقی‌تر از سوی سرمایه‌گذاران شود.

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی نیازمند به‌کارگیری بهینه منابع سرمایه‌گذاری در اقتصاد است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد امکان پذیر نیست. بنابراین در این جهت شناخت فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آنها به منظور شناسایی چگونگی تجزیه و تحلیل اطلاعات و انتخاب سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران، از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات متعددی که در این زمینه صورت گرفته است که خود گویای اهمیت این موضوع است

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی نیازمند به‌کارگیری بهینه منابع سرمایه‌گذاری در اقتصاد است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد امکان پذیر نیست. بنابراین در این جهت شناخت فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آنها به منظور شناسایی چگونگی تجزیه و تحلیل اطلاعات و انتخاب سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران، از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات متعددی که در این زمینه صورت گرفته است که خود گویای اهمیت این موضوع است

وجود بورس اوراق بهادار در کنار مزایای فراوانی چون جذب و به‌کار انداختن سرمایه‌های راکد، بالا بردن حجم سرمایه‌گذاری در جامعه، کنترل نقدینگی و در نتیجه ایجاد آثار ضد تورمی و سالم نمودن اداره واحدهای تولیدی از طریق گسترش مالکیت خصوصی و سالم سازی، فعالیت‌های مختلف اقتصادی از طریق ایجاد تعادل در شرایط عرضه و تقاضا، قواعد خاص و بعضاً محدودیت‌ها و مسئولیت‌ها و تعهداتی برای خریداران سهام و همچنین

شرکت‌های تجاری ایجاد و اعمال می‌نماید. در این راستا آبخارهای اطلاعاتی، مکمل استراتژیک، ارزش پول، اثر مالکیت، ویژگی‌های صنعت و تجارت و خرید سهام با تحلیل ریسک و بازده باید مورد توجه بیشتری قرار گیرد. پیشنهاد می‌شود در جهت بهبود نقش بورس اوراق بهادار تهران در بسط نظم مالی و اقتصادی، یک بار در سال قوانین و مقرراتی که مشمول بیشترین تخلفات رخ داده هستند، چاپ و منتشر گردد و جهت افزایش بهره‌وری در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نظام مدیریت عملکرد براساس شرایط هر سال، طراحی و اجرا گردد. به قانون گذاران و نهادهای استانداردگذاری پیشنهاد میشود با بررسی و در نظر گرفتن نقش مهم سرمایه گذاران در جهت دهی بازار و نقش بسزای تورش های رفتاری (توده وار) در جهت دار کردن بازار این عوامل در قوانین لحاظ شده و صرفا حرکات بازار را شتاب زده و زودگذر تفسیر ننمایند

فهرست منابع

- آذر، عادل؛ بیات، کریم. (۱۳۸۷)، طراحی مدل فرآیند محوری کسب و کار با رویکرد مدلسازی ساختاری تفسیری (ISM)، نشریه مدیریت فناوری اطلاعات، دوره ۱، شماره ۱، صص ۳ تا ۱۸.
- آذر، عادل؛ تیزرو، علی؛ مقبل، عباس؛ انواری، اصغر. (۱۳۸۹)، طراحی مدل چابکی زنجیره تامین با رویکرد مدل سازی تفسیری-ساختاری، پژوهش‌های مدیریت در ایران (مدرس علوم انسانی)، دوره ۱۴، شماره ۴ (پیاپی ۶۹)؛ صص ۱-۲۵.
- ایدی، زینب (۱۴۰۱)، بررسی رفتار توده وار در صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت، تحقیقات مالی شماره ۲۴
- اصغریپور، محمدجواد. (۱۳۹۲)، تصمیم‌گیری گروهی و نظریه بازی‌ها با نگرش تحقیق در عملیات، دانشگاه تهران، موسسه انتشارات و چاپ
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا وشهریاری، سارا (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۵-۴۴.
- تاجمیر ریاحی، حامد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون. ۱۳۹۳، مدل سازی تأثیر تورش های رفتاری بر رکود بازار سرمایه براساس رویکرد تفسیری ساختاری، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار شماره نوزدهم، تابستان ۹۳ خدایپرست، جلیل. ۱۳۹۱، بررسی تاثیر رفتار گله ای در تشکیل حباب عقلایی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری
- سعیدی، علی؛ فراهانیان، محمدجواد. ۱۳۹۰، رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار زمستان ۹۰، دوره ۴، شماره ۱۶
- سیف الهی، راضیه. ۱۳۹۴، بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری

سرداری، امیر، ۱۳۹۲، شناسایی و اولویت بندی عوامل تاثیر گذار بر حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی

ستوده اصل، نعمت. نشاط دوست، حمید طاهر. کلانتری، مهرداد. طالبی، هوشنگ. خسروی، علیرضا. (۱۳۸۹). مقایسه دو روش دارو درمانی و درمان شناختی- رفتاری بر ابعاد کیفیت زندگی بیماران مبتلا به فشار خون اساسی. *مجله علمی دانشگاه علوم پزشکی سمنان*، ۱۱(۴)، ۲۹۴-۳۰۱

خواجویها، کیومرث؛ لوبون، گوستاو. (۱۳۹۵)، روانشناسی توده ها، انتشارات روشنگران و مطالعات زنان چاپ چهارم

فهیمی، دوآب. ۱۳۸۹، بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه گذاران سهام عادی (مطالعه تطبیقی بورس اوراق بهادار تهران و مشهد)، *مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*

کرباسیان، مهدی؛ جوانمردی، محمد؛ خبوشانی، اعظم؛ زنجیرچی، محمود. (۱۳۹۰)، طراحی یک رویکرد تلفیقی از الگوی ساختار تفسیری (ISM) و TOPSIS-AHP فازی برای انتخاب و رتبه‌بندی تامین‌کنندگان چابک، مدیریت تولید و عملیات، دوره دوم، شماره ۱، صص: ۱۰۷-۱۳۴.

کشاورز، حداد؛ حیدری، هادی. بررسی تاثیر اخلاق سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران، تحقیقات اقتصادی دوره چهل و پنجم ادبیشت ۱۳۹۰، شماره ۹۴

وکیلی فرد، حمیدرضا؛ افتخاری، اکبر؛ سعیدی، علی. ۱۳۹۲، ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری

- Agarwal, A., Shankar, R., & Tiwari, M. K. (2007). Modeling agility of supply chain. *Industrial marketing management*, 36(4), 443-457.
- BenMabrouka, Houda; Litimib, Houda. (2018). Cross herding between American industries and the oil market' *North American Journal of Economics and Finance*
- Beysül .Aytacı; Guillaume, Coquereta; Cyrille, Mandoub. (2018). Herding behavior among wine investors' *Economic Modelling* 68 (2018) 318-328
- Baker, H. K., Haslem, J. A. (1974). The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences. *Journal of Business Research*, 2, 469-476.
- Barberis, N. and Shleifer, A., 2003, "Style Investing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 161-199.
- Bushman, R and Smith, A (2015). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3): 237-333.
- Baker, M., Wurgler, J., 2007. Investor sentiment in the stock market. *J. Econ. Perspect.* 21 (2), 129-152
- Christoph Rülke, Jan; Silgoner, Maria ; Worz Peterson, Julia. (2016). Herding behavior of business cycle forecasters. *International Journal of Forecasting* 32 (2016) 23-33
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? *Financial Analysts Journal*, 31-37.
- Demirer, R., & Kutan, A. M. (2006). Does herding behavior exist in Chinese stock markets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 132-142.
- Demirer R. and Kutan A. M. (2006). **Does Herding Behavior Exist in Chinese Stock Market?**. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 16, pp. 123-142.
- Falkenstein, E.G., 1996. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *J. Finance* 51, 111-135.

- Friedman, M. (1977). "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment". *Journal of Political Economy*, 85(3), 451-472
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J. C. Stein (1992), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation", *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, pp. 1461-1484.
- Filipe Costa ; Fortuna (2024) Herding states and stock market returns
- Hambrick, D., and P. Mason. (2015). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers. *The Academy of Management Review*, Vol. 9, (April), Pp.193-206.
- Kahneman, D and Reipe, M. (2004), "Aspects of investor psychology", *Journal of Portfolio Management*, 52-64
- Litimia, Houda; BenSaïdab, Ahmed ; Bouraouiba ISG, Omar. (2016). Herding and excessive risk in the American stock market: A sectoral analysis' *Research in International Business and Finance* 38 (2016) 6-21
- Lao P., Singh H., (2011), "Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets", *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506.
- Lovreglio, Ruggiero ; Fonzone, Achille; dell' Luigi ; Olio c, Dino Borri. (2016). A study of herding behaviour in exit choice during emergencies based on random utility theory' *Safety Science* 82 (2016) 421-431
- M. Humayun, Kabir, Shamim, Shakur. (2018). Regime-dependent herding behavior in Asian and Latin American stock markets' *Pacific-Basin Finance Journal* 47 (2018) 60-78
- Mazhar Ali ; Huma Amir (2023) Understanding consumer herding behavior in online purchases and its implications for online retailers and marketers
- Markowitz, Harry m. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons.
- Omer'kamara. 2017. Industry herd behaviour in financing decision making' *Journal of Economics and Business* 94 (2017) 32-42
- Papapostolou, Nikos; Pouliasis, Panos ; Kyriakou, Ioannis. (2017). Herd behavior in the drybulk market: an empirical analysis of the decision to invest in new and retire existing fleet capacity' *Transportation Research Part E* 104 (2017) 36-51
- Peterson, R. L., (2007), "Affect and Financial Decision-Making: How Neuroscience Can Inform Market Participants", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol. 8, No. 2, pp. 70-78.
- Ros, Westerfield and Jaffe (1999), *Corporate Finance*, Richard D. Irwin.
- Ryan, R. M. & Deci, E. L. (2000). Self-determination theory and the facilitation of intrinsic motivation. *American Psychologist*, 55, 68-78.
- Sri RAHAYU', Abdul ROHMAN, Puji HARTO (2021) Herding Behavior Model in Investment Decision on Emerging Markets: Experimental in Indonesia
- Simões, Elisabete F ; Márcia S, Vieira. Valente Pereira. (2015). Herding behaviour and sentiment: Evidence in a small European market' *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review* 18 (1) (2015) 78-86
- Sage A. P.; *Interpretive structural modeling: Methodology for large-scale systems*; New York, NY: McGraw-Hill, 1977
- Shefrin, H. J. and Statman, M., (1984), "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, no. 40, Pp: 777-790.
- Sharpe, William f. (1978), *Investments*, Pentice-Hall.
- Scharfstein, D. S. and J. C. Stein (1990), "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, vol. 80, no. 3, pp. 465-479.
- Tversky, Amos, and Daniael Kahneman, (1986), "Rational choice and the framing of decisions". *The Journal of Business*, 59(4), S251-S278.

- Tversky, Amos, and Daniel KAHNEMAN, (1981), "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science*, 211(4481), 453-458.
- Trueman, B., 1994. Analyst forecasts and herding behavior. *Rev. Financ. Stud.* 7 (1), 97-124.
- Ud Din Shaha, Mohay; Shaha, Attaullah ; Khanb, Safi Ullah. (2017). Herding behavior in the Pakistan stock exchange: Some new insights' *Research in International Business and Finance* 42 (2017) 865-873
- Uchida, Hirofumi; Nakagawa, Ryuichi. (2007). Herd behavior in the Japanese loan market: Evidence from bank panel data' *J. Finan. Intermediation* 16 (2007) 555-583
- Yao J., Ma C., Peng He W., (2014), "Investor herding behavior of Chinese stock market", *international Review of Economics & Finance*, Volume 29, Pages 12-29
- Wermers, Russ (1999) "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices" *Journal of Finance*, 2, April, 581-622.
- Warfield J.N.; *Societal systems: Planning, policy and complexity*; Willy Interscience, New York. 1976.

Providing a model for mass behavior in investor decision-making in investment companies on the Tehran Stock Exchange

Ardalan Rajabi

1PhD Student, Department of Accounting, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran

Ataollah Mohammadi Melgharni

Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Sanandaj Branch (Corresponding Author)

Mohsen Hamidian

Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Research Sciences, Tehran

Abstract

The present study presents a model for mass behavior (derived from behavioral biases) in the decision-making of investors in investment companies on the Tehran Stock Exchange. Gathering information about the factors affecting mass behaviors, experts in this field were consulted and also these behavioral biases were scored. The statistical population of the present study is primarily the qualitative phase, including experts of the Tehran Stock Exchange. Eleven experts collaborated with the researcher in conducting specialized interviews. Then, by creating researcher-made questionnaires among 200 managers of distribution companies and the results obtained, the variables are a 6-category model, which in all cases has a factor greater than 0.6, which shows the correlation between hidden variables and observable variables. It is very strong and the value of t-value for all items is greater than 1.96, which shows that the observed correlations between items and structures are significant and the average variance extracted in all cases is greater than 0.5. In this research, normal chi-square is obtained 1.85. The RMSEA index is 0.034 and the SRMR is 0.035, which indicates that the model fits is desirable, considering the significance of the whole model and the significance of each of the final research model coefficients with 33 indices and six main categories, which include Self-control, perceptual error, social interactions, decision-making results were extracted from economic and judgmental perspectives.

Keywords: Behavioral Bias, Mass Behavior, Tehran Stock Exchange Companies

