



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری

دوره ۱۶ / شماره ۳ (پیاپی ۶۳) / پاییز ۱۴۰۶

صفحه ۴۷۹ تا ۵۰۰

طراحی مدل بومی رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران

محمدصالح گیلانی نیای صومعه سرایی

گروه مهندسی مالی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران

shahriyargilani1397@gmail.com

فرشاد ثامنی کیوانی

گروه حسابداری، واحد رودسر و املش، دانشگاه آزاد اسلامی، رودسر، ایران (نویسنده مسئول)

farshadsameni@gmail.com

علیرضا عامریان

گروه مدیریت مالی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران

alireza.amerian@kiau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۴/۰۸

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر ارائه مدل رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی بازار سرمایه ایران می باشد. این پژوهش از نظر هدف از نوع اکتشافی و از نظر روش از نوع کیفی بوده و با استفاده از روش گراند تئوری انجام شده است. داده ها به روش مصاحبه نیمه ساختاریافته با ۱۶ نفر از متخصصان بر اساس معیارهای ذکر شده در فرآیند نمونه گیری گلوله برفی، جمع آوری گردید. جامعه آماری شامل مدیران تأمین سرمایه، مشاوران، سب‌گردانان، مدیران و کارشناسان شرکت های سرمایه گذاری بوده است. همزمان با انجام مصاحبه، داده های جمع آوری شده مورد تحلیل و کدگذاری قرار گرفتند. در مرحله کدگذاری باز، ۲۳۷ کد استخراج شده به ۴۹ مقوله فرعی به عنوان مفهوم انتزاعی تر تبدیل شده و در نهایت ۶ مقوله اصلی شناسایی شده اند. مدل نهایی که بر اساس نتایج کدگذاری باز و محوری، منتج به کدگذاری انتخابی شده، بیان می دارد که رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران تابعی از عوامل احساسی، شناختی، ادراکی، فرهنگی، اجتماعی و جمعیت شناختی می باشد. اعتبارسنجی این پژوهش توسط متخصصان مورد بررسی قرار گرفت و تأیید گردید.

واژه های کلیدی: رفتار توده وار، سرمایه گذاران حقیقی، کدگذاری، گراند تئوری

۱- مقدمه

یکی از چالش برانگیزترین مشاهدات موجود در بازارهای مالی در سال‌های اخیر، رفتار توده وار^۱ و عکس‌العمل بیش از اندازه از سوی سرمایه‌گذاران و در نتیجه تصمیم‌گیری غیرعقلایی است. در حوزه مالی رفتاری^۲ ویژگی‌های روانشناختی سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار توده‌وار آنان شناخته شده است.

اکنون که بورس اوراق بهادار در ایران تا حد زیادی جا افتاده و حجم زیادی از سرمایه به سمت آن کشیده می‌شود، یکی از مسائل مهم، نحوه سرمایه‌گذاری است به نحوی که سودی معقول کسب شود. بسیاری از سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بورس دارای رفتارهایی نامتعارف در مواجهه با نوسانات و وقایع اتفاق افتاده هستند. فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است، اما از نظر مالی رفتاری این فرض به دلیل واقعی نبودن آن قادر به توضیح رفتار سرمایه‌گذاران نمی‌باشد. ظهور پدیده‌هایی همچون حباب‌های قیمتی در بازار سهام، واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید و وجود نوسانات بیش از حد در قیمت سهام، از جمله مثال‌هایی است که منجر به نقض فرض عقلایی بودن رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. بسیاری از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار قضاوت‌هایی مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات بدون پشتوانه علمی دارند، که این موضوع ممکن است باعث انحراف از تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه شود که به آن تورش‌های رفتاری می‌گویند. امروزه رفتار توده‌وار، که یکی از مهم‌ترین تورش‌های رفتاری در بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مدیران و سرمایه‌گذاران است نقش بسیار مهمی در پذیرش ریسک، بازده سهام و سبد سرمایه‌گذاری بازی می‌کند.

بر این اساس می‌توان گفت، رفتار توده وار یا شبیه جمع رفتار کردن، حالتی است که افراد بدون تفکر و برنامه‌ریزی، از رفتار و عملکرد گروه پیروی می‌کنند. در این شرایط فرد به جای اینکه با استفاده از دانش و اطلاعات خود تصمیم‌گیری کند، کاری را انجام می‌دهد که بقیه انجام می‌دهند. از جمله رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه می‌توان به قرار گرفتن در صف‌های خرید و فروش سهام در شرایطی اشاره کرد که سرمایه‌گذار تنها بر اساس پیروی از دیگران و بدون وجود دلیلی خاص، اقدام به صف‌نشینی می‌کند. رفتار توده‌وار در نوسانات قیمتی و بی‌ثباتی بازارها و همچنین در ایجاد حباب‌های قیمتی، تأثیر بسیاری دارد.

از طرفی با نگاهی به بازار بورس ایران در چند سال اخیر لزوم بررسی رفتار سرمایه‌گذاران سازمانی پررنگ‌تر می‌شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین بازیگران بازار سرمایه هستند که در زمینه سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها از طریق خرید سهام آن‌ها فعالیت می‌کنند. این نقش پررنگ در بازار سرمایه موجب شده است که نحوه فعالیت و معامله این شرکت‌ها، تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر قیمت‌ها، شاخص‌ها و عملکرد سایر فعالان بازار داشته باشد. از یک سو در چند سال گذشته شرکت‌های سرمایه‌گذاری حاضر در بورس، چه از نظر تعداد و چه از نظر میزان سرمایه رشد بالایی را داشته‌اند که این خود نشان دهنده تأثیر فزاینده آن‌ها بر بازار می‌باشد و از سوی دیگر

1. Herding behavior
2. Behavioral Finance

بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های اخیر تلاطم‌های زیادی داشته و نوسانات زیادی را تجربه کرده است. از آنجایی که فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند آثار مختلفی بر سطح بازار داشته باشد، می‌توان با بررسی فعالیت آن‌ها، بر نقش مثبت یا منفی آن در نوسانات بازار پی برد. بنابراین سه دلیل را می‌توان برای اهمیت بیشتر بررسی رفتار معاملاتی این سرمایه‌گذاران سازمانی مطرح کرد: علت اول، از حجم بالای سرمایه و معاملات این شرکت‌ها ناشی می‌شود. علت دوم، که در واقع نتیجه علت اول می‌باشد، به تأثیر بزرگ‌تری بر می‌گردد که این سرمایه‌گذاران بر سطح بازار و قیمت می‌گذارند. آخرین دلیلی که می‌توان بیان نمود، این است که بدلیل پیچیدگی بیشتر این شرکت‌ها و اطلاعات بیشتری که در اختیار دارند، نتایج حاصل از بررسی رفتار آن‌ها، کارکرد بیشتری در راستای شناخت بازار سرمایه ایران خواهد داشت. (لاری سمنانی و دهخدا، ۱۴۰۲)

در اکثر تحقیقات صورت گرفته در حوزه مالی رفتاری، همچون توده‌واری، محققان سعی در اثبات وجود یا عدم وجود این تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی داشته‌اند اما ارتباط این چنین رفتارهایی با عوامل حیاتی شرکت‌ها همچون عملکرد آن‌ها پوشیده مانده است. همچنین در ارتباط با این موضوع که بطور کلی شرکت‌ها با چه ویژگی‌هایی دچار چنین رفتارهایی می‌شوند بررسی جامعی صورت نگرفته است. (شمس و اسفندیاری مقدم، ۱۳۹۷)

بنابراین، با توجه به این که پژوهش‌های زیادی در زمینه رفتار توده وار انجام شده و در برخی از آنها تا حدودی به رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی توجه شده است، پژوهش حاضر به دنبال تبیین رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی با استفاده از رویکرد کیفی و ارائه مدل بومی برای آن می‌باشد. با توجه به خلاء موجود، هدف اصلی پژوهش حاضر ارائه مدل رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه ایران می‌باشد و جهت دستیابی به این هدف، در پی پاسخ به این سؤال اصلی است که مدل رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران چگونه است؟

ساختار پژوهش حاضر به این صورت است که در بخش اول و مقدمه به تشریح موضوع اصلی پژوهش پرداخته و در بخش دوم به بیان مبانی نظری مرتبط با موضوع می‌پردازیم. پس از مرور پیشینه پژوهش، روش انجام پژوهش را بیان نموده و در نهایت، با بررسی و تفسیر یافته‌ها، به جمع‌بندی کلی در خصوص نتایج به دست آمده از این پژوهش و مقایسه آن با یافته‌های پژوهش‌های پیشین خواهیم پرداخت.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از نخستین پرسش‌هایی که در ذهن هر سرمایه‌گذار حقیقی یا نهادی در بازار سرمایه شکل می‌گیرد این است که آیا می‌توان با شناسایی روندهای بازار، اصطلاحاً از آنها سواری مجانی گرفت و آیا می‌توان الگوی خاصی را در حرکات قیمت سهام پیدا کرد. برای پاسخ گویی به این مباحث باید ابتدا به عواملی که منجر به اتخاذ تصمیم در بازار سرمایه می‌شوند، پرداخت. با توجه به اینکه سوءگیری‌ها نقش اصلی در اتخاذ تصمیم ایفاء می‌کنند، شناسایی آن‌ها به افراد کمک می‌کند تا بازار سرمایه را جامع‌تر و دقیق‌تر رصد نمایند. پژوهشگران مالی بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آن‌ها در شرایط مختلف به عمل آوردند.

مالی رفتاری پارادایمی است که از دو محور اساسی برخوردار است، اولاً محدودیت در آربیتراژ که بیان می‌دارد سرمایه‌گذاران به سهولت قادر به استفاده از فرصت‌های آربیتراژ نیستند؛ ثانیاً از طریق روان‌شناسی است که با بکارگیری آن، رفتار و دآوری سرمایه‌گذاران و بعلاوه خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت بدان مرتکب می‌شوند، بررسی می‌گردد. (فانگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۱)

مالی رفتاری از عوامل عمده نواقص بازار است که بر رخداد نظام‌مند خطای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران متمرکز است و به مطالعه اینکه چگونه سرمایه‌گذاران و مدیران در قضاوت‌های خود دچار خطای نظام‌مند و ذهنی می‌شوند، می‌پردازد و بیان‌کننده عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می‌گردد. (شجاعی و عبدالباقی عطاءآبادی، ۱۴۰۲) مالی رفتاری، فرض‌های اصلی و محدود کننده پارادایم مدرن مالی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و انسان عاقل اقتصادی را کنار می‌گذارد و دیگر فرض اساسی مالی استاندارد یعنی بحث بازارهای عقلایی و بازارهای کارا را به چالش می‌کشد. تئوری مالی رفتاری بیان می‌کند که خطاهای ادراکی، اثر مهمی بر روی تصمیم‌گیری مالی دارند. در مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرایند تصمیم‌گیری‌های افراد مؤثرند مورد مطالعه قرار می‌گیرند، تورش رفتاری نامیده می‌شوند. چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات دریافتی، نقش اصلی در تعیین میزان کارایی بازار اوراق بهادار دارد. اگر واکنش سرمایه‌گذاران صحیح و سریع باشد، بازار اوراق بهادار به سمت کارایی میل می‌کند، در غیر این صورت یعنی وجود هرگونه تأخیر یا اختلال در واکنش سرمایه‌گذاران، فاصله از بازار کارا بیشتر می‌شود. واقعیت این است که سرمایه‌گذاران با توجه به قرار گرفتن در شرایط احساسی، امکان واکنش مناسب را ندارند و تصمیمات آنها با تورش همراه است. (بشیری منش و شهنازی، ۱۴۰۱) یکی از تورش‌های رفتاری و سوء‌گیری‌های بسیار مهم در بازارهای مالی که توجه زیادی را به خود جلب نموده، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران است. وجود توده در رفتار، اصطلاحی برای تبیین این موضوع است که چگونه افراد در یک گروه می‌توانند بدون برنامه قبلی با یکدیگر همسو عمل کنند. در دو دهه اخیر بررسی رفتار توده وار در بازار سرمایه ایران مورد توجه محققان بسیاری بوده است. رفتار توده‌ای مفهومی کیفی و انتزاعی است و می‌توان آن را قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران برای تکرار کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف نمود. (ساداتی و آقابابایی، ۱۳۹۷)

برخی از رفتارهای سرمایه‌گذاران مانند رفتار توده وار، با نظریه‌های مالی کلاسیک قابل توجیه نیستند و باید از مالی رفتاری کمک گرفت. رفتار توده وار نوعی تورش رفتاری است و باعث بروز ناهنجاری‌های متعددی مانند حباب قیمت‌ها، سقوط قیمت‌ها، نوسانات بزرگ و تشدید بی‌ثباتی در بازار می‌شود. وجود این رفتارها نشان‌دهنده ناکارایی بازار است. به این ترتیب بررسی رفتار توده‌ای در میان سرمایه‌گذاران، موضوعی ضروری است. کریستی و هوانگ^۲ (۱۹۹۵) رفتار توده وار سرمایه‌گذاران را این گونه تعریف می‌کنند: "افرادی که اعتقادات خود را سرکوب و پایه تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود را صرفاً برجمعی از اقدامات بازار مبتنی می‌کنند، حتی زمانی که تصمیمات آنها با پیش‌بینی‌ها همراه نیست." به بیان دیگر رفتار توده وار به رفتار مجموعه‌ای از تصمیمات افراد

1. Fang

2. Christie & Huang

گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند. مطالعه رفتار گروهی، در پدیده‌هایی از جمله حباب بازار سهام، سقوط بازار سهام، آشوب خیابانی، آزار اقلیت‌ها، تظاهرات سیاسی و یا هواداری‌های مذهبی یا سیاسی صورت گرفته است. به اعتقاد آنها، رفتار توده وار هنگامی رخ می‌دهد که فرد عقاید خود را نادیده گرفته و مبنای اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری خود را تنها بر اساس رفتار جمعی قرار داده و در رفتار توده وار مشارکت نمایند. در بازارهای مالی، رفتار توده وار به عنوان یکی از تورش‌های رفتاری سرمایه گذاران است و یک عنصر مهم در بازارهای مالی به شمار می‌رود که این عامل باعث به وجود آمدن تلاطم در شرایطی که اطلاعات در آن پخش می‌شود، می‌گردد. (بخردی نسب، ۱۳۹۷) رفتار توده‌وار سرمایه گذاران در بازارهای اوراق بهادار نوظهور و کوچک، شایع‌تر است. (لی^۱ و همکاران، ۲۰۲۳) برخلاف بازارهای کشورهای توسعه‌یافته، بورس اوراق بهادار تهران از نظر اطلاعاتی کارا نیست و در این بازار سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور غیرعقلایی برخلاف ارزش‌های بنیادی بازار به معامله می‌پردازند که عامل اصلی به وجود آمدن رفتار توده‌وار و به دنبال آن، افزایش نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک بازار است. وجود رفتار توده‌وار می‌تواند پی‌آمدهای منفی در این بازار به همراه داشته باشد و موقعیت آن را برای سرمایه‌گذاری در سطح کشور و منطقه خراب کند. از این‌رو، بررسی اهمیت رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و ارتباط آن با نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران اهمیت زیادی دارد. رفتار توده‌وار نشان‌دهنده تمایل انسان به رفتارکردن شبیه دیگران است. وقتی توده جامعه کار خاصی انجام داده یا عکس‌العمل خاصی از خود بروز می‌دهند، از نظر ذهنی برای افراد خیلی سخت است که رفتاری متفاوت از بقیه داشته باشند؛ به بیان دیگر رفتار توده‌وار به رفتار مجموعه‌ای از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند. رفتار توده‌وار را پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی یا به عبارت دیگر، قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران برای تکرار کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران می‌توان تعریف کرد. (دوستار و همکاران، ۱۳۹۶)

توده‌واری در یک بازار مالی به دلایلی مانند نبود شفافیت اطلاعاتی، توسعه‌نیافتگی نهادهای تخصصی مالی، الگوی فرهنگی جامعه و کم‌عمق بودن بازار سهام ایجاد می‌شود. از دلایل دیگر، دور شدن بازارهای مالی از رفتارهای منطقی بروز رفتارهای واکنشی سرمایه‌گذاران در این بازارها است. یکی از فرضیه‌های مهم بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند و براساس این تصمیم می‌گیرند. پژوهش رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۷) عنوان می‌کند که وجود پدیده‌های غیر معمول، تکرار این پدیده‌ها و مدل‌های مبتنی بر عقلانیت کامل برای توضیح آن، محققان را بر آن داشته تا علت آن را بیابند و رویکرد‌های جدید مالی رفتاری همچون رفتار توده وار را پایه‌گذاری کنند. جانسون^۲ و همکاران (۲۰۰۲) معتقدند که یکی از دلایل یکسان بودن قضاوت‌های مردم در زمان‌های مشابه، این است که افراد نسبت به اطلاعات یکسانی عکس‌العمل نشان می‌دهند. اجتماع تأثیر شگرفی بر قضاوت افراد دارد. مردم به شدت تحت تأثیر محیط اجتماع خود قرار می‌گیرند و

1. Li

2. Johnsson

غالبا برای پیروی از محیط، خود را تحت فشار حس می‌کنند. مدها^۱ شکل خفیف توده‌واری هستند، درحالی که نمونه برجسته‌تر آن رفتارهای به شکل زودگذر^۲ است که باعث ایجاد حباب‌های سفته‌بازی و شکست‌ها^۳ در بازار می‌شوند. رفتار توده وار از این جهت می‌تواند در ایجاد حباب‌های سفته بازی نقش ایفا نماید که همیشه سرمایه گذاران تمایل دارند رفتار افراد برنده را به ویژه زمانی که عملکرد خوب آنها تکرار می‌شود، به دقت زیر نظر گیرند. اسلامی بیدگلی و شهریاری (۱۳۸۶) در پژوهش خود عنوان کرده اند این نوع از رفتار توده وار به عنوان یکی از آفت‌های بزرگ بازارهای مالی به شمار می‌رود و به عنوان رفتار توده وار غیر عقلایی تلقی می‌گردد. در طرف مقابل، رفتار توده وار عقلایی مبین مشابه بودن تصمیم‌گیری‌های فعالان بازار می‌باشد ولی این مشابهت به دلیل واکنش به اطلاعات مشابه بودن و نشانه‌کارایی بازار است. با بررسی همه مطالعات انجام شده، رفتار توده وار عبارتست از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار، که منجر به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهام و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها بر پایه رفتار کل بازار می‌شود.

رفتار توده وار و هیجانی در بازار سرمایه ایران نیز به وفور یافت می‌شود که نمونه‌های آن در سال‌های اخیر با افزایش اقبال به بازار سرمایه برای همگان مشهودتر است. هیجان خریدی که در تابستان سال ۱۳۹۹ در بازار سرمایه ایران وجود داشت، نمونه‌ای از رفتار توده وار بود؛ چرا که به دنبال هیجان ایجاد شده و به تقلید از دیگران، قشر کثیری از مردم بدون بررسی بنیادی و توجه به ارزش واقعی سهام، هر برگه‌ای که به عنوان سهام در بورس اوراق بهادار وجود داشت، خریداری می‌کردند. رشد قابل توجه بازار سهام در آن ایام باعث ایجاد حباب قیمتی در اکثریت سهام موجود در بازار گشت و در مردادماه سال ۱۳۹۹ حباب بازار سرمایه ترکید و هیجان بالایی در جهت فروش در کلیت بازار سهام شکل گرفت؛ این بار گله در جهت فروش پیش رفت. از این نمونه رفتارهای هیجانی و توده وار به وفور در بازار سرمایه کشور مشاهده شده است که در آن‌ها افراد به تقلید از دیگران، کلیت بازار را با هیجان فروش یا خرید مواجه کرده‌اند.

۲-۱- پیشینه پژوهش

الکساکیس^۴ و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی رفتار گله‌ای (توده وار) در بازارهای سرمایه با توجه به پویایی شکل‌گیری گله، حجم معاملات و نقش همه‌گیر کووید ۱۹ در ایالات متحده پرداختند. نتایج نشان داد که حجم معاملات و تغییرات مثبت در حجم معاملات منجر به افزایش انحراف مطلق مقطع می‌شود. همچنین، نشان داد که رفتار توده‌واری در طول همه‌گیری مشهود است و تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاران در طول دوره‌های بحران‌های بزرگ، بیشتر تمایل به رفتار توده‌واری دارند. نگوین^۵ و همکاران (۲۰۲۳) همه‌گیری کووید ۱۹ و رفتار توده‌واری را در بازار سهام ویتنام مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که رفتار توده‌واری برای بازارهای صعودی کمتر مشخص است

1. Fashions
2. Fads
3. Crashes
4. Alexakis
5. Nguyen

اما در سایر شرایط بازار برجسته تر است. نکته مهم این است که این پژوهش دیدگاهی را درباره پدیده توده‌واری در طول شیوع موج چهارم همه‌گیری در ویتنام مطرح نمود و نشان داد که در طول شیوع موج چهارم، سرمایه‌گذاران در بورس هانوی در توده‌واری شرکت نکردند. با این حال، رفتار توده‌واری در بورس هوشی مین با کاهش قیمت سهام که باعث فروش بدبینانه توده می‌شود، آشکار گردید. ممون^۱ و همکاران (۲۰۲۳) به تجزیه و تحلیل رفتار توده‌وار و مقیاس‌بندی چندفراکتالی بازارهای انرژی پاک و تجدیدپذیر، قبل و در طول همه‌گیری کووید ۱۹ پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که حضور چندفراکتالیت و تقارن رفتار توده‌واری در طول دوره بحران تشدید شد که پتانسیلی برای پیشرفت تکنیک‌های مدیریت پورتفولیو ارائه می‌نماید. کندی و نویتا^۲ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی و عوامل انگیزشی که باعث رفتار توده‌وار در بین سرمایه‌گذاران فردی در اندونزی می‌شد، پرداختند، نتایج این مطالعه نشان داد که شخصیت سازگار و پرخاشگر تأثیر مثبت معناداری بر رفتار توده‌وار دارد. در این میان، شخصیت جدی بر رفتار توده‌وار تأثیر منفی معناداری دارد. همچنین، عوامل انگیزشی نیز که شامل توانایی شناختی، عوامل اجتماعی و عوامل عاطفی است به طور معناداری بر رفتار توده‌وار تأثیرگذار بوده است. دیهال و سینق^۳ (۲۰۲۰) رفتار توده‌وار در بازار سهام هند در بازه زمانی قبل و بعد از شیوع ناگهانی ویروس کووید ۱۹ را بررسی کردند. نتایج مربوط به دوره قبل از شیوع، عدم وجود تشکیل رفتار توده‌وار را در بورس ملی نشان می‌دهد، همچنین در دوره بعد از شیوع، یافته‌های آنها نشان می‌دهد که بیماری ناشی از این شیوع باعث شکل‌گیری رفتار توده‌وار در سطح بورس ملی شده است. ژوان و دانگ^۴ (۲۰۱۹) بازار بورس ویتنام را با هدف یافتن متغیرهای ایجادکننده رفتار توده‌وار و وجود این نوع رفتار مورد بررسی قرار دادند. پژوهش آنها بر پایه استفاده از روش کریستی و هوانگ بود و نتایج نشان داد که در انتخاب پرتفوی‌های متفاوت الگوهای ناهمگون و غیرهمسانی از حالات رفتاری بروز پیدا می‌کند. نتایج پژوهش آنها همچنین نشان داد که در شرایط قبل، حین و بعد از بحران‌های مالی و سیاسی و در شرایط عدم دسترسی به اطلاعات درست و عدم اطمینان به این اطلاعات، الگوهای رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران متفاوت بوده است. آنها در نهایت به این نتیجه رسیدند که میزان رفتار توده‌وار در صنایع مختلف متفاوت است. کوماری و همکاران^۵ (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و انگیزه سرمایه‌گذاران فردی در تمایل به رفتار توده‌وار پرداختند. در بررسی رابطه بین شخصیت، عوامل انگیزشی (توانایی شناختی، عوامل عاطفی و اجتماعی) و رفتار توده‌وار نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران دارای شخصیت سازگار، بیشتر تحت تأثیر عوامل انگیزشی اجتماعی قرار می‌گیرند و از طرف دیگر، عوامل شناختی باعث ایجاد شخصیت پرخاشگرانه می‌شود و رفتار توده‌واری را مهار می‌کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران دارای شخصیت جدی تحت تأثیر عوامل محرک توده‌واری قرار نمی‌گیرند. بنمبارک و لیتیمی^۶ (۲۰۱۸) به بررسی رفتار توده‌وار بین صنایع آمریکایی و بازار نفت پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از عدم بروز رفتار توده‌وار در بازار سهام آمریکا، تأثیر حرکات بازار نفت بر توده‌واری

1. Memon
2. Candy & Novita
3. Dhall & Singh
4. Xuan & Dang
5. Kumari
6. Benmabrouk & Litimi

در برخی بخش‌های صنعت بازار سهام، شایع‌تر بودن رفتار توده‌واری در دوران رکودی نسبت به دوران صعودی بازار نفت است. همچنین تأثیر نوسان بازار نفت و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران است که منجر به کاهش رفتار توده‌وار می‌شود. لیتیمی^۱ (۲۰۱۷) از طریق تعیین انحرافات بازده سهام از بازده بازار، در بازار فرانسه، رفتار گروهی را در طول دوره‌های بحران رکود بازار سهام، بحران مالی جهانی و بحران بدهی اروپا مطالعه کرد. نتایج نشان داد که رفتار گروهی مشاهده شده در کل دوره‌های بحرانی بازار بین سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ در برخی بخش‌ها، نشان‌دهنده تفاوت در میانگین بازده بخش‌ها، گردش معاملات و احساسات سرمایه‌گذاران است. همچنین دریافت که سرمایه‌گذاران با ترس از احتمال ضرر در دوره‌های بحرانی بازار و معامله سهام مخاطره‌آمیز با پیروی از افراد مطلع‌تر، به رفتار گروهی دست می‌زنند. بلاسکو و همکاران^۲ (۲۰۱۷) تأثیر ویژگی‌های فرهنگی بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران را بررسی کردند. جامعه پژوهش آنها مجموعه‌ای از ۳۵ بازار بین‌المللی بود و یافته‌های پژوهش نشان داد که رفتار توده‌وار علاوه بر ویژگی‌های فرهنگی به عوامل سازمانی و محیطی دیگری بستگی دارد که می‌توان به مسائل حکومتی و مقررات، فناوری و عواملی از این دست اشاره کرد، همچنین یافته‌های آنها که بر اساس مدل رگرسیونی ناشی از اختلاف بازده بازار مورد بررسی قرار گرفت، نشان داد که بروز رفتارهای توده‌وار در بازارهای سهام و اوراق بهادار و سایر بازارهای مالی متفاوت است. چانگ و لین^۳ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان اثر فرهنگ ملی بر رفتارهای توده‌وار سرمایه‌گذاران با استفاده از پرسشنامه هافستد، نوع فرهنگ هر کشور را بررسی کردند و سپس با استفاده از مدل چانگ و همکاران، میزان رفتار توده‌وار هر قومیت را به دست آوردند و با استفاده از مدل پانل دیتا رابطه بین این دو شاخص را مشخص کردند. طبق نتایج پژوهش آنها، رفتارهای توده‌وار سهامداران ارتباط کاملی با فرهنگ قومی آنها دارد، و چالش‌های رفتاری در هر قومی بر تمایلات توده‌وار آنها اثرگذار است.

شکورنیا و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر گرایش احساسی و رفتار توده‌وار سهامداران بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. یافته‌ها نشان داد بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین بین رفتار توده‌وار سهامداران و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همتی و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی هم‌زمانی قیمت سهام و توده‌واری رفتاری تصمیم‌گیری در بازار سرمایه و آزمون نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی پرداختند. نتیجه آزمون نشان داد، هم‌زمانی قیمت سهام بر رفتارهای توده‌وار سهامداران تأثیر منفی و معناداری دارد و باوجود سهامداران نهادی به عنوان متغیر تعدیلگر، این تأثیر در جهت منفی تشدید می‌شود. احمدی و همکاران (۱۴۰۱) به طراحی مدل بومی پیش‌بینی رفتار مالی سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران پرداختند که برای شناسایی معیارها از تحلیل محتوای کیفی متون علمی مرتبط با موضوع پژوهش استفاده شد. در مدل پنج سطحی این پژوهش که متغیرهای اخبار غیررسمی، شرایط مالی سرمایه‌گذار، دانش مالی ذهنی و رفتار گله‌ای در سطح پنجم تأثیرگذارترین متغیرها و باورپذیری، قضاوت شخصی، کنترل هیجان و زیان‌گریزی نیز تأثیرپذیرترین متغیرها بودند که در سطح یک این مدل قرار گرفتند. نتایج پژوهش نیز حاکی از آن بود که متغیرهای اخبار غیررسمی، دانش مالی ذهنی، شرایط مالی سرمایه‌گذار، اعتماد به نفس

1. Litimi
2. Blasco
3. Chang & Lin

و رفتار گله ای، مستقل و متغیرهای زیان گریزی، باورپذیری، فن آوری مالی، کنترل هیجان، قضاوت شخصی و تخصص مالی نیز از نوع وابسته اند و سایر متغیرها از نوع رابط هستند. رستمی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی رفتار توده وار در صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت پرداختند. هدف آن ها بررسی رابطه رفتار توده وار متقابل بین قیمت نفت خام و بازار سهام بود. برای آزمون فرضیه های تحقیق، از مدل داده های تابلویی و برای اندازه گیری رفتار توده وار، از مدل چانگ و همکاران استفاده شده است. نتایج پژوهش رفتار توده وار در بازار سهام ایران را تأیید می کند. بازدهی بازار نفت بر رفتار توده وار بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و این سوءگیری رفتاری، در دوره های رونق بازار نفت بیشتر از دوره های رکود است. همچنین نتایج نشان داد که نقدینگی بیشتر در بازار با رفتار توده وار بیشتری همراه است. داوری ایردموسی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی مدل سازی رفتار توده وار و تصمیمات سرمایه گذاران با نقش متغیر میانجی احساسات سرمایه گذار پرداختند. نتایج نشان داد که رفتار توده وار بر احساسات سرمایه گذار و تصمیم گیری سرمایه گذاری تأثیر دارد و همچنین احساسات سرمایه گذار بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تأثیر دارد. عسگری و همکاران (۱۴۰۱) به ارائه مدلی برای بررسی اطمینان بیش از اندازه، اولویت ریسک، رفتار توده وار و سرمایه گذاری ناکارآمد مدیران با رویکرد مبتنی بر تئوری بازی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد اطمینان بیش از اندازه، اولویت ریسک و رفتار توده ای مدیران با سرمایه گذاری ناکارآمد رابطه ی معناداری دارد و اطمینان بیش از اندازه مدیران، رابطه میان رفتار توده ای و سرمایه گذاری ناکارآمد را تعدیل می کند. همچنین، اطمینان بیش از اندازه مدیران، رابطه میان اولویت ریسک و سرمایه گذاری ناکارآمد را تعدیل می کند. فرهادی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی اثر رفتار توده وار در اقتصاد ایران بر معیار کارایی مدل قیمت گذاری دارایی ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد توده واری در درجات مختلف ریسک متفاوت بوده و بیشتر در نواحی پرریسک بازار رخ می دهد و موجب بازگشت بتا در بازار می گردد و ناکارایی مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را به دنبال دارد. همچنین نتایج نشان داد که با حذف پرتفوی های پرریسک از نمونه، توده واری رفتار مشاهده نمی گردد و رفتار بتا طبق نظریه مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای با ثبات گردیده و بازگشت بتا رخ نمی دهد. سلیمی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر ویژگی های شخصیتی و انگیزه فردی بر تمایل رفتار توده وار سرمایه گذاران با نقش تعدیلی تجربه و دانش مالی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از وجود ارتباط معنی دار میان تمامی متغیرهای ویژگیهای شخصیتی با رفتار توده وار بوده است. همچنین سرمایه گذاران با تیپ شخصیتی سازگار یا مطیع بیشتر تحت تأثیر رفتار توده وار قرار می گیرند. همچنین نتایج نشان داد دو متغیر تجربه و دانش مالی نیز بر ارتباط بین تیپ های شخصیتی و عوامل انگیزشی با رفتار توده وار تأثیر معناداری دارند. قلعه دره و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی شناسایی عوامل مؤثر بر شکل گیری رفتار توده وار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که پنج عامل مورد بررسی در رفتار توده وار سرمایه گذاران مؤثر هستند و همچنین نرخ ارز، تحریم ها و نظر کارگزاران بیشترین تأثیر را بر رفتار توده وار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران را دارند. حیدری و عبدلی (۱۳۹۹) به بررسی رفتار جمعی سرمایه گذاران در بازار سهام تهران با استفاده از حجم معادلات با روش هاچیکا در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ پرداختند. نتایج نشان داد که در طول دوره بررسی، توده واری به صورت پیوسته

در بازار سهام تهران وجود داشته است. جعفری (۱۳۹۸) به بررسی شدت و ضعف رفتار توده وار با شیوه جدید مبتنی بر ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های پژوهش، ضمن تأیید وجود رفتار توده‌وار در کلیه سالهای پژوهش، پراکنش شدت و ضعف بروز این رفتار را به صورت روزانه به همراه مشاهدات اثرگذار نشان داده است و با کمک تکنیک تشخیص نقاط مؤثر، مقاطع زمانی بروز رفتار جمعی قوی استخراج شده است. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رفتار توده‌وار در روندهای نزولی با شدت بیشتری از روندهای صعودی اتفاق می‌افتد. رحمانی و مرشیدی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه برخی از شاخصه‌های جمعیتی سرمایه‌گذاران با رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش رابطه بین قومیت، موقعیت جغرافیایی و دوره سنی سرمایه‌گذاران با رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است که از مدل چانگ و همکاران برای تعیین رفتار توده‌وار استفاده شده است، براساس این مدل هنگامی که انحراف بازده سهم از بازده بازار کاهش یابد، نشانه‌های وجود رفتار توده‌وار آشکار می‌گردد. نتایج نشان داد تأثیر قومیت‌ها به جز قومیت عرب و مناطق جغرافیایی سرمایه‌گذاران به استثنای منطقه جغرافیایی جنوب و دوره سنی سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌ای معنادار بوده است. وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) به ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام، رفتار توده وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرآیند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خرید و فروش سهام انتخاب کرده و منطقی رفتار می‌کنند همچنین، حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه‌گذاران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیمات خرید و فروش سهام آنها شهودی است. بر اساس نتایج دیگر این پژوهش، عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ، بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه‌گذاران مؤثر است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از منظر هدف از نوع اکتشافی بوده و داده‌های آن با روش کیفی و مصاحبه عمیق با خبرگان گردآوری شده و با استفاده از روش نظریه داده بنیاد نظام مند تحلیل شده است. ابتدا جهت شناخت کافی موضوع پژوهش، مطالعه به روش کتابخانه‌ای صورت گرفته و سپس جمع‌آوری اطلاعات به شیوه مصاحبه نیمه ساختاریافته انجام گرفت. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل مدیران تأمین سرمایه، مشاوران، سب‌گردانان، مدیران و کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری به شرح جدول شماره ۱ می‌باشد. با توجه به اینکه در پژوهش‌های کیفی تعمیم پذیری یافته‌ها دغدغه اصلی محقق نیست، لذا به جای استفاده از روش‌های نمونه‌گیری که امکان تعمیم‌پذیری نتایج را فراهم می‌آورند باید به دنبال انتخاب مشارکت‌کنندگانی بود که دارای توانایی بیان ادراکات خود در مورد پدیده مورد نظر باشند. به همین دلیل در راستای هدف پژوهش، از روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای استفاده شده است. نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای به معنی انتخاب شرکت‌کنندگانی است که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به دیگر افراد همان جامعه معرفی و راهنمایی می‌کنند. (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲) در این روش نمونه‌گیری که بر مفاهیم استخراج شده از داده‌ها استوار است، فرآیند انتخاب نمونه‌ها تا

جایی ادامه می یابد که مطالب تکمیل کننده ای به اجزای تشکیل دهنده نظریه اضافه نشود و در تمام مقوله ها به اشباع برسد. (نصر و همکاران، ۱۳۹۸)

روش نظریه پردازی داده بنیاد، روش استقرایی و اکتشافی تولید نظریه از طریق فرآیند تکراری و بازگشت گردآوری داده ها و تحلیل منظم آنها می باشد. استفاده از نظریه داده بنیاد در سال های اخیر گسترش یافته اما تفاوت های موجود میان بنیان گذاران آن یعنی گلیسر^۱ و استراوس^۲ به شکل گیری دو شیوه متفاوت منجر شده است. روش اول؛ روش گلیسر که به آن نظریه داده بنیاد کلاسیک گفته می شود و روش دوم؛ روش استراوس که نظریه داده بنیاد استراوسی نامیده می شود و در محافل آکادمیک کشور نیز بسیار رایج بوده است. انتقادهای زیادی به روش استراوس وارد شده است و حتی بسیاری، روش کلاسیک را روش نظریه داده بنیاد واقعی می دانند. در روش کلاسیک، همزمان با جمع آوری، داده ها تحلیل و تفسیر می شوند و تحلیل داده ها در فرآیند رفت و برگشت موضوعی به انجام رسیده و نظریه تبیین می گردد. داده های به دست آمده از اسناد و منابع در قالب کدگذاری باز، انتخابی و نظری دسته بندی می شوند تا در نهایت، پارادایمی منطقی یا تصویر عینی از نظریه خلق شده ارائه گردد. در پژوهش حاضر نیز، ابتدا داده ها از طریق روش مصاحبه نیمه ساختاریافته با خبرگان بر اساس معیارهای ذکر شده در فرآیند نمونه گیری، جمع آوری گردید. همزمان با انجام مصاحبه ها، داده های جمع آوری شده مورد تحلیل و کدگذاری قرار گرفتند. به این صورت که ابتدا کدگذاری باز انجام شد، سپس از کنار هم قرار دادن کدهای اولیه مفاهیم ساخته شدند و در نهایت، مقوله ها نیز از ربط دهی مفاهیم، شکل گرفتند و سپس با بررسی و تحلیل مصاحبه ها، با استفاده از روش تئوری داده بنیاد کلاسیک، مدل بومی رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران ارائه گردید.

بر اساس نظر کراسول^۳ و کراسول (۲۰۱۸) پژوهشگران کیفی در هر پژوهش باید از راهبردهایی جهت اعتباربخشی به پژوهش خود استفاده نمایند. اعتبارسنجی پژوهش حاضر از طریق کدگذاری توسط دو نفر یعنی پژوهشگر و همکار به صورت جداگانه انجام شد و کدهای استخراج شده در مقایسه با هم قرار گرفتند. ضریب توافق کاپا معادل ۸۴ درصد محاسبه شده است که بیانگر توافق نسبتاً کامل بین دو کدگذاری می باشد. علاوه بر پژوهشگر و اساتید راهنما و مشاور، مقوله ها توسط دو نفر از پژوهشگران بازار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت و از نظرات آنها جهت غنی سازی و بهبود مدل بهره گرفته شد. همچنین نتایج فرآیند کدگذاری، تحلیل و مقوله پردازی به همراه مدل ارائه شده در اختیار سه نفر از مصاحبه شوندگان قرار گرفت و مطابق نظر آنها بازبینی و اصلاح گردید.

1. Glaser
2. Strauss
3. Creswell

جدول ۱. وضعیت شغلی و تحصیلی مشارکت‌کنندگان در پژوهش

ردیف	شغل	دکتری	کارشناسی ارشد	کارشناسی	مجموع
۱	مدیر تأمین سرمایه	۰	۱	۱	۲
۲	مشاور سرمایه‌گذاری	۱	۲	۲	۵
۳	سبذگردان	۲	۲	۰	۴
۴	مدیر سرمایه‌گذاری	۱	۲	۰	۳
۵	کارشناس سرمایه‌گذاری	۱	۰	۱	۲
	مجموع	۵	۷	۴	۱۶

۴- یافته‌های پژوهش

مفهوم پردازی از داده‌های متنی، اولین گام در تجزیه و تحلیل کیفی به شمار می‌رود. در تجزیه و تحلیل داده‌ها از سه نوع کدگذاری باز، محوری و انتخابی استفاده می‌شود. در کدگذاری باز پس از هر مصاحبه و بازنویسی متن مصاحبه، داده‌ها باید دو تا سه بار مرور گردد و جهت اطمینان از محک داده‌ها با استفاده از روش حداکثری، متن هر مصاحبه به صورت دقیق مطالعه می‌شود. به هر کدام از حوادث، رویکردها، ایده‌ها و موقعیت‌ها، نامی که نشانه آن پدیده و جایگزین آن باشد کد داده می‌شود و با ادغام کدهای مشابه، تعداد آن‌ها کاهش پیدا می‌کند. (بهادری، ۱۳۹۷)

الف: کدگذاری باز: کدگذاری باز عبارت است از نسبت دادن کدهای مفهومی و مقوله‌ای به کوچکترین کلمه معنی‌دار از محتوای متن مصاحبه. (صفری شالی، ۱۳۹۲) در مرحله کدگذاری باز، ۲۳۷ کد استخراج شده از ۱۶ مصاحبه دقیق با خبرگان و متخصصان به ۴۹ مقوله فرعی به عنوان مفهوم انتزاعی تر تبدیل شده و در نهایت ۶ مقوله اصلی شناسایی شده‌اند. نتایج این مرحله شامل شکل‌گیری مفاهیم اولیه و مقوله‌های حاصل از آنها در جدول شماره ۲ نشان داده شده است.

ب: کدگذاری محوری: کدگذاری محوری، قسمتی از بررسی است که استراوس و کوربین آن را به این صورت نام گذاری کرده‌اند. همین مرحله را گلیسر با نام دیگری و به عنوان سطحی از تحلیل داده‌ها یا کدگذاری نظری می‌شناسد. (بهادری، ۱۳۹۷) اساس فرآیند ارتباط دهی در کدگذاری محوری، بر تمرکز و تعیین یک مقوله به عنوان مقوله محوری یا اصلی قرار داشته و سپس سایر مقوله‌ها به عنوان مقوله‌های فرعی ذیل عناوین مختلف به مقوله اصلی ارتباط داده می‌شود.

ج: کدگذاری انتخابی: این مرحله از کدگذاری، از یافته‌های مراحل پیشین، مقوله محوری را انتخاب می‌کند، به صورت نظام‌مندی آن را به دیگر مقوله‌ها مرتبط می‌کند، آن روابط را اثبات می‌کند و مقوله‌هایی را که به بهبود و توسعه بیشتری نیاز دارند تکمیل می‌کند. (استراوس و کوربین، ۱۹۹۴) کدگذاری باز و محوری به دسته بندی و تکه تکه کردن داده‌ها می‌پردازد، اما در این مرحله و از طریق کدگذاری نظری، مقوله‌ها با یکدیگر مرتبط

می شوند و خط سیر داستان و تبیین های نظری بیان می شود تا مدل بومی رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران ارائه گردد. مدل مذکور در شکل شماره ۱ نمایش داده شده است.

جدول ۲. مقوله های اصلی و فرعی حاصل از کدگذاری

ردیف	مقوله فرعی	مقوله اصلی
۱	زیان گریزی	عوامل احساسی
۲	توجیه گرایی	
۳	خوش خیالی	
۴	ریسک پذیری	
۵	پشیمان گریزی	
۶	هیجان کاذب	
۷	بهینه بینی	
۸	لذت قمار	
۹	آشناگرایی	عوامل شناختی
۱۰	توجه محدود	
۱۱	خود اسنادی	
۱۲	نقطه اتکاء	
۱۳	فرا اعتمادی	
۱۴	توهم قماربازی	
۱۵	سازگارگرایی	
۱۶	لنگر ذهنی	
۱۷	دغدغه شهرت	
۱۸	جانبداری خوش بینانه	عوامل ادراکی
۱۹	بیش اطمینانی	
۲۰	دیدگاه محدود	
۲۱	توهم کنترل	
۲۲	باورگرایی	
۲۳	محاسبات ذهنی	
۲۴	توانمند پنداری	
۲۵	ارزش های فرهنگی	
۲۶	افق زمانی	
۲۷	علاقه مشترک	
۲۸	الگوهای فرهنگی	

ردیف	مقوله فرعی	مقوله اصلی
۲۹	تحمل ابهام	عوامل فرهنگی
۳۰	مناسبات مذهبی	
۳۱	کانون کنترل	
۳۲	ریشه های فرهنگی	
۳۳	وابستگی به مرجع	
۳۴	دانش و تحصیلات	عوامل جمعیت شناختی
۳۵	سطح درآمد	
۳۶	سابقه فعالیت در بورس	
۳۷	جنسیت	
۳۸	سن	
۳۹	وضعیت تأهل	عوامل اجتماعی
۴۰	فشارهای اجتماعی	
۴۱	تأثیر گروهی	
۴۲	زنجیره های اطلاعاتی	
۴۳	تنش های اجتماعی	
۴۴	توصیه آشنایان	
۴۵	شبکه های اجتماعی	
۴۶	تصمیمات دیگران	
۴۷	جایگاه اجتماعی	
۴۸	باورهای بومی	
۴۹	منطقه زندگی	



شکل ۱. مدل بومی رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران

۵- نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال طراحی مدل بومی رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی در بستر بومی بازار سرمایه ایران بوده است که برای این منظور از روش داده بنیاد جهت ارائه نظریه استفاده شده است و مدل طراحی شده در نتیجه فرایند کدگذاری داده‌های ناشی از مصاحبه با نخبگان به دست آمده است. این نظریه که بر اساس نتایج کدگذاری باز و محوری، منتج به کدگذاری انتخابی شده است بیانگر آن است که رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران تابعی از عوامل احساسی، شناختی، ادراکی، فرهنگی، اجتماعی و جمعیت شناختی می‌باشد. مهمترین تفاوت مدل پژوهش حاضر با پژوهش‌های پیشین در این است که عوامل موثر بر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی به صورت بومی سازی شده در محیط بازار سرمایه ایران بر اساس نظرات خبرگان حرفه سرمایه‌گذاری با روش نظریه پردازی داده بنیاد از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته استخراج شده است، درحالی که اکثر پژوهش‌های پیشین داخلی، متغیرهای آزموده شده در سایر کشورها را معمولاً با استفاده از پرسشنامه در ایران آزمون نموده‌اند و علاوه بر آن در این مدل همه ابعاد احساسی، شناختی، ادراکی، فرهنگی، اجتماعی و جمعیت شناختی به صورت جامع بررسی شده‌اند.

سهم علمی پژوهش حاضر آن است که با محدود کردن دامنه مطالعات، موضوع رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی را موشکافانه و عملیاتی تر توسعه داده و آن را در بستر بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار داده است. از این رو، پرداختن به موضوع رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی به عنوان یکی از مؤلفه‌های کلیدی سیاست گذاری، از جمله موضوعات مهمی است که می‌تواند نقش قابل ملاحظه‌ای را در تبیین و شناسایی عوامل روان شناختی و رفتاری و حتی پیش بینی رفتار توده وار ایفاء نماید و از این نظر، مدل طراحی شده در حوزه مالی رفتاری نیز بسیار جامع به نظر می‌رسد. در طراحی مدل این پژوهش، سعی شده است که از دانش افراد مجرب در این حوزه که درباره جزئیات موضوع، اطلاعات کافی داشته‌اند نیز بهره گرفته شود. این تجربیات امکان کدگذاری و ارائه در پژوهش را پیدا کردند و از این طریق، نظریه نهایی شکل گرفته است. پژوهش حاضر از بعد روش شناسی مورد استفاده نیز منحصر به فرد است، به گونه‌ای که می‌توان استفاده از رویکرد کیفی گراند تئوری را اقدامی نو در پژوهش‌های مربوط به رفتار توده وار تلقی نمود. یکی دیگر از کمک‌های اصلی این پژوهش در حوزه رفتار توده وار آن است که تمرکز اصلی بر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی بوده است و در مدل طراحی شده شرایط داخلی و بومی نیز لحاظ شده است. مقایسه نظریه ظهور یافته با ادبیات پژوهش و بررسی میزان تفاوت‌ها و شباهت‌های آن آخرین گام از روش گراند تئوری است. مقایسه با پیشینه موجود، روایی درونی، تعمیم‌پذیری و سطح تئوری پردازی را افزایش می‌دهد (دانایی فرد و همکاران، ۱۳۸۳). نظریه نظام رفتار توده وار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران در بسیاری از ابعاد با ادبیات موجود نیز مطابقت دارد، این مطابقت مقوله به مقوله بررسی شده و در برخی مقوله‌ها و مفاهیم استخراج شده، شباهت‌هایی با نظریه‌ها و الگوهای پیشین مشاهده می‌شود. نتایج حاصل از انجام این پژوهش نشان داد که عوامل شناختی، احساسی و ادراکی و همچنین عوامل فرهنگی، اجتماعی و جمعیت شناختی بسیار تأثیرگذار می‌باشد. در این پژوهش سعی شد که تمامی ابعاد این عوامل تبیین

گردد در حالی که برخی از ابعاد هر یک از این عوامل تأثیر بیشتری دارند برخی دیگر از این ابعاد کم اهمیت تر هستند.

در خصوص عوامل شناختی نخبگان معتقدند عموماً نه بعد از این عوامل می تواند بر رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی تأثیر گذار باشد؛ آشنا گرایی، توجه محدود، خود اسنادی، نقطه اتکاء، فرا اعتمادی، توهم قماربازی، سازگار گرایی، لنگر ذهنی و دغدغه شهرت. در این میان آشنا گرایی و توجه محدود بیشترین فراوانی را داشته در حالی که لنگر ذهنی و دغدغه شهرت از فراوانی کمتری برخوردار می باشند. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های همی و همکاران (۱۴۰۲) و رستمی و همکاران (۱۴۰۱) همسو است. عوامل احساسی ابعاد هشتگانه ای دارد که بر رفتار توده وار سرمایه گذاران حقیقی تأثیر گذارند شامل؛ زیان گریزی، توجیه گرایی، خوش خیالی، ریسک پذیری، پشیمان گریزی، هیجان کاذب، بهینه بینی و لذت قمار که در میان آنها زیان گریزی بیشترین فراوانی و لذت قمار کمترین فراوانی را دارد. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های ژوان و دانگ (۲۰۱۹)، بنمبارک و لیتیمی (۲۰۱۸)، لیتیمی (۲۰۱۷)، شکورنیا و همکاران (۱۴۰۲)، داوری ایردموسی و همکاران (۱۴۰۱) و فرهادی و همکاران (۱۴۰۱) همسو است. عوامل ادراکی نیز دارای ابعاد هفتگانه ای شامل؛ جانبداری خوشبینانه، بیش اطمینانی، دیدگاه محدود، توهم کنترل، باور گرایی، محاسبات ذهنی و توانمندپنداری می باشد که جانبداری خوشبینانه با بیشترین فراوانی و توانمند پنداری با کمترین فراوانی هستند. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های کندی و نویتا (۲۰۲۱)، کوماری و همکاران (۲۰۱۹)، عسگری و همکاران (۱۴۰۱) و سلیمی و همکاران (۱۴۰۰) همسو است. عوامل جمعیت شناختی با شش بعد؛ دانش و تحصیلات، سطح درآمد، سابقه فعالیت در بورس، جنسیت، سن و وضعیت تأهل مطرح گردید که در این میان دانش و تحصیلات دارای بیشترین فراوانی و وضعیت تأهل دارای کمترین فراوانی بوده است. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های احمدی و همکاران (۱۴۰۱) و رحمانی و مرشیدی (۱۳۹۶) همسو است. عوامل فرهنگی نیز که از ابعاد نه گانه؛ ارزش های فرهنگی، افق زمانی، علایق مشترک، الگوهای فرهنگی، تحمل ابهام، مناسبات مذهبی، کانون کنترل، ریشه های فرهنگی و وابستگی به مرجع برخوردار است که ارزش های فرهنگی دارای بیشترین فراوانی و وابستگی به مرجع دارای کمترین فراوانی می باشند. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های بلاسکو و همکاران (۲۰۱۷)، چانگ و لین (۲۰۱۵) و وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) همسو است و در نهایت عوامل اجتماعی با ده بعد، فشارهای اجتماعی، تأثیر گروهی، زنجیره های اطلاعاتی، تنش های اجتماعی، توصیه آشنایان، شبکه های اجتماعی، تصمیمات دیگران، جایگاه اجتماعی، باورهای بومی و منطقه زندگی مطرح گردید که فشارهای اجتماعی بیشترین فراوانی و منطقه زندگی کمترین فراوانی را دارند. نتایج این بخش از پژوهش با یافته های الکساکیس و همکاران (۲۰۲۳)، نگوین و همکاران (۲۰۲۳)، ممون و همکاران (۲۰۲۳)، دیپال و سینق (۲۰۲۰)، شیر و همکاران (۱۳۹۹)، عبدلی و حیدری (۱۳۹۹) و جعفری (۱۳۹۸) همسو است.

مهمترین محدودیت پژوهش حاضر به روش پژوهش بر می گردد، از آنجا که در پژوهش های کیفی پدیده مورد نظر در حوزه مخصوص به خود اتفاق می افتد، امکان تعمیم پذیری آن به حوزه های دیگر با محدودیت مواجه می شود. همچنین، تفسیرهای مختلف از پدیده مورد نظر می تواند محدودیت دیگری تلقی شود اما در این پژوهش تلاش شده است با تطابق نتایج حاصل شده با ادبیات و تئوری های موجود تا حد امکان خطای تفسیر اشتباه و

متفاوت کاهش یابد. از آنجایی که حوزه مالی رفتاری بسیار گسترده است، پیشنهاد می‌شود چنین پژوهشی بر روی جامعه آماری متفاوت همچون سرمایه‌گذاران حقوقی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز انجام شود.

فهرست منابع

- احمدی، فاطمه؛ قنبری، مهرداد، جمشیدی نوید، بابک و مامی، شهرام (۱۴۰۱). طراحی مدل بومی پیش‌بینی رفتار مالی سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. (۴۱)، صص ۲۳-۴۸.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و شهریار، سارا (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. (۴۹)، صص ۲۵-۴۴.
- بخردی نسب، وحید (۱۳۹۷). تأثیر الگوهای رفتاری توده وار در پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی در به کارگیری ابزارهای نوین مالی اسلامی. دانش حقوق مالیه. (۵)، صص ۵۵-۷۸.
- بشیری منش، نازنین و شهنازی، حسین (۱۴۰۱). تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و مدیران بر حباب قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. (۵۳)، صص ۱۵-۳۲.
- بهادری، علی (۱۳۹۷). پژوهش‌های کیفی داده بنیاد، کدگذاری و اهمیت، مراحل و شیوه اجرای آن در کارورزی دانشگاه فرهنگیان، نظریه و عمل در تربیت معلمان. (۵)، صص ۶۹-۸۸.
- جعفری، علی (۱۳۹۸). بررسی شدت و ضعف رفتار توده‌وار با شیوه جدید مبتنی بر ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. (۲۶)، صص ۸۳-۱۰۷.
- حیدری، محمد و عبدلی، قهرمان (۱۳۹۹). بررسی رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران با استفاده از حجم معاملات. تحقیقات اقتصادی. (۵۵)، صص ۸۱۳-۸۳۰.
- دانایی فرد، حسن؛ الوانی، مهدی و آذر، عادل (۱۳۸۳). روش شناسی پژوهش کیفی در مدیریت. تهران: انتشارات صفار.
- داوری ایردموسی؛ سمیه، نجفی، محسن و مومنی، ماندانا (۱۴۰۱). مدلسازی رفتار توده وار و تصمیمات سرمایه‌گذاران با نقش متغیر میانجی احساسات سرمایه‌گذار. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. (۲۰)، صص ۸۰۲-۸۲۲.
- دوستار، محمد؛ محمدنژاد، علیرضا و جوادیان لنگرودی، مریم (۱۳۹۶). بررسی تأثیر رفتار توده وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی. (۱۷)، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- رحمانی، علی و مرشیدی، فاطمه (۱۳۹۶). بررسی رابطه برخی از شاخصه‌های جمعیتی سرمایه‌گذاران با رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری. (۲۴)، صص ۲۰۳-۲۱۴.
- رستمی، محمدرضا؛ عبدالحسینی، مریم و ایدی، زینب (۱۴۰۱). بررسی رفتار توده وار در صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت. تحقیقات مالی. (۲۴)، صص ۵۰۵-۵۲۷.

رهنمای رودپشتی، فریدون؛ حاجیها، زهره و زارعی سودانی، علیرضا (۱۳۸۷). کارکرد مالی رفتاری در تبیین پایگاه علمی برای تجزیه و تحلیل سهام. تولید علم، سال سوم، شماره ۷.

ساداتی، اکرم سادات و آقابابایی، محمدابراهیم (۱۳۹۷). بررسی رفتار توده ای مبتنی بر واریانس موزون مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. (۳۵)، صص ۱۹۷-۲۱۹.

سلیمی، محمد؛ ابراهیمی شقاقی، مرضیه و مشایخی فرد، سعید (۱۴۰۰). بررسی تأثیر ویژگی های شخصیتی و انگیزه فردی بر تمایل رفتار توده وار سرمایه گذاران با نقش تعدیلی تجربه و دانش مالی در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های مالی و رفتاری در حسابداری. (۲)، صص ۱-۲۰.

شجاعی، مرضیه و عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید (۱۴۰۲). تحلیل آناتومیک معاملات نوپزی و خطای قیمت گذاری. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری. (۶)، صص ۴۳-۷۴.

شکورنیا، روژین؛ دستگیر، محسن و سروش یار، افسانه (۱۴۰۲). بررسی تأثیر گرایش احساسی و رفتار توده وار سهامداران بر ریسک سقوط قیمت سهام. پیشرفت های مالی و سرمایه گذاری. (۳)، صص ۱۵۲-۱۳۱.

شمس، شهاب الدین و اسفندیاری مقدم، امیرتیمور (۱۳۹۷). ارتباط رفتار توده وار با عملکرد و ویژگی های شرکت های سرمایه گذاری. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. (۳۸)، صص ۴۷-۶۶.

صفری شالی، رضا (۱۳۹۲). راهنمای تدوین طرح تحقیق. تهران: انتشارات جامعه و فرهنگ.

عسگری، وحیده؛ کامیابی، یحیی و خلیل پور، مهدی (۱۴۰۱). ارائه مدلی برای بررسی اطمینان بیش از اندازه، اولویت ریسک، رفتار توده وار و سرمایه گذاری ناکارآمد مدیران (رویکرد مبتنی بر تئوری بازی). دانش سرمایه گذاری. (۴۳)، صص ۴۳۹-۴۶۲.

فرهادی، حمیدرضا؛ ندیری، محمد، سارنج، علیرضا و تهرانی، رضا (۱۴۰۱). بررسی اثر رفتار گله ای اقتصاد ایران بر معیار کارایی مدل قیمت گذاری دارایی ها. اقتصاد و بانکداری اسلامی. (۳۸)، صص ۱۱۳-۱۳۶.

قلعه دره، سمیره؛ شیر، اردشیر، خلیلی، کرم، یاسینی، علی و اسماعیلی کیا، غریبه (۱۳۹۹). شناسایی عوامل مؤثر بر شکل گیری رفتار توده وار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت توسعه و تحول، (۴۲)، صص ۴۷-۵۶.

لاری سمنانی، بهروز و دهخدا، اکرم (۱۳۹۹). بررسی تأثیر روحیه سرمایه گذاران بر دام های مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی. (۳۰)، صص ۱۴۳-۱۶۲.

مشایخی، بیتا؛ مهرانی، کاوه، رحمانی، علی و مداحی، آزاده (۱۳۹۲). تدوین مدل کیفیت حسابرسی. فصلنامه بورس اوراق بهادار. (۲۳)، صص ۱۰۳-۱۳۷.

نصر، محمدعلی؛ خواجوی، شکراله، عباسیان، عزت اله و آقایی، محمدعلی (۱۳۹۸). طراحی چارچوب کنترل کیفیت برای مؤسسات حسابرسی و نهاد ناظر در ایران به روش داده بنیاد چندوجهی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. (۳۰)، صص ۱۴۹-۱۷۴.

وکیلی فرد، حمیدرضا؛ فروغ نژاد، حیدر و خشنود، مهدی (۱۳۹۲). ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه ای. مدیریت دارایی و تأمین مالی. (۲)، صص ۱۹-۳۴.

همتی، داود؛ اسماعیل زاده، علی و کردلوئی، حمیدرضا (۱۴۰۲). بررسی هم زمانی قیمت سهام و توده واری رفتاری تصمیم گیری در بازار سرمایه: آزمون نقش تعدیل کننده سهامداران نهادی. دانش سرمایه گذاری. ۱۲(۴۸)، صص ۱۷۱-۱۹۲.

- Alexakis, C & Chantzias, A & Economou, F & Eleftheriou, K & Grose, C (2023). Animal Behavior in Capital Markets: Herding Formation Dynamics, Trading Volume, and the Role of COVID-19 Pandemic. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol.67, pp.1-16.
- Benmabrouk, H & Litimi, H (2018). Cross Herding Between American Industries and the Oil Market. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol.45, pp.196-205.
- Blasco, N & Corredor, P & Ferreruela, S (2017). Can Agents Sensitive to Cultural, Organizational and Environmental Issues Avoid Herding? *Finance Research Letters*, Vol.22, pp.114-121.
- Candy, C & Novita, I (2021). Herding Behavior of Indonesia Investor: Role of Personality Traits and Motivation Factors. *International Journal of Economics Business and Accounting Research*, Vol.5, No.2, pp.296-303.
- Chang, C-H & Lin, S-J (2015). The Effects of National Culture and Behavioral Pitfalls on Investors' Decision-making: Herding Behavior in International Stock Markets. *International Review of Economics & Finance*, Vol.37, pp.380-392.
- Creswell, J.W & Creswell, J.D (2017). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. Sage Publications, Inc.
- Dhall, R & Singh, B (2020). The COVID-19 Pandemic and Herding Behaviour: Evidence from India's Stock Market. *Millennial Asia Journal*, Vol.11, pp.1-25.
- Fang, Y & Yuan, J & Yang, J & Ying, SH (2022). Crash-based Quantitative Trading Strategies: Perspective of Behavioral Finance. *Finance Research Letters*, Vol.45, pp.1-7.
- Johnsson, M & Lindblom, H & Platan, P (2002). Behavioral Finance and Change of Investor Behavior During and After the Speculative at the End of the 1990s Master's. Thesis in Finance, School of Economic and Management, Lund university.
- Kumari, SH & Chandra, B & Pattanayak, J (2019). Personality Traits and Motivation of Individual Investors Towards Herding Behaviour in Indian Stock Market. *Kybernetes*, Vol.49, No.2, pp.384-405.
- Li, T & Chen, H & Liu, W & Yu, G & Yu, Y (2023). Understanding the Role of Social Media Sentiment in Identifying Irrational Herding Behavior in the Stock Market. *International Review of Economics & Finance*, Vol.87, pp.163-179.
- Litimi, H (2017). Herding Behavior in the French Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, Vol.16, No.4, pp.497-515.
- Memon, B & Aslam, F & Asadova, SH & Ferreira, P (2023). Are Clean Energy Markets Efficient? A Multifractal Scaling and Herding Behavior Analysis of Clean and Renewable Energy Markets Before and During the COVID-19 Pandemic. *Heliyon*, Vol.19, No.12, pp.1-16.
- Nguyen, H.M & Bakry, W & Vuong, T.H.G (2023). COVID-19 Pandemic and Herd Behavior: Evidence from a Frontier Market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol.38, pp.1-17.
- Strauss, A & Corbin, J (1994). *Grounded Theory Methodology: An Overview*. Sage Publications, Inc.
- Xuan, V & Dang, B (2019). Herd Behavior and Idiosyncratic Volatility in a Frontier Market. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol.53, pp.321-330.

Designing a Native Model of Herding Behavior of Individual Investors in Iran's Capital Market

Mohammad Saleh Gilaniniaye Someh Sarayi,

Department of Financial Engineering, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.
shahriyargilani1397@gmail.com

Farshad Sameni Keyvani,

Department of Accounting, Roudsar and Amlash Branch, Islamic Azad University, Roudsar, Iran (Corresponding Author). farshadsameni@gmail.com

Alireza Amerian,

Department of Financial Management, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran.
alireza.amerian@kia.ac.ir

Abstract

The main purpose of the current research is to design a native model of herding behavior of individual investors in Iran's capital market. This research is exploratory in terms of its purpose and is qualitative in terms of method. It has been conducted using the grounded theory method. The data was collected through semi-structured interviews with 16 experts based on the criteria mentioned in the snowball sampling process. The statistical population included capital managers, consultants, portfolio managers, managers and experts of investment companies. At the same time as conducting interviews, the collected data were analyzed and coded. In the open coding stage, 237 extracted codes were converted into 49 sub-categories as more abstract concepts and finally 6 main categories were identified. The final model, which resulted in selective coding based on the results of open and central coding, states that the herding behavior of individual investors in Iran's capital market is a function of emotional, cognitive, perceptual, cultural, social and demographic factors. Experts studied and confirmed the validity of this research.

Key words: Herding Behavior, Individual Investors, Coding, Grounded Theory

