



## نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری روانی و مالی با تأکید بر موقعیت خرید و فروش

سمیره قلعه دره<sup>۱</sup>

اردشیر شیری<sup>۲</sup>

کرم خیلی<sup>۳</sup>

علی یاسینی<sup>۴</sup>

غریبه اسماعیلی‌کیا<sup>۵</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۰۶/۲۴ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۰۷/۱۴

### چکیده

شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران برای تعیین ارزش سهام علاوه بر روش‌های کمی، از قضاوت‌هایی مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه که از آن با عنوان رفتار جمعی، رمه‌ای و توده‌وار نیز یاد می‌شود، استفاده می‌کنند. از این‌رو هدف از پژوهش حاضر نقش احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری رفتار توده‌وار سرمایه‌گذار در موقعیت خرید و فروش است. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ نوع، توصیفی-پیمایشی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی سهامداران در بورس اوراق بهادار است که با توجه به نامحدود بودن جامعه برای به دست آوردن حجم نمونه آماری از فرمول کوکران به تعداد ۳۸۴ نفر محاسبه شد؛ و آزمون محقق ساخته‌ی تعیین احساس پشیمانی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذار در موقعیت خرید و فروش بر روی آن‌ها اجرا گردید، نتایج با استفاده از نرم‌افزارهای آماری SPSS و Smart PLS مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که پایایی و روایی همگرا، واگرایی مدل مناسب و برازش معادلات ساختاری و برازش کلی قوی بوده، احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری مالی و روانی توده‌وار سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنی‌دار داشته است.

### کلمات کلیدی

احساس پشیمانی، تصمیم‌گیری روانی، تصمیم‌گیری مالی، سرمایه‌گذار، خرید و فروش

۱- دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی ایلام، ایران. ghalehdareh@yahoo.com

۲- دانشیار، گروه مدیریت، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. (نویسنده مسئول) a.shiri@ilam.ac.ir

۳- استادیار، گروه مدیریت، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران. karam.khalili@yahoo.com

۴- دانشیار، گروه مدیریت، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. hivayasini@gmail.com

۵- دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. gh.esmailikia@ilam.ac.ir

## مقدمه

در گذشته، در تئوری‌های اقتصادی و مالی، به علل انسانی توجه چندانی نمی‌شد و اعتقاد بر این بود که انسان عاقل برای اینکه بتواند از میان تصمیم‌های پیش روی خویش، بهترین گزینه را انتخاب کند، باید از فرایند حل مسئله پیروی کند (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

این فرایند شامل طرح و شناسایی مسئله، تعیین راه‌حل‌های مختلف، ارزیابی راه‌حل‌های شناسایی شده و مرحله آخر، انتخاب بهترین راه‌حل است. بر اساس این اعتقاد بود که دیدگاهی به نام «تصمیم‌گیری عقلایی» به‌وجود آمد. دیدگاه مالی مدرن فرض می‌کند که افراد برای حداکثر کردن مطلوبیت ثروت، در سطح معینی از ریسک یا حداقل کردن ریسک در سطح معینی از ثروت، تصمیم‌های عقلایی می‌گیرند. شالوده مباحث مالی استاندارد، مجموعه تئوری‌هایی است که بر اساس این دیدگاه شکل گرفته‌اند. تئوری پرتفوی مدرن، تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (شارپ، ۱۹۶۴) تئوری قیمت‌گذاری اوراق اختیار معامله (بلک، شولز و مerton، ۱۹۷۳) و تئوری آربیتراژ (راس، ۱۹۷۶) این مجموعه را تشکیل می‌دهند. فرض اساسی تمام این تئوری‌ها، کارایی بازار است و چنین فرض می‌کند که بازارها قابلیت دارند که تجزیه و تحلیل و بررسی شوند (حیدری و عبدلی، ۲۰۲۱).

در نظریه کارایی بازار، احساسات انسانی و خطای شناختی، در تصمیم‌گیری‌های مالی در مدل‌سازی نقش چندانی نداشته است؛ اما هربرت سایمون در نظریه خود تحت عنوان «عقلانیت محدود» بیان می‌کند که افراد در تصمیم‌گیری خود، چه اقتصادی و چه غیراقتصادی آن‌گونه که در فرایند تصمیم‌گیری عقلایی عنوان شده است، عمل نمی‌کنند و علت این امر را عقلانیت محدود افراد بیان می‌کند (لی و همکاران، ۲۰۲۲). به نظر سایمون، افراد در شرایط روزمره و تصمیم‌های خود، زمانی که به یک راه‌حل، پاسخ یا موردی برسند که به اندازه کافی خوب باشد، همان را برمی‌گزینند. به همین علت، گاه به این نظریه، «نظریه به‌اندازه کافی خوب» نیز اطلاق شده است (بلاسکو، ۲۰۲۱). نظریه سایمون را نوعی انقلاب فکری در مکاتب اقتصادی و مالی در نظر می‌گیرند، در نتیجه، مکتب فکری جدیدی به‌وجود آمد. مکتب فکری جدید، به تدریج در دهه ۹۰ به‌عنوان یکی از زمینه‌های مالی پذیرفته شد. این مکتب فکری با مشاهده ناتوانی مدل‌های موجود که بر عقلانیت کامل و عدم وجود آربیتراژ یا حذف چنین فرصت‌هایی در کوتاه‌مدت مبتنی بود، به روانشناسی و علم تصمیم‌گیری روی آوردند آن‌ها عقلانیت محدود را که سایمون ارائه کرده بود، به‌عنوان پیش‌فرض پذیرفتند و سعی کردند مدل‌های مالی را با علم روانشناسی پیوند دهند (چان، ۲۰۲۰).

### نقش احساس پیشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

رفتار توده‌وار یکی از تورش‌های رفتاری است که بر بازارهای مالی و تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. رفتار توده‌وار در بازارهای مالی، تمایل گروهی از سرمایه‌گذاران به پیروی کردن از اعمال دیگران و نادیده گرفتن باورها و اطلاعات شخصی و پیروی از اجماع بازار است (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری رفتار توده‌ای یا رفتار رماه‌ای را به صورت پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی، افزایش نرخ معاوضه ریسک و بازده و اولین نشانه اغتشاش و فرار به پناهگاه مناسب‌تر توصیف می‌کنند. بعضی از مشاهدات توسط شرکت‌کنندگان در بازار نشان می‌دهد که رفتار رماه‌ای، نوسانات و بی‌ثباتی بازار را افزایش و شکنندگی سیستم مالی را شدیدتر و وخیم‌تر می‌کند (بیخچاندانی و شارما، ۲۰۰۱).

رفتار توده‌وار یکی از تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است و به‌عنوان یک عنصر مهم در بازارهای مالی به شمار می‌رود. این عامل گاهی باعث به وجود آمدن تلاطم در شرایطی که اطلاعات در آن پخش می‌شود، می‌گردد. یک مشکل اساسی در این زمینه تمایز قائل شدن بین توده‌واری ساختگی و آگاهانه است، زیرا توده‌واری آگاهانه ممکن است ناکارا باشد و در نهایت منتهی به نوسان در بازار شود (یوسفی و شهرآبادی، ۱۳۸۸).

در مدل تصمیم‌گیری رفتار توده‌وار تبعیت بی‌قیدوشرط از سایر سرمایه‌گذاران مبنای اتخاذ تصمیمات است. این‌گونه تصمیم‌گیری‌ها سبب هجوم سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش سهم و بروز نوسانات شدید قیمتی شده که پیامد آن بی‌ثباتی و شکنندگی بازار است (پور زمانی، ۱۳۹۱). چنین رفتاری در بازارهای مالی را نظریه‌های اقتصاد مالی به شیوه تبیین کرده‌اند. اول اینکه بازیگران صحنه بازار تصمیمات را بر طبق قواعد تئوری بهره‌وری مورد انتظار، اتخاذ کرده و پیش‌بینی‌های منصفانه‌ای را در مورد آینده ارائه می‌کنند. دوم اینکه بازیگران در این نظریه ریسک‌گریز هستند و تابع بهره‌وری هر شخص موفق است، مانند زمانی که مطلوبیت نهایی سرمایه‌گذاری‌ها کاهش می‌یابد بنابراین سرمایه‌گذاری‌ها منطقی تعیین قیمت می‌شوند و در نتیجه موازنه منطقی در بازار حاکم است (جانسون، لیندبولم<sup>۱</sup> و پلاتان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲)؛ اما در بسیاری از موارد مشاهده می‌شود وقایعی متضاد با پیش‌بینی‌های این نظریه به وقوع می‌پیوندد که با مفروضات اولیه آن سازگاری ندارد (برونر میر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱).

پشیمانی احساس دردناک ناشی از «فکر کردن به جایگزین گذشته است» که نتیجه واقعی یک انتخاب را با «چه می‌توانست بشود» مقایسه می‌کند. در بازارهای مالی، برای سرمایه‌گذاران طبیعی است که به جایگزین گذشته فکر کنند زیرا به‌آسانی می‌توانند عملکرد دارای خود را با سایر دارای‌ها مقایسه کنند و سپس «مقداری که ممکن بود به‌دست آورند» را محاسبه کنند.

## فصلنامه مطالعات رفتاری در مدیریت، شماره ۳۵، دوره ۱۴، پائیز ۱۴۰۲

پشیمان گریزی یک پدیده احساسی است که اغلب موجب می‌شود سرمایه‌گذاران به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری زیان ده خود تا مدت‌ها وفادار باقی بمانند تا از این طریق از قبول اشتباه و تحقق زیان پرهیز کنند. مبنای اصلی این تئوری این است که هنگامی که فردی بین دو گزینه انتخاب می‌کند فقط به عایدی گزینه انتخاب شده فکر نمی‌کند، بلکه به عایدی ازدست‌رفته بابت انتخاب نکردن گزینه دیگر نیز فکر می‌کند (آوری و همکاران، ۲۰۱۹).

مطالعات روانشناسی و علوم اعصاب مانند Camille و همکاران (۲۰۰۴) و Coricelli و همکاران (۲۰۰۵) شواهد قوی ارائه می‌دهد که پشیمانی می‌تواند تصمیم‌گیری را تحت تأثیر قرار دهد. در زمینه‌های مالی، تأثیر پشیمانی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی می‌تواند مجموع بازار را وقتی که داوری محدود است تحت تأثیر قرار دهد. یک مورد نمونه ممکن است تشکیل حساب باشد: زمانی که بازار رونق زیادی می‌گیرد، افراد در خرید دارایی‌های گران‌تر از ارزش واقعی عجله می‌کنند زیرا نمی‌خواهند از دست دادن گاو بازار پشیمان شوند. چنین رفتارهایی سوخت حساب است و در نهایت باعث نوسانات بازار در سطح کل می‌شود.

برای مثال Harry Markowitz توصیف می‌کند که چگونه بیزاری از پشیمانی بر انتخاب برنامه‌ی مستمری‌اش تأثیر گذاشته است. «بهتر بود اختلاف مشترک تاریخی طبقات دارایی را محاسبه می‌کردم و مرز مؤثری می‌کشیدم، به جای آن اندوه سهامی را تجسم کردم که بسیار بالا رفت و من در آن، یا بسیار پایین آمد و من کاملاً در آن بودم. قصد من حداقل کردن پشیمانی آینده‌ام بود؛ بنابراین سهم خود را ۵۰/۵۰ بین اوراق قرضه و سهام تقسیم کردم» (بن مابروک و همکاران، ۲۰۱۸).

این مطالعه به بررسی اثرات پشیمانی بر رفتار سرمایه‌گذار با استفاده از مدلی که در آن سرمایه‌گذاران نه تنها از اقدامات اشتباه پشیمان می‌شوند بلکه از انفعال هم پشیمان می‌شوند، می‌پردازد.

با نتیجه‌گیری از تحقیقات فوق‌الذکر به نظر می‌رسد تحقیق در خصوص متغیرهای بیان شده از جمله احساس پشیمانی سرمایه‌گذاران با توجه به تئوری‌های توده‌وار و تأثیر آن بر تلاطم و آشفتگی بازار مواردی است که می‌توان در کشور بیشتر بدان‌ها پرداخت، چراکه در این خصوص تحقیقات بسیار منسجم در مقایسه با دیگر کشورها صورت نگرفته است.

بنابراین با توجه به نقش کلیدی بازار سرمایه در اقتصاد کلان کشور، بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در خصوص تمایل آن‌ها به تقلید از اعمال دیگران یا به عبارتی شکل‌گیری رفتار توده‌وار بسیار ضروری است و پژوهش حاضر نیز با همین هدف صورت گرفته است. بر این اساس سؤال

## نقش احساس پیشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خلیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

اساسی پژوهش حاضر این است که تصمیم‌گیری مالی و روانی در پیشیمانی رفتار رمه‌وار سهامداران بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارد؟

### **مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

رفتار توده‌ای عبارت است 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 (ایزدی نیا، حاجیان نژاد، ۱۳۸۸).

رفتار رمه‌وار در بازار مالی به‌عنوان تمایل سرمایه‌گذاران در دنبال کردن رفتار دیگر سرمایه‌گذاران شناخته شده است. محققان دانشگاهی نیز توجه‌شان را به سمت رفتار رمه‌وار سوق داده‌اند؛ زیرا رفتار رمه‌وار بر تغییرات قیمت سهام اثرگذار است و می‌تواند خواص ریسک و مدل‌های بازده را تحت تأثیر قرار دهد، که این به‌نوبه خود بر چشم‌انداز قیمت‌گذاری دارایی مؤثر است (تان و دیگران، ۲۰۰۸). از چشم‌انداز رفتاری، رفتار رمه‌وار می‌تواند سبب بعضی تورش‌های احساسی، شامل هم‌نوایی، تضاد شناختی و سنخیتی، تورش خانگی و شایعات بی‌اساس شود. سرمایه‌گذاران ممکن است رفتار رمه‌وار را ترجیح دهند اگر بر این باور باشند که رفتار رمه‌وار می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا اطلاعات مفید و قابل‌اعتماد را استخراج کنند (کالینتراسیک و دیگران، ۲۰۱۰). به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران رمه‌وار مثل انسان‌های ما قبل تاریخ که دانش کمی از محیط اطرافشان داشتند و به‌صورت جمعی درمی‌آمدند تا از خودشان حمایت کنند و ایمن باشند، در راه یکسانی عمل می‌کنند (کاپارلی و دیگران، ۲۰۰۴).

در این خصوص شکل‌گیری رفتارهای گله‌ای که از آن به رفتارهای توده‌وار تعبیر می‌شود، چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از میان گزینه‌های مختلف توسط سرمایه‌گذاران را تا حدودی توجیه می‌کند. رفتار توده‌وار حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. به‌بیان‌دیگر رفتار توده‌وار به رفتار مجموعه‌ای از افراد 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، آشوب‌های خیابانی، آزار اقلیت‌ها، تظاهرات سیاسی و یا هواخواهی‌های مذهبی یا سیاسی صورت گرفته است. تجمع افراد و ایجاد جو، باعث تشدید حالت‌های شادی یا غم می‌شود که یک اثر ذهنی روانی است، در این تجمعات، افراد رفتاری شبیه جمعیت انجام می‌دهند، بدون آن‌که در مورد آن تفکر خاصی باشند (تهییج اجتماعی) (قاضی‌زاده، ۱۳۹۰).

برخی از این حالت‌ها ملایم‌اند و برخی با تشنج زیاد مثل حرکات سیاسی و خیابانی. روانشناسان این حالت را غلبه احساسات بر تعقل در تصمیم‌گیری برای انجام رفتاری خاص می‌دانند. در بازار اوراق بهادار،

## فصلنامه مطالعات رفتاری در مدیریت، شماره ۳۵، دوره ۱۴، پائیز ۱۴۰۲

گروه سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نیز می‌توانند به‌عنوان توده‌ای به تصویر کشیده شوند که بدون داشتن اطلاعات کافی، مبادرت به انجام اقدامات مخاطره‌آمیز مشابه آن‌ها جهت کسب منفعت می‌نمایند و با اولین نشانه‌های بحران به‌سرعت به سمت پناهگاه‌های امن هجوم می‌برند. این امر عمدتاً ناشی از نبود تحلیل‌های کارشناسانه مناسب، نبود یا کمبود شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی، نبود تقارن اطلاعاتی، نبود قوانین و مقررات کافی، نبود الزامات افشای اطلاعات و جلب اطمینان سرمایه‌گذاران از این رهگذر و نهایتاً عدم کارآیی بازار سرمایه می‌باشد. اگر بازار دقیقاً کارا باشد رفتار توده‌وار وجود ندارد، در حقیقت وجود رفتار توده‌وار به ناکارآمدی بازار منجر می‌شود. با این حال حتی در بازارهای مالی پیشرفته، نشان از توده‌واری در رفتار دیده می‌شود که پارادایم فرضیه بازار کارا را در کنار سایر عوامل با تشکیک همراه کرده است (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

هنگام بررسی رفتار سرمایه‌گذاران باید به مسأله نوظهور بودن بازارها نیز توجه شود. طبق تحقیقات رفتار توده‌وار در بازارهای نوظهور انجام‌گرفته توسط (چانگ<sup>۶</sup>، چنگ<sup>۷</sup> و خورانا<sup>۸</sup>، ۲۰۰۰) نمایان تر است. در بازارهای نوظهور کمیابی اطلاعات و به‌موقع و دقیق نبودن اطلاعات در مورد یک شرکت خاص و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان بر بازارهای مالی سبب تمرکز سرمایه‌گذاران بر رفتار سایر سرمایه‌گذاران و پیروی از آن‌ها و در نتیجه شکل‌گیری رفتار توده‌وار در این بازارها می‌گردد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

تاکنون تحقیقات فراوانی در اکثر حوزه‌های مرتبط با بازار سرمایه در ایران صورت گرفته، اما آنچه در این بین کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد، پرداختن به تحقیقات جدی در خصوص شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار می‌باشد. در اکثر کشورها، شناخت فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، همواره موضوعی مهم برای مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در بازار بوده است. در این کشورها، محققان تلاش‌های قابل توجهی جهت مطالعه و درک رفتار سرمایه‌گذاران و به دنبال آن تأثیرپذیری این عوامل از افشای اطلاعات مالی و شفافیت اطلاعات مالی داشته‌اند، چراکه رفتارهایی که متأثر از شفاف‌سازی اطلاعات مالی هستند از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند.

کریستی و هوانگ (۲۰۲۲) به بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس نیویورک و بورس آمریکا پرداختند. بر اساس مدل آن‌ها سرمایه‌گذاران در دوره‌هایی که بازار حرکت معمولی دارد، از اطلاعات خود استفاده می‌کنند؛ اما در دوره‌هایی که بازار حرکت‌های غیرعادی دارد، سرمایه‌گذاران تمایل دارند از رفتار کلی بازار تبعیت کنند. نتایج حاکی از این است که رفتار گروهی، عامل تعیین‌کننده بازده‌های سهام در زمان تلاطم بازار نیست.

## نقش احساس پیشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیری، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

بووی و دموتا (۲۰۲۱) به مطالعه رفتار گروهی سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بازار سهام جاکارتا (JSX) در طول سه دوره قبل، در زمان بحران مالی ۱۹۹۷ آسیا و بعد از بحران پرداختند. نتایج حاکی از رفتار گروهی بیشتر سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به داخلی است که همچنین پس از آغاز بحران آسیا افزایش یافت. رفتار گروهی داخلی در طول بحران افزایش نیافته و با اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. همچنین رفتار سرمایه‌گذاران ذاتاً بی‌ثبات نبوده و معاملات با بازخورد مثبت تشدیدکننده حرکات بازار سهام در زمان بحران نیست.

لی، چن و هسه (۲۰۲۰) به بررسی رفتار توده‌وار گروه سهام A در بورس شانگهای و شنژن پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که رفتار گروهی در برخی بخش‌ها در طول بازار رونق نسبت به بازار رکود بیشتر است؛ چنانکه پراکندگی بازده سهام از بخش فناوری اطلاعات، در توضیح رفتار گروهی بخش‌های دیگر نقش مهمی دارد. همچنین رفتار گروهی در برخی بخش‌ها در طول بازار رونق نسبت به بازار رکود از عمق بیشتری برخوردار است.

لیتیمی، بنسایدا، برایوی (۲۰۱۹) با استفاده از دو مدل کریستی و هوانگ (۱۹۹۵)، چانگ و همکاران (۲۰۰۰) به آزمون توده‌واری در بازار سهام آمریکا در طول دوره‌های بحران دوشنبه سیاه، حساب داتکام، رکود بازار سهام و بحران مالی جهانی پرداختند. نتایج حاکی از وجود رفتار گروهی در دوره‌های بحرانی بازار از ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۹ در اکثر بخش‌ها با استفاده از مدل انحراف معیار مطلق مقطعی (CSAD) برخلاف مدل انحراف معیار استاندارد مقطعی (CSSD) است.

لیتیمی (۲۰۱۸) 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 مشاهده‌شده در کل دوره‌های بحرانی بازار (از 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.

راکش و نالینا (۲۰۱۷) رفتار سرمایه‌گذاران فردی در هند را بررسی کرده است. اوراق بهادار سرمایه‌گذاران، ترجیحات سرمایه‌گذاری، ادراک ریسک، الگوی سرمایه‌گذاری، سطح آگاهی، مشکلات مربوط به رفتار سرمایه‌گذاری و مشکلات روبرو شده توسط سرمایه‌گذاران. انتظارات بازده، مشخصات دموگرافیک، نگرش سرمایه‌گذار، درک ریسک نقش بسیار مهمی در بازارهای مالی دارد. شناخت رفتار

## فصلنامه مطالعات رفتاری در مدیریت، شماره ۳۵، دوره ۱۴، پائیز ۱۴۰۲

سرمایه‌گذاران کمک زیادی به شناخت ناهنجاری‌های بازار و کمک به سیاست‌گذاران، آژانس‌های سرمایه‌گذاری و محققان برای پاسخگویی به حالت‌های متفاوت سرمایه‌گذاران خواهد بود.

اسلام جاوید و مارغوب (۲۰۱۷) بیان داشت پنج عامل رفتاری وجود دارد که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار پاکستان تأثیر می‌گذارد. عوامل بازار، عوامل خطرساز، عوامل چشم‌انداز، عوامل مهارکننده، عوامل رفتاری. عامل رفتار شامل (خریدوفروش، انتخاب سهام تجاری، حجم سهام، سرعت گله). این به این معنی است که سرمایه‌گذاران بر این باور بودند که مهارت‌ها و دانش بازار سهام خود را می‌تواند به آن‌ها کمک کند به بهتر بازار و همچنین آن‌ها قادر به پیش‌بینی پایان خوب یا ضعیف بازده بازار در بورس پاکستان بودند و آن‌ها به‌طور معمول توانایی پیش‌بینی به پایان می‌رسد دارند از بازار خوب یا فقیر. عامل بازار شامل سه متغیر است: تغییرات قیمت، اطلاعات بازار و روند گذشته سهام. تأثیرات بسیار بالای متغیرهای بازار می‌تواند به پروفایل‌های پاسخ‌دهندگان مرتبط باشد که نشان می‌دهد که اکثر آن‌ها در دوره‌های آموزشی مربوط به سهام شرکت نکرده‌اند

رستمی و همکاران (۱۴۰۱) پژوهشی تحت عنوان بررسی رفتار توده‌وار در صنایع پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت انجام دادند نتایج پژوهش رفتار توده‌وار در بازار سهام ایران را تأیید می‌کند. بازدهی بازار نفت بر رفتار توده‌وار بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و این سوگیری رفتاری، در دوره‌های رونق بازار نفت بیشتر از دوره‌های رکود است. همچنین نتایج نشان داد که نقدینگی بیشتر در بازار با رفتار توده‌وار بیشتری همراه است.

رضایی و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان وجود رفتار توده‌وار در تعیین ساختار سرمایه شرکت و صنعت انجام دادند نتایج نشان داد که در صنعت خودرو و قطعات، فلزات اساسی، غذایی به‌جز قند و شکر، شیمیایی، دستگاه‌های برقی و کانی غیرفلزی نسبت به میانه صنعت، رفتار توده‌وار در ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. به‌علاوه رفتار توده‌وار سایر صنایع نسبت به ساختار سرمایه صنعت خودرو و قطعات (۵ صنعت)، لاستیک و پلاستیک (۴ صنعت)، غذایی به‌جز قند و شکر (۳ صنعت)، دارویی، کانی غیرفلزی و کاشی و سرامیک (۲ صنعت)، ماشین‌آلات و تجهیزات، دستگاه‌های برقی و استخراج کانه‌های فلزی (۱ صنعت) مشاهده گردید.

پاکدلان و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه تورش رفتار توده‌وار با ارزش شرکت‌های موجود در صنعت محصولات شیمیایی بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند نتایج تجربی این پژوهش گویای وجود تورش رفتار توده‌واری مدیران و سرمایه‌گذاران در سطح صنعت است. نتایج پژوهش نشان داد قیمت‌های سهام به‌طور معناداری دارای رفتار توده‌واری در سطح شرکت می‌باشد. همچنین



## نقش احساس پیشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

تائید گردید تورش رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیر داشته باشد. درنهایت این موضوع مورد تائید قرار گرفت که تورش رفتار مدیران تأثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

میرهاشمی نسب و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان ارائه مدلی برای بررسی تأثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدل ارائه‌شده از برازش مطلوبی برای بیان ارتباط عوامل مؤثر بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران برخوردار است و می‌تواند ارتباطات و اثرات میانجی بین ویژگی‌های فردی و فرهنگی، ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار را در سرمایه‌گذاران مشخص نماید.

### روش پژوهش

با توجه به هدف و ماهیت موضوع تحقیق، مناسب‌ترین روش در بخش کمی، روش تحقیق توصیفی - پیمایشی است. در بخش کمی جامعه آماری تمامی سهامداران در بورس اوراق بهادار است که با توجه به نامحدود بودن جامعه به کمک جدول کرجسی و مورگان (۱۹۹۷) انتخاب شد. با توجه به این‌که جامعه آماری پژوهش حاضر جامعه‌ای نامحدود است، لذا برای به دست آوردن حجم نمونه آماری از فرمول کوکران استفاده کرده و حجم نمونه به دست آمده طبق فرمول کوکران برابر ۳۸۴ نفر می‌باشد که برای اطمینان بیشتر تعداد ۴۰۰ پرسشنامه در کارگزاری‌های استان تهران توزیع شد و ۳۸۴ عدد مورد بررسی نهایی قرار گرفتند (نرخ پاسخ‌دهی:  $1,041 = 400/384$ ) و شیوه نمونه‌گیری در این پژوهش نیز، نمونه‌گیری غیر احتمالی در دسترس می‌باشد. به منظور تعیین حجم نمونه از فرمول ۱-۳ استفاده شده است.

$$n = \frac{Z_{\alpha/2}^2 pq}{\varepsilon^2} = \frac{1.96^2 * 0.5 * 0.5}{0.05^2} \approx 384 \quad (1) \text{ فرمول}$$

در این فرمول:

$Z_{\alpha/2}^2$ : مقدار نرمال استاندارد

n: حجم نمونه

p: وجود صفت

q: عدم وجود صفت

ε: مقدار خطای نسبی

برای جمع‌آوری اطلاعات موردنظر جهت سنجش نظرات نمونه آماری، از پرسشنامه بسته استفاده گردیده است. پرسشنامه یکی از ابزارهای رایج تحقیق و روشی مستقیم برای کسب داده‌های تحقیق است. روش تجزیه و تحلیل داده در این پژوهش نیز به صورت معادلات ساختاری می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

برای بررسی مدل اندازه‌گیری فرضیات پژوهش، از آزمون‌های روایی و پایایی استفاده می‌شود. معیارهای اصلی که با آن روایی و پایایی برای مدل اندازه‌گیری می‌تواند موردسنجش قرار گیرد کفایت مدل اندازه‌گیری از سه بعد مختلف سنجیده می‌شود:

الف) پایایی سنجها و سازه‌ها<sup>۹</sup>

ب) روایی همگرا<sup>۱۰</sup>

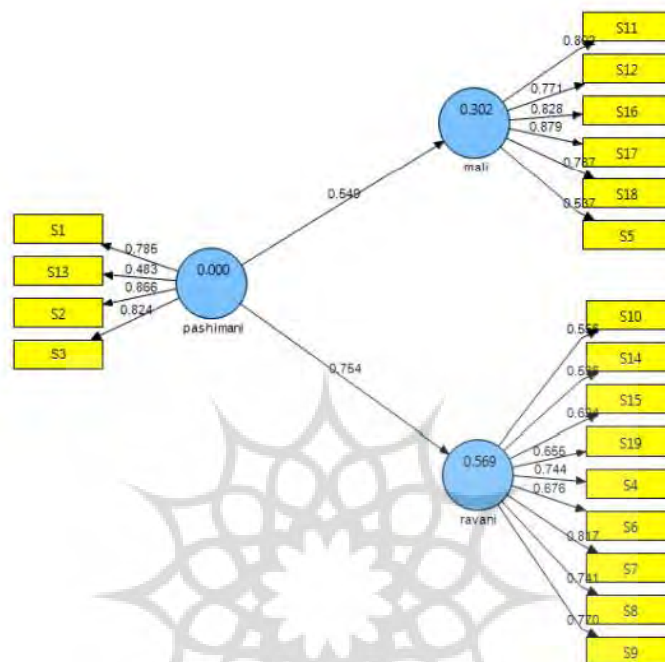
ج) روایی واگرا<sup>۱۱</sup>

جدول ۱: تشریح شاخص‌های برازندگی (روایی و پایایی)

شرح شاخص	نوع شاخص	
جهت حصول اطمینان از قابلیت اطمینان شاخص (Indicator Reliability)، کلیه بارهای عاملی شاخص‌ها باید بزرگ‌تر از مقدار ۰,۶ بوده و حداقل در سطح ۰,۵ معنی‌دار باشند. متغیرهای با بار عاملی کمتر از ۰,۴ باید از مدل حذف گردند (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳).	قابلیت اطمینان شاخص (Indicator Reliability)	پایایی سنجها و سازه‌ها
عامل اول در ارزیابی قابلیت اطمینان سازگاری درونی (Internal consistency reliability) مدل است که در آن مقادیر بالاتر از ۰,۶ پذیرفته می‌شود (کرونباخ، ۱۹۵۱).	مقدار ضریب آلفای کرونباخ (Cronbach alpha (CA))	
با توجه به اینکه آلفای کرونباخ برآورد سخت‌گیرانه‌تری از پایایی سازگاری درونی متغیرهای مکنون (آلفا) ارائه می‌دهد، در مدل‌های مسیری PLS از یک نسخه دیگر به نام پایایی مرکب) استفاده می‌شود. وقتی مقدار P دیلون -گلدشتاین بزرگ‌تر از ۰,۷ باشد، آن بلوک تک‌بعدی است (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳).	مقدار ضریب قابلیت اطمینان ساختاری (Composite Reliability (CR))	
روایی همگرا به این معناست که مجموعه معرف‌ها، سازه اصلی را تبیین می‌کنند. (فورنل و لارکر، ۱۹۸۱). استفاده از متوسط واریانس استخراج شده (AVE) را به‌عنوان معیاری برای اعتبار همگرا پیشنهاد می‌کنند. این معیار همبستگی زیاد شاخص‌های یک سازه در قیاس با همبستگی شاخص‌های سازه‌های دیگر را بیان می‌کند که در مدل باید ارزیابی شود. به‌منظور ارزیابی اعتبار همگرایی در نرم‌افزار Smartpls از AVE (Average variance extracted) استفاده می‌شود. مقدار این ضریب نیز، از ۰ تا ۱ متغیر است که مقادیر بالاتر از ۰/۰۵ پذیرفته‌شده است (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳).	روایی همگرا (AVE)	شاخص‌های روایی
اشاره به این مسئله دارد که ریشه دوم مقادیر واریانس شرح داده‌شده (AVE) هر سازه (قطر اصلی ماتریس)، بزرگ‌تر از مقادیر همبستگی آن سازه با سازه‌های دیگر باشد (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳).	روایی واگرا روایی تشخیصی معیار Fornell-Larcker	

## نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

در شکل ۱ خروجی مدل اندازه‌گیری برای مدل پژوهش در نرم‌افزار PLS استخراج شده است.



### پایایی سنجه‌ها و سازه‌ها

جهت تعیین پایایی سنجه‌ها در روش پی. ال. اس، از بار عاملی آن‌ها استفاده می‌شود. این معیار نشان‌دهنده همبستگی این سنجه‌ها در سازه مربوطه می‌باشد. حداقل میزان قابل قبول برای بار عاملی هر یک از سنجه‌ها بنا به نظر هالند (۱۹۹۹)، برابر با  $0/4$  می‌باشد و سنجه‌هایی که بار عاملی آن‌ها کمتر از این میزان باشد باید از فرآیند آزمون کنار گذاشته شوند (Hulland, 1999). جدول ۲ بارهای عاملی برای سنجه‌های تحقیق حاضر را نشان می‌دهد:

جدول ۲: بارهای عاملی در مدل اندازه‌گیری

mali	ravani	pashimani	سوالات پرسشنامه
		۰.۷۸۵	S1
		۰.۸۶۶	S2
		۰.۸۲۴	S3
		۰.۴۸۳	S13
	۰.۷۴۴		S4
	۰.۶۷۶		S6
	۰.۸۱۷		S7
	۰.۷۴۱		S8
	۰.۷۷۰		S9
	۰.۵۵۶		S10
	۰.۵۳۶		S14
	۰.۶۲۴		S15
	۰.۶۵۵		S19
۰.۵۳۷			S5
۰.۸۰۲			S11
۰.۷۷۱			S12
۰.۸۲۸			S16
۰.۸۷۹			S17
۰.۷۸۷			S18

نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد که بار عاملی برای تمامی سنج‌ها بالاتر از ۰/۴ می‌باشد. لذا وجود این سوالات در مدل تحقیق منجر به ایجاد شاخص‌های روایی سازه می‌گردد و مورد تأیید خواهد بود.

#### پایایی ترکیبی

در روش‌های مدل‌یابی معادلات ساختاری، جهت ارزیابی پایایی سازه‌های مورد بررسی در مدل تحقیق، از دو شاخص: ۱. آلفای کرونباخ<sup>۱۳</sup> و ۲. پایایی ترکیبی<sup>۱۳</sup> استفاده می‌شود.

در اینجا به پایایی ترکیبی اشاره می‌شود که برای هر یک از سازه‌های تحقیق در جدول ۳ ارائه شده است.

## نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

جدول ۳: شاخص‌های پایایی ترکیبی سازه‌های تحقیق

Composite Reliability	
۰,۹۰۸	پشیمانی از رفتار رمه وار
۰,۷۶۸	تصمیم‌گیری مالی
۰,۹۵۳	تصمیم‌گیری روانی

چنانکه در جدول فوق مشاهده می‌گردد، تمامی سازه‌های تحقیق این شرایط حداقلی را برای پایایی ترکیبی (حداقل ۰,۷) برآورده نموده و حتی در سطحی بسیار بالاتر از آن قرار دارند.

### روایی همگرا

بنا به نظر چین (۱۹۹۸) شاخص میانگین واریانس استخراج شده (AVE) شاخصی مناسب برای تعیین روایی همگرای سازه‌های تحقیق می‌باشد. حداقل میزان قابل قبول برای این ضریب از نظر نویسنده مذکور برابر با ۰/۵ می‌باشد. بررسی این شاخص بین سازه‌های این تحقیق نشان می‌دهد که در تمامی سازه‌های تحقیق امتیاز این ضریب بسیار بالاتر از حد آستانه مذکور می‌باشد و بنابراین سازه‌ها از نظر روایی همگرا در حد بسیار قابل خوبی می‌باشند. این بررسی به‌طور کامل در جدول ۴-۸ ارائه شده است.

جدول ۴: روایی همگرای سازه‌های تحقیق

Average Variance Extracted (AVE)	
۰,۸۳۱	پشیمانی از رفتار رمه وار
۰,۹۱۰	تصمیم‌گیری مالی
۰,۷۱۴	تصمیم‌گیری روانی

### روایی واگرا

محقق برای اثبات این نکته که سازه‌های به‌خصوص، دارای واریانس مشترک بالاتری با سنجه‌های خود نسبت به سایر سازه‌های مدل است، باید روایی واگرا برای سازه‌های تحقیق را اثبات کند. به‌عبارت‌دیگر، سنجه‌های انتخاب‌شده برای توضیح این متغیر، تنها آن را توضیح دهند. بدین منظور جذر میانگین واریانس‌های استخراج شده برای هر سازه با ضرایب همبستگی بین سازه‌ها مقایسه می‌گردد (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). برای سازه‌های تحقیق حاضر، این مقایسه در جدول ۴-۹ ارائه شده است:

جدول ۵: معیار Fornell-Larcker

تصمیم‌گیری مالی	تصمیم‌گیری مالی	پشیمانی از رفتار رمه وار	تصمیم‌گیری روانی
		۰,۹۱۱	پشیمانی از رفتار رمه وار
۰,۹۵۴		۰,۰۹۱	تصمیم‌گیری مالی
۱,۰۰۰	۰,۵۰۶	۰,۰۸۵	تصمیم‌گیری روانی

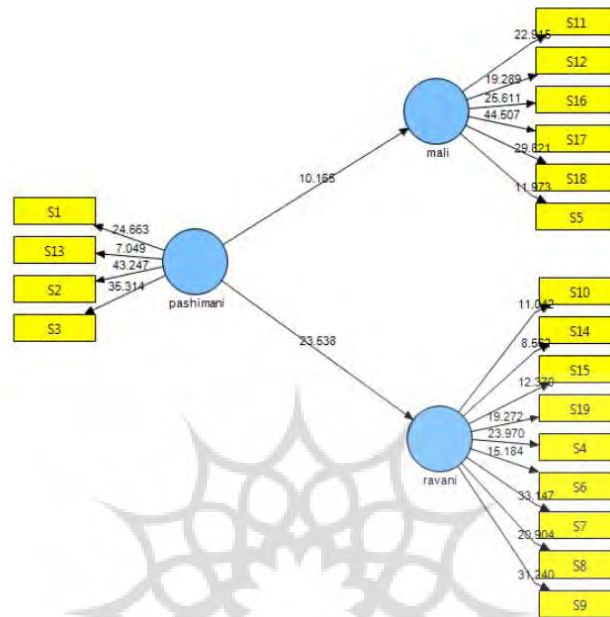
همان‌طور که در (جدول ۵) مشاهده می‌کنید، در بررسی معیار فورنل لاکر نشان داده شده است که مقادیر موجود در روی قطر اصلی ماتریس (ریشه دوم مقادیر واریانس شرح داده شده (AVE))، از کلیه مقادیر موجود در سطر و ستون مربوطه بزرگ‌تر می‌باشند. این امر نیز نشان‌دهنده همبستگی شاخص‌ها با سازه وابسته به آن‌هاست.

با توجه به نتایج به دست آمده از مدل اندازه‌گیری در نرم‌افزار Smart PLS که در بررسی روایی و پیاپی مدل نشان داده شد و با توجه به توضیحات مربوط به آستانه قبولی برای شاخص‌های مذکور در (جدول ۶)، تمامی نتایج به دست آمده در مدل اندازه‌گیری مورد تأیید قرار می‌دهند. لذا نتیجه می‌گیریم که مدل از برازش مناسبی برخوردار است؛ بنابراین مدل نهایی توانسته است به گونه مناسبی روابط بین سؤالات توصیف‌کننده متغیر را بیان کنند. در مرحله بعد که تحلیل مسیر (یا همان مدل ساختاری) مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

#### مدل درونی (بخش ساختاری) فرضیات پژوهش

مطابق الگوریتم تحلیل داده در PLS بعد از بررسی برازش مدل اندازه‌گیری نوبت به برازش مدل ساختاری پژوهش می‌رسد. بخش مدل ساختاری برخلاف مدل اندازه‌گیری به متغیرهای آشکار کاری ندارد. بلکه تنها متغیرهای پنهان همراه با روابط بین آن‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. مدل ساختاری روابط بین سازه‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. برای این منظور از تابع Bootstrapping استفاده می‌شود. (شکل ۲) خروجی مدل ساختاری را نشان می‌دهد.

نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا



شکل ۲: خروجی مدل ساختاری در نرم‌افزار اسمارت پی آل اس

مقدار عددی در رابطه‌ها نشان‌دهنده آماره تی (**t-value**) می‌باشد که در واقع ملاک اصلی تأیید یا رد فرضیات است. مقادیر موردقبول برای معناداری ضرایب مسیر در سطح اطمینان ۰/۹۰، ۰/۹۵ و ۰/۹۹ به ترتیب باید آماره **t** از ۱/۶۴، ۱/۹۶ و ۲/۵۷ بزرگ‌تر باشد (محسنین و اسفندیاری، ۱۳۹۳). با توجه به این توضیحات، مدل فرضیه‌های اصلی برای آماره **t** در شکل ۲-۴ نشان داده شده است.

**برازش مدل ساختاری**

**معیار R squares یا R2**

متداول‌ترین معیار برای بررسی برازش مدل ساختاری در یک پژوهش ضرایب **R2** مربوط به متغیرهای پنهان درون‌زای (وابسته) مدل است. **R2** معیاری است که نشان از تأثیر یک متغیر برون‌زا بر یک متغیر درون‌زا را دارد و سه مقدار ۰، ۰، ۱۹، ۰، ۳۳ و ۰، ۶۷ به‌عنوان مقدار ملاک برای مقادیر ضعیف، متوسط و قوی **R2** در نظر گرفته می‌شود. مطابق با جدول زیر، مقدار **R2** برای سازه‌های درون‌زای پژوهش محاسبه شده است که با توجه به سه مقدار ملاک مناسب بودن برازش مدل ساختاری را تأیید می‌سازد. (جدول، ۶).

جدول ۶: R Square

R Square Adjusted	R Square	
۰,۶۱۹	۰,۶۲۱	تصمیم‌گیری مالی
۰,۶۳۹	۰,۶۴۶	تصمیم‌گیری روانی

### برازش کلی مدل

برای برازش کلیت مدل از **SRMR** (معیار میانگین اختلاف بین داده‌ها) استفاده می‌شود. شاخص **SRMR** نیز مشخص می‌کند که تا چه اندازه مدل مفهومی با داده‌های تجربی هماهنگ می‌باشند **SRMR** کم می‌کند که آیا داده‌های در دسترس مجموعه فرضیه‌های ذکر شده یعنی تأثیر متغیرهای پنهان روی همدیگر را مورد تأیید قرار می‌دهند یا خیر. مقدار **SRMR** بین صفر و یک تغییر می‌کند هر چه بارهای عاملی ضعیف‌تر باشند و معنادار نباشند این شاخص بزرگ و بزرگ‌تر خواهد بود. مقدار ۰,۰۸ خط قرمز این شاخص است (هنسلر و همکاران، ۲۰۱۴) هر چه این شاخص از این مقدار بزرگ‌تر باشد مدل ایرادات اساسی دارد و لازم است در کلیت مدل تجدیدنظر شود. در این پژوهش شاخص **SRMR** مقداری در حدود ۵ صدم می‌باشد که مقدار مطلوبی در نظر گرفته شده است؛ یعنی اینکه کلیت مدل از برازش مناسبی برخوردار است.

جدول ۶: معیار SRMR

	Saturated Model
SRMR	۰,۰۵۱

فرضیه: احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری روانی و مالی توده‌وار سرمایه‌گذار در موقعیت خرید و فروش تأثیر دارد

جدول ۷: ضریب مسیر سازه‌های اندازه شرکت با ساختار هیات مدیره

نتیجه	نوع رابطه	تی ولیو	ضریب مسیر	متغیر وابسته	متغیر مستقل
تأیید فرضیه	مثبت و معنی‌دار	۱۰,۱۶۵	۰,۵۴۹	تصمیم‌گیری مالی	احساس پشیمانی
	مثبت و معنی‌دار	۲۳,۵۳۸	۰,۷۵۴	تصمیم‌گیری روانی	

\*p<0.1; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01; ns: Not Significant

بر اساس نتایج استنباط شده از اشکال ۱ و ۲ و همچنین جدول ۷ مشخص می‌شود، مقدار آماره (t) در مسیر احساس پشیمانی و تصمیم‌گیری مالی (t=۱۶۵,۱۰) بزرگ‌تر از ۲,۵۷ می‌باشد، می‌توان چنین بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۹,۹۹ درصد و سطح خطای ۰,۰۱ احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری



### نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

مالی تأثیر معنادار دارد. همچنین با توجه به (جدول ۴-۱۲)، مقدار ضریب مسیر به دست آمده برای دو سازه برابر با ( $p < 0.01$  و  $\beta = 0.697$ ) می‌باشد، احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته است.

#### **بحث و نتیجه‌گیری**

بر اساس نتایج حاصل از معادلات ساختاری نشان داده شد که احساس پشیمانی در تصمیم‌گیری روانی و مالی سرمایه‌گذاران در موقعیت خرید و فروش تأثیر مثبت و معناداری دارد. در تبیین نتیجه این مسئله می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محیط سرمایه‌گذاری خود هستند و اغلب فشاری را در جهت هم‌رنگی با محیط در خود احساس می‌کنند. به‌عنوان مثال مد، شکل ملایمی از رفتار توده‌وار است.

رفتار توده‌وار غیر عقلایی بر روانشناسی سرمایه‌گذار تمرکز دارد. اعتقاد این دیدگاه بر این است که مدیران بدون مدنظر قرار دادن تجزیه و تحلیل‌های عقلایی، صرفاً به تقلید کورکورانه از یکدیگر روی می‌آورند، در نتیجه سرمایه‌گذاران عاقل‌تر قادر به کسب سود بیشتری از این رفتار هستند. در مقابل توده‌واری عقلایی، بر تصمیمات بهینه‌ای تمرکز دارد که در اثر اختلالات اطلاعاتی با موضوعات انگیزشی تخریب می‌شوند.

به دنبال مطالعات قبلی در مورد رفتار توده‌وار در بازارهای مالی، خرید-توده‌وار حبابی در بازار سهام تفسیر می‌شود. به همین ترتیب، فروش-توده‌وار را می‌توان سقوط بازاری تفسیر کرد که در این افسوس‌گریزی می‌تواند باعث رخداد توده‌ها، توده‌های بخشی و عدم سرمایه‌گذاری شود. وقتی خرید-توده‌وار در بازار اتفاق می‌افتد، تمام سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا سهام را صرف‌نظر از اطلاعات خاصشان بفروشند. علاوه بر این، فروش-توده‌وار بخشی می‌تواند نشان‌دهنده بازار پروتق باشد که در آن سرمایه‌گذاران نزولی نقشی پیشرو ایفا می‌کنند؛ در مقابل، فروش-توده‌وار بخشی را می‌توان بازار روبه افول تفسیر کرد که در آن سرمایه‌گذاران تصاعدی حضور ندارند و تنها سرمایه‌گذاران نزولی و سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع فعال هستند. افسوس‌گریزی می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران مستقل بر مشارکت در بازار تأثیر بگذارد.

وقتی بازار در حال شکوفایی است، اگر قیمت تا سطح بالا افزایش یابد سرمایه‌گذاران نزولی تمایل به خروج از بازار خواهند داشت. باین حال اگر قیمت به سطحی بالاتر برسد این سرمایه‌گذاران بر خواهند گشت و به سرعت خرید خواهند کرد. در مقابل، وقتی بازار رو به افول است، اگر قیمت به سطحی پایین کاهش یابد، سرمایه‌گذاران تصاعدی تمایل به خروج خواهند داشت. باین حال اگر قیمت به سطح

فصلنامه مطالعات رفتاری در مدیریت، شماره ۳۵، دوره ۱۴، پائیز ۱۴۰۲

پایین تر کاهش یابد این سرمایه‌گذاران به بازار برواهند گشت و به سرعت می‌فروشند؛ یعنی، ممکن است سرمایه‌گذاران در طی تغییرات بازاری بزرگ از بازار خارج شوند و دوباره وارد شوند و الگوی خروج و ورود مجددشان در حباب با سقوط متفاوت خواهد بود. در منابع تجربی بر امور مالی خانوار، هانگ و همکاران (۲۰۰۴)، براون و همکاران (۲۰۰۸) و کاستیا و کنویفر (۲۰۱۲) پیشنهاد می‌کنند تعامل اجتماعی، جمعیت و عملکرد نظیر بر مشارکت بازار سهام مستقل تأثیر می‌گذارد. باربریس و همکاران (۲۰۰۶)، در مطالعه نظری در مورد اولویت غیراستاندارد، نشان می‌دهند قاب‌بندی ظریف می‌تواند مشارکت پایین در بازار سهام را در میان افراد توضیح دهد.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## نقش احساس پیشمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

### منابع

- (۱) بازرگان، عباس (۱۳۸۷ الف). مقدمه‌ای بر روش‌های تحقیق کیفی و آمیخته. تهران: انتشارات دیدار.
- (۲) بازرگان، عباس (۱۳۸۷ ب). روش تحقیق آمیخته: رویکردی برتر برای مطالعات مدیریت. دانش مدیریت، شماره ۸۱.
- (۳) پاکدلان، سعید، ودیعی، محمدحسین، آذرباهمان، علیرضا، سلیم، سمیرا. (۱۳۹۹). بررسی رابطه تورش رفتار توده‌وار با ارزش شرکت‌های موجود در صنعت محصولات شیمیایی بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، (۱۱)، ۱۹-۳۶.
- (۴) رستمی، محمدرضا، عبدالحسینی، مریم، ایدی، زینب. (۱۴۰۱). بررسی رفتار توده‌وار در صنایع پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازار نفت. تحقیقات مالی
- (۵) رضائی، ساجده، وکیلی فرد، حمیدرضا، تهرانی، رضا. (۱۴۰۰). وجود رفتار توده‌وار در تعیین ساختار سرمایه شرکت و صنعت. دانش حسابداری مالی، (۴)، ۸۷-۱۰۷.
- (۶) سعیدی، علی؛ فرهانیان، سیدمحمد جواد. (۱۳۹۰). مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، تهران، سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس تهران.
- (۷) عادل آذر، منصور مؤمنی. (۱۳۹۵). تشریح مسائل آمار و کاربرد آن در مدیریت ج. ۱، انتشارات کوهسار.
- (۸) میرهاشمی نسب، سیدامیرحسین، محمدزاده، امیر، محمدنوریخس لنگرودی، محسن، آخوندی، نسرین. (۱۳۹۸). آرایه‌مدلی برای بررسی تأثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت مالی، (۲۸)، ۶۵-۹۰.
- (۹) محمدبیگی، ابوالفضل، نرگس محمدصالحی، محمد علی گل. (۱۳۹۳). روایی و پایایی ابزارها و روش‌های مختلف اندازه‌گیری آن‌ها در پژوهش‌های کاربردی در سلامت، مجله دانشگاه علوم پزشکی رفسنجان، دوره ۱۳، شماره ۱۲.
- (۱۰) یوسفی، راحله، شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت توسعه و تحول، دوره ۱، شماره ۲؛ از صفحه ۵۷ تا صفحه ۶۴ جلد ۵.
- 11) Aslam Javed, M. Marghoob, S. (2017). The effects of behavioural factors in investment decision making at Pakistan stock exchanges, Journal of Advanced Research in Business and Management Studies 7, Issue 1,103-114.
- 12) Avery, C. & Zemsky, P. (2018). Multi-dimensional uncertainty and herd behavior in financial markets. American Economic Review, 88, 724-748
- 13) Belgacem, A. & Lahiani, A. (2013). Herding Behaviour Around US Herding Behaviour Around US. The Journal of Applied Business Research, 29(5), 1401-1410.

- 14) Boussaidi R. (2013). “Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of the Tunisian Stock Market”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 81, Pages 9-21.
- 15) Blasco, N. Corredor, P. & Ferreruela, S. (2021). Does herding affect volatility? Implications for the Spanish stock market. *Quantitative Finance*, 12(2), 311–327.
- 16) Chan, H. W. H. & Faff, R. W. (2020). An investigation into the role of liquidity in asset pricing: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(5), 555-572.
- 17) BenMabrouk, H. & Litimi, H. (2018). Cross herding between American industries and the oil market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 196-205.
- 18) Bowe, M. & Domuta, D. (2021). Investor herding during financial crisis: A clinical study of the Jakarta stock exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 387–418.
- 19) Christie, W. G. & Huang, R. D. (2022). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, 51(4), 31–37.
- 20) Chiang, T. C. & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behaviour in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 34 (8), 1911-1921.
- 21) Da Costa Jr. N. Goulart, M. Cupertino, C. Macedo Jr. J. Da Silva, S. (2013), “The disposition effect and investor experience”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 5, Pages 1669-1675.
- 22) Demir, N. & Solakoglu, M. N. (2016). Herding in Middle Eastern Frontier Markets -Are local and Global Factors Important. *Handbook of Frontier Markets - Evidence from Middle East, North Africa and International Comperatve Studies*, 2, Section A, 3-15.
- 23) Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- 24) Galariotis, E. C. Rong, W. & Spyrou, S. I. (2015). Herding on fundamental information: A comparative study. *Journal of Banking & Finance*, 50, 589-598.
- 25) Heidari, M. & Abdoli, G. (2021). Investigating the Collective Behavior of Investors in the Tehran Stock Market Using the Trading Volume. *Journal of Economic Research (Tahghighat- E- Eghtesadi)*, 55(4), 813-830
- 26) Islamoğlu, M. Apan, M. Ayvali, A. (2015). Determination of Factors Affecting Individual Investor Behaviours: A Study on Bankers, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(2), 531-543.
- 27) Khan, H. Hassairi, S. A. & Viviani, J.L. (2011). Herd Behaviour and Market Stress: The Case of Four European Countries. *International Business Research*, 4(3), 53-67.

نقش احساس پشیمانی رفتار توده‌وار.../قلعه دره، شیرزی، خیلی، یاسینی و اسماعیلی کیا

- 28) Litimi, H. BenSaïda, A. & Bouraoui, O. (2019). Herding and excessive risk in the American stock market: A sectoral analysis. *Research in International Business and Finance*, 38, 6–21
- 29) Litimi, H. (2018). Herding behavior in the French stock market. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 497–515.
- 30) Lee, C. C. Chen, M. P. & Hsieh, K. M. (2022). Industry herding and market states: Evidence from Chinese stock markets. *Quantitative Finance*, 13(7), 1091–1113.
- 31) Lodhi, S. (2014). Factors influencing individual investor behaviour: An empirical study of city Karachi, *Journal of Business and Management*, 16(2), 68-76.
- 32) Poole, Michael A. O'Farrell, Patrick N. (1971). "The Assumptions of the Linear Regression Model". *Transactions of the Institute of British Geographers* (52): 145–15.
- 33) Rakesh H. M. Nalina K. B. (2017). Individual Investors' Behavior: A Review of Indian Empirical Evidences, Volume 05 - Issue 01, PP. 213-223.
- 34) Yao, J. CH. Ma. and W. Peng He. (2014). "Investor Herding Behavior of Chinese sStock Market". *International Review of Economics and Finance*, 29, pp 12-29.

یادداشت‌ها:

- 
1. Johnsson
  2. lindblom
  3. Platan
  4. Brunnermeier
  5. Kallinterakis et al.
  6. Chang
  7. Cheng
  8. Khorana
  - 9 individual item and construct reliabilities
  - 10 Convergent validity
  - 11 Discriminant validity
  - 12 Cronbach's Alpha
  - 13 Composite Reliability

**The role of feeling regret in the investor's mass behavior in psychological and financial decision-making with an emphasis on buying and selling positions**

Samira Qala Dareh<sup>1</sup>  
Ardeshir Shiri<sup>2</sup>  
Karam Khaili<sup>3</sup>  
Ali Yasini<sup>4</sup>  
Gharibeh Esmailikia<sup>5</sup>

**Abstract**

The evidence shows that investors in the Tehran Stock Exchange, in addition to quantitative methods, used judgments based on subjective perceptions, non-scientific information, rumors and blindly following a few participants in the capital market to determine the stock value. It is also known as collective, herd and mass behavior. Therefore, the purpose of the current research is the role of regret in the decision-making of the investor's collective behavior in the buying and selling situation. This research is applied in terms of purpose and descriptive-survey in terms of type. The statistical population of the research includes all the shareholders in the stock exchange, which was calculated as 384 people according to the unlimited population to obtain the statistical sample size using Cochran's formula. And the test made by the researcher to determine the feeling of regret of the investor's mass behavior in the buying and selling situation was carried out on them, the results were analyzed using SPSS and Smart PLS statistical software. The results showed that the reliability and convergent and divergent validity of the appropriate model and the fit of the structural equations and overall fit were strong, and the feeling of regret had a positive and significant effect on the financial and psychological decision-making of mass investors.

**Key words**

feeling of regret, psychological decision making, financial decision making, investor, buying and selling

1- PhD student, Department of Management, Ilam branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran. ghalehdareh@yahoo.com

2- Associate Professor, Department of Management, Ilam University, Ilam, Iran. (Corresponding Author) a.shiri@ilam.ac.ir

3- Assistant Professor, Department of Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran. karam.khalili@yahoo.com

4- Associate Professor, Department of Management, Ilam University, Ilam, Iran. hivayasini@gmail.com

5- Associate Professor, Department of Accounting, Ilam University, Ilam, Iran. gh.esmailikia@ilam.ac.ir