Archive of SID

Shahid Beheshti University
Journal of Financial Management Perspective
No. 28, Winter 2020
PP: 65-90

P-ISSN: 2645-4637
E-ISSN: 2645-4645

A Model for Syntactic Investigation between Risk taking, Personal and Cultural properties on Herding Behavior in Tehran Stock Exchange.

Seyed Amirhossein Mirhasheminasab*, Amir Mohammadzadeh, Mohsen Mohammadnoorbakhsh Langaroodi***, Nasrin Akhoondi *****

Abstract

Literature review shows that investors in Tehran Stock Exchange behave on murmur, unscientific information and confirm on few members in market that called Herding behavior in addition to on mathematical method. This research aims to present a model to introduce and quality and quantity variables on herding behavior in Tehran stock exchange depend on literature review. This research is exploratory by descriptive and survey method. We choose 190 investors in this market for example and they answered to online questionnaire. The answers analyzed by SPSS22 and AMOS18 in SEM method. The results showed our model have eligible practice to delineate relationship between variables and specified that there are significant direct and mediator relationship between personalities, cultural variables, risk taking and herding behavior.

Keywords: Behavioral Finance; Herd Behavior; Personalities; Risk Taking; Cultural Variables.

Received: 2018. December.25, Accepted: 2020. Januray.11.

* Ph.D. Student in Financial Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran.
** Associate prof, Department of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran(Corresponding Author). E-mail: A.Mohammadzadeh@qiau.ac.ir
*** Assistant prof, Department of Management and Accounting, Mehre Astan institution, Guilan, Iran.
**** Assistant prof, Mathematics Department, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

www.SID.ir

Archive of SID

دانشگاه شهیدبهشتی
نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی
شماره ۲۸ ـ زمستان ۱۳۹۸
ص‌ص ۹۰ ـ ۶۵

شاپای چاپی: ۴۶۳۷- ۲۶۴۵
شاپای الکترونیکی: ۴۶۴۵- ۲۶۴۵

ارائه مدلی برای بررسی تأثیرات ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

سید امیرحسین میرهاشمی نسب*، امیر محمدزاده،**
محسن محمدنوربخش لنگرودی*، نسرین آخوندی*****

چکیده

شواهد نشان می دهد که سرمایه گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» برای تعیین ارزش سهام علاوه بر روش های کمّی، از قضاوت هایی مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیر علمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از مشارکت کنندگان در بازار سرمایه که از آن با عنوان رفتار جمعی، رمه‌ای و توده‌وار نیز یاد می‌شود، استفاده می‌کنند. هدف از این پژوهش، معرفی مدلی برای بررسی ترکیب عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» بر مبنای پیشینه مطالعات مربوط در این زمینه است. این پژوهش از نوع آمیخته بوده که به لحاظ هدف، کاربردی و از نوع توصیفی – پیمایشی است. در این پژوهش تعداد ۱۹۰ سرمایه‌گذاربه‌عنوان نمونه دردسترس پرسشنامه آنلاین را تکمیل کردند و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزارSPSS22 و AMOS18 و در چارچوب روش معادلات ساختاری ارزیابی و مدل پژوهش ترسیم شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدل ارائه‌شده از برازش مطلوبی برای بیان ارتباط عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران برخوردار است و می‌تواند ارتباطات و اثرات میانجی بین ویژگی‌های فردی و فرهنگی، ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار را در سرمایه‌گذاران مشخص کند.

کلیدواژه‌ها: مالی رفتاری؛ رفتار توده‌وار، ویژگی‌های فردی؛ریسک‌پذیری؛ویژگی‌های فرهنگی.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۷/۱۰/۴, تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۸/۱۰/۲۱.

*دانشجوی دکتری تخصصی مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.
** دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (نویسنده مسئول).
E-mail: A.Mohammadzadeh@qiau.ac.ir
*** استادیار، گروه مدیریت و حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی و غیر دولتی مهر آستان، گیلان، ایران.
**** استادیار، گروه ریاضی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

www.SID.ir

Archive of SID

۱. مقدمه

تقلید و پیروی از دیگران در جوامع مختلف اتفاق می‌افتد که همواره نتایج یکسانی در بر نخواهد داشت؛ از ابتدایی‌ترینتقلیدها که در طول رشد و حیات انسان اتفاق می‌افتد و به‌صورت طبیعی روندی را طی می‌کند، تا پیروی و تقلید در تصمیم‌گیری‌های کلان که نیاز به بررسی در آن‌ها ضروری به نظر می‌رسد. انسان‌هابه‌طور طبیعی برای دستیابی به منابع مالی و سرمایه‌گذاری در مسیر زندگی تلاش می‌کنند و همواره می‌کوشند تا کمترین زیان و بیشترین بازدهی را کسب کنند. در علوم مالی با ورود مباحث تصمیم‌گیری افراد شاخه جدیدی با عنوان «مالی رفتاری»[1]شکل گرفته است که به عنوان مکملی جدی برای «نظریه کارایی بازار» در تشریح و تبیین بسیاری از عدم‌قاعده مندی های مالی مشاهده شده، مطرح شده است. مرکز ثقل مالی رفتاری این ایده است که اشتباهات کوچک سرمایه گذاران در پردازش اطلاعات مرتبط با ارزش باعث می‌شود قیمت های بازار از آنچه بر اساس یک مدل انتظارات عقلایی پیش بینی می شود، انحراف داشته باشد [۱۱]. بررسی عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقلید آن‌ها در گرفتن تصمیم در حوزه مالی رفتاری انجام می‌شود و تمرکز مالی رفتاری بر ویژگی‌های خاص رفتار انسان در تصمیم‌های مالی است [۱]. محدودیت های نقدینگی، اطلاعات نا متقارن، آربیتراژگرهاو سایر عوامل دیگر به طور معمول به عنوان مقصر این بحران شناخته شده اند. این عوامل به از بین رفتن ثبات بازار های مالی منجر می‌شود و سرمایه گذاران را با یک ریسک سیستماتیک مواجه می‌کند [۳۱]. یکی از انواع رفتار های قابل مشاهده در بازار سرمایه، رفتارجمعی یا توده‌وار[3]سرمایه گذاران و تبعیت آن ها از یکدیگر است. رفتار توده وار نشان دهنده وضعیتی است که سرمایه گذاران بنابه دلایل متعدد رفتار های مشابه و هم جهتی انجام می‌دهند [۱۸]. برای اینکه تحلیل گران بتوانند تحلیل درستی از رفتار سرمایه گذاران ارائه کنند، باید همه عوامل اثر گذار بر تصمیم های آن ها را شناسایی کنند. برای مطالعه رفتار جمعی یا توده‌وار دلایل اساسی وجود دارد که عبارت‌اند از: ۱. رفتار توده‌وار باعث برهم‌خوردن قواعد ریسک و بازده می‌شود و بازار مالی را تحت تأثیر منفی قرار می‌دهد [۱۰]؛ ۲. تعیین عواملی که باعث بروز رفتار توده وار می شوند می توانند حباب ها و شکست یا افت های قیمتی در بازار را توجیه کنند [۶]؛ ۳. بروز رفتار جمعی یا توده‌وارمی‌تواند باعث برهم‌خوردن سیاست‌های جاری بازار شود [۳۸]؛ ۴. بروز اینگونه رفتار و عدم‌پیشگیری و مدیریت آن می‌تواند به ناکارایی بازار بیانجامد [۴۰] و ۵. برنامه‌ریزان مالی می توانند از یافته های پژوهش پیرامون این موضوع در تدوین راهکار ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی استفاده کنند[۱۶]. تاکنون تحقیقات فراوانی در اکثر حوزه های مرتبط با بازار سرمایه در ایران صورت گرفته، اما آنچه در این بین

1. Behavioral Finance
2. Arbitrageur
3. Herding

www.SID.ir

Archive of SID

کمتر مورد توجه قرار گرفته، پرداختن به تحقیقات جدی در خصوص شکل گیری رفتار توده وار و درواقع عوامل مؤثر بر آن برایسرمایه‌گذاراندر«بورس اوراقبهادارتهران»است. با توجه به آنچه که گفته شد و مطالعه دقیق ادبیات این موضوع و همچنین مطالعه پژوهش های معتبر صورت گرفته در این باره می توان به این نکته دست یافت که وجود صف های قابل توجه خرید و فروش سهام و معکوس شدن روند آنها در روزهای معاملاتی بعد، عدم وجود چارچوب قانونی محکم، تاثیرپذیری شدید بورس از تحولات سیاسی و اقتصادی و حضور کمرنگ سرمایه گذاران حقیقی و خروج سریع آنها از بازار در هنگام کاهش شاخص بورس، شواهدی از بروز رفتار گروهی در بورس اوراق بهادار تهران است[۲۳]. در واقع پرسش در مورد وجود یا عدم‌وجود، چرایی و چگونگی بروز و نمود رفتار جمعی(توده‌وار) و ریشه ها و عوامل مؤثر بر بروز آن در بازار های مالی، چالشی ضروری و اجتناب ناپذیر است و در این پژوهش، مدلی جدید برای بررسی عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار که در مبانی نظری پژوهش به‌صورت موردی یافته و معرفی شده،ارائه شده است.

۲.مبانی نظری و پیشینه پژوهش

انسان اقتصادی عقلایی، شخصی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی انسان سالم، به صورت عاقلانه رفتار کند. رفتار عقلایی، رفتاری مبتنی بر استفاده از عقلانیت نا محدود است که به انتخاب عقلایی و تصمیم گیری عقلایی منتج می‌شود [۲۶]؛ اما در برخی مواقع، عوامل مختلفی باعث بروز رفتار غیر عقلایی می‌شود و نحوه تصمیمات افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این دسته از عوامل، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی را ایجاد کرده است. مالی رفتاری این موضوع را بررسی می کند که چگونه افراد، اطلاعات را گردآوری، تعبیر و پردازش می کنند [۳۳]. این حوزه از دانش بر تعصبات شناختی و احساسی تأکید ویژه ای دارد؛ به عبارت دیگر انسان ها به دلیل ترجیحاتشان(سوگیری‌های احساسی) و به دلیل بروز خطا های شناختی(سوگیری‌های شناختی) عقلایی رفتار نمی‌کنند [۱۵]؛ بنابراین امروزه شناخت فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عوامل مؤثر بر آن و اتخاذ راهکار هایی برای کاهش دادن انحراف ها و هدایت اینگونه رفتار ها، مد نظر پژوهشگران، سیاست گذاران و مدیران مرتبط قرار گرفته است[۱۷]. مالی رفتاری در تشریح چگونگی رفتار برخی گروه های سرمایه گذار نیز موفقیت هایی داشته است؛ به ویژه در مورد نحوه تشکیل پرتفوی و چگونگی معاملات سرمایه گذاران در طول زمان، با توجه به گسترش بازار سرمایه و استقبال روز افزون مردم به این بازار، مطالعات در آینده اهمیت بیشتری پیدا خواهد کرد. «بازار بورس اوراق بهادار تهران» یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه کشور است و در نتیجه عملکرد مناسب این بازار نقش بسزایی در رشد و توسعه و شکوفایی بازار دارد. با توجه به اینکه سرمایه گذاران(فعال و حقیقی) در بازار نقش بسزایی در عملکرد مناسب آن دارند، می‌توان ادعا کرد که رفتار سرمایه

www.SID.ir

Archive of SID

گذاران هنگام اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری از اهمیت زیادی برخوردار است. نحوه اعمال این رفتار می تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله کسب اطلاعات و ویژگی های فردی و شخصیتی سرمایه گذاران باشد [۲۱]. حرکت توده‌وار یکی از این رفتارهای مالی در سرمایه‌گذاران است که در آن، افراد با پیروی از تصمیم های اکثریت، خود را با آن ها منطبق می کنند. در این رفتار که افراد غالباً استدلال ضعیفی دارند، عوامل تأثیرگذاری مانند اعتماد به نفس پایین، خطرپذیری کم به معنی ریسک‌پذیری پایین و اعتماد بیش از حد به بازار دیده می‌شود [۱۷]. وجود رفتار توده‌وار در «بورس اوراق بهادار تهران» در پژوهش‌های مختلفی بررسی و تأیید شده است [۱۰، ۱۸، ۲۳، ۳۲] و مطالعات مختلف نشان می‌دهد که توده‌واری یا بروز رفتار جمعی به‌عنوان یک رفتار مالی در بیشتر بازارها به‌ویژه بازار سرمایه اتفاق می‌افتد [۴۶]؛ همچنین شواهد مختلفی نشان می‌دهد که دلایل متفاوتی باعث بروز رفتار توده‌وار در سرمایه‌گذارانمی‌شود [۱۳]. انجام پژوهش های جداگانه ای علت بروز رفتار های جمعی سرمایه گذاران در بازار سرمایه را استفاده آن ها از منابع اطلاعاتی مشترک دانسته و نشان داده اندکه پدیده یاد شده می‌تواند نشان دهنده شفافیت اطلاعاتی در بازار یا کارایی بازار باشد. از طرفی توده‌واری در رفتار را می‌توان بر اساس انگیزه‌ی تقلید به حالات عمدی و غیر عمدی طبقه بندی کرد [۲۲].رفتار جمعی غیر عمدی یا صوری نوعی رفتار مشابه و هم جهت در میان سرمایه گذاران است که علت بروز آن، برخورداری آن ها از اطلاعات یکسان و مشترک است؛ در حالی که پدیده رفتار جمعی عمدی به عنوان یکی از بی قاعدگی های رفتاری شناخته شده در بازار های مالی به‌شمار می آید و شواهد تجربی بسیاری وجود دارد که نشان می دهد رفتار سرمایه گذاران در بازار های مالی تحت تأثیر رفتار دیگر فعالان آن بازار ها قرار دارد [۳۲]. بسیاری از بازیگران صحنه بازار های مالی بر این باورند که قیمت سهام به درستی ارزش گذاری نشده است؛ با این حال از هرگونه اقدامی در جهت عکس روند جاری خودداری می ورزند. این افراد احساس می کنند ارزش ندارد که با مجموعه توده مورد نظر در بیفتند؛ درحالی‌که رفتار توده‌وار باعث از بین رفتن شرایط تعادل در بازارها و بر هم خوردن تمرکز سرمایه گذاران می‌شود و این امر لزوم شناخت عوامل مؤثر بر بروز آن را بیش از پیش با اهمیت می‌سازد [۴۳].

ژوان و دانگ(۲۰۱۹)، در بازه‌اییازده‌ساله بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ «بازار بورس ویتنام» را با هدف یافتن متغیرهایایجادکننده رفتار توده‌وار و وجود این نوع رفتار موردبررسیقرار دادند. پژوهش آن‌ها بر پایه استفاده از روش هوانگ و کریستی(۱۹۹۵)بود و نتایج نشان داد که در انتخاب پرتفوی‌های متفاوت الگوهای ناهمگون و غیرهمسانی از حالات رفتاری بروز پیدا می‌کند. نتایج پژوهشآن‌هاهمچنین نشان داد که در شرایط قبل، حین و بعد از بحران‌های مالی و سیاسی و در شرایط عدم‌دسترسی به اطلاعات درست و عدم‌اطمینان به این اطلاعات، الگوهای رفتار

1. Xuan & Dang
2.Christie & Huang

www.SID.ir

Archive of SID

توده‌وارسرمایه‌گذاران متفاوت بوده است. آن‌هادرنهایت به این نتیجه رسیدند که میزان رفتار توده‌وار در صنایع مختلف متفاوت است [۴۳].

یاسین و سیو(۲۰۱۸)، پژوهشی در دو بازار سهام در چین با تفاوت در نوع پول معاملات، یعنی بازار معاملاتی با واحد پول یوان چین و بازاری با واحد پول دلار آمریکا، برای سنجش بروز توده‌واری رفتار انجام دادند که اطلاعات مختلف و ناهمگونی در اختیار داشته‌اند. یکی از دستاوردهای اصلی این پژوهش تفاوت بروز رفتار توده‌وار در محیط‌های اطلاعاتی متفاوت بود؛ یعنی شفافیت و عدم-ابهام در اطلاعات بر رفتار توده‌وارتأثیرات متفاوتی دارد. آن‌هاهمچنین نشاندادند که در بازارهایی که با واحد پولی یوان معاملات انجام گرفته است،تحلیل‌های غیربنیادی بر بروز رفتار توده‌وارتأثیرگذاربوده‌اند؛درحالی‌که در بازارهای مقابل(معاملات با دلار آمریکا) تحلیل‌های بنیادی پررنگ‌تر بوده است [۴۵].

بلاسکو و همکاران[۲](۲۰۱۷)، در تلاش برای بررسی عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار، تأثیرویژگی‌های فرهنگی بر رفتار توده‌وارسرمایه‌گذارانرا بررسی کردند. جامعه موردپژوهشآن‌هامجموعه‌ای از ۳۵ بازار بین‌المللیبود و یافته‌هایپژوهش نشان داد که رفتار توده‌وار علاوه بر ویژگی‌های فرهنگی به عوامل سازمانی و محیطی دیگری بستگی دارد که از جمله می‌توان به مسائل حکومتی و مقررات، فناوری و عواملی ازاین‌دست اشاره کرد؛ همچنین یافته‌هایآن‌ها که بر اساس مدل رگرسیونی ناشی از اختلاف بازده بازار موردبررسی قرار گرفت، نشان داد که بروز رفتارهایتوده‌وار در بازارهای سهام و اوراق بهادار و سایر بازارهای مالی متفاوت است [۵].

چانگ و لین[۳](۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان «اثر فرهنگ ملّی بر رفتارهای توده‌وارسرمایه‌گذاران» با استفاده از پرسشنامه هافستد، نوع فرهنگ هر کشور را بررسی کردند و سپس با استفاده از مدل چانگ و همکاران(۲۰۰۰)، میزان رفتار توده‌وار هر قومیت را به‌دست آورند 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؛ همچنین چالش‌های رفتاری در هر قومی بر تمایلات توده‌وارآن‌ها اثرگذار است [۲۸].

سیمویز و والنتین[۴](۲۰۱۴)، به مطالعه رفتارهای توده‌وارسرمایه‌گذاران در بازارهای کوچک اروپایی و به‌ویژه بازار کشور پرتغال پرداختند. بازه زمانی پژوهش آن‌ها بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ بود و برای اندازه‌گیری رفتار توده‌وار از دو روش مختلف استفاده کردند که نتایج حاکی از حساسیت میزان رفتار توده‌وار به استفاده از روش محاسبه بود. آن‌هاهمچنین پیشنهاد کردند که

1. Yaseen & Siu.
2. Blasco, et al.
3. Chang & Lin
4. Simões & Valente

www.SID.ir

Archive of SID

عوامل تأثیرگذار بر رفتار توده‌وار نیاز به بررسی بیشتری در مبانی نظری موضوع دارد. علاوه بر این، پژوهش بالا رابطه بین حساسیت بازار و احساسات سرمایه‌گذاران، محیط سرمایه‌گذاری با بروز رفتارهای توده‌وار و ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران با بروز این نوع رفتار را نیز تا حدودی روشن ساخت [۳۶].

ساداتی و آقا بابایی(۱۳۹۷)، پژوهشی برای بررسی وجود یا عدم‌وجود رفتار توده‌وار در بازار بورس تهران انجام داده و بیان کردند که یکی از تورش‌های رفتاری و سوگیری‌های مهم در بازارهای مالی که توجهات زیادی را به خود جلب کرده، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران است. آن‌ها برای بررسی رفتار توده‌ای از مدل واریانس موزون مقطعی که روش جدیدی مبتنی بر نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژاست، استفاده کردند که ترکیبی از مدل مبتنی بر پراکندگی بازده و مدل پراکندگی بتا است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران»بود و از مدل پراکندگی بازده چانگ، چنگ و خورانا(۲۰۰۰) و همچنین مدل واریانس موزون مقطعی بر مبنای مدل کپ ام[1]استفاده شد که نتایج حاکی از برتری مدل اصلی نسبت به مدل‌های دیگر بود. نتایج پژوهش همچنین نشان داد که رفتار توده‌ای در تمام سال‌ها به‌صورت ضعیف مشاهده می‌شود؛ درحالی‌که نقاط توده‌ای قوی بیشتری در سال ۱۳۹۲ مشاهده شد و بیشتر از سایر سال‌ها با پدیده رفتار توده‌ای مواجه بوده است [۳۵].

دوستار و همکاران(۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر رفتار توده وار در ریسک پذیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، مدیران شرکت های سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار دادند و با نمونه‌ای ۱۹۶ نفری و با استفاده از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئ (PLS[2]) به این نتیجه دست یافتند که بین ریسک پذیری و رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه‌گذاری، رابطه ای معکوس وجود دارد [۱۲].

غیور باغبانی و بهبودی (۱۳۹۶)، عوامل مؤثر بر بروز رفتار سرمایه‌گذاران را با رویکرد پدیدارنگاری بررسی کردند. کانون توجه این پژوهش، شناخت عوامل رفتاری و ارائه الگوی تصمیم گیری سرمایه گذاران با تأکید بر مؤلفه های فرهنگی بود. فرضیه های مبنایی پژوهش از مرور نظریه و پژوهش های مرتبط، استخراج و برای پیشبرد مراحل پژوهش، طرح پژوهش ترکیبی در بخش های کیفی و کمّی پژوهش، انتخاب وعملیاتی شد. در مرحله کیفی، ضمن اتخاذ استراتژی پدیدار نگاری، مصاحبه های نیمه ساختار یافته عمیق با خبرگان تصمیم گیری رفتاری انجام شد. داده های حاصل از مصاحبه ها با استفاده از روش تحلیل محتوا تحلیل و بر اساس آن، پرسشنامه

1.Chanh, Cheng & Khorana
2. CAPM
3.Partial Least Squares

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش طراحی شد. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که در مقوله فرهنگ، مؤلفه های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار مقوله های شخصیت و ویژگی های فردی، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم های سرمایه گذاران را شکل می دهد و موجب بروز رفتار های توده وار در تصمیم گیری می‌شود؛ همچنین با وجود تأیید تأثیر مقوله زمان در سایر پژوهش ها، تحلیل داده های این پژوهش نشان داد که الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار خراسان رضوی متأثر از عامل زماننیست [۱۷].

رحمانی و مرشیدی(۱۳۹۶)، رابطه بین ویژگی‌های فردی و شخصیتی با بروز رفتار توده وار سرمایه‌گذاران را در «بورس اوراق بهادار تهران» بررسی کردند. در این پژوهش رابطه بین قومیت، موقعیت جغرافیایی و دوره سنی سرمایه گذاران با رفتار توده‌وار سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفت. از رابطه چانگ و همکاران (۲۰۱۵)، برای تعیین رفتار توده‌وار استفاده شد و بر اساس این مدل هنگامی که انحراف بازده سهم از بازده بازار کاهش یابد، نشانه های وجود رفتار توده‌وار آشکار می‌شود. نمونه این پژوهش شامل ۳۸۸ نفر از سرمایه گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ بود و نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر قومیت ها و فرهنگ آن ها به جز قومیت «عرب» و مناطق جغرافیایی سرمایه گذاران، به استثنای منطقه جغرافیایی «جنوب» و دوره سنی سرمایه‌گذاران بر رفتارتوده ای معنادار بوده است [۳۲].

اگر چه مباحث رفتاری در دنیای سرمایه گذاری و موضوعات مالی قدمت دارد؛ اما از حدود سه دهه گذشته تا کنون رشد و تبدیل این مباحث به یک رشته مستقل مشهود بوده است [۳۴]. برای ترسیم مدلی جدید و ایجاد فرضیه‌ها باید با توجه به اهداف پژوهش، ارتباطات نظری بین متغیرهای پژوهش ایجاد شود. مطالعه گسترده مبانی نظری پژوهش نشان از فقدان مدلی کامل برای بررسی عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار دارد و این در حالی است که در بازار سهام، رفتار توده ای همواره وجود دارد و شرایط رفتار توده‌ای در نقاط زمانی متفاوت از نظر سطح با هم متفاوت هستند و نه از نظر وجود آن. در واقع تمامی سرمایه گذاران هرگز نمی توانند آنقدر منطقی باشند که تأثیرات رفتار توده‌ای در هر نقطه از زمان را به‌طور کامل حذف کنند [۴۲]. تصمیم گیری ها با توجه به میزان در دسترس بودن اطلاعات لازم در چهار وضعیت اطمینان کامل[1] ریسک[2] عدم اطمینان[3] و ابهام[4] اتخاذ می‌شوند که از میان این چهار عامل در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، میزان پذیرش ریسک با توجه به بازده مد نظر، عاملی مهم است. تقلید سهامداران از یکدیگر، ریسک سرمایه‌گذاری در بازار را افزایش می‌دهد و سرانجام به تحمیل زیان به اکثریت سرمایه گذاران در

1.Certainty
2.Risk
3. Uncertainty
4.Ambiguity

www.SID.ir

Archive of SID

بازار منجر می‌شود [۲۴]. برون و بارنول(۱۹۸۷) دریافتند که رفتار سرمایه‌گذار در بازار را می توان بر اساس ویژگی های سبک زندگی، میزان ریسک گریزی و شغل فرد پیش بینی کرد [۷]. رستمی و همکاران(۲۰۱۵)، وجود ارتباط بین ریسک‌پذیری و بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» را نشان دادند و بیان کردند که ریسک‌پذیریپایین‌تر،رفتارهای عقلایی یا غیر-توده‌ای را سبب می‌شوند [۳۴]. لین (۲۰۱۵)، در پژوهشی که درباره انواع سرمایه‌گذاران انجام داد، به این نتیجه رسید که در سرمایه‌گذاران عجول، رابطه مستقیم بین رفتار توده‌وار و پذیرش ریسک بالا وجود دارد. در پژوهش دوستار و همکاران(۱۳۹۶)، ارتباط بین ریسک‌پذیری و بروز رفتار توده‌وار در مدیران شرکت‌هایسرمایه‌گذاری تأیید شد؛به‌نحوی‌که مدیران ریسک‌پذیر رفتار توده‌وار کمتری از خود نشان می‌دهند [۱۲]. برگر[2](۲۰۱۲) نیز بیان می‌کند که تعیین رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران با پذیرش یا عدم‌پذیرش ریسک از سوی آن‌ها در ارتباط است [۴]. بر همین اساس در بخشی از این پژوهش،رابطه بین رفتار توده‌واربه‌عنوان متغیر وابسته و ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران«بورس اوراق بهادار تهران»به‌عنوان متغیر مستقل در مدل پژوهش بررسی شده است. از سوی دیگر بی شک یکی از بالاترین عناصری که در موجودیت و رفتار هر جامعه دخالت دارد، فرهنگ آن جامعه است. اغلب تحلیل ها در باره وقایع سازمان ها و بازار ها از بحران های مالی جهانی تا وقایعی از قبیل تولید بدون فروش، سرکشی تجاری و رسوایی های اتحادیه های کارگری همگی خبر از به اشتراک گذاری یک پیام اساسی و عمومی دارد. استدلال شده است که این مشکلات اکتسابی هستند؛ زیرا از ضعف های فرهنگی نشأت می‌گیرند [۵]. تأثیراتی که فرهنگ بر اقتصاد و مسائل مالی دارد از زمینه های نوین در پژوهش های بین المللی مالی است. تفاوت های فرهنگی بین کشور ها و میان اقوام مختلف در یک کشور نشان دهنده تأثیر جریانات تجاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و جریانات مربوط به پورتفولیو، موفقیت ادغام و عملکرد پورتفولیو است؛ بنابراین این که سرمایه‌گذاران موجود در ساختار یک شرکت یا یک بازار به فعالیت های سرمایه گذاری خود ادامه می دهند یا خیر، این که به غیر از عوامل مالی و بازرگانی چه عواملی موجب ایجاد رغبت برای سرمایه‌گذاری و یا استمرار آن خواهد شد و اینکه عوامل فرهنگی چه تأثیر در رفتار و تصمیم‌هایسرمایه‌گذاران خواهد داشت، بسیار حائز اهمیت است [۲۵]. بلاسکو و همکاران(۲۰۱۷) و لین (۲۰۱۵) نیز در پژوهش‌های جداگانه ارتباط بین ویژگی‌های فرهنگی و قومیتی و رفتار توده‌وار را بررسی و تأیید کردند [۵، ۲۸]. در هر دوی این پژوهش‌ها از ابعاد معرفی‌شده توسط هافستد[3](۱۹۸۳)، استفاده شده و نتایج نشان‌دهنده تفاوت در بروز رفتار توده‌وار بین مردسالاران و زن‌سالاران و همچنین میزان

1.Brown & Barnwell
2. Berger
3. Hofstede

www.SID.ir

Archive of SID

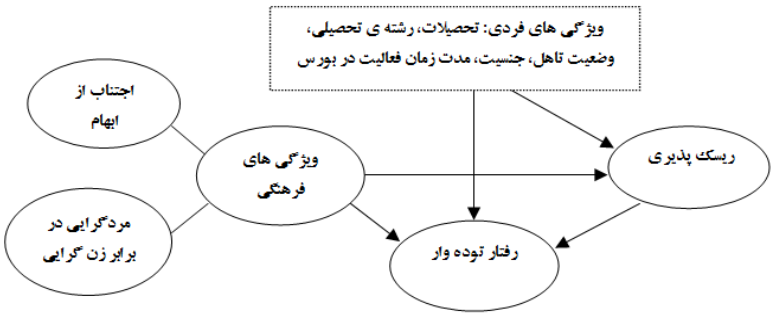
اجتناب از ابهام در بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در نمونه موردپژوهش است. یاعو و هی(۲۰۱۴)، نیز به‌طور مستقیم به بروز رفتار توده‌وار در اثر فرهنگ ملّی اشاره کرده و در بررسی فرهنگ ملّی ابعاد معرفی‌شده توسط هافستد را استفاده کرده‌اند [۴۴]. خوشنود و همکاران (۱۳۹۲)، علاوه بر تأیید وجود رفتار توده‌وار در «بورس اوراق بهادار تهران»، عوامل آموزش و فرهنگ را بسیار حائز اهمیت و مؤثر معرفی کرده‌اند [۳۹]؛ همچنین فرهنگ بر استراتژی های معاملاتی تأثیر می‌گذارد. برخی ویژگی های فرهنگی از سازگاری بیشتری با قدرت ریسک پذیری در سرمایه گذاری نسبت به دیگر ویژگی ها برخوردارند. همسو با این ایده چوئی و وی(۲۰۰۹)، دریافتند که تفاوت های فرهنگی بر بازدهی استراتژی های معاملاتی مبتنی بر مومنتوم اثر گذار است. آن ها با بهره گیری از تفاوت در معیار های فرهنگی تبیین شده توسط هافستد(۲۰۰۱)، نشان دادند که کشور های دارای گرایش بالاتر به سمت فرد گرایی، حجم مبادلات بیشتر و نوسان‌پذیری بالاتر قیمت ها را شاهد هستند و رفتار سرمایه‌گذاران در آن کشور ها به طور قوی به سود آوری های بالاتر وابسته است. ارتباط بین ریسک‌پذیری و عوامل فرهنگی در پژوهش بلاسکو و همکاران (۲۰۱۷)، نیز بررسی و تأییدشده است [۵، ۳۰]؛ بنابراین یکی دیگر از اهداف در این پژوهش بررسی چگونگی رابطه‌ی بین ویژگی‌های فرهنگی با رفتار توده‌وار و همچنین ریسک‌پذیری در بین سرمایه‌گذاران«بورس اوراق بهادار تهران» خواهد بودودر این پژوهش دو بُعد از تقسیم‌بندی هافستند را به‌دلیل جامعیت مطالعات در ارتباط با موضوع و تطبیق این دو بُعد با جامعه موردپژوهش، موردبررسی قرار گرفت که عبارت‌اند از: روش‌های برخورد با عدم‌اطمینان و بلاتکلیفی (اجتناب از عدم‌اطمینان و بلاتکلیفی) و مردگرایی (مردگرایی در مقابل زن‌گرایی). کاردوکسی و وانگ[1](۱۹۹۸)، نشان دادند افرادی که دارای تیپ شخصیتی از نوع A هستند، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری پرریسک دارند که مربوط می‌شود به اینکه این نوع از تیپ شخصیتی علاقه زیادی به درآمدهای بالا نسبت به تیپ شخصیتی نوع B دارند که در تعریف تیپ شخصیتی، جنسیت، سن و میزان سواد به‌عنوان شاخص در نظر گرفته شده است. در سطح سازمان نیز یک مدیر به‌عنوانتصمیم‌گیرنده کلیدی نقش ایفا می‌کند و باید با شناخت عوامل رفتاری، روانی و شرایط اقتصادی در دوره‌ها و بازه‌های متفاوت سنی و سایر ویژگی‌های شخصی، تصمیم‌گیریدوره‌های مختلف خود را تجزیه‌وتحلیلکند [۴۶]. باربر و اودن[2](۲۰۰۱)، نیز پژوهشی با این موضوع انجام دادند که «پسرها پسر خواهند بود: جنسیت، فرااعتمادی و سرمایه‌گذاری در سهام عادی». یافته‌ها نشان داد به دلیل اینکه مردان نسبت به زنان فرااعتمادی بیشتری دارند، حجم معاملاتشان بالاتر بوده،

1. Yao & He
2. Carducci & Wong
3. Barba& Odean

www.SID.ir

Archive of SID

ریسک بیشتری می‌پذیرند و عملکرد آنان پایین‌تر از زنان است [۳]. پژوهش سولتانا[1](۲۰۱۰)، نشان داد که بین ویژگی‌های فردی از جمله جنسیت، سن و تجربه‌سرمایه‌گذاری با تورش‌های رفتاری و ریسک‌پذیری ارتباط وجود دارد [۳۷]. رحمانی و مرشیدی (۱۳۹۶)، نیز دوره‌های سنی و جنسیت را از عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار معرفی کردند [۳۲]. پژوهش‌های مختلفی در بررسی رابطه بین ویژگی‌های فردی نظیر سن، جنسیت و میزان فعالیت یا تجربه با ریسک‌پذیری و رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران از جمله رفتار توده‌وار صورت گرفته است که نتایج آن‌ها متفاوت بوده‌اند. لامونت[2](۲۰۰۲) و آوری و شوالیر[3](۱۹۹۹)، رابطه بین سن و مدت فعالیت در بازارهای مالی را با ریسک‌پذیری و بروز رفتار توده‌واربه‌صورت مستقیم و لی[4](۲۰۰۲) و گراهام[5](۱۹۹۹)، آن را از نوع معکوس بیان کرده‌اند [۱۹، ۲، ۲۷]؛ بنابراین در این پژوهش رابطه بین ویژگی‌های فردی متناسب با موضوع و جامعه پژوهش از جمله جنسیت، سن، وضعیت تأهل، میزان تحصیلات، مدت‌زمان فعالیت در بورس و رشته تحصیلی را با میزان ریسک‌پذیری افراد و توده‌واری رفتار آن‌هاموردبررسی قرار گرفته است. با توجه به وجود پیشینه علمی در ارتباط مستقیم بین ویژگی‌های فردی با ریسک‌پذیری و همچنین ارتباط مستقیم ریسک‌پذیری با رفتار توده‌وار، بررسی نقش میانجی ریسک‌پذیری در ارتباط بین ویژگی‌های فردی و رفتار توده‌وار نیز در این پژوهش بررسی شدهاست. مدل مفهومی اولیه پژوهش در شکل ۱، ترسیم و ابتدا تعریف‌های عملیاتی و سپس فرضیه‌ها مطابق با آن طرح شده است.



شکل ۱.مدل مفهومی پژوهش

در پژوهش حاضر متغیر های معرفی شده در مدل به صورت زیر تعریف و اندازه گیری شده‌اند؛ همچنین گویه‌های مربوط به هر متغیر در جدول‌های ۲ و ۳،ارائه شده است:

1.Sultana
2.Lamont
3.Avery & Chevalier
4.Li
5.Graham

www.SID.ir

Archive of SID

رفتار توده‌وار[1]: این رفتار با بررسی رفتارهایی که فرد مغایر با دیدگاه‌های علمی انجام خواهد داد، تعریف شده است. درواقع پرسش های مطرح‌شده،عکس العمل‌های فرد را در پیروی بی‌قید و شرط یا خلاف آن نسبت به سایر فعالان بازار مشخص خواهد کرد و برای سنجش آن ۶ گویه مطابق با بررسی پیشینه مبانی نظری پژوهش در نظر گرفته شده که روایی و پایایی آن در پرسشنامه مورد-آزمون قرار گرفته و تأیید شده است.

ویژگی‌های فردی: این متغیر با درنظرگرفتن اهداف پژوهش و جامعه آماری عبارت است از: جنسیت، سن، میزان تحصیلات و رشته تحصیلی و مدت زمان فعالیت در بازار بورس که با یک سؤال چند بخشی سنجیده شده است.

ویژگی‌های فرهنگی[2](فرهنگ): این متغیر بر اساس ۲ معیار از معیارهای شش‌گانه استاندارد هافستد (مردسالاری در برابر زن‌سالاری و اجتناب از ابهام) با استفاده از سؤال‌های استاندارد در اینباره تعریف می‌شود که تعداد ۶ گویه در پرسشنامه مورداستفاده قرار گرفته است.

میزان ریسک‌پذیری[3]: این متغیر با پرسش‌های درباره میزان ریسک‌پذیری و ریسک گریزی افراد تعریف شده و برای سنجش آن از ۵ گویه مطابق با بررسی مبانی نظری پژوهش استفاده شده استکه روایی و پایایی آن در پرسشنامه موردآزمون قرار گرفته و تأیید شده است.

ـفرضیه شماره ۱: ویژگی‌های فردی(جنسیت، سن، وضعیت تأهل، میزان تحصیلات، رشته تحصیلی و مدت‌زمان فعالیت در بورس) تأثیرمعناداری بر بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» دارند.

ـفرضیه شماره ۲: میزان ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران»تأثیرمعناداری بر بروز رفتار توده‌وار این افراد دارد.

ـفرضیه شماره ۳: ویژگی‌های فرهنگی تأثیرمعناداری بر بروز رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» دارد.

ـفرضیه شماره ۴: میزان ریسک‌پذیریتأثیرمیانجی‌گریدر رابطه بین ویژگی‌های فرهنگی و رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» ایفا می‌کند.

۳.روش‌شناسی

با توجه به تقسیم‌بندی کریسول[4](۲۰۰۳)، این پژوهش از نوع آمیخته اکتشافی بوده و برای ترسیم مدل اولیه از مطالعات دقیق مبانی نظری و شناسایی عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌واراستفاده شده

1. Herding
2. Cultural dimension
3. Risk Behavior
4.Creswell

www.SID.ir

Archive of SID

ا ست. این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و از نوع تو صیفی پیمایـ شی و مقطعی ا ست. جامعه آماری و قلمرو مکانی این پژوهش، سرمایه‌گذاران حقیقی «بورس اوراق بهادار تهران» ا ست که برای محاسـبه حداقل علمی تعداد پرسـشـنامه‌هایی که باید به‌عنوان نمونه آماری توزیع شـود از فرمول وسـتلند[۱][۴۱]،رابطه شـماره ۱، برابر ۸۹ نمونه بوده اسـت که برای تعمیم‌پذیری بهتر و بالاتر در جامعه آماری، تعداد ۱۹۰ پر سـشنامه مـ شتمل بر ۱۸ سؤال(جدول‌های ۲ و ۳) به شکل، ویژگی‌های فردی با ۱ سؤال چندبخشی، عوامل فرهنگی با ۶ سؤال، توده‌واری رفتار با ۶ سؤال و ریسک‌پذیری با ۵ سؤال، هر یک با طیف پاسخگویی پنج‌گزینه‌ای لیکرت به‌صورتآنلاین و روش غیراحتمالی درد سترس، در بازه زمانی یک ساله از مرداد ۱۳۹۶، توزیع و نتایج جمع‌آوری شد. در این پژوهش در گام نخست از روش‌های آمار تو صیفی در تنظیمداده‌ها در جداول توزیع فراوانی و محاسـبه شـاخص‌های تمرکز و پراکندگی اسـتفاده شـده اسـت؛ سـپس در گام بعدی تجزیه‌وتحلیلداده‌هااز تکنیک‌های آمار ا ستنباطی در قالب معادلات ساختاری[۲] استفاده شده ا ست. به دلیل برگرفتن متغیرهای پژوهش از مطالعه مبانی نظری پژوهش و تنظیم گویه‌ها، ابتدا تحلیل عاملی اکتشافی بر روی داده‌های هر متغیر اجرا شد. قبل از اجرای تحلیل عاملی برای اطمینان از نرمال‌بودن، داده‌های هر سؤال بر ا ساس آزمون چولگی چک شد که چولگی تمامی سؤال‌ها در بازه ۱+ و ۱- قرار داشت؛ سپس در تحلیل عامل تأییدی از شاخص‌های برازش هنجارشده بنتلر-بونت،[۳] برازش افزایشـی،[۴] برازش توکر-لویس،[۵] برازش تطبیقی،[۶] نیکویی برازش،[۷] ریشـه میانگین مربعات خطای برآورد،[۸] اسـتاندارد ریشـه دوم میانگین مربعات باقیمانده،[۹] نسـبت کای‌دو به درجه آزادی[۱۰] با توجه به سـطح معناداری[۱۱] در نرم‌افزار آموس ۱۸ اسـتفاده شـده اسـت. برای بررسـی تعدادی از فرضـیه‌ها از تحلیل واریانس چندطرفه[۱۲] و روش آلفای کرونباخ برای سـنجش پایایی گویه‌ها در نرم‌افزار SPSS 22 استفاده شد. پس از اجرای $n > (50 * a^2) - 450\ a + 1100$ مراحل برازش مدل موردبرر سی،مدل‌هایاندازه‌گیری و در انتها مدل نهایی در شکل‌های ۲ تا ۵، با ضرایب استاندارد اصلاحی و اعداد معناداریگزارش‌شده در جدول۷، ترسیم شده است.

رابطه (۱) تعیین حجم نمونه

1. Westland
2. Structural Equation Model(SEM)
3. NFI
4. IFI
5. TLI
6. CFI
7. GFI
8. RMSEA
9. SRMR
1 . CMIN/DF 0
1 . P-Value 1
1 . MANOVA 2

www.SID.ir

Archive of SID

n: حجم نمونه، (q/m =a)، q: تعداد پرسش‌ها یا گویه‌های پرسشنامه، m: تعداد کل متغیرهای در مدل

٤. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

برای تجزیه‌وتحلیل داده ابتدا با استفاده از آزمون KMO و بارتلت، کفایت پرسشنامه برای تحلیل عامل ارزیابی شدکه نتایج آن در جدول ۱،مشاهده می‌شود. با توجه به مقدار شاخص بیشتر از۰/۷ برای همه‌متغیرها، تعداد نمونه برای تحلیل عاملی کافی است؛ همچنین مقدار sigآزمون بارتلت، کوچک‌تر از ۰/۰۵، نشان می‌دهد تحلیل عاملی برای شناسایی ساختار مدل عاملی مناسب است و فرض شناخته‌شده‌بودن ماتریس همبستگی رد می‌شود.در پژوهش حاضر برای استخراج عامل‌ها از روش مؤلفه‌های اصلی و برای چرخش عامل‌ها از روش واریماکس با نرمال سازی کیسر بهره گرفته شد. ملاک تصمیم‌گیری در مورد بقا یا حذف سؤال‌های پرسشنامه از تحلیل عاملی، مقادیر اشتراک استخراجیآن‌ها است. بدین ترتیب که اگر مقدار اشتراک استخراجی هریک از سؤال‌هاکمتر از۰/۵ باشد، آن سؤال از تحلیل عاملی کنار گذاشته می‌شود؛ همچنین ملاک تصمیم‌گیری در مورد دسته‌بندی سؤال‌ها، مقادیر ویژهبالاتر از۱ و نمرات عاملی بالاتر از ۰/۴در نظر گرفته شدهاست. نتایج آزمون تحلیل اکتشافی پس از اعمال نکات بیان‌شده، در جدول‌های ۲ و ۳،ارائه شده است.

جدول ۱.آزمون KMO و بارتلت برای سؤال‌های مربوط به متغیرها

آزمون KMO(ریسک‌پذیری)		۰/۸۷۳
آزمون بارتلت (ریسک‌پذیری)	χ^2	۶۷۴/۲۸۵
	درجه آزادی	۳۶
	Sig	۰/۰۰۰
آزمون KMO(ویژگی‌های فرهنگی)		۰/۷۰۴
آزمون بارتلت (ویژگی‌های فرهنگی)	χ^2	۴۴۹/۸۰۱
	درجه آزادی	۲۸
	Sig	۰/۰۰۰
آزمون KMO(رفتار توده‌وار)		۰/۸۸۳
آزمون بارتلت (رفتار توده‌وار)	χ^2	۵۲۵/۰۸۶
	درجه آزادی	۱۵
	Sig	۰/۰۰۰

www.SID.ir

Archive of SID

جدول۲. نتیجه تحلیل عاملی اکتشافی

سؤال‌ها	عامل ریسک‌پذیری	اشتراک استخراجی
تمایل به خرید سهام با ریسک بالا در من مشهود است.	۰/۸۳۹	۰/۷۰۳
تمایل دارم مبالغ قابل توجهی پول را در قرعه کشی سرمایه‌گذاری کنم.	۰/۸۹۴	۰/۷۹۹
برای دوستانم ضمانت بانکی خواهم کرد.	۰/۷۱۷	۰/۵۱۴
تمایل زیادی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و طرح های جدید و ناشناخته دارم.	۰/۷۹۴	۰/۶۳۰
بخش زیادی از درآمدم را برای دوستانم و روابطم با آنان هزینه می‌کنم.	۰/۸۱۹	۰/۶۷۱
مقدار ویژه عامل‌ها	۳/۳۱۶	--
درصد واریانس تبیین‌شده	۶۶/۳۲۸	--
درصد تجمعی واریانس تبیین‌شد	۶۶/۳۲۸	--
تحلیل های شخصی خودم اصلی ترین عامل تصمیم گیری در خرید یا فروش در بازار سهام نیست.	۰/۷۰۷	۰/۵۰۰
اقدام عده زیادی از سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش (ایجاد صف) در بازار باعث انجام آن از سوی من نیز می‌شود.	۰/۸۳۸	۰/۷۰۲
در تصمیمات سرمایه گذاری خود معمولاً از روند و تصمیمات اغلب سرمایه‌گذاران پیروی می‌کنم.	۰/۸۳۳	۰/۶۹۴
اغلب تصمیمات من در بازار سرمایه متأثر از تصمیمات عمده مشارکت کنندگان در بازار است.	۰/۸۵۵	۰/۷۳۲
بر این باورم که تصمیمات سرمایه‌گذاری که جمع می‌گیرند از تصمیمات شخصی من درست‌تر است.	۰/۷۵۹	۰/۵۷۶
حتی اگر برخلاف تحلیل‌های علمی و شخصی باشد، ترجیح می‌دهم از تصمیمات عمده سرمایه‌گذاران پیروی کنم.	۰/۷۱۰	۰/۵۰۵
مقدار ویژه عامل‌ها	۳/۷۰۸	--
درصد واریانس تبیین‌شده	۶۱/۷۹۶	--
درصد تجمعی واریانس تبیین‌شده	۶۱/۷۹۶	--

جدول ۳. نتیجه تحلیل عاملی اکتشافی

سؤال‌ها	عامل اول	عامل دوم	اشتراک استخراجی
	مردگرایی در برابر زن گرایی	اجتناب از ابهام	
برای پست مدیریت عالی در یک سازمان اولویت با مردان است.	۰/۸۴۱		۰/۷۴۵

www.SID.ir

Archive of SID

سؤال‌ها	عامل اول	عامل دوم	اشتراک استخراجی
	مردگرایی در برابر زن گرایی	اجتناب از ابهام	
زنان نسبت به مردان به کارکردن در یک جوّ دوستانه بها بیشتری می‌دهند.	۰/۸۳۹		۰/۷۳۵
من معتقد هستم زنان نسبت به مردان برای داشتن یک مسیر ترقی حرفه‌ای، اهمیت کمتری قائلند.	۰/۶۵۳		۰/۵۲۹
برای من مهم است که همه اطلاعات و ملزومات لازم پیش از تصمیم‌گیری در اختیارم قرار گیرد.		۰/۸۵۸	۰/۷۶۸
رویه‌های عملکرد استاندارد برای من از اولویت بالای برخوردار است.		۰/۸۲۲	۰/۷۳۵
در هنگام خرید یا فروش یک سهم اطلاعات کامل و درستی در اختیار دارم.		۰/۸۰۴	۰/۶۶۰
مقدار ویژه عامل‌ها	۲/۸۹۳	۱/۰۸۶	--
درصد واریانس تبیین‌شده	۲۷/۷۰۱	۱۹/۷۱۵	--
درصد تجمعی واریانس تبیین‌شده	۲۷/۷۰۱	۷۱/۷۰۴	--

پایایی کل داده‌ها در این پژوهش با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ محاسبه شد که نتایج در جدول ۴، آورده شده است.به‌عنوان یک قاعده کلی، حدنصاب لازم آلفای کرونباخ برای یک شاخص ۰/۷۰ در نظر گرفته می‌شود [۲۰].

جدول ۴. نتایج محاسبه پایایی

ضریب آلفای کرونباخ (ریسک‌پذیری)	تعداد سؤال‌ها
۰/۸۷۲	۵
ضریب آلفای کرونباخ (ویژگی‌های فرهنگی)	**تعداد سؤال‌ها**
۰/۷۷۸	۸
ضریب آلفای کرونباخ(رفتار توده‌وار)	**تعداد سؤال‌ها**
۰/۸۷۰	۶

نتایج آزمون توزیع نرمال چندمتغیره برای سؤال‌های عوامل مکنون مدل پژوهش شامل ریسک‌پذیری، رفتار توده‌وار و ویژگی‌های فرهنگی، با اماره آزمون قدر مطلق نسبت بحرانی بررسی‌شد و هر جا مقدار این آماره کمتر از ۲/۵۸ بوده باشد، سؤال‌های عامل موردنظر دارای توزیع نرمال چند متغیره است. برای محاسبه همبستگی بین متغیرهای پژوهش از آزمون همبستگی استفاده شده است که ضریب همبستگی، شدت و نوع رابطه را نشان می‌دهد. این ضریب بین ۱ تا ۱- است و در صورتنبود رابطه بین دو متغیر برابر صفر استو با توجه به نتایج(اعداد داخل پرانتز) در

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۵، مشخص شد که بین دو متغیر ارتباط معناداری وجود دارد. با توجه به جدول ۵، همبستگی بین رفتار توده‌وار با ریسک‌پذیری۰/۳۵ در حد متوسط و مثبت است؛ یعنی با افزایش ریسک‌پذیری، رفتارهای توده‌وار افزایش می‌یابد؛ اما رابطه ویژگی‌هایفرهنگی (۰/۳۲-) و رفتار توده‌وار در حد متوسط و منفی است؛ یعنی با افزایش ویژگی‌های فرهنگی، رفتارهای توده‌وار کم می‌شود(عدد داخل پرانتز نشان‌دهنده سطح معناداری و عدد بیرون ضریب همبستگی است). شاخص‌های بیان مقبولیت مدل نیز در جدول ۶ گزارش شده است.

جدول ۵. محاسبه همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	رفتار توده‌وار	ریسک‌پذیری
ویژگی‌های فرهنگی	۰/۳۲-(۰/۰۰۰)	۰/۲۳-(۰/۰۰۱)
ریسک‌پذیری	۰/۳۵(۰/۰۰۰)	۱

جدول ۶. شاخص‌های سنجش برازشکل مدل

نتیجه	برازش مدل	میزان استاندارد	معادل فارسی	نوع شاخص
نسبتاً مطلوب	۰/۸۵۰	۰/۹۰≤	شاخص برازش هنجارشده بنتلر ـ بونت	NFI
مطلوب	۰/۹۸۴	۰/۹۰≤	شاخص برازش افزایشی	IFI
مطلوب	۰/۹۸۱	۰/۹۰≤	شاخص برازش توکر ـ لویس	TLI
مطلوب	۰/۹۸۴	۰/۹۰≤	شاخص برازش تطبیقی	CFI
نسبتاً مطلوب	۰/۸۴۶	۰/۹۰≤	شاخص نیکویی برازش	GFI
مطلوب	۰/۰۲۵	۰/۰۵>	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	RMSEA
مطلوب	۰/۰۶۴	۰/۰۸≥	استاندارد ریشه دوم میانگین مربعات باقیمانده	SRMR
مطلوب	۱/۱۰	۲>	نسبت کای‌دو به درجه آزادی	CMIN/DF
مطلوب	۰/۰۵۳	۰/۰۵ >	سطح معناداری	P-Value

برای آزمون فرضـــیه اول، یعنی ارتباط بین ویژگی‌های فردی و رفتار توده‌وار، از تحلیل واریانس[1] چندطرفه استفاده شد. برای تشخیص اینکه کدام متغیر ویژگی‌های فردی در مدل دارای اثرمعنادار اســت، از آماره‌هایآزمون پیلای،[2] لاندای ویلکز[3]و آماره هتلینگ[4]اســتفاده شــد و با توجه به نتایج، اثر سن، وضعیت تأهل، سطح تحصیلات و سابقه فعالیت بیش از ۵ سال در بورس (P>0.05) بر رفتار توده‌وار رد شــد؛ اما اثر جنســیت و ســابقه فعالیت کمتر از ۵ ســال در بورس بر عامل رفتار توده‌وار به‌ترتیب با P=.027 و P=0.000تأیید شد.

1. MANOVA
2. Pillai's Trace
3. Willk's Lambda
4. Hotelling's Trace

www.SID.ir

Archive of SID

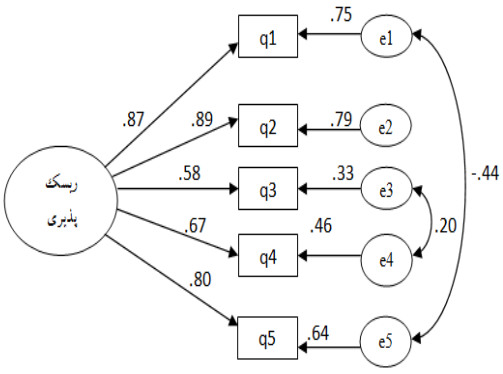
برای آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز از تحلیل واریانس چندطرفه و آماره‌های آزمون پیلای، لاندای ویلکز و نیز آماره هتلینگ استفاده شد که بطبق نتایج، اثر سن بر عاملریسک‌پذیری(P=0/254) و اثر جنسیت، وضعیت تأهل، سطح تحصیلات و رشته تحصیلی و سابقه فعالیت بر ریسک‌پذیری رد شد (P>0.05)؛بنابراین ریسک‌پذیری تحت تأثیر مشخصات فردی قرار نمی‌گیرد و فرضیه پژوهش رد می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌های سوم، چهارم، پنجم و ششم از آماره T استفاده شد که نتایج در جدول ۷، ارائه شده است و با توجه به نتایج، هر چهار فرضیه تأیید می‌شود.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه‌های سوم، چهارم، پنجم و ششم

مسیر	ضریب استاندارد اصلاحی (تحلیل عامل تأییدی)	ضریب تعیین	آماره تی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
ویژگی‌های فرهنگی – رفتار توده‌وار (ارتباط مستقیم)	-۰/۲۸۶	۰/۰۸۲	-۲/۹۶۳	۰/۰۰۳	تأیید
ویژگی‌های فرهنگی – ریسک‌پذیری	-۰/۴۳۳	۰/۱۸۷	-۳/۴۰۷	۰/۰۰۰	تأیید
ریسک‌پذیری–رفتار توده‌وار	۰/۲۸۵	۰/۰۸۱	۳/۸۴۲	۰/۰۰۰	تأیید
ویژگی‌های فرهنگی – ریسک‌پذیری– رفتار توده‌وار (ارتباط غیرمستقیم)	-۰/۱۲۳ =-۰/۴۳۳×۰/۲۸۵	۰/۰۱۵	تأیید فرضیه میانجی‌گری		
ارتباط کل	(-۰/۲۸۶)+(-۰/۱۲۳)=-۰/۴۰۹				

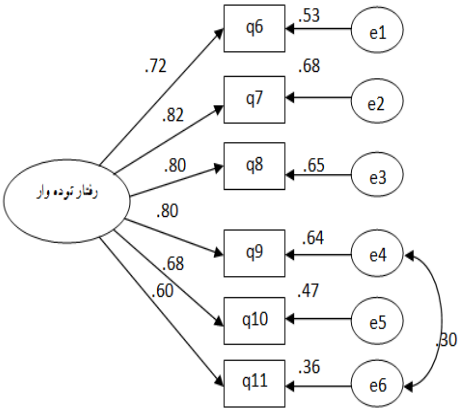
بر اساس نتایج،مدل‌های نهایی هر متغیر و مدل نهایی پژوهش در شکل‌های ۲تا ۴، ارائه شده است.



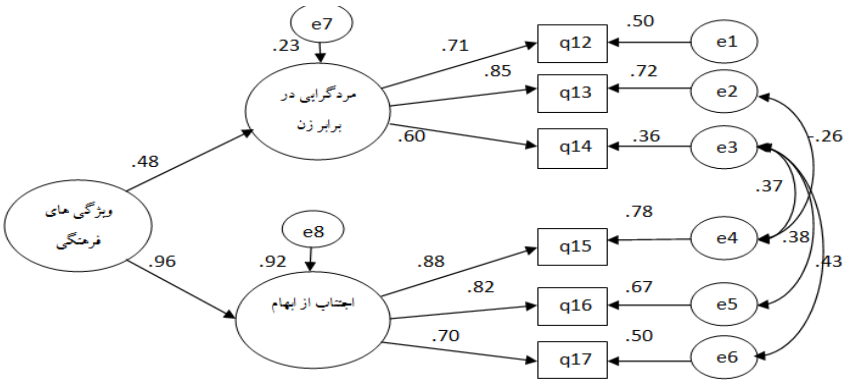
شکل ۲. مدل نهایی ریسک‌پذیری با ضرایب استاندارد اصلاحی

www.SID.ir

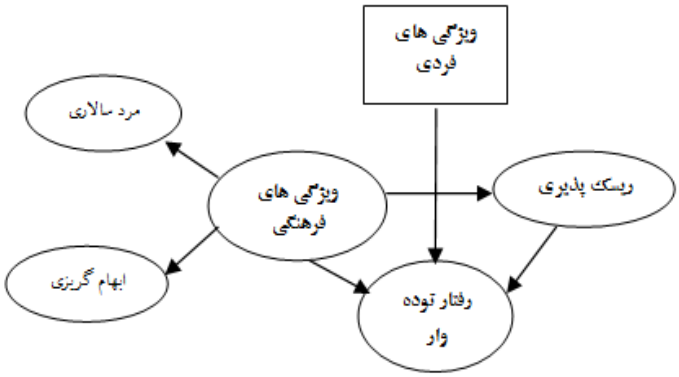
Archive of SID



شکل ۳. مدل نهایی رفتار توده‌وار با ضرایب استانداراصلاحی



شکل ۴. مدل نهایی ویژگی‌های فرهنگی با ضرایب استاندارد اصلاحی



شکل ۵. مدل نهایی پژوهش

www.SID.ir

Archive of SID

۵. بحث و نتیجه‌گیری

آزمون فرضیه اول نشان ازتأثیرگذاری ویژگی‌های فردی با رفتار توده‌وار دارد.بخش‌های مختلف تحلیل نشان می‌دهد که زنان بیشتر از مردان و افراد تازه‌وارد به بورس بیشتر از افراد با تجربه بالاتر از دو سال، رفتار توده‌وار از خود بروز می‌دهند. نتایج این فرضیه پژوهش با این ابعاد در مبانی نظری پژوهش جدید بوده و در زمینه ارتباط جنسیت با بروز رفتار توده‌وار منطبق با نتایج پژوهش باربر و اودن(۲۰۰۱)است. بررسی فرضیه دوم و نتایج آن نشان‌دهندهعدم‌تفاوت معنادار بین ویژگی‌های فردی و میزان ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران است. نتایج این بخش در بررسی رابطه جنسیت و ریسک‌پذیری برخلاف یافته‌های کاردوکسی و وانگ(۱۹۹۸) است. تأثیرمعنادار مدت فعالیت در بورس بر ریسک‌پذیری افراد نیز در پژوهش حاضر مشاهده نشد که این نتیجه بر خلاف پژوهش هیبرت و همکاران(۲۰۱۳) است که بیان کردند، افراد با سطح تجربه بالاتر در بازار، ریسک بیشتری می‌پذیرند. آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد بین میزان ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وارسرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران»رابطه‌معناداری وجود دارد. این ارتباط به میزان مثبت ۲۸/۵ درصد است؛ بدین معنا که میزان ریسک‌پذیری اثری مستقیم بر رفتار توده‌وار دارد و سرمایه‌گذارانریسک‌پذیر، رفتار توده‌وار بیشتری دارند. این نتیجه به لحاظ جهت رابطه، بر خلاف دستاورد پژوهش لین(۲۰۱۲) است که بر روی مدیران صورت گرفت. نتایج آزمون فرضیه چهارم نیز نشان می‌دهد کهبین ویژگی‌های فرهنگی و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران» رابطه معناداری وجود دارد. این ارتباط به میزان منفی ۲۶/۶ درصد است. بدین معنا که ویژگی‌های فرهنگی اثری معکوس بر رفتار توده وار دارد و سرمایه‌گذاران با ویژگی‌های اجتناب از ابهام بالاتر و مردگرایی پایین‌تر، رفتار توده‌وار کمتری دارند؛ به عبارت ساده سرمایه‌گذاران ابهام‌گریز کمتر رفتار توده‌وار از خود نشان می‌دهند. بررسی مبانی نظری پژوهش نتایج این فرضیه را بدون مشابه نشان می‌دهد. نتایج فرضیه پنجم نشان می‌دهد که ویژگی‌های فرهنگی بر میزان ریسک‌پذیری سرمایه گذاران در «بورس اوراق بهادار تهران»تأثیرمعناداری دارد. این ارتباط به میزان منفی ۴۳/۳ درصد است؛ بدین معنا که ویژگی‌های فرهنگی، اثر معکوسی بر میزان ریسک‌پذیری دارد و سرمایه‌گذاران با ویژگی‌های اجتناب از ابهام بالاتر و مردگرایی پایین‌تر، ریسک‌پذیری کمتری دارند. نتایج این بخش منطبق بر یافته‌های بلاسکو و همکاران(۲۰۱۷) است؛ همچنین بررسی نتایج فرضیه ششم نشان می‌دهد، ارتباط مستقیم ویژگی‌های فرهنگی با رفتار توده‌واربه میزان منفی ۲۸/۶ درصد و معناداراست. ارتباط ویژگی‌های فرهنگی با ریسک‌پذیری و ارتباط ریسک‌پذیری با رفتار توده‌وارمعنادار بود؛ بنابراین ارتباط غیرمستقیم ویژگی‌های فرهنگی با رفتار توده‌وار از طریق ریسک‌پذیری برابر ۱۲/۳- درصد و معنادار است؛ازاین‌رو ارتباط کل

1. Hbbert et al

www.SID.ir

Archive of SID

ویژگی‌های فرهنگی با رفتار توده‌وار از طریق ریسک‌پذیری برابر۰/۴۰۹-برآورد شده است؛بنابراینریسک‌پذیریمی‌تواند نقش میانجی‌گری در رابطه ویژگی‌های فرهنگی و رفتار توده‌وار ایفا کند و فرضیه پژوهشتأییدمی‌شود. مطابق با نتایج هر چقدر ریسک‌پذیری افزایش یابد، اثر ویژگی‌های فرهنگی بر رفتار توده‌وار بیشتر می‌شود. به عبارت ساده‌تر‌ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران بخشی ازرابطه بین ویژگی‌های فرهنگی با ابعاد مردگرایی در برابر زن‌گرایی و اجتناب از ابهام را متأثر از خود می‌سازد. مطالعهمبانی نظری پژوهش نتایج این فرضیه را بدون مشابه نشان می‌دهد. نتایج این فرضیه در بخش ارتباطات مستقیم بین متغیرها با نتایج پژوهش وین و فان(۲۰۱۷)، مطابقت دارد.

پیشنهادها و محدودیت‌ها. با توجه به آزمون و نتایج فرضیه‌های پژوهش، وجود رابطه بین ویژگی‌های فردی و بروز رفتار توده‌وار، ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار، ویژگی‌های فرهنگی و رفتار توده‌وار و همچنین وجود روابط میانجی مطابق با آنچهپیش‌تر توضیح داده شد، مشخص شد. بر اساس مدل این پژوهش به‌عنوان پیشنهاد اصلی به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار توصیه می‌شود تا مدل به‌کار رفته در این پژوهش را به‌منظور شناسایی و کنترل رفتار سرمایه‌گذاران و جلوگیری از بروز نتایج منفی و مخرب ناشی از آن مورداستفاده قرار دهند؛ به عبارت دیگر گردانندگان بازار می‌توانند با استفاده از مدل این پژوهش میزان ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فرهنگی و مشخصات فردی سرمایه‌گذاران را در زمان ورود و مراحل مختلف حضور در بازار سنجیده و با ارائه پیشنهاد های سرمایه‌گذاری مناسب، بروز رفتار توده‌وار در آنان را کنترل کنند. نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد با توجه به اینکه افراد با سابقه کمتر از ۲ سال در بازار بیشترین میزان بروز رفتار توده‌وار را داشته‌اند و با توجه به افزایش اقبال عمومی برای ورود به این بازار، پیشنهاد می‌شود که این افراد سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در سبد خود قرار دهند و با بررسی معاملات این صندوق ها تجربه کافی در تحلیل و سرمایه‌گذاری را کسب کنند. کارگزاران نیز به عنوان واسطه اصلی حضور افراد در بازار می توانند ارائه دهنده پیشنهاد های سرمایه‌گذاری مرتبط با شرایط افراد باشند. بر اساس نتایج فرضیه سوم پیشنهاد می‌شود بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در بررسی و تحلیل عملکردشان تفاوت در نظر گرفته شود. تمرکز این پژوهش بر سرمایه‌گذاران حقیقی بوده و نتایج آن بر خلاف مطالعه بر روی مدیران صندوق‌های سرمایه گذاری به‌عنوان اعضای حقوقی بوده است. نتایج این فرضیه نشان می‌دهد سرمایه گذاران حقیقی که به ظاهر ریسک‌پذیری بیشتری دارند، رفتار توده‌وار بیشتری از خود نشان می‌دهند. این نتیجه می‌تواندنشان‌دهنده این نکته باشد که ترس ازدست‌رفتن سود و سرمایه در افراد بیشتر از ریسک‌پذیریآن‌ها در تصمیم‌گیری اهمیت

1. Vinh & Phan

www.SID.ir

Archive of SID

دارد؛ به عبارت دیگر با وجود ریسک‌پذیر بودن، افراد همچنان با این تفکر که اطلاعاتی موجود است که آن‌ها نسبت به آن آگاهی ندارند، ترجیح می‌دهند تا از اکثریت بازار پیروی کنند. در این راستا پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران نحوه استفاده و تجزیه و تحلیل اطلاعات به روز شرکت های موجود در بازار را فرا بگیرند و با تحلیل مداوم اطلاعات بر روند تغییرات قیمت‌ها، الگوهای علمی رابطه بین ریسک و بازده موردانتظار را تبیین و از آن استفاده کنند. نتایج فرضیه چهارم تأثیرویژگی‌های فرهنگی بر رفتار توده‌وار را نشان می‌دهد، تحلیل نتایج نشان می‌دهد اجتناب از ابهام بالاتر توده‌واری رفتار را کاهش می‌دهد. ماهیت گویه‌های این پژوهش برای سنجش اجتناب از ابهام بر وضعیت اطلاعاتی و دسترسی به قواعد استاندارد استوار بوده است؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود تا روشن‌سازی در اطلاعات و رویه‌های استاندارد و همچنین یکسان‌سازی دسترسی به اطلاعات ایجاد شود تا سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری اطلاعات کامل و درستی در اختیار داشته و به آن اعتماد کنند. در این زمینه رویه‌های حسابرسی پیشرفته نیز می‌تواند باعث افزایش اعتبار اطلاعات و اعتماد سرمایه‌گذارانشود؛ همچنین با توجه به نتایج فرضیه پنجم این امر می‌تواند برای کنترل نتایج ریسک‌پذیری بالا نیز مؤثر باشد؛ به‌عبارت‌دیگر پیشنهاد می‌شود تا گردانندگان بازار با ایجاد اعتماد برای سرمایه‌گذاران از شفافیت، صحت و به‌روز بودن اطلاعات با ایجاد یک سیستم تأییدکننده و قابل‌اعتماد زمینه لازم برای تحقق الگوهای علمی و تحلیل‌های منطقی از سوی سرمایه‌گذاران را فراهم کنند تا علاوه بر محدودکردن رفتار توده‌وار از سوی آن‌ها،رابطه منطقی بین ریسک‌پذیری و کسب بازدهی در اثر تحلیل‌های منطقی را نیز ایجاد کنند. نتایج فرضیه ششم نیز اهمیت متغیر ریسک‌پذیری را در نقش میانجی نیز نشان می‌دهد. بر اساس نتایج مشخص شد که اجتناب از ابهام بیشتر، ریسک‌پذیری را کاهش می‌دهد و از این طریق باعث افزایش رفتار توده‌وارسرمایه‌گذارانمی‌شود؛ همچنین افراد با رویکرد مردگرایی پایین‌تر، ریسک‌پذیری کمتری دارند و رفتار توده‌وار کمتری از خود نشان می‌دهند؛بنابراین تعیین میزان ریسک‌پذیریسرمایه‌گذاران با استفاده از مدل و سؤال‌های پژوهش حاضر با توجه به گستردگی فرهنگ قومیتی در کشور به گردانندگان بازار کمک می‌کند تا با شناخت عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار و مدیریت آن مانع از بروز اثرات مخرب آن شوند. به متصدیان و مدیران بازار توصیه می‌شود تا با تکمیل و به‌روزکردن اطلاعات شخصی سرمایه‌گذاران از طریق کارگزاران در دوره‌های ثابت سالانه و تحلیل آن در دوره‌های مختلف، نوع رفتار افراد را پیش‌بینیکنند و با ارائه پیشنهادهای مناسب سرمایه‌گذاری مانع از بروز آثار مخرب رفتار توده‌وارشوند. انجام هر پژوهش می‌تواند باعث پیدایش نکات جدیدی برای پژوهش‌های آتی در زمینه موردنظرشود. این مدل جدید می‌تواندنقطه آغازی برای ارائه مدل‌هایجامع‌ترباشد؛ چنان‌که در طول انجام این پژوهش با توجه به ساختار بازار موردمطالعه مشخص شد که نقش کارگزاران بورس و معامله‌گران آن‌ها در ارائه پیشنهاد خرید یا فروش به

www.SID.ir

Archive of SID

سرمایه‌گذاران، توسعه یافتگی بازار موردمطالعه و احساسات دارای تأثیراتی بر بروز رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هستند؛ از این رو پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی این عوامل نیز در ارتباط با مدل ارائه شده بررسی شوند. برای توسعه مدل بالا در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود تا پژوهشگران وجود رابطه بین ریسک‌پذیری و ویژگی‌های فردی را که در این پژوهش تأیید نشد،مجدداً در نمونه‌های دیگر بررسی کرده و نتایج را مقایسه و تحلیل کنند. وجود محدودیت در هر پژوهشی اجتناب ناپذیر است و این پژوهش نیز از این قاعده مستثنا نبوده است. با توجه به اینکه نظرهای افراد از طریق پرسشنامه جمع‌آوری شد و امکان دسترسی به‌صورت تصادفی ساده به همه مخاطبان برای انتخاب نمونه وجود نداشت، این امر را می‌توان محدودیت اصلی پژوهش حاضر به‌شمار آورد؛ همچنین احتیاط در پاسخگویی یا جهت دار بودن در پاسخ ها می‌تواند باعث ایجاد تغییراتی در نتایج شود.

www.SID.ir

Archive of SID

منابع

1. Askarzade, G. Khalili Araghi, M., Nikomaram, H.,&Rahnama Rodposhti, F.(2017). Behavioral Stock Valuation Using 3d Grouping.*Financial Management Strategy*,5(2), 1-26. (In Persian)

2. Avery, C.N. & Chevalier J.A. (1999).Herding Over the Career.*Economics Letters*, *53*, 327-333.

3. Barbar, Brad M. &Odean, T. (2001). Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.*The Quarterly Journal of Economics*, *116(1)*, 261-292.

4. Berger a, Dave & Turtle, H.J. (2012).Cross-sectionalperformance and investor sentiment in a multiple riskfactor model.*Journal of Banking & Finance*, *36* 1107–1121.

5. Blasco, N., Corredor, P., Ferreruela, S. (2017). Can agents sensitive to cultural, organizational and environmental issues avoid herding? *Finance Research Letters*,*22*, 114-121.

6.Bouri, E., Gupta, R. &Roubaud, D. (2018).Herding behaviour in cryp-tocurrencies.*Finance Research Letters*.*29*. 216-221.

7.Brown, L. C., Barnwell, T. O., Jr. (1987). The enhanced stream water quality models QUAL2Eand QUAL2E-UNCAS: Documentation and User Manual. *Tufts University and US EPA, Athens, Georgia*.*6*. 3-87.

8. Carducci, B. J., & Wong, A. S. (1998). Type A and risk taking in everyday money matters.*Journal of Business and Psychology*, *12*, 355-359.

9. 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 and Finance*.*37*.1-13.

10. Corbet, S., Meegan, A., Larkin, C., Lucey, B.& Yarovaya, L. (2018). Exploring the dynamic relationships between cryptocurrencies and other financial assets.*Economics Letters*. *165*.28-34.

11- Daniel, K., Hirshleifer, D.,& Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under and over reactions. *Journal of Finance*, *53(6)*, 1839-1885.

12. Dostar, M., Mohammadnejad, A., &Javadian Langeroodi, M. (2017).Investigation the impact of herding behavior of fund managers on their risk taking in Tehran Stock Exchange.*Asset Management and Financing*,*5(2)*, 129-148. (In Persian)

13. Indārs, E. R.,Savin, A.&Lubloy A.(2018).Herding behaviour in an emerging market: Evidence from the Moscow Exchange.*Ememar*.*38.* 468-487.

14. Erfani, A. &Safai, S. (2017). Analysis of Equity Premium Puzzle and Study of Pitfalls in Estimating the Coefficient of Relative Risk Aversion in Tehran Stock Exchange.*Journal of Financial Management Perspective*,*7(19)*,27-51. (In Persian)

15. Farlin, J. D. (2006). Antecedents and consequences of heuristic biases»: Evidence from individual investors and small business owners. *Touro University International*.*3(11)*,15-32.

16. Ghalmagh, K., Yaghoobnezhad, A.,&Falah Shams, M.F. (2017). The Effect of Financial Literacy on Behavioral Biases in Tehran Stock Market Investors.*Financial Management Perspective*, 6(16), 75 – 95. (In Persian)

www.SID.ir

Archive of SID

17. Ghayour Baghbani, S. &Behboodi, O. (2017).Factors Affecting the Behavior of Investors Regarding Phenomenographical Approach.*Asset Management and Financing, 5(3),* 57-76. (In Persian)
18. Golarzi, G. (2013). Intentuional or Unintentiona Testing of Market Factor Beta Herding in Tehran Stock Exchange.*Journal of Financial Accounting Research, 5(1),* 87 – 97. (In Persian)
19. Graham, J.R. (1999). Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence.*The Journal of Finance*, *54*, 237-268.
20. Habibpoor, Karam. Safari, Reza.(2011). *SPSS guidance in survey researches.*Tehran Loye publications.[In Persian]
21.Hijroudi, F., Doustar, M., &Moradi, M. (2018). Analysis of the role of five factor model of personality on the the effect of financial information acquisition on behavior of investors in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, *7(25),*39-60.[In Persian]
22. Holmes, P., Kallinterakis, V., & Ferreira, M. P. (2018). Herding in a Concentrated Market: a Question of Intent.*European Financial Management*, *19(3),* 497-520.
23. Jahangirirad, M., Marfoo, M.,&Salimi, M. (2013). Investigation of Herding Behavior in Tehran Stock Exchange.*Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly, 11(42),* 139 – 156. (In Persian)
24.Johnson, M., Lindbrom, H.& Platan, P. (2018). Behavioral Finance and the Change of Investor Behavior during and after the Speculative Bubble at the End of the 1990s.*M.S Thesis*, School of Economic and Management, Lund University
25. Kheiri, M. & Pourali, E. (2015). Studying The Influence of Cultural Values on Different Investement of Institutionsl Investors among Companies Listed at Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Polocies, 3(9),* 159 -194. (In Persian)
26- Kim, K, A., Nofsinger, J, R. (2008). «Behavioral finance in Asia», *Pacific Basin Finance Journal*, 16, 1-7.
27.Lamont, O. (2002). Macroeconomic Forcasts and Microeconomic Forcasters.*Economic Behavior and Organization*, *48,* 265-280.
28. Lin, H. W. (2015). How Herding Bias could be derived from Individual Investor Types and Risk Tolerance? *International Journal of Economics and Management Engineering*, *6(6),* 1395-1400.
29. March, J.G. & Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking.*Management Science*,*33(11),* 1404 – 1418.
30. Motafaker Azad, M., Asgharpour, H., &Amini Khouzani, M. (2019). Cultural factors and risk-taking power of investment companies in Iran's stock exchange. *Journal of Investment Knowledge*, *8(30),* 153-172. (In Persian)
31. Phillips, P.C.B. & Wu, Y. & Yu, J. (2011). Explosive Behavior in the 1990s Nasdaq: When Did Exuberance Escalate Asset Values? *International Economic Review*,*52,* 201-226.
32.Rahmani, A., Morshidi, F. (2017). The Relationship between Population Parameters with Herding Behavior of Investors in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, *6(24),*203-214. (In Persian)
33.Rizzi, J.V. (2008).Behavioral basis of the financial crisis.*Journal of Applied Finance*, *18(2),* 84-96.
34. Rostami Noroozabad, M., Sedaghat, P. &Habibi, F.(2015). Effect of Financial and Nonfinancial Variable Son Disclosure Quality of Listed Companies in Tehran Stock

www.SID.ir

Archive of SID

Exchange during 1386 to 1390. *Journal of Financial Management Perspective,5(10),* 47-69. (In Persian)
35. Sadati, A. &Aghababaei, M. (2018). Exploring Herding Behavior based on Weighted Cross-Sectional Variance (WCSV) in Tehran Stock Exchange. *Financial Engineering and Portfolio Management, 9(35),*197-219. (In Persian)
36. Simões Vieira, E. F., & Valente Pereira, M.S.(2014).Herding behaviour and sentiment: Evidence in a small European market.*Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, *18(1),* 78-86.
37. Sultana S.T. (2010).An empirical study of Indian individual investors' behavior.*Global Journal of Finance and Management*, *2.*
38. Ulussever, T., &Demirer R. (2017).Investor herds and oil prices: Evidence in the Gulf Cooperation Council (GCC) equity markets. *Central Bank Review*, **17,** 77-89.
39. Khoshnood, M., Vakilifard, H., &Foroughnejad, H.(2013). Evaluation Investor's Behavior in Tehran Stock Exchange with Analytic Network process (ANP). *Asset Management and Financing*, 1(2), 19-34. (In Persian)
40.Vinh Vo, X., Phan, D.B.A. (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market.*Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *13,* 33-41.
41. Westland, J. (2010). Erratum: Lower bounds on sample size in structural equation modeling. *Electronic Commerce Research and Applications*, *9(6),* 476-487.
42. Xie, T., Xu, Y., & Zhang, X. (2015). A new method of measuring herding in stock market and its empirical results in Chinese A-share market.*International Review of Economics & Finance*, *37,* 324-339
43.Xuan V, Dang B. Anh P (2019). Herd behavior and idiosyncratic volatility in a frontier market.*Pacfin*.*53(c).*321-330
44. Yao, J., Ma, C., & He, W.P. (2014). Investor Herding Behavior of Chinese Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, *29,* 12-19
45.Yaseen S. Alhaj-Y. Siu-Kong.Y. (2018). Herding tendency among investors with heterogeneous information: Evidence from China's equity markets.*Journal of Multinational Financial Management,47(48),* 60-75
46. Youssef, M., &Mokni, K.(2018). On the effect of herding behavior on dependencestructure between stock markets: Evidence from GCC countries. *Journal of Behavioral and Experimental Finance.*In Press.

www.SID.ir