



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره چهل و نهم، تابستان ۱۴۰۴

صفحات ۵۰-۲۱



مقاله پژوهشی

## بررسی تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران حقیقی بر مدیریت سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار<sup>۱</sup>

جواد شکرخواه<sup>۲</sup>، اشکان غلامی فتیحه<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۰۳

### چکیده

رفتار توده‌وار از جمله سویه‌های رفتاری در بازارهای مالی است که به تمایل گروهی از سرمایه‌گذاران به پیروی از اجماع بازار و نادیده گرفتن باورها و اطلاعات شخصی اطلاق می‌شود. هدف پژوهش حاضر بررسی این است که آیا رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران بر ادراک کارایی بازار، تصمیمات و عملکرد سرمایه‌گذاری معامله‌گران حقیقی بازار بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد یا خیر. برای جمع‌آوری داده‌ها ۲۵۳ پرسش‌نامه از سرمایه‌گذاران حقیقی بورس تهران در سال ۱۴۰۲ جمع‌آوری گردید و فرضیه‌ها با استفاده از معادلات ساختاری آزمون شدند. نتایج پژوهش نشان داد که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیر منفی قابل توجهی بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری (از جمله تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری) و ادراک از کارایی بازار سرمایه‌گذاران حقیقی بورس تهران دارد. بر اساس یافته‌ها می‌توان نتیجه گرفت، رفتار توده‌وار که ناشی از پیروی غیرمنطقی از دیگران و نبود اعتمادبه‌نفس و دانش مالی کافی است، منجر به تصمیم‌های اشتباه‌زده، افزایش هزینه‌های معاملاتی، کاهش توانایی تحلیل مستقل، و افت کیفیت عملکرد سرمایه‌گذاری می‌شود. ضروری به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران بر اساس توانایی تحلیل مالی و سطوح تجربه خود، تحلیل مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری انجام داده، تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری بگیرند و به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهینه حرکت کنند. دانش‌افزایی پژوهش در تمرکز بر سرمایه‌گذاران حقیقی به‌جای سرمایه‌گذاران نهادی است.

**واژگان کلیدی:** رفتار توده‌وار، تصمیم سرمایه‌گذاری، عملکرد سرمایه‌گذاری، ادراک کارایی بازار.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G11, G14, G40, G41

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.48985.2979

۲. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. Email: shekarkhah@atu.ac.ir

۳. دانشجوی دکترا، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. نویسنده مسئول.

Email: ashkangholami333@gmail.com

## مقدمه

امروزه پیچیدگی فزاینده محیط‌های تجاری باعث شده است که سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیمات خود به مجموعه‌ای متنوع از اطلاعات توجه کنند (سعدآبادی و فرهادیان، ۱۴۰۲). بر این اساس سرمایه‌گذاران همواره تصمیمات عقلانی را به صورت منفرد اتخاذ نمی‌کنند و بازارهای مالی نیز به ندرت به کارایی کامل نزدیک می‌شوند (احمد و شاه<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). برای مطالعه چنین موضوعاتی، شاخه‌ای از علم مالی با عنوان مالی رفتاری به وجود آمده است که به بررسی رفتار و شیوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی می‌پردازد. این رشته علمی به درک تاثیر سبک‌های متفاوت تصمیم‌گیری بر عملکرد بازارهای مالی کمک می‌کند (اسلامی‌بیدگلی و شهریاری، ۱۳۸۶). سوگیری‌های رفتاری گوناگون به‌طور کلی باعث بروز رفتارهای متفاوت میان سرمایه‌گذاران می‌شوند و این رفتارها به نوبه خود تصمیمات و عملکرد آنان را تحت تاثیر قرار می‌دهند (جمشیدی، قالیباف و فدائی‌نژاد، ۱۳۹۸). سرمایه‌گذارانی که دچار سوگیری‌های رفتاری هستند معمولاً حجم معاملات بالایی را تجربه می‌کنند. با توجه به هزینه‌های مبادله، این امر منجر به بازدهی پایین‌تر در میان این گروه از سرمایه‌گذاران می‌شود (تکچه و بیلماز، ۲۰۱۵).

رفتار توده‌وار، که به عنوان رفتار گروهی یا گله‌ای نیز شناخته می‌شود، یکی از این رفتارها است که توسط مالی رفتاری تبیین می‌گردد (کومار و گوپال<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). رفتار توده‌وار زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران باورهای شخصی خود را نادیده گرفته و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را صرفاً بر اساس حرکات بازار اتخاذ می‌کنند (بانرجی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲). در چنین شرایطی، دانش فنی و قدرت استدلال افراد به دلیل تبعیت از جریان جمعی مختل می‌شود و این امر به خطا در قضاوت منجر می‌گردد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ می‌کنند که می‌تواند تأثیرات مخربی بر ادراک از کارایی بازار داشته باشد (احمد و شاه، ۲۰۲۲). فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری شامل تصمیماتی است که یک سرمایه‌گذار برای ساخت و مدیریت پرتفوی خود اتخاذ می‌کند و بازدهی که از آن به دست می‌آورد، که تحت عنوان عملکرد سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود. سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر رفتار توده‌وار قرار می‌گیرند، برآوردی بالاتر از سود مورد انتظار دارند و به همین دلیل به تنوع سبد سرمایه‌گذاری خود از طریق انجام معاملات بیش از حد اقدام می‌کنند. در نتیجه، این دسته از سرمایه‌گذاران به‌طور معمول بازدهی کمتر از بازار کسب می‌کنند. بنابراین، بروز سوگیری‌های رفتاری می‌تواند تأثیر قابل‌ملاحظه‌ای بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری داشته باشد (مای و ترونک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱).

بسیاری از پژوهش‌ها بر اهمیت رفتار توده‌وار در محیط‌های پیچیده و نامطمئن تأکید دارند؛ زیرا این رفتار می‌تواند تصمیم‌گیرنده را در بهره‌برداری مؤثر و کارآمد از ساختارهای اطلاعاتی یاری کند. با این حال،

1. Ahmad and Shah
2. Kumar and Goyal
3. Banerjee
4. My and Truong



پیامدهای منفی آن بر سرمایه‌گذاری اغلب نادیده گرفته می‌شود (برتل و کرلیک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی موجب فاصله‌گرفتن قیمت سهام از ارزش‌های بنیادی آن‌ها می‌شود. این پدیده به ورود آربیتراژرها، تشکیل حساب‌های قیمتی، برهم خوردن تعادل بازارهای مالی و در نهایت فرار سرمایه از بازار منجر می‌شود (احمد، شاه و عباس<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). در دهه‌های اخیر، پژوهش‌های مالی رفتاری توجه ویژه‌ای به بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی داشته‌اند (عادل، سینگ و انصاری<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). تحلیل این رفتار از این جهت اهمیت دارد که باعث کاهش اثربخشی، افزایش ناپایداری و بی‌ثباتی بازار می‌شود. بنابراین، نهادهای مسئول بازار سرمایه می‌توانند با شناخت این رفتار و اعمال تدابیر مناسب، بازار را به سمت پایداری بیشتر هدایت کنند (هات، ۲۰۰۹). همچنین، سرمایه‌گذاری همراه با رفتار توده‌وار معمولاً به تصمیم‌گیری با نادیده‌گرفتن ریسک و انجام معاملات بیش‌از‌حد می‌انجامد. این نوع تصمیم‌گیری‌ها تأثیرات منفی قابل‌توجهی بر بازده و کارایی بازار دارند (احمد و وو<sup>۴</sup>، ۲۰۲۲).

میزان بالاتر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در ایران نسبت به کشورهای توسعه‌یافته در پژوهش کشاورز و رضائی (۱۳۹۰) اثبات شده است. تشکیل صف‌های طولانی خرید و فروش سهام و تغییر جهت آن‌ها در روزهای معاملاتی بعد، ضعف در چارچوب‌های قانونی، وابستگی شدید بازار به تحولات سیاسی و اقتصادی، و حضور محدود سرمایه‌گذاران حقیقی که در مواجهه با کاهش شاخص بورس به‌سرعت از بازار خارج می‌شوند، نمونه‌هایی از رفتار توده‌وار میان سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران محسوب می‌شود (جهانگیری راد و همکاران، ۱۳۹۳). برای درک و توضیح مدل‌های انتخاب سرمایه‌گذاران، لازم است مؤلفه‌های رفتاری‌ای که بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارند و چگونگی تأثیر آن‌ها بر عملکرد سرمایه‌گذاران بررسی گردد (اسلامی بیدگلی و شهریار، ۱۳۸۶). بر این اساس، پژوهش حاضر به مطالعه رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. پژوهش‌های داخلی به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند، اما عمدتاً رابطه آن را با سایر سوگیری‌های رفتاری غیر از رفتار توده‌وار بررسی کرده‌اند. علاوه بر این، تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر عملکرد سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار کمتر مورد توجه قرار گرفته است. شکاف تحقیقاتی قابل‌توجهی در ادبیات مالی رفتاری ایران وجود دارد. بیشتر مطالعات داخلی و بین‌المللی به بررسی رفتارهای توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی پرداخته‌اند و کمتر به تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی که نقشی چشمگیر در بازار سرمایه ایران ایفا می‌کنند، توجه شده است. علاوه بر این، تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران بر ابعاد مختلف مدیریت سرمایه‌گذاری، از جمله تصمیم‌گیری، عملکرد سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار، به‌طور هم‌زمان و جامع در پژوهش‌های پیشین بررسی نشده است. این پژوهش با تمرکز بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران حقیقی و تحلیل بومی این رفتار در چارچوب ساختار بازار سرمایه ایران، این شکاف را پوشش می‌دهد و

1. Bertel and Kirlik
2. Ahmad, Shah and Abbass
3. Adil, Singh and Ansari
4. Ahmad and Wu

درکی جامع‌تر از تأثیر این رفتار بر عملکرد بازار ارائه می‌کند. لذا، این پژوهش به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیری بر فعالیتهای مدیریت سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار سرمایه‌گذاران حقیقی فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

میان وضعیت کلان اقتصادی و بازار بورس اوراق بهادار ارتباط مثبتی وجود دارد و افت وضعیت بورس بر پیشرفت اقتصاد تأثیر نامطلوبی خواهد داشت و بالعکس، لذا انتخاب‌های سرمایه‌گذاران در مبادلات اوراق بهادار نقش مهمی در تصمیم‌گیری در مورد توسعه بازار ایفا می‌کند که متعاقباً اقتصاد را مدیریت می‌کند (کنگاثاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). از این رو نتایج پژوهش حاضر درکی از روان‌شناسی رفتار و انتخاب‌های سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ارائه می‌کند که نتایج آن می‌تواند رهنمودهایی در راستای اجتناب از سوگیری رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاری و بهبود برنامه‌های سرمایه‌گذاری ارائه کند. یکی از جنبه‌های متمایز این پژوهش، تمرکز بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران حقیقی است که در مقایسه با سرمایه‌گذاران حقوقی نقش چشم‌گیری در بازار سرمایه ایران دارند و کمتر به صورت مستقل مورد بررسی قرار گرفته‌اند. همچنین، این پژوهش ارتباط میان رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران حقیقی و ادراک آنان از کارایی بازار را تحلیل می‌کند؛ ارتباطی که می‌تواند زوایای روان‌شناختی و شناختی این رفتار و تأثیر آن بر عملکرد کلی بازار را روشن سازد. با توجه به ویژگی‌های خاص بازار سرمایه ایران، از جمله تأثیر فرهنگ مالی، سیاست‌های اقتصادی محلی و ساختار ویژه سرمایه‌گذاران، این مطالعه می‌کوشد رفتار توده‌وار را در بستر بومی تحلیل کند. نتایج این پژوهش می‌تواند به تصمیم‌گیرندگان و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در حوزه خرد و کلان جهت تدوین دستورالعمل‌ها و قوانین در جهت کاهش آثار سوء روندها در مسیر کارایی تخصیص منابع، برای جلوگیری از اتلاف سرمایه‌های اقتصادی ارائه دهند. همچنین آگاهی و درک بهتر این موضوع، باتوجه به زیست‌فرهنگی ایران و تأثیر آن بر رفتارهای فردی و جمعی، برای متخصصان و مشاوران مالی و نیز برای خود افراد در زمان معامله درخور توجه و اهمیت خواهد بود.

سایر قسمت‌های پژوهش به شرح زیر است: در قسمت دوم به مرور مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش بسط داده می‌شود. بر این اساس روش پژوهش در قسمت سوم و یافته‌ها در قسمت چهارم ارائه خواهد شد. در بخش پنجم نیز نتایج پژوهش و پیامدهای آن ارائه خواهد شد و پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی بیان می‌شود.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بسیاری از محققان نقش رفتار توده‌وار را در مدیریت سرمایه‌گذاری و کارایی بازار در فرهنگ‌ها یا محیط‌های مختلف بررسی کرده‌اند که بررسی نتایج پژوهش‌های آن‌ها برای پژوهش حاضر بسیار مرتبط و ارزشمند است. در این بخش مروری محدود از مطالعات پیشین در خصوص رابطه رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با ادراک از کارایی بازار، تصمیم و عملکرد سرمایه‌گذاری ارائه شده است.

## رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران

رفتار توده‌وار به‌عنوان یک سوگیری اکتشافی شناختی، به فرایندی اطلاق می‌شود که سرمایه‌گذاران به دلیل تقلید از یکدیگر یا پیروی از میانگین بازار، به طور هم‌زمان به‌صورت یکسان معامله می‌کنند (گالاریوتیس، رانگ و اسپيرو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران می‌تواند ناشی از نحوه انتقال اطلاعات و هزینه‌های اعتبار (هوانگ، روبسام و سالمون، ۲۰۲۱)، وجود اطلاعات کمیاب و نامتقارن، عدم بهره‌مند از نقدینگی بیشتر، افزایش حجم معاملات، هزینه و زمان پردازش اطلاعات (فرولا و مالور، ۲۰۲۱)، نوسانات زیاد بازار و فشار اجتماعی (پوریوسف، ۱۴۰۳)، حداکثرکردن سود یا مطلوبیت و یا تمایل ذاتی افراد برای همراهی با جمع (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰) باشد. رفتار گله‌ای سرمایه‌گذاران را می‌توان با دو سوگیری شناختی کلیدی، یعنی اعتماد بیش‌ازحد و تعصب لنگر توضیح داد. اعتماد بیش‌ازحد، تمایل سرمایه‌گذاران به اغراق در توانایی‌های خود برای تحلیل اطلاعات است، که باعث می‌شود ریسک تصمیم‌گیری‌های تقلیدی را نادیده بگیرند (بابر و اودعان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱) از سوی دیگر، تعصب لنگر موجب وابستگی بیش‌ازحد به اطلاعات اولیه (مانند شایعات یا روندهای شاخص بازار) می‌شود و انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاران را در تحلیل اطلاعات جدید کاهش می‌دهد (تورسکی و کاهمن<sup>۳</sup>، ۱۹۷۴). بر این اساس سوگیری شناختی (اعتماد بیش‌ازحد و تعصب لنگر) به‌طور مستقیم به تقویت و گسترش رفتار توده‌وار در بازارهای سرمایه کمک می‌کنند. وقتی سرمایه‌گذاران به اطلاعات اولیه بیش‌از حد اعتماد دارند یا به تحلیل‌های خود اطمینان دارند، این باعث می‌شود که همه آن‌ها مسیر مشابهی را دنبال کنند و در نتیجه، خطر رفتار توده‌وار تشدید شود. این تصمیمات هماهنگ می‌تواند بر قیمت‌ها، نوسانات بازار و به طور کلی، بر کارایی بازار تأثیر منفی بگذارد.

دو شکل متفاوت رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران از جمله ناخواسته و یا عمدی در ادبیات شناخته شده است. رفتار توده‌وار ناخواسته به حالتی اطلاق می‌شود که در آن سرمایه‌گذاران صرفاً پس از دریافت اطلاعات مشابه، اقدامات مشابهی انجام می‌دهند و در واقع این‌گونه رفتار توده‌ای بدون تقلید از رفتار دیگران انجام می‌پذیرد (آیندارس، سوین و لابلوف، ۲۰۱۹). وجود برخی ویژگی‌های مشترک میان سرمایه‌گذاران از جمله تجربیات مشابه سرمایه‌گذاری، پیشینه تحصیلی یکسان، به‌کارگیری شاخص‌های مشابه برای تجزیه و تحلیل و وجود چارچوب‌های قانونی مشترک، منجر به ایجاد همبستگی در معاملات آن‌ها و بروز رفتار توده‌وار ناخواسته می‌شود (گاوریلیدیس، کالینتراکیس و فرریرا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). در مقابل سرمایه‌گذاران دارای رفتار توده‌وار عمدی به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و اعتقادات خود پرداخته و به تقلید عمدی از اجماع بازار به‌منظور استفاده از مزیت‌های اطلاعاتی، کسب سود، حفظ شهرت و جلوگیری از زیان‌های احتمالی

1. Galariotis, Rong and Spyrou
2. Barber & Odean
3. Tversky & Kahneman
4. Gavriilidis, Kallinterakis and Ferreira



می‌پردازند (گاوریلیدیس، کالینتراکیس و فریرا، ۲۰۱۳). رفتار توده‌وار عمدی می‌تواند کاملاً عقلایی باشد و سرمایه‌گذاران جهت حفظ شهرت و یا تضمین سود با نادیده گرفتن تحلیل‌های منطقی به تقلید از سایرین بپردازند، یا اینکه کاملاً غیرعقلایی بوده و سرمایه‌گذاران با اطلاعات ناکافی و ارزیابی ناکافی ریسک، ضمن نادیده گرفتن باورهای پیشین خود به دنبال کردن کورکورانه از اقدامات سایر سرمایه‌گذاران بپردازند (ویرا و پیرا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). صرف‌نظر از عقلایی بودن یا غیرعقلایی بودن رفتار توده‌وار بسیاری از پژوهشگران معتقدند رفتار توده‌وار محصول فرعی عدم تقارن اطلاعات در بازار است (وانگ، گو و سان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). از جمله پیامد رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران می‌توان به مخدوش شدن قیمت سهام و سایر دارایی‌های مالی به علت انجام معاملات بالاتر و یا پایین‌تر از ارزش بنیادی و تأثیر منفی بر عملکرد سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیرندگان به علت شکست در تنوع‌بخشیدن به سبد سرمایه‌گذاری خود اشاره کرد (کیم و مک‌کنزی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷).

پژوهشگران متعددی به بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران پرداختند و دلایل بالقوه بروز این رفتار را شناسایی کردند. از این‌رو عواملی مانند تفسیر همگن سیگنال‌های ارسال شده به بازار در پژوهش هیرشلیفر (۲۰۰۱)، معاملات نویزی<sup>۴</sup> در پژوهش لین، تسای و لانگ (۲۰۱۳)، هزینه شهرت در پژوهش کالوو و مندوزا<sup>۵</sup> (۱۹۹۷)، وجود طرح‌های جبران خدمات در پژوهش دمیرر و کوتان<sup>۶</sup> (۲۰۰۶)، مطلوبیت نگهداری دارایی‌های مشابه در پژوهش پترسون و شارما<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) و وجود منبع مشترک اطلاعاتی در پژوهش ویرا و پیرا (۲۰۱۵)، بر میزان پیچیدگی بازار و کیفیت اطلاعات انتقالی به بازار تأثیر گذاشته و بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران را تشویق می‌کند.

بررسی‌های پیشین درباره رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران عمدتاً بر بازارهای توسعه‌یافته و سرمایه‌گذاران نهادی تمرکز داشته‌اند و نقش سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای نوظهور به‌ویژه ایران کمتر بررسی شده است. این تحقیقات همچنین اغلب محدود به تحلیل‌های توصیفی بوده و کمتر به تأثیرات رفتاری درک شده، مانند تأثیر رفتار توده‌وار بر ادراک از کارایی بازار پرداخته‌اند. از این‌رو، پژوهش حاضر تلاش دارد با تمرکز بر سرمایه‌گذاران حقیقی، بافت فرهنگی و ساختار بازار ایران را در تحلیل خود لحاظ کرده و درک عمیق‌تری از نحوه تأثیر رفتار گله‌ای بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و برداشت سرمایه‌گذاران از کارایی بازار ارائه دهد. عوامل فرهنگی و نهادی متعددی در ایران به شکل‌گیری رفتار توده‌وار در بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری کمک می‌کنند. فرهنگ جمع‌گرایی، فاصله قدرت بالا، و تمایل به کاهش عدم اطمینان بر اساس نظریه ابعاد فرهنگی هافستد (۱۹۸۰)، به علاوه تأثیر شایعات و رسانه‌ها، موجب می‌شود افراد بیشتر تحت تأثیر تصمیمات جمعی و گروهی قرار گیرند. از سوی دیگر، سیاست‌گذاری‌های دولتی، نوسانات

1. Vieira and Pereira
2. Wang, Guo and Sun
3. Kim and McKenzie
4. Noisy
5. Calvo and Mendoza
6. Demirer and Kutan
7. Patterson and Sharma



اقتصادی و تورم‌های بالا نقش بسزایی در تقویت این نوع رفتارها دارند و بر اساس حیدری و فرزنانگان (۱۴۰۰) طی دوره‌های بحران هسته‌های و حباب که سرمایه‌گذاران با وحشت و اضطراب مواجه‌اند، اطلاعات شخصی خود را نادیده می‌گیرند و به تقلید از تصمیم‌های گرفته شده معامله‌گرانی می‌پردازند که آن‌ها را مطلع می‌پندارند و به حرکات توده‌وار وارد می‌شوند. این عوامل باعث می‌شوند سرمایه‌گذاران در شرایط ابهام و بی‌ثباتی ترجیح دهند به جای تکیه بر تحلیل‌های فردی و منطقی، از جریان‌های عمومی پیروی کنند. پژوهشگرانی در سطح بین‌المللی به بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند که به محیط ایران بسیار شباهت دارد، به عنوان مثال حاجر و همکاران (۲۰۲۴) اثر دینداری سرمایه‌گذاران را بر بروز رفتار توده‌وار را آزمون نموده که نتایج آن نشان دهنده این بود که دینداری معمولاً تمایل به افزایش تقلید در شرایطی دارد که آزادی اقتصادی پایین و دولت ناکارآمد باشد، و در مقابل، در شرایطی که کیفیت نهادی بالا باشد رفتار مخالف تقلیدی ۱ تقویت می‌شود. همچنین پژوهش‌هایی به بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور ۲ پرداخته‌اند که از آن جمله مسعود و عمار (۲۰۲۴) با بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار، به این نتیجه دست یافتند که احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر منفی معناداری بر رفتار توده‌وار در بورس‌هایی همچون شانگهای (SSE)، جاکارتا (JKSE)، مکزیک (IPC)، روسیه (RTS)، ورشو (WGI) و آفریقای جنوبی (FTSE/JSE) دارد، به این معنا که هرچه احساسات سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، رفتار تقلیدی کاهش می‌یابد.

در ایران رستمی، عبدالحسینی و ایدی (۱۴۰۱) و جهانگیری راد، مرفوع و سلیمی (۱۳۹۳) با استفاده از مدل چانگ، چنگ و خورانا<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) و یوسفی و شهرآبادی (۱۳۸۶) و سعیدی و فرهانیان (۱۳۹۰) با استفاده از مدل هوانگ و سالمون (HS) به بررسی پدیده رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران پرداختند و به شواهدی از وجود رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازار بورس و اوراق بهادار تهران دست یافتند. این در حالی است که ایزدی نیا و حاجیان نژاد (۱۳۸۸) در پژوهشی که با استفاده از مدل کریستی و هوانگ (CH) انجام گرفت به نتایج متناقضی رسیدند و نتایج آن‌ها نشان از عدم وجود رفتار توده‌وار میان سرمایه‌گذاران و وجود رفتار عقلایی داشت. در پژوهش‌هایی مانند جهانگیری راد، مرفوع و سلیمی (۱۳۹۳) که وجود رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس و اوراق بهادار ایران تأیید شد، این‌گونه رفتار شدت بیشتری در بازارهای افزایشی نسبت به بازارهای کاهش‌ی داشت. اسلامی بیدگلی و شهریاری (۱۳۸۴) نیز به شواهدی از وجود رفتار توده‌وار در زمان رکود بازار دست یافتند، در حالی که این‌گونه رفتارها در زمان رونق بازار مشاهده نشد. از سوی مقابل رستمی، عبدالحسینی و ایدی (۱۴۰۱) با بررسی رابطه میان بازدهی بازار نفت و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، به این نتیجه رسیدند که سوگیری رفتار توده‌وار در دوره‌های رونق بازار نفت بیشتر از دوره‌های رکود است و همچنین نقدینگی بیشتر در بازار با رفتار توده‌وار بیشتری همراه است. پژوهش حاضر تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران را بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و عملکرد

1. Anti-Herding
2. emerging stock markets (ESMs)
3. Chang, Cheng and Khorana

سرمایه‌گذاری) و ادراک از کارایی بازار بررسی می‌کند. بررسی محدود پژوهش‌های پیشین در مورد رفتار توده‌وار و تأثیر آن‌ها بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری و ادراک کارایی بازار در بخش‌های بعدی مورد بحث قرار می‌گیرد.

### تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی به فرایند خرید دارایی‌های مالی؛ یعنی اوراق بهادار و ابزارهای مالی قابل معامله با استفاده از منابع موجود در راستای کسب منافع بیشتر در آینده اطلاق می‌شود و عملکرد سرمایه‌گذاری توسط بازده سبد سرمایه‌گذاری قابل اندازه‌گیری است (احمد و وو، ۲۰۲۲). یک سبد سرمایه‌گذاری ممکن است شامل دو یا چند دارایی باشد و هر سرمایه‌گذار خواستار اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه و منطقی با توجه به سطح دانش مالی خود است (مرتون<sup>۱</sup>، ۱۹۸۷). سرمایه‌گذاران مطابق مفروضات استاندارد مالی همواره دارای اطلاعات کامل بوده و منطقی تصمیم می‌گیرند (آمور<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). با وجود آنکه نظریه بازار کارا به‌عنوان یکی از اساسی‌ترین نظریه‌های مالی در طول سال‌ها مطرح بوده است، ظهور ناهنجاری‌های متعدد در بازارهای مالی اعتبار این نظریه را به چالش کشیده است (بدری و عزآبادی، ۱۳۹۴). برخلاف فرضیه‌های این نظریه، بسیاری از سرمایه‌گذاران با پیروی از الگوهای معاملاتی متنوع، تصمیمات سرمایه‌گذاری متفاوتی می‌گیرند و با افزایش حجم معاملات و تغییرات مکرر در سبد دارایی‌های خود، بازدهی‌های غیرعادی به دست می‌آورند (جمشیدی، قالیباف و فدائی‌نژاد، ۱۳۹۸). این گونه الگوهای متفاوت تصمیم‌گیری و معاملاتی در مفروضات مالی رفتاری، به‌عنوان سوگیری‌های روانی یا رفتاری شناخته شده و به دلیل اطلاعات ناقص، عقلانیت محدود، ناهنجاری‌ها، نظریات اکتشافی بنیادی، رخ داده و اغلب غیرمنطقی هستند (اجمل، موفی و شاه<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). سرمایه‌گذارانی که دچار رفتار توده‌وار شده‌اند، برآورد بالاتری از سود مورد انتظار دارند و از این رو به تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاری خود از طریق انجام معاملات بیش از حد می‌پردازند، به همین علت این گونه سرمایه‌گذاران سود یا بازده کمتری نسبت به بازار کسب می‌کنند، لذا بروز سوگیری‌های رفتاری بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است (مای و ترونک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). شاه و احمد<sup>۵</sup> (۲۰۲۴) پس از بررسی تأثیر عوامل رفتاری بر مشارکت در بازار سهام، دریافتند که اثر تمایلی<sup>۶</sup>، رفتار توده‌وار، ناسازگاری شناختی<sup>۷</sup> و سایر سوگیری‌های اکتشافی<sup>۸</sup> تأثیر قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای حضور در بازار سهام دارند. آگراوال و رآو (۲۰۲۳) همچنین پس از بررسی تأثیر

1. Merton
2. Ameer
3. Ajmal, Mufti and Shah
4. My and Truong
5. Shah and Ahmad
6. Disposition
7. Cognitive Dissonance
8. Heuristic Biases



سوگیری‌های رفتاری و عوامل جمعیتی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری میان سرمایه‌گذاران حقیقی هندی، به این نتیجه دست یافتند که سوگیری‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری شیوع پیدا کرده است و متغیرهایی مانند سن، جنسیت، شغل، درآمد سالانه و تجربه معاملاتی تأثیر قابل توجهی بر این موضوع دارند. المنصور و همکاران (۲۰۲۳) در تحقیق خود به تحلیل تأثیر عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و نقش واسطه‌ای ادراک ریسک پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که رفتار گله‌ای، اثر توزیعی و سوگیری سهام بلوچپ<sup>۱</sup> تأثیر مثبت معناداری بر ادراک ریسک دارند. علاوه بر این، اعتماد به نفس بیش از حد تنها تأثیر مثبت معناداری بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری داشت و هیچ تأثیری بر ادراک ریسک نشان نداد. همچنین، یافته‌ها حاکی از آن است که ادراک ریسک به‌طور معناداری با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت دارد. به‌طور کلی، تمامی چهار عامل مالی رفتاری تأثیر غیرمستقیم و مثبت بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از طریق ادراک ریسک دارند. عادل، سینگ و انصاری<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) نیز به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس نوع جنسیت سرمایه‌گذاران پرداختند و نتایج نشان داد که ریسک‌گریزی و رفتار توده‌وار میان زنان و مردان بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد. جین، والیا و گوپتا<sup>۳</sup> (2019) همچنین به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم سرمایه‌گذاران حقیقی سهام پرداختند که نتایج نشان از آن داشت که سوگیری رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، به‌طور قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران حقیقی سهام تأثیر می‌گذارد. مدان و سینگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) تأثیر سوگیری‌های رفتاری بیشتری از جمله فرااعتمادی<sup>۵</sup>، سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر)<sup>۶</sup> و رفتار توده‌وار را بر تصمیم سرمایه‌گذاری بررسی کردند و دریافتند که فرااعتمادی و رفتار توده‌وار به‌طور قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. بصاریر و یلماز<sup>۷</sup> (۲۰۱۹) دریافتند که سرمایه‌گذاران همواره در تصمیم‌گیری‌های مالی منطقی عمل نکرده و به پیروی از اکثریت تصمیمات غیرمنطقی اتخاذ می‌کنند. زاهرا و بانسال<sup>۸</sup> (۲۰۱۸) بیان کردند که سرمایه‌گذاران تمایل به پیروی از تصمیمات سایر سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارند. آگراوال، سینگال و سواراپ<sup>۹</sup> (۲۰۱۶) به بررسی نقش رفتار توده‌وار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی بازار بورس اوراق بهادار هند پرداختند که نتایج نشان از معنی‌دار بودن رابطه بین این دو متغیر داشت. بیخچندانی و شارما<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۰) به شواهدی از معاملات بیش از حد در بازار بورس دست یافتند که در نتیجه بروز رفتار توده‌وار از سرمایه‌گذاران، بازدهی پایینی برای افراد رقم خورده است.

1. blue chip bias
2. Adil, Singh and Ansari
3. Jain, Walia and Gupta
4. Madaan and Singh
5. Overconfidence Bias
6. Anchoring & Adjustment Bias
7. Basarir and Yilmaz
8. Zahera and Bansal
9. Agrawal, Singhal and Swarup
10. Bikhchandani and Sharma

در ایران نیز سعدآبادی و فرهادیان (۱۴۰۲) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران بازار بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که تصمیمات دیگران، تأثیر زیادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌گذارد و رفتار منطقی و رفتارهای واکنشی در رتبه‌های بعدی قرار گرفته است. سیرانی، رزم‌جویی و ثمری (۱۴۰۲) همچنین به بررسی تأثیر سوگیری‌های شهودی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و یافته‌های آن‌ها مبین آن بود که رابطه مثبت و معناداری بین سوگیری‌های رفتاری از جمله فراعتمادی و نماگری<sup>۱</sup> با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران وجود دارد، همچنین رابطه منفی و معناداری بین آشناگرایی<sup>۲</sup> با تصمیمات سرمایه‌گذاران وجود دارد، اما معناداری رابطه سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر) با تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد تأیید واقع نشد. شیرویه‌پور، بیات و معافی (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند، نتایج نشان از آن داشت که سوگیری فراعتمادی، سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر) تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. بررسی انجام شده توسط جمشیدی، قالیباف و فدائی‌نژاد (۱۳۹۸) نشان می‌دهد که سوگیری‌های رفتاری نظیر فراعتمادی، نماگری و اثر تمایلاتی در میان سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران تا حدی رایج است. بر اساس نتایج این پژوهش، بین دو سوگیری رفتاری فراعتمادی و نماگری با عملکرد سرمایه‌گذاران، ارتباط معناداری وجود دارد. در پژوهشی دیگر، یزدانی و مشتاقی (۱۳۹۵) تأثیر عوامل روان‌شناختی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که عوامل روان‌شناختی، به‌ویژه خطاهای ادراکی، بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مستقیم دارند. مطالعه جلیلووند، رستمی و رحمانی (۱۳۹۵) نیز بر شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران متمرکز بوده است. یافته‌های این پژوهش نشان داده‌اند که در کنار عوامل اقتصادی، عوامل رفتاری همچون ویژگی‌های شخصیتی نیز نقش قابل توجهی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. در نهایت، بدری و عزآبادی (۱۳۹۴) رفتارها و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران بورس تهران را تحلیل کرده و دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران حقیقی گاهی رفتارهای توده‌وار از خود نشان می‌دهند. اگرچه این گروه در انتخاب سهام عملکرد مناسبی دارند، بخشی از بازدهی آن‌ها به دلیل زمان‌بندی نامناسب معاملات کاهش می‌یابد. حسینی، حقیگو و رحمانی‌نژاد (۱۳۹۳) در پژوهش خود پیرامون سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران دریافته‌اند که میان سوگیری‌هایی نظیر کوتاه‌نگری<sup>۳</sup>، خوش‌بینی<sup>۴</sup>، خوداسنادی<sup>۵</sup>، توان‌پنداری<sup>۶</sup> و دیرپذیری<sup>۷</sup> با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد. با این حال، تورش رفتاری ابهام‌گریزی<sup>۸</sup> تأثیر معنادار و مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نشان نداد.

1. Representativeness Bias
2. Availability Bias
3. Self-control Bias
4. Optimism
5. Self- Attribution
6. Illusion of Control Bias
7. Conservatism
8. Ambiguity Aversion Bias

## ادراک از کارایی بازار

طبق نظر فاما<sup>۱</sup> (۱۹۷۰) و سایر معتقدان به نظریه‌های بنیادی مالی، بازارها تقریباً همیشه کارآ هستند. کارایی بازار بدین معنی است که قیمت اوراق بهادار حاکم بر بازار مالی منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود است (فونتنس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). کارایی بازار به این مفهوم است که هیچ استراتژی سرمایه‌گذاری نمی‌تواند به طور مداوم و در یک بازه زمانی طولانی، بازدهی بالاتر از بازار به دست آورد (ریتر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). در سال‌های اخیر با پیدایش رویکرد رفتاری این‌گونه بیان می‌شود که بازارهای مالی از افرادی تشکیل شده‌اند که می‌توانند تصمیمات غیرمنطقی گرفته و منجر به ناکارایی بازارهای مالی شوند (آکرلوف و شیلر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰). پژوهش‌های پیشین نشان از آن داشتند که بازارهای مالی در دنیای واقعی به دلیل سویه‌های رفتاری و دیگر جنبه‌های سرمایه‌داری ناکارآ هستند (دوان و دهرنی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹). در واقعیت بازارهای مالی هیچگاه کاملاً کارآ و یا ناکارآ نبوده و بین دو سر طیف قرار گرفته‌اند و وجود عوامل رفتاری از جمله دلایل اصلی جداسدن از مرز کارایی است (پومپین، ۲۰۰۶). درجه کارایی بازار اوراق بهادار از نحوه واکنش سرمایه‌گذاران در برابر اطلاعات دریافتی، تعیین می‌گردد و اگر واکنش مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه با سرعت و درست باشد، بازار اوراق بهادار به‌سوی کارایی می‌رود، در غیر این صورت، اگر واکنش سرمایه‌گذاران با اختلال و تأخیر همراه باشد، بازار از کارایی دور می‌شود؛ اما مشکل این است که سرمایه‌گذاران در زمان مواجهه با شرایط احساسی، قادر به واکنش مناسب نیستند و تصمیمات آن‌ها با سوگیری اتخاذ می‌گردد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

پاتاک و ثاپا (۲۰۲۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر سوگیری‌های اکتشافی و ادراک کارایی بازار بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای در حال توسعه پرداختند. نتایج نشان داد که سوگیری‌های نمایندگی و اعتماد به نفس بیش از حد تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار دارند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر این سوگیری‌ها قرار می‌گیرند، تمایل بیشتری به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری جسورانه و اطمینان به توانایی خود در پیش‌بینی حرکات بازار دارند. علاوه بر این، نقش میانجی‌گری ادراک کارایی بازار در رابطه بین سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر) و تصمیمات سرمایه‌گذاری برجسته شد، به‌طوری‌که سرمایه‌گذارانی که به اطلاعات اولیه (لنگرها) وابسته‌اند، تنظیم تصمیمات خود را بر مبنای ادراکشان از کارایی بازار انجام می‌دهند. این مطالعه بر اهمیت درک سوگیری‌های شناختی و کارایی بازار در رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای در حال توسعه تأکید می‌کند. شاه، احمد و محمود<sup>۶</sup> (۲۰۱۸) به بررسی اثرات احتمالی عوامل رفتاری بر ادراک از کارایی بازار پرداختند که نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی، مانند فرااعتمادی، ناامیدی، ناامنی، آشناگرایی و سوگیری اتکا و

1. Fama
2. Fuentes
3. Ritter
4. Akerlof and Shiller
5. Dewan and Dharni
6. Shah, Ahmad and Mahmood

تعدیل (لنگر) تأثیر منفی قابل‌توجهی بر کارایی بازار دارد. هادی (۲۰۱۷) همچنین به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر کارایی ادراک شده بازار پرداختند که نتایج حاکی از آن بود که سوگیری آشناگری و توان‌پنداری بر کارایی ادراک شده بازار تأثیر منفی و معناداری دارند، در حالی که سوگیری نماگری تأثیر معناداری بر ادراک کارایی بازار ندارد. شاه، واجید و رضوان (۲۰۱۲) نیز در پژوهشی به بررسی تأثیر سوگیری فراعتمادی بر کارایی ادراک شده بازار پرداختند، نتایج نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار بین بعد سه بعد از سوگیری فراعتمادی و کارایی ادراک شده بازار وجود دارد. بیخچندانی و شارما<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) به بررسی تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی پرداختند و نتایج نشان از آن داشت که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران می‌تواند معاملات سهام و سایر دارایی‌های مالی را به قیمتی مغایر با ارزش بنیادی آن در بازارهای مالی سوق دهد. در ایران نیز سیرانی، رزم‌جویی و ثمری (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر سوگیری‌های شهودی بر کارایی ادراک شده بازار پرداختند و نتایج مبین وجود رابطه مثبت و معنادار بین سوگیری‌های رفتاری از جمله فراعتمادی و نماگری و رابطه منفی و معنادار سوگیری آشناگرایی با ادراک کارایی بازار بود، اما رابطه سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر) با ادراک کارایی بازار مورد تأیید واقع نشد. شیرویه‌پور، بیات و معافی (۱۴۰۲) همچنین به بررسی تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر کارایی بازار پرداختند، نتایج پژوهش حاکی از آن بود که سوگیری‌های فراعتمادی، نماگری، آشناگرایی و سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر) تأثیر معناداری بر کارایی بازار دارد.

### مبانی توسعه فرضیه‌های پژوهش

برخلاف دیدگاه سنتی که بر تصمیم‌گیری‌های صرفاً منطقی تأکید دارد، مالی رفتاری نشان می‌دهد که عوامل روانشناختی و رفتاری نقش بسیار مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. رفتار توده‌وار، به عنوان یکی از مهم‌ترین سوگیری‌های شناختی در مالی رفتاری، در شرایطی که سرمایه‌گذاران با عدم قطعیت بالایی روبرو هستند، به شدت تقویت می‌شود (پروساد، کاپور و سنگپوتا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). مبانی نظری مالی رفتاری نشان می‌دهد که در شرایطی که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر فشارهای گروهی، شایعات یا هیجانات اجتماعی قرار می‌گیرند، احتمال بروز رفتارهای جمعی و کاهش کیفیت تصمیم‌گیری‌های فردی افزایش می‌یابد. پژوهش‌ها مؤید این امر هستند که رفتار توده‌ای می‌تواند به طور معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذاری و بازده آن تأثیر منفی بگذارد. در حالی که نظریه‌های مالی کلاسیک بر کارایی بازارها تأکید دارند، شواهد تجربی نشان می‌دهند که رفتارهای جمعی و تصمیمات غیرعقلانی سرمایه‌گذاران، به ویژه در شرایط عدم قطعیت، منجر به ایجاد ناکارایی بازار و کاهش ادراک از کارایی آن می‌شود. بر این اساس فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند.

**فرضیه اول:** رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب توسط سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

1. Bikhchandani and Sharma  
2. Prosad, Kapoor & Sengupta



**فرضیه دوم:** رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیر منفی معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

**فرضیه سوم:** رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران منجر به کاهش ادراک مثبت سرمایه‌گذاران نسبت به کارایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از جمله پژوهش‌های کاربردی است و از روش پژوهش توصیفی استفاده شده است. پژوهش حاضر نمونه نسبتاً بزرگی را در یک‌زمان تجزیه و تحلیل می‌کند، لذا طرح مقطعی برای پژوهش مناسب است. هدف اصلی پژوهش حاضر آزمون فرضیه‌ها است، زیرا آزمون فرضیه‌ها درکی بهتری از رابطه بین متغیرها ارائه می‌کند (گاوری و گرونهاگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). باتوجه به اینکه هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عوامل رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاران انفرادی است، از این‌رو انتخاب رویکرد قیاسی به‌عنوان رویکرد پژوهش مناسب‌تر از رویکرد استقرایی است (گاوری و گرونهاگ، ۲۰۱۰). در پژوهش حاضر از پرسش‌نامه جهت جمع‌آوری داده‌ها استفاده شده است. هدف این پژوهش بررسی چگونگی تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری و کارایی بازار است. برای دستیابی به این هدف، در پژوهش حاضر روش پیمایشی به کار گرفته شده و از پرسش‌نامه برای جمع‌آوری داده‌ها به‌عنوان ابزار اندازه‌گیری استفاده شده است. نمونه‌گیری در پژوهش حاضر به صورت تصادفی انجام گرفت و بر این اساس پرسش‌نامه‌ها در سال ۱۴۰۲ میان سرمایه‌گذاران حقیقی بورس و اوراق بهادار تهران که بر اساس اطلاعات سیستم‌های کارگزاری دارای بیش از دو سال سابقه معاملاتی فعال بودند، توزیع شد. این اقدام به‌منظور جلوگیری از مخدوش شدن ارزیابی‌های پژوهش توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه انجام شد تا تنها افرادی پرسش‌نامه را تکمیل کنند که تجربه واقعی سود و زیان در بازار سرمایه ایران داشته باشند. ابتدا پرسش‌نامه توسط ۱۰ سرمایه‌گذار با سابقه فعالیت بیش از ۱۰ سال تکمیل شد. این فرایند به تقویت پرسش‌نامه و ارتقای شفافیت و قابل‌فهم بودن گزاره‌های آن کمک کرد.

پرسش‌نامه در دو بخش تدوین شد که در بخش اول ویژگی‌های جمعیت‌شناختی تکمیل‌کنندگان از جمله جنسیت، سن، سطح تحصیلات و سابقه کاری مورد پرسش قرار گرفته است و بخش دوم در برگزیده گویه‌های مربوط به اندازه‌گیری متغیرهای اصلی پژوهش از جمله رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، تصمیم و عملکرد سرمایه‌گذاری و ادراک کارایی بازار است. گویه‌های پرسش‌نامه که برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش استفاده شده است، از گویه‌های پیشنهادی محققان پیشین است. پرسش‌نامه از ۷ پرسش برای اندازه‌گیری رفتار توده‌وار، ۳ پرسش برای عملکرد سرمایه‌گذاری، ۵ پرسش برای تصمیم سرمایه‌گذاری و ۶ پرسش برای ادراک کارایی بازار به کار گرفته شد. پاسخ‌دهندگان می‌توانند هر یک از سؤالات بخش دوم پرسش‌نامه را بر اساس مقیاس ۵ نقطه‌ای لیکرت با دامنه (خیلی مخالفم) تا (خیلی موافقم) پاسخ دهند.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه ایران با سابقه معاملاتی بیشتر از ۲ سال است. آزمون کاستلو و کیلو<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) نسبت ۱۰-۱۵ پاسخ‌دهندگان به متغیرهای مشاهده شده (گویه‌های پرسش‌نامه) را مطابق رابطه (۱) به‌عنوان یک معیار قابل قبول برای تصمیم‌گیری در مورد حجم نمونه جهت برآوردهای بی‌طرفانه در مدل معادلات ساختاری پیشنهاد کردند، که در پژوهش حاضر نیز از این روش برای نمونه‌گیری و تعیین تعداد نمونه مناسب استفاده گردید.

$$10q \leq n \leq 15q \quad \text{رابطه (۱)}$$

بر اساس رابطه ۱ و با توجه به اینکه پرسش‌نامه پژوهش دارای ۲۱ گویه است، از این‌رو حداقل تعداد ۲۱۰ پاسخ برای تجزیه و تحلیل لازم است. برای اطمینان از کیفیت پرسش‌نامه‌های ارسال شده، دریافت حداکثر ۳۰۰ پرسش‌نامه آنلاین در نظر گرفته شد. از میان ۲۶۲ پرسش‌نامه تکمیل شده، ۹ مورد به‌عنوان مخدوش شناسایی شد و در نهایت، ۲۵۳ پرسش‌نامه برای تحلیل نهایی تأیید گردید. خلاصه اطلاعات مربوط به پرسش‌نامه در جدول (۱) ارائه شده است.

**جدول ۱. آمار پرسشنامه‌های ارسالی**

حداقل تعداد پرسش‌نامه مورد نیاز	سقف دریافت پرسشنامه	تعداد پرسشنامه برگشت داده شده	تعداد پرسشنامه مخدوش	تعداد پرسشنامه تأیید شده
۲۱۰	۳۰۰	۲۶۲	۹	۲۵۳

جدول (۲) اطلاعات مربوط به متغیرها، گویه‌ها و زیرگویه‌ها را نشان می‌دهد.

**جدول ۲. متغیرها، گویه‌ها، زیرگویه‌های پژوهش و منابع آن**

متغیرها	گویه‌ها	زیرگویه‌ها	کد زیر گویه	منبع
مدیریت سرمایه‌گذاری	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری	تکیه بر غرایز هنگام سرمایه‌گذاری	IDM1	رشید <sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸)
		انجام سرمایه‌گذاری‌هایی که به نظر مناسب است	IDM2	
		تمایل به سرمایه‌گذاری پس از اتکا بر شهود	IDM3	
		اعتماد به احساسات و واکنش‌های درونی خود به هنگام سرمایه‌گذاری	IDM4	
		غلبه احساس بر منطق به هنگام سرمایه‌گذاری	IDM5	
عملکرد سرمایه‌گذاری	عملکرد سرمایه‌گذاری	برآورده شدن انتظارات سرمایه‌گذاری از لحاظ نرخ بازگشت سرمایه	IP1	آبدین <sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۷)
		برابری نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری با میانگین نرخ بازدهی بازار	IP2	
		احساس رضایتمندی از تصمیمات سرمایه‌گذاری سال گذشته	IP3	

1. Osborne, Costello and Kellow
2. Rasheed
3. Abdin



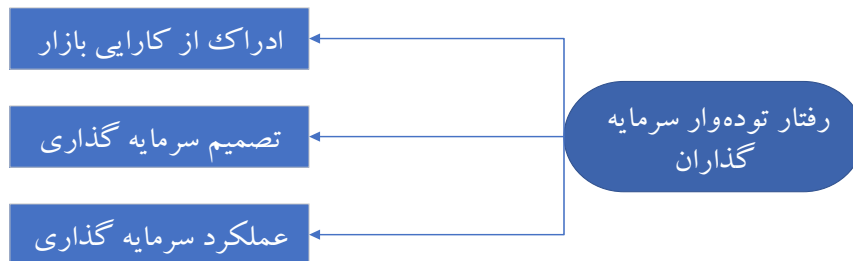
متغیرها	گویه‌ها	زیرگویه‌ها	کد زیر گویه	منبع
ادراک کارایی بازار		به‌دقت در نظر گرفتن تغییرات قیمت سهام مورد نظر برای سرمایه‌گذاری	PME1	شاه، احمد و محمود <sup>۱</sup> (۲۰۱۸)
		اهمیت اطلاعات بازار برای سرمایه‌گذاری در سهام	PME2	
		در نظر گرفتن روندهای گذشته سهام جهت سرمایه‌گذاری	PME3	
		واکنش بیش از حد نسبت به تغییرات قیمت سهام	PME4	
		تجزیه و تحلیل ترجیحات مشتریان شرکت‌ها قبل از سرمایه‌گذاری	PME5	
		مطالعه اساسی اصول بازار سرمایه قبل از تصمیم به سرمایه‌گذاری	PME6	
رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران		خرید سهام منوط به حجم بالای سفارش خرید در آغاز ساعت معاملاتی	HB1	پروساد، کاپور و سنگوپتا <sup>۲</sup> (۲۰۱۵)
		افزایش معاملات در پی بیشتر از حد معمول بودن حجم معاملات کل بازار	HB2	
		کاهش فشار روانی با درمیان گذاشتن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری با دیگران	HB3	
		کاهش پشیمانی به هنگام تجربه زیان توسط دیگران ناشی از سرمایه‌گذاری مشابه	HB4	
		احساس پشیمانی از اتخاذ موضع معاملاتی مخالف روند عمومی و کسب زیان، در حالی که دیگران با پیروی از سایرین سود کنند	HB5	
		اهمیت هم سن و سالان به‌عنوان منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاری	HB6	
		اهمیت سایر فعالان بازار (شامل کارگزاران، مدیران صندوق، سرمایه‌گذاران نهادی، تحلیلگران و...) به‌عنوان منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاری	HB7	

منبع: احمد و وو (۲۰۲۲)

در پژوهش حاضر، از مدل انعکاسی<sup>۳</sup> مطابق شکل (۱) برای بررسی روابط میان متغیرها استفاده شده است. در این مدل، مدیریت سرمایه‌گذاری به‌عنوان سازه‌ای در نظر گرفته شده که از طریق دو شاخص کلیدی، یعنی تصمیم سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری، بازتاب می‌یابد. در مدل انعکاسی، فرض بر این است که تغییرات در سازه اصلی (مدیریت سرمایه‌گذاری) به‌صورت مستقیم در شاخص‌های مرتبط آن منعکس می‌شود. به‌عبارتی، تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاری به‌عنوان نشانه‌هایی از مدیریت سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند و هرگونه تغییر در مدیریت سرمایه‌گذاری باعث تغییر در این دو شاخص خواهد شد. این روش مفهومی‌سازی با هدف اندازه‌گیری تأثیر مستقیم و غیرمستقیم متغیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران بر مدیریت سرمایه‌گذاری، و به‌دنبال آن، اثر آن بر ادراک از کارایی بازار انتخاب شده است. انتخاب مدل انعکاسی، امکان بررسی دقیق روابط علی و همچنین تفسیر شاخص‌ها به‌عنوان بازتاب‌های تغییرات سازه نهفته را فراهم می‌آورد.

1. Shah, Ahmad and Mahmood
2. Prosad, Kapoor and Sengupta
3. Reflective Model





شکل ۱. مدل مفهومی جامع پژوهش  
منبع: احمد و وو (۲۰۲۲)

با وجود طراحی دقیق پژوهش و انتخاب نمونه، این تحقیق با چند محدودیت همراه است. نخست، استفاده از روش مقطعی ممکن است منجر به عدم توانایی در ردیابی تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران در طول زمان شود. دوم، ابزار جمع‌آوری داده‌ها (پرسش‌نامه) ممکن است برخی سوگیری‌های مرتبط با خوداظهاری را به همراه داشته باشد، چرا که پاسخ‌دهندگان ممکن است اطلاعات را به گونه‌ای بیان کنند که با دیدگاه ایده‌آل خود منطبق باشد، نه رفتار واقعی. سوم، نمونه‌گیری از سرمایه‌گذارانی با بیش از دو سال تجربه ممکن است نتایج را به سمت گروه خاصی از افراد منحرف کند و نتیجه‌گیری کلی‌تر را محدود نماید. سرانجام، محدودیت‌های مدل معادلات ساختاری شامل فرضیات خطی و نادیده گرفتن روابط پیچیده‌تر میان متغیرها نیز باید مورد توجه قرار گیرد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار اسمارت PLS3 استفاده شد. ابتدا یک آمار توصیفی از متغیرهای جمعیت شناختی ارائه شد و سپس آزمونی آزمایشی برای بررسی روایی و پایایی ابزار انجام شد. در نهایت کیفیت مدل پژوهش با استفاده از شاخص ارتباط پیش‌بین  $(Q^2)$  مورد بررسی قرار گرفت و مدل نهایی به وسیله ضرایب مسیر مورد برآورد قرار گرفت. تکنیک‌های آماری مورد استفاده برای دستیابی به اهداف پژوهش شامل تحلیل همبستگی و مدل‌سازی معادلات ساختاری<sup>۱</sup> است. مدل‌سازی معادلات ساختاری به این دلیل انتخاب شد که تحلیل آماری یک تکنیک چند متغیره است که جنبه‌های رگرسیون چندگانه و تحلیل عاملی را برای تخمین یک سری روابط وابسته به هم به‌طور همزمان ترکیب می‌کند (هیر،<sup>۱</sup> ۲۰۰۹).

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای جمعیت‌شناختی پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است.

1. Structural equation modeling (SEM)  
2. Hair



جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای جمعیت شناختی

خصیصه	فرآوری	درصد
جنسیت	مرد	۱۶۰ / ۶۳٪
	زن	۹۳ / ۳۷٪
سابقه کاری	زیر ۵ سال	۳۷ / ۱۵٪
	۵ تا ۱۰ سال	۱۱۲ / ۴۴٪
	۱۰ تا ۲۰ سال	۵۰ / ۲۰٪
	بالاتر از ۲۰ سال	۵۴ / ۲۱٪
تحصیلات	دیپلم	۱۳ / ۵٪
	کارشناسی	۱۲۴ / ۴۹٪
	کارشناسی ارشد	۷۹ / ۳۱٪
دکتری		۳۷ / ۱۵٪
	زیر ۳۰ سال	۸۱ / ۳۲٪
سن	۳۱ تا ۴۰ سال	۱۰۴ / ۴۱٪
	۴۱ تا ۵۰ سال	۳۸ / ۱۵٪
	بالاتر از ۵۰ سال	۳۰ / ۱۲٪

منبع: محاسبات پژوهش

از ۲۵۳ نفر سرمایه گذاران حقیقی تکمیل کننده پرسش نامه مطابق جدول (۳) بیشترین گروه سنی را افراد بین ۳۱ تا ۴۰ سال داشتند. مردان نیز بیشترین تعداد را در نمونه بررسی شده دارا بودند. همچنین اکثر افراد نمونه مدرک کارشناسی داشتند. در ادامه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش از جمله دامنه تغییرات نمرات متغیرها، میانگین و انحراف معیار آن‌ها به شرح جدول (۴) است:

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	مقدار T	سطح معناداری
رفتار توده‌وار سرمایه گذاران	۱/۰۰	۴/۰۰	۲/۰۷	۰/۴۷	-۳۱/۶۳	۰/۰۰۱
عملکرد سرمایه گذاری	۱/۳۳	۵/۰۰	۳/۶۲	۰/۷۲	۱۳/۵۷	۰/۰۰۱
تصمیم سرمایه گذاری	۱/۶	۵/۰۰	۳/۴۹	۰/۶	۱۲/۹۲	۰/۰۰۱
ادراک از کارایی بازار	۱/۸۳	۵/۰۰	۳/۷	۰/۶	۱۸/۶	۰/۰۰۱

منبع: محاسبات پژوهش

مطابق جدول (۴) بیشترین میزان میانگین برای متغیر ادراک کارایی بازار با میزان میانگین ۳/۷ و کمترین میزان میانگین برای متغیر رفتار توده‌وار سرمایه گذاران با میانگین ۲/۰۷ بوده است. لازم به ذکر است که نمرات هر متغیر از میانگین نمرات گویه‌هایی محاسبه شده است که توسط پاسخ‌دهندگان در پرسشنامه تکمیل شده‌اند. بنابراین، حداقل و حداکثر نمرات هر متغیر بسته به پاسخ‌های نمونه پژوهش، می‌توانند به صورت اعداد صحیح یا اعشاری باشند.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### روایی و پایایی مدل اندازه‌گیری

در این پژوهش، پایایی مدل با استفاده از آلفای کرونباخ و پایایی مرکب و روایی مدل هم با استفاده از آزمون روایی همگرا و روایی واگرا به همراه شاخص برازش<sup>1</sup> HTMT اندازه‌گیری شد که نتایج آن به شرح جدول (۵) است:

**جدول ۵. شاخص‌های پایایی و روایی متغیرهای پژوهش**

متغیرها	زیرگروه	بار عاملی	آلفای کرونباخ	پایایی مرکب	روایی همگرا
رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران	HB1	۰/۴۹۴	۰/۷۵۷	۰/۷۸	۰/۵۴
	HB2	۰/۶۳۶			
	HB3	۰/۶۷۹			
	HB4	۰/۶۵۲			
	HB5	۰/۵۹۵			
	HB6	۰/۵۳۸			
	HB7	۰/۴۴۶			
تصمیم سرمایه‌گذاری	IDM1	۰/۳۱	۰/۷۱۲	۰/۷۵۶	۰/۵۹۸
	IDM2	۰/۷۲۵			
	IDM3	۰/۷۳۷			
	IDM4	۰/۶۶۸			
	IDM5	۰/۶۱۷			
عملکرد سرمایه‌گذاری	IP1	۰/۷۹۲	۰/۷۲۸	۰/۸۰۲	۰/۵۷۷
	IP2	۰/۸۲۶			
	IP3	۰/۶۴۸			
ادراک کارایی بازار	PME1	۰/۷۲۹	۰/۷۷۳	۰/۸۴	۰/۵۶۸
	PME2	۰/۶۴۱			
	PME3	۰/۷۳۴			
	PME4	۰/۶۵۴			
	PME5	۰/۷۲۹			
	PME6	۰/۶۰۸			

منبع: محاسبات پژوهش

شاخص آلفای کرونباخ و پایایی مرکب بالاتر از ۰/۷ نشان از تأیید پایایی متغیر دارند (آذر و همکاران، ۱۳۹۱). بنابراین مطابق جدول (۵)، مدل پژوهش از پایایی لازم برخوردار است. بعلاوه، چنانچه شاخص برازش روایی همگرا بالاتر از ۰/۵ باشد روایی متغیر هم تأیید می‌شود (آذر و همکاران، ۱۳۹۱)، لذا نتایج حاکی از برقراری روایی و پایایی متغیرهای پژوهش است. روایی به طور کلی بیانگر توانایی سؤالات طراحی شده در اندازه‌گیری دقیق

1. Heterotrait-monotrait ratio of the correlations

متغیر مورد نظر است. هرچه نمره روایی به عدد یک نزدیکتر باشد، نشان‌دهنده آن است که متغیر به درستی توسط سؤالات مربوطه سنجیده شده است. از سوی دیگر، پایایی به معنای قابلیت تکرارپذیری نتایج در صورت اجرای مجدد پژوهش بر نمونه مشابه است. این امر نشان می‌دهد که متغیر مورد نظر به دقت و صحت سنجیده شده و نتایج به دست آمده، با تکرار تحقیق، پایدار و قابل اعتماد خواهند بود. جدول (۶) نیز نشان‌دهنده نتایج ماتریس فروئل و لارکر به منظور سنجش روایی واگرا است:

**جدول ۶. روایی واگرا فورئل و لارکر**

متغیرها	۱	۲	۳	۴
۱ ادراک از کارایی بازار	۰/۷۳۵			
۲ تصمیم سرمایه‌گذاری	۰/۵۹۷	۰/۷۶		
۳ رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران	-۰/۵۵۲	-۰/۵۱۱	۰/۷۷۳	
۴ عملکرد سرمایه‌گذاری	-۰/۴۹۸	۰/۵۳	-۰/۵۷۸	۰/۷۵۴

منبع: محاسبات پژوهش

همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، مقادیر قرارگرفته بر روی قطر اصلی ماتریس از تمامی مقادیر موجود در ستون مربوطه بزرگ‌تر است، که این امر نشان‌دهنده برخورداری متغیرهای پژوهش از اعتبار تشخیص مناسب است. لازم به ذکر است که برای این شاخص برازش عملاً دامنه استاندارد وجود نداشته و اعداد زیر قطر اصلی باید پایین‌تر از مقادیر قطر باشند.

پژوهش‌های اخیر هینسلر، رینگل و سینکویکس<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) نشان داده است که معیار فورئل و لارکر در شرایطی که بارهای عاملی سازه‌ها اختلاف جزئی داشته باشند، کارایی مطلوبی ندارد. از این رو، معیار HTMT به‌عنوان جایگزین پیشنهاد شده است. براساس این معیار، در صورتی که مقادیر تمامی اعداد موجود در ستون‌ها کمتر از ۰/۹ باشد، مدل دارای روایی واگرای مطلوب خواهد بود. مقادیر محاسبه شده این معیار برای متغیرهای پژوهش در جدول (۷) به‌نمایش درآمده است.

**جدول ۷. بررسی شاخص HTMT**

نمره شاخص	متغیرها	
۰/۸۱۶	ادراک از کارایی بازار	تصمیم سرمایه‌گذاری
۰/۷۳۳	ادراک از کارایی بازار	رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران
۰/۷۵۶	تصمیم سرمایه‌گذاری	رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران
۰/۷۰۱	ادراک از کارایی بازار	عملکرد سرمایه‌گذاری
۰/۸۶	تصمیم سرمایه‌گذاری	عملکرد سرمایه‌گذاری
۰/۸۶۱	رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران	عملکرد سرمایه‌گذاری

منبع: محاسبات پژوهش

باتوجه به مقادیر به دست آمده در جدول (۷) تمامی اعداد بین متغیرهای پژوهش در دامنه کوچک‌تر از ۰/۹ قرار دارند، لذا این شاخص مورد تأیید قرار گرفته است.

### کیفیت مدل پژوهش

کیفیت مدل با استفاده از شاخص ارتباط پیش‌بین ( $Q^2$ ) استفاده شد که به وسیله دو مقدار CV\_red و CV\_Com و SRMR آزمون شد و نتایج آن به شرح جدول (۸) است:

جدول ۸. کیفیت مدل پژوهش

وضعیت متغیر	SRMR	CV_Com	CV_red	متغیرها
قابل قبول	۰/۰۷۶	۰/۲۵۴	۰/۱۳۴	ادراک از کارایی بازار
قابل قبول		۰/۱۲۳	۰/۰۹۶	تصمیم سرمایه‌گذاری
قابل قبول		۰/۱۲	---	رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران
قابل قبول		۰/۱۸۳	۰/۱۸۶	عملکرد سرمایه‌گذاری

منبع: محاسبات پژوهش

اگر مقدار شاخص  $Q^2$  مثبت باشد نشان می‌دهد که برازش مدل مطلوب است و مدل از قدرت پیش‌بینی‌کنندگی مناسبی برخوردار است (هنسلر، رینگل و سینکویکس، ۲۰۰۹). شاخص CV\_Com میزان توانایی مدل در پیش‌بینی متغیرهای مشاهده‌پذیر بر اساس مقادیر متغیر پنهان مرتبط را ارزیابی می‌کند. مقادیر مثبت این شاخص بیانگر کیفیت مطلوب مدل اندازه‌گیری انعکاسی است. از سوی دیگر، شاخص CV\_red که به‌عنوان شاخص استون-گایسلر شناخته می‌شود، یکی از معتبرترین معیارهای ارزیابی کیفیت مدل ساختاری است و مقادیر بالاتر از صفر آن نشان‌دهنده توانایی بالای مدل در پیش‌بینی است. مطابق مقادیر به‌دست‌آمده در جدول (۸)، مشخص است که هر دو شاخص از مقادیر قابل‌قبولی برخوردارند.

### نتایج برآورد مدل پژوهش

نتایج برآورد مدل پژوهش شامل ضرایب مسیر و سطح معنی‌داری هر یک به شرح جدول (۹) است:

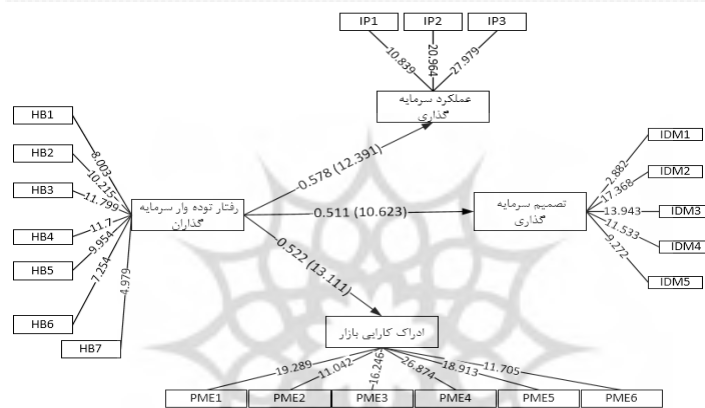
جدول ۹. نتایج برآورد مدل پژوهش

فرضیه‌های پژوهش	ضرایب مسیر	سطح معناداری (t)	سطح معنی‌داری	نتیجه
رفتار توده‌وار ← تصمیم سرمایه‌گذاری	-۰/۵۱۱	۱۰/۶۲۳	۰/۰۰۱	تأیید
رفتار توده‌وار ← عملکرد سرمایه‌گذاری	-۰/۵۷۸	۱۲/۳۹۱	۰/۰۰۱	تأیید
رفتار توده‌وار ← ادراک کارایی بازار	-۰/۵۵۲	۱۳/۱۱۱	۰/۰۰۴	تأیید

منبع: محاسبات پژوهش

میزان شدت رابطه میان متغیرهای پژوهش مطابق جدول (۹) توسط ضرایب مسیر به‌نمایش درآمده است. براین اساس رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران به‌صورت منفی بر کاهش عملکرد و تصمیم سرمایه‌گذاری

و ادراک کارایی بازار اثر می گذارد. لازم به ذکر است که هرچه ضرایب مسیر به عدد ۱ نزدیک تر باشند، بیانگر قدرت بیشتر رابطه میان متغیرهاست. بر اساس جدول ارائه شده، قوی ترین تأثیر مشاهده شده در این پژوهش، مربوط به رابطه رفتار توده وار سرمایه گذاران با عملکرد سرمایه گذاری با ضریب تأثیر ۰/۵۷۸ است، این یافته نشان دهنده حساسیت بالای سرمایه گذاران به عملکرد سرمایه گذاری و بازدهی (سود و زیان) آنهاست. علاوه بر این، مقادیر t بزرگ تر از ۱/۹۶ حاکی از معناداری روابط بین متغیرها بوده که مؤید معناداری تمامی فرضیه های پژوهش است. ضرایب مسیر و سطح معنی داری هر یک از گویه نیز در شکل (۲) نمایش داده شده است. لازم به ذکر است که سطوح معناداری در داخل پرانتز در شکل و در ادامه ضریب تأثیر گذاری است.



شکل ۲. مقادیر شدت تأثیر و سطح معناداری روابط بین متغیرهای پژوهش در مدل نهایی

منبع: یافته های پژوهش

## بحث و نتیجه گیری

امروزه تصمیم گیری در رابطه با فعالیت های مدیریت سرمایه گذاری تبدیل به فرایندی پیچیده برای تمامی سرمایه گذاران شده است. عمدتاً سرمایه گذاران با شرایط مالی ناپایدار با سطوح بالایی از نااطمینانی مواجه می شوند. این بی ثباتی فرایند تصمیم گیری را پیچیده تر از هر زمان دیگری می کند. تحت شرایطی که تحولات با سرعت بالا رخ می دهد ممکن است فرصتی برای تصمیم گیری وجود نداشته باشد و استفاده از منابع موجود جهت مدیریت سرمایه گذاری با استفاده از تمام اطلاعات موجود برای یک بازیگر عقلایی بازار بسیار چالش برانگیز باشد. در شرایط نااطمینانی و پیچیدگی محیطی (تلاطم)، سرمایه گذاران اغلب از خود رفتار توده وار نشان می دهند که بر تصمیمات سرمایه گذاری و عملکرد سرمایه گذاری آنها تأثیر منفی می گذارد. در پژوهش حاضر تأثیر رفتار توده وار سرمایه گذاران بر ادراک از کارایی بازار، تصمیم سرمایه گذاری و عملکرد سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفته است.

نتیجه فرضیه اول نشان داد که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیر منفی قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این یافته نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاران دارای رفتار توده‌وار معمولاً از اعتماد به دانش و توانایی‌های فردی خود اجتناب می‌کنند و دانش مالی کافی برای ارزیابی مستقل و دقیق اطلاعات موجود را ندارند. این کمبود اعتماد به نفس منجر به کاهش توانایی تحلیل داده‌ها و پیش‌بینی روند بازار می‌شود که به نوبه خود کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را پایین می‌آورد. از منظر روان‌شناختی، سرمایه‌گذاران توده‌وار غالباً با سوگیری‌های شناختی مواجه می‌شوند که باعث می‌شود به جای تصمیم‌گیری منطقی و مستقل، از اقدامات و رفتار دیگران در بازار پیروی کنند. این تمایل به پیروی، هرچند ممکن است در شرایط خاص مفید باشد، اما معمولاً منجر به تصمیم‌گیری‌های شتاب‌زده و دور از منطق می‌شود. نتیجه این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌هایی همچون شاه و احمد (۲۰۲۴)، عادل، سینگ و انصاری<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، مدان و سینگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، سعدآبادی و فرهادیان (۱۴۰۲) و سیرانی، رزم‌جویی و ثمری (۱۴۰۲) مطابقت دارد.

بعلاوه، نتیجه فرضیه دوم نشان داد که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیر منفی قابل توجهی بر عملکرد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این نتیجه حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران حقیقی دارای رفتار توده‌وار تمایل بالایی به انجام معاملات مکرر و بیش‌از‌حد دارند. این رفتار که معمولاً ناشی از پیروی بی‌چون‌وچرا از روندها و رفتار دیگران است، نه تنها هزینه‌های معاملاتی (مانند کارمزدها و مالیات) را افزایش می‌دهد، بلکه منجر به تصمیم‌های شتاب‌زده و بدون تحلیل کافی می‌شود که در نهایت بر عملکرد کلی سرمایه‌گذاری اثر منفی دارد. به لحاظ روان‌شناختی، این سرمایه‌گذاران غالباً دچار احساس ترس از دست دادن<sup>۳</sup> هستند و به دلیل کمبود اطلاعات دقیق یا تحلیل ناقص، رفتارهایی از خود نشان می‌دهند که کیفیت تصمیم‌گیری آن‌ها را به شدت کاهش می‌دهد. این امر، همان‌طور که در پژوهش‌های بیخچندانی و شارما (۲۰۰۰) و جمشیدی، قالیباف و فدائی‌نژاد (۱۳۹۸) نیز به اثبات رسیده است، یکی از مهم‌ترین موانع بهبود عملکرد سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود.

نتیجه فرضیه سوم نشان داد که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران تأثیر منفی قابل توجهی بر ادراک از کارایی بازار دارد. این یافته تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاران دارای رفتار توده‌وار، به جای اتکا به تحلیل‌های مستقل و منطقی، تمایل دارند بر اساس اطلاعات ناکافی یا پیروی از جمع عمل کنند. این رفتار، علاوه بر ایجاد نوسانات شدید در بازار، باعث کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران به کارایی بازار و ایجاد ادراکی نادرست از توانایی بازار در توزیع عادلانه و کارآمد اطلاعات می‌شود. این نتایج با پژوهش‌های شاه، احمد و محمود<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)، هادی (۲۰۱۷)، شیرویه‌پور، بیات و معافی (۱۴۰۲)، و سیرانی، رزم‌جویی و ثمری (۱۴۰۲) مطابقت داشته و بر ارتباط میان رفتارهای احساسی و غیرعقلانی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار تأکید می‌کند. علاوه

1. Adil, Singh and Ansari
2. Madaan and Singh
3. FOMO
4. Shah, Ahmad and Mahmood



بر این، یافته‌ها با نظریه عقلانیت محدود و تئوری چشم‌انداز همخوانی دارند که بر این باورند سرمایه‌گذاران، در مواجهه با ابهام و پیچیدگی‌های بازار، از روش‌های اکتشافی و تصمیم‌گیری‌های سریع برای کاهش خطر زیان استفاده می‌کنند. این روش‌ها، هرچند ممکن است در شرایط خاص مفید باشد، اما اغلب منجر به تصمیم‌های غیرعقلانی می‌شود که واکنش‌های بازار را یا بیش از حد شدید و یا کمتر از حد لازم می‌کند و هر دو حالت به ناکارایی بازار منجر می‌شوند.

اکثر پژوهش‌های پیشین بر اهمیت رفتار توده‌وار در محیط‌های پیچیده و نامطمئن تأکید کردند، اما پیامدهای منفی آن بر مدیریت سرمایه‌گذاری را نادیده گرفته بودند. پژوهش حاضر اولین مطالعه‌ای است که تأثیر ناهمگون رفتار توده‌وار را بر فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار نشان می‌دهد که پیش‌بیند فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری غیرمنطقی و ناکارآمدی بازار را در نظر می‌گیرد و به ادبیات موجود در پارادایم مالی رفتاری کمک می‌کند. علاوه بر دانش‌افزایی پژوهش حاضر از نظر مفاهیم نظری، یافته‌های پژوهش حاضر همچنین پیامدهای کاربردی مهمی برای مدیران نهادهای مالی دارد. به‌عنوان مثال، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که متخصصان مالی در هنگام تصمیم‌گیری مرتبط با فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری نباید به‌صورت توده‌وار رفتار نمایند و با انجام تحلیل مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، توسعه معیارهای کمی سرمایه‌گذاری، تعیین اهداف و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیمات بر اساس توانایی تحلیل مالی و سطوح تجربه خود، تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری را اتخاذ کنند و به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب حرکت کنند.

توصیه به پژوهشگران آتی این است که برای گسترش مطالعات و درک عمیق‌تر از رفتار سرمایه‌گذاران، به بررسی ارتباط میان رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، ادراک از کارایی بازار و فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری با استفاده از واسطه‌ها و متغیرهای تعدیلگر متنوع بپردازند. این واسطه‌ها می‌توانند شامل عوامل کلان اقتصادی، شرایط بازار، نقش سیاست‌گذاری‌های دولتی، و ساختارهای نهادی باشند که به درک جامعی از تأثیرات این متغیرها کمک کنند. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود به‌جای محدود کردن مطالعه به رفتار توده‌وار، سایر سوگیری‌های مطرح‌شده در ادبیات مالی رفتاری نیز در مدل‌های پژوهشی گنجانده شوند. این سوگیری‌ها شامل فرااعتمادی، نماگری، اثر تمایلاتی، آشناگرایی، سوگیری اتکا و تعدیل (لنگر)، کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خوداسنادی، توان‌پنداری، دیرپذیری و ابهام‌گریزی هستند. گنجاندن این عوامل می‌تواند تصویر گسترده‌تر و جامعی از رفتار سرمایه‌گذاران ارائه داده و تأثیر آنها بر مدیریت سرمایه‌گذاری و کارایی بازار را روشن‌تر کند. همچنین، استفاده از روش‌های پژوهشی ترکیبی (کیفی و کمی) و داده‌های طولی به همراه شبیه‌سازی‌ها و مدل‌های پیشرفته، همچون روش‌های تحلیل مسیر یا مدل‌سازی معادلات ساختاری، می‌تواند به ارتقای کیفی نتایج کمک کند. پژوهش در بستر بازارهای بومی ایران و تطبیق آن با یافته‌های بین‌المللی نیز راهکاری موثر برای شناسایی تفاوت‌های فرهنگی و نهادی در رفتارهای سرمایه‌گذاران خواهد بود. در نهایت، همکاری‌های بین‌رشته‌ای با حوزه‌هایی مانند روانشناسی، جامعه‌شناسی، و علوم تصمیم‌گیری می‌تواند به درک عمیق‌تر و بینش‌های کاربردی‌تری درباره عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران و پیامدهای آن منجر شود.

جزء لاینفکی از مراحل یک پژوهش، وجود موانع و محدودیت‌ها است که بستری مناسب جهت انجام پژوهش‌های آتی فراهم می‌آورد و انجام پژوهش حاضر نیز طبق این قاعده با محدودیت‌هایی مواجه بوده است. با توجه به تکمیل پرسشنامه‌ها در سال ۱۴۰۲، پژوهش حاضر دارای محدودیت زمانی است و داده‌های جمع‌آوری شده به یک بازه زمانی خاص محدود است و نتایج ممکن است قابل تعمیم به سایر دوره‌های زمانی، به‌ویژه در شرایط متفاوت بازار (رونق، رکود یا بحران) نباشد. همچنین با توجه به طریقه جمع‌آوری داده‌ها، محدودیت‌های مرتبط با ابزار پرسش‌نامه مصداق دارد و ممکن است برخی سرمایه‌گذاران، به دلایل مختلف مانند ترس از قضاوت، عدم شفافیت یا درک نادرست سؤالات، پاسخ‌های دقیقی ارائه نداده باشند. محدودیت‌های نمونه‌گیری و تعمیم‌پذیری نیز به این شکل موجود است که تمرکز بر سرمایه‌گذاران حقیقی و عدم بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است تصویری کامل از تأثیر رفتار توده‌وار ارائه ندهد و نتایج قابل تعمیم به سایر گروه‌های مرتبط (مانند مدیران شرکت‌ها یا سرمایه‌گذاران نهادی) نباشد. به علاوه ممکن است عوامل دیگری (مانند سیاست‌های اقتصادی، تغییرات ناگهانی بازار، یا عوامل فرهنگی) که در تأثیر رفتار توده‌وار مؤثر هستند، مورد بررسی قرار نگرفته باشند.

پژوهش حاضر دارای پیامدهای کاربردی برای سرمایه‌گذاران، مدیران سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاران است. پیامدهای پژوهش حاضر برای سرمایه‌گذاران به این صورت است که آن‌ها قادر به فهم عوامل مسبب ناکارآمدی‌های بازار سهام هستند. ناکارآمدی کمتر به قیمت‌گذاری منصفانه‌تر، محتوای اطلاعاتی بیشتر قیمت‌ها، کاهش احتمال حباب‌ها و سقوط‌های غیرمنطقی و البته ناکارآمدی برخی استراتژی‌های معاملاتی مانند تحلیل تکنیکال و معاملات بازخوردی منجر می‌شود. از نظر مدیریتی، این موضوع بر نیاز به اتخاذ استراتژی‌های معاملاتی تطبیقی تأکید دارد که بتوانند نوسانات بازار را بهتر مدیریت کرده و مدیریت ریسک را بهبود بخشند و مواجهه با ریسک‌های ناشی از رفتار توده‌وار را کاهش دهند. برای سیاست‌گذاران حوزه بازار سرمایه، شناسایی ناکارآمدی‌های موجود ضرورتی انکارناپذیر است تا امکان اتخاذ سیاست‌های تنظیمی کارآمد فراهم شود. بر اساس یافته‌های پژوهش، توسعه چارچوب‌های نظارتی پیشرفته می‌تواند نقش مهمی در کاهش اثرات بی‌ثبات‌کننده رفتار توده‌وار ایفا کند. این چارچوب‌ها با استفاده از ابزارهای پایش زمان واقعی، نوسانات غیرمنطقی بازار را به‌طور مؤثر شناسایی و مدیریت می‌کنند و از طریق تنظیم کانال‌های انتشار اخبار و اطمینان از جریان به‌موقع و متعادل اطلاعات، پایداری و اعتماد به بازار را افزایش می‌دهند. علاوه بر این، اجرای برنامه‌های ارتقای سواد مالی سرمایه‌گذاران حقیقی، توانمندسازی آن‌ها در تحلیل داده‌ها و تصمیم‌گیری مستقل را تسهیل کرده و به کاهش رفتار توده‌وار کمک می‌کند. ایجاد پلتفرم‌های دقیق اطلاع‌رسانی مبتنی بر تحلیل‌های بنیادی و داده‌های معتبر نیز از دیگر اقدامات کلیدی است که می‌تواند کارایی بازار را بهبود بخشد. در نهایت، سیاست‌های تشویقی که سرمایه‌گذاران را به اجتناب از رفتارهای توده‌وار و اتخاذ تصمیمات تحلیل‌محور ترغیب می‌کنند، ابزاری مؤثر برای هدایت بازار به سمت پایداری و توسعه بلندمدت خواهد بود.

## ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.  
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



## References

- Abdin, S.Z; Farooq, O; Sultana, N. and Farooq, M. (2017). The impact of heuristics on investment decision and performance: exploring multiple mediation mechanisms. *Research in International Business and Finance*, 42, 674-688.
- Adil, M; Singh, Y. and Ansari, M.S. (2022). How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision? *Asian Journal of Accounting Research*, 7 (1), 17-30.
- Agarwal, A; Rao, N.V.M. (2023). Exploring the Impact of Behavioral Biases and Demographic Factors on Investment Decision-Making: Evidence from Indian Retail Investors, *Springer Proceedings in Business and Economics*, 5, 87 – 102.
- Agrawal, D; Singhal, T. and Swarup, K.S. (2016). Role of herding behavior in influencing investor decision making in India, *Indian Journal of Research in Capital Markets*, 3 (4), 43-48.
- Ahmad, M. and Shah, S.Z.A. (2022). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decisionmaking and performance: mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38 (1), 60-90.
- Ahmad, M. and Wu, Q. (2022). Does herding behavior matter in investment management and perceived market efficiency? Evidence from an emerging market, *Management Decision*, 60 (8), 2148-2173.
- Ahmad, M; Shah, S.Z.A. and Abbass, Y. (2021). The role of heuristic-driven biases in entrepreneurial strategic decision-making: evidence from an emerging economy. *Management Decision*, 59 (3), 669-691.
- Ajmal, S; Mufti, M. and Shah, Z.A. (2011). Impact of illusion of control on perceived efficiency in Pakistani financial markets. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 5 (2), 100-110.
- Akerlof, G.A. and Shiller, R.J. (2010). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. New Jersey: Princeton University Press.
- Almansour, B.Y; Elkrghli, S; Almansour, A. Y. (2023). Behavioral finance factors and investment decisions: A mediating role of risk perception, *Cogent Economics and Finance*, 11 (2).
- Ameur, H.B; Boujelbene, M; Prigent, J.L. and Triki, E. (2019). Optimal portfolio positioning on multiple assets under ambiguity. *Computational Economics*, 5(4), 1-37.
- Azar, A; Qanawati, M. and Gholamzadeh, R. (2011). Path-structural modeling in management: Application of SmartPLS software. *Negha Danesh Publications*. (In Persian).
- Badri, A; Ezabadi, B. (2015). Investor type trading behavior and trade performance in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 17(1), 21-38. (In Persian)
- Banerjee, A.V. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (3), 797-817.
- Barber, B. M; & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

- Basarir, C. and Yilmaz, O. (2019), Herd behavior and its effects on the purchasing behavior of investors. *Contemporary Issues in Behavioral Finance*, 101, 215-226.
- Bertel, S. and Kirlik, A. (2010). Fast and frugal heuristics, *Wiley Encyclopedia of Operations Research and Management Science*, 1-8.
- Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers, International Monetary Fund*, 47 (3), 279-310.
- Calvo, G. and Mendoza, E. (1997). Rational herd behavior and the globalization of securities markets. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Institute for Empirical Macroeconomics Discussion Paper*, 120(1), 1-45.
- Chang, E. C; Cheng, J. W; and Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24(10), 1651– 1679.
- Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. *Modern methods for business research*, 295(2), 295-33.
- Demirer, R. and Kutan, A.M. (2006). Does herding behavior exist in Chinese stock markets?, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16 (2), 123-142.
- Dewan, P. and Dharni, K. (2019). Herding behaviour in investment decision making: a review. *Journal of Economics, Management and Trade*, 24 (2), 1-12.
- Eslami Bidgoli, Gh. and Shahriari, S. (۲۰۰۷). Investigating and testing herding behavior of investors using the deviations of stock returns from total market returns in Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing reviews*, 14(49),25- 44. (In Persian)
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Ferreruela, S; & Mallor, T. (2021). Herding in the bad times: The 2008 and COVID-19 crises. *The North American Journal of Economics and Finance*, 58.
- Fuentes, R. (2011). Efficiency of travel agencies: a case study of Alicante, Spain. *Tourism Management*, 32 (1), 75-87.
- Galariotis, E.C; Rong, W. and Spyrou, S.I. (2015). Herding on fundamental information: a comparative study. *Journal of Banking and Finance*, 50, 589-598.
- Gavriilidis, K; Kallinterakis, V. and Ferreira, M.P.L. (2013). Institutional industry herding: intentional or spurious? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 26, 192-214.
- Ghauri, P. and Gronhaug, K. (2010). *Research Methods in Business Studies, Great Britain: Pearson Education.*
- Hadi, F. (2017). Impact of biases on perceived market efficiency: case of Pakistani financial market. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(1), 1-8.
- Hair, J.F. (2009); *Multivariate Data Analysis*, Edisi 9, Pearson Education, New Jersey.
- Henseler, J; Ringle, C. M; and Sinkovics, R. R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. In *New challenges to international marketing. Emerald Group Publishing Limited.*
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56 (4), 1533-1597.

- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Sage Publications.
- Hosseini Chegeni, E; Haghgoo, B; & Rahmaninejad, L. (2014). Studying the Relationship between Behavioral Biases of Investors and Their Investment Decisions in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 2(4), 113-133. (In Persian).
- Hwang, S; Rubesam, A; & Salmon, M. (2021). Beta herding through overconfidence: A behavioral explanation of the low-beta anomaly. *Journal of International Money and Finance*, 111.
- Indars, E.R; Savin, A. and Lubloy, A. (2019). Herding behavior in an emerging market: evidence from the moscow exchange. *Emerging Markets Review*, 38, 468-487.
- Izadinia, N; Hajiannejad, A. (2008). Investigating and testing herding behavior in selected industries of Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange Quarterly*, 2(7), 105-132. (In Persian)
- Jahangiri Rad, M; Marfoo, M. and Salimi, M.J. (2014). Investigating herding behavior of investors in Tehran Stock Exchange, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(42), 141-158. (In Persian)
- Jain, J; Walia, N; & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 297-314.
- Jalilvand, A; Rostami, M; Rahmani, S. (۲۰۱۶). Recent Evidence on Investors' Behavior in the Tehran Stock Exchange: Preliminary Evidence and Future Insights. *Financial Research Journal*, 18 (1), 95-127. (In Persian)
- Jamshidi, N; Ghalibaf Asl, H; & Fadaei Nejad, M.E. (2019). Studying the Overconfidence and Representativeness Biases of Individual Investors in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 143-164. (In Persian)
- Kengatharan, L. and Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: study on investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 6 (1), 1.
- Keshavarz Haddad, G; Rezaei, M. (2011). Examination and analysis of herding behavior among institutional investors in Iran's stock market. *Iran Economic Research*, 15 (45), 103-137. (In Persian)
- Kim, S.J. and McKenzie, M.D. (2007). *Asia-Pacific Financial Markets: Integration, Innovation and Challenges*. New York: Elsevier.
- Kumar, S. and Goyal, N. (2015). Behavioural biases in investment decision making – a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7 (1), 88-108.
- Lin, W.T; Tsai, S.C. and Lung, P.Y. (2013). Investors' herd behavior: rational or irrational? *AsiaPacific Journal of Financial Studies*, 42 (5), 755-776.
- Madaan, G. and Singh, S. (2019). An analysis of behavioral biases in investment decision-making. *International Journal of Financial Research*, 10 (4), 55-67.
- Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42 (3), 483-510.

My, T.N. and Truong, H.H. (2011). Herding behavior in an emerging stock market: empirical evidence from Vietnam. *Research Journal of Business Management*, 5 (2), 51-76.

Osborne, J.W; Costello, A.B. and Kellow, J.T. (2008). Exploratory factor analysis (EFA) is rightly described as both an art and a science, where researchers follow a series of ana-lytic steps involving judgments more reminis-cent of qualitative inquiry, an interesting irony given the mathematical sophistication underly-ing EFA models. *Best Practices in Quantitative Methods*, Sage Publication.

Pathak, D; Thapa, B. (2024). Beyond market anomalies: How heuristics and perceived efficiency shape investor behavior in developing markets, *Investment Management and Financial Innovations*, 21 (3), 1 – 12.

Patterson, D. M; and Sharma, V. (2006). Intraday trading: Herding versus market efficiency”. Working paper, *Virginia Polytechnic Institute and State University*.

Pompain, M.M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management (How to Build Optimal Portfolio that Account for Investor Biases). *UK: Wiley*.

Prosad, J. & Kapoor, S. & Sengupta, J. (۲۰۱۵). Theory of Behavioral Finance.

Prosad, J.M; Kapoor, S. and Sengupta, J. (2015). Behavioral biases of Indian investors: a survey of Delhi-NCR region. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7 (3), 230-263.

Puryousof, A. (2024). Investigating the moderating effect of investors' behavioral patterns on the relationship between manager's myopia and social responsibility. *Financial Management Strategy*, 12(3), 25-50. (In Persian)

Rasheed, M.H; Rafique, A; Zahid, T. and Akhtar, M.W. (2018). Factors influencing investor's decision making in Pakistan: moderating the role of locus of control. *Review of Behavioral Finance*, 10 (1), 70-87. doi: 10.1108/RBF-05-2016-0028.

Ritter, J.R. (2003), “Behavioral finance”, *Journal of Pacific-Basin Finance*, 1(4), 429-437.

Rostami, M; Abdolhosseini, M. and Aidi, Z. (2022). Investigating Herd Behavior in Industries Listed in Tehran Stock Exchange and Crude Oil Market. *Financial Research Journal*, 24(4), 505-527. (In Persian)

Saeedi, A; Farhanian, S. (۲۰۱۱). Herding Behavior of Investors in Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange Quarterly*, 4(16), 175-198. (In Persian)

Sayrani, M; Razm Joei, M; Samari, R. (2023). The Impact of Heuristic Biases in Investment Decision-Making and Perceived Market Efficiency a Survey at the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 3(1), 1-16. (In Persian)

Shah, S. F; Wajid, R. M; and Rizwan, K. M. (2012). Overconfidence and perceived market efficiency. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 3(10), 984-997.

Shah, S.Z.A; Ahmad, M. and Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.

Shah, W. A. and Ahmad M. M. (2024). How do Behavioral Factors Affect Stock Market Participation in Pakistan? *Journal of Business and Management Research*, 3(2), 180–196.

Shiroviepour, Sh; Bayat, R. and Mofi, A. (1402). Analyzing the impact of biases on investment decisions and market efficiency for future policy making. *Journal of Financial Engineering and Securities Management Quarterly*, 14(154), 160-181. (In Persian).

Tversky, A; & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

Venezia, I; Nashikkar, A. and Zur Sh. (2008). Herding in trading by amateur and professional investors, *Toronto University*.

Vieira, E.F.S. and Pereira, M.S.V. (2015). Herding behavior and sentiment: evidence in a small European market. *Revista de Contabilidade*, 18 (1), 78-86.

Voronkova, S. and Bohl, M.T. (2005). Institutional traders' behavior in an emerging stock market: empirical evidence on polish pension fund investors. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7-8), 1537-1560.

Wang, W; Guo, L. and Sun, R. (2019). Rational herd behavior in online learning: insights from MOOC. *Computers in Human Behavior*, 92, 660-669.

Yazdani, N; Moshtaghi, Y. (2017). Studying the influence of psychological factors with orientation perceptual errors on Decision making process of individual investors. *Financial Research Journal*, 18(4), 735-752. (In Persian)

Yousefi, R; and Shahrabadi, A. (2008). Investigating and testing herding behavior of investors in Tehran Stock Exchange. *Development and Transformation Management*, 2, 57-64. (In Persian)

Yousefi, R; and Shahrabadi, A. (2009). Investigating and testing herding behavior of investors in the stock exchange. *Journal of Development and Transformation Management*, 1(2), 57-64. (In Persian).

Zahera, S.A. and Bansal, R. (2018). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review, *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 210-251.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.