

## مدل سازی رفتار گله‌ای و تصمیمات سرمایه‌گذاران با نقش متغیر میانجی احساسات سرمایه‌گذار

سمیه داوری ایرد موسی<sup>۱</sup>

محسن نجفی<sup>۲\*</sup>

ماندان مومنی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۹ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۰۹

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی تاثیر رفتار گله‌ای بر تصمیم سرمایه‌گذاری با نقش میانجی احساسات سرمایه‌گذار در بازار بورس اوراق بهادار است. جامعه آماری این تحقیق شامل سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام در منطقه ۸ شهر تهران می‌باشد. تحقیق حاضر از نظر ماهیت و روش در دسته تحقیقات علی قرار می‌گیرد؛ داده‌های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از پرسشنامه گردآوری شده اند که دارای ۲۵ سوال می‌باشد و معیار ارزش‌گذاری برای سؤالات پرسشنامه حاضر مقیاس پنجگانه طیف لیکرت می‌باشد؛ برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از روش تحلیل عاملی تأییدی به منظور بررسی وضعیت شاخص‌های طراحی شده و تأیید آنها و از تکنیک معادلات ساختاری برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است و نرم افزار مورد استفاده لیزل است؛ نتایج نشان دادند که رفتار گله‌ای بر احساسات سرمایه‌گذار و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد و همچنین احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

### واژگان کلیدی

احساسات سرمایه‌گذار، تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری، رفتار گله‌ای

۱. کارشناسی ارشد مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران. (d3pd313@gmail.com)
۲. دانشجوی دکتری مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: mohsen.najafi00@gmail.com)
۳. استادیار گروه مدیریت دولتی، گرایش توسعه منابع انسانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران. (mandanmomeni@yahoo.com)

## مقدمه

یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر فرآیند و نحوه تصمیم‌گیری مدیران که کمتر مورد بررسی قرار گرفته است، سبک تصمیم‌گیری است. سبک تصمیم‌گیری یک مقوله شناختی است که موجب می‌شود افراد مختلف در فرآیند تصمیم‌گیری در زمینه پذیرش، تفسیر، تجزیه و تحلیل اطلاعات و تصمیم‌گیری، متفاوت عمل کنند. عده‌ای در تصمیم‌گیری به تجزیه و تحلیل‌های کمی آمار، اعداد و ارقام توجه زیادی دارند و عده‌ای بر حس درونی و برداشت باطنی خود رجوع می‌کنند و این مسئله موجب شکل‌گیری سبک‌های مختلف تصمیم‌گیری می‌شود. یکی از چالش‌های مدیریت ثروت، تلاش برای اطمینان از تصمیم‌گیری در بهترین حالت است. بسیاری از مشاوران سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران خبره علاقمند به کنترل و محدودسازی خطاهای محاسباتی نظام مندی هستند که در تصمیم‌گیری‌های مالی رخ می‌دهند. در این بین سرمایه‌گذاران در بورس تلاش می‌کنند از میان طیف وسیعی از اوراق بهادار، آنهایی را انتخاب کنند که بازده مورد انتظار زیادی دارند. با این حال آنها باید در این انتخاب ریسک را در نظر بگیرند. از این رو برای انتخاب اوراق بهادار ضروری است فرایند تصمیم‌گیری در اوراق بهادار شامل تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی طی گردد.

روانشناسان و اقتصاددانان مالی معتقدند که رفتار مشاهده شده در بازارهای سهام نمی‌تواند به طور کامل توسط نئوکلاسیکال توضیح داده شود. نظریه‌های متعارف، مبانی سرمایه‌گذاری و عقلانیت سرمایه‌گذاران را در بازار خود بیان می‌کنند، اما در شرایط زندگی واقعی، عوامل متغیر رفتاری و روانی مانع از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار می‌شوند (تتلاک، ۲۰۱۴: ۳۶۶). از طرفی احساسات و عواطفی که در زمان تصمیم‌گیری وجود دارند، اغلب منجر به بروز رفتاری می‌شوند که متفاوت از رفتارهایی است که با سنجش هزینه‌ها و منافع بلندمدت فعالیت‌ها تعیین می‌شود (بشیری منش، ۱۳۹۵: ۹۴) که تداعی‌کننده مفهومی تحت عنوان رفتار گله‌ای است.

رفتار گله‌ای تحلیلگران اوراق بهادار، رفتاری است که تحلیلگران هنگام پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت‌های سهامی عام و هنگام ارائه توصیه‌های سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهند؛ این نوع رفتار می‌تواند بر اساس تفاوت عوامل ایجادکننده رفتار گله‌واری تحلیلگر به دو دسته تقسیم شود. دسته اول توسط مجموعه بسیاری از تحلیلگران از تحلیل مشابه اطلاعات عمومی در دسترس، مثل آخرین گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، قوانین و مقررات جدید بازارهای مالی، استانداردهای صنعتی تصویب شده توسط دولت و... ایجاد می‌شود. بر اساس اطلاعات مزبور، تحلیلگران پیشنهادها و مشابهی ارائه می‌دهند. دسته دوم وقتی است که تحلیلگر به دلیل فقدان توانایی تحقیق و ارائه پیشنهادهایی از گزارش‌های یک تحلیلگر مشهور پیروی کند که این همان رفتار گله‌واری است. رفتارهای دیگری مثل تعداد سال‌های تجربه فرد، تعداد اوراق بهادار و شرکت‌هایی که تحلیلگر بررسی می‌کند و شهرت تحلیلگر می‌تواند منجر به این پدیده شود (شیرازیان، ۱۳۹۸: ۹).

تحقیقات صورت گرفته در حوزه مالی رفتاری نشان از آن دارد که یافته‌های این رشته علمی در حال رشد، می‌تواند فعالان اقتصادی را در دست‌یابی به اهداف فوق‌یاری دهند. با این حال، تنها تعداد اندکی از عوامل رفتاری تعریف شده در تحقیقات مالی رفتاری جزء ملاحظات متداول در تصمیمات سرمایه‌گذاری هستند و یا حتی گاه نادیده گرفته می‌شوند. این اتفاق ناشی از آن است که تا به حال روش مناسب و جامعی برای درک و استفاده آسان یافته‌های مالی رفتاری مهیا نشده است و راهنمایی کاربردی برای لحاظ نمودن عوامل رفتاری در فرایند سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

همچنین، شناسایی تاثیر رفتار گله‌ای بر تصمیم سرمایه‌گذاری با نقش میانجی احساسات سرمایه‌گذار در بازار بورس ایران می‌تواند به برنامه ریزی برای حصول نتایج بهتر سرمایه‌گذاری، موثر باشد. بنابراین پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سوال است: رفتار گله‌ای بر تصمیم سرمایه‌گذاری با نقش میانجی احساسات سرمایه‌گذار در بازار بورس ایران چه تأثیری دارد؟

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری آن‌ها بسیار حائز اهمیت است. تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک در علوم مالی می‌باشد. فرض اساسی تئوری‌ها و نظریه‌های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران در بازار است. این رویکرد با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)<sup>۱</sup> و نظریه بازارهای کارا (EMH)<sup>۲</sup> در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای میان مدت و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی (APT)<sup>۳</sup> در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکت‌ها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله «کانمن»<sup>۴</sup> و «تورسکی»<sup>۵</sup> در سال ۱۹۷۹ گردید. نظریه‌ها و تئوری‌های مالی طبق این رویکرد به این نکته پرداخته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات آن‌ها دارند (سیف‌الهی و کردلوئی، ۱۳۹۴: ۳۴). ظهور نظریه‌های مالی- رفتاری، فصل جدیدی را در مطالعات مالی گشوده است؛ به گونه‌ای که با بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی افراد در تصمیم‌گیری‌های آنان، نقش عامل انسانی و رفتارهای او را پررنگ‌تر کرده است. این عامل که متغیر اثرگذاری در سایر متغیرهای مالی است، در گذشته در نظر گرفته نمی‌شد. افراد همواره در معرض تصمیم‌گیری هستند. برخی از این تصمیم‌ها مانند تصمیم‌گیری در مسائل مالی به‌طور مستقیم در زندگی آن‌ها تأثیر دارد. به‌طور معمول، افراد تمایل دارند در دارایی‌هایی با بازده زیاد سرمایه‌گذاری کنند تا مطلوبیت خود را بتوانند به حداکثر برسانند؛ اما این تصمیم‌ها تحت تأثیر مسائلی از قبیل سن، جنس، درآمد، سلامتی، هوش، خلق و خوی و نگرش سرمایه‌گذاران قرار دارد. یکی از مسائلی که تصمیم‌های افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، حالت‌های روحی شخص در زمان‌های گوناگون است. حالت‌های روحی، بیشتر بر اساس احساسات افراد شکل می‌گیرد؛ یعنی فرد در درون خود از هر کنش بیرونی، حالتی را حس می‌کند و آن را بروز می‌دهد. کردلوئی (۲۰۱۰) به نقل از یشر و کینز<sup>۶</sup> پدیده‌های مربوط به روان-شناسی فردی را در قیمت سهام مؤثر می‌داند و به نقل از سایمون<sup>۷</sup> می‌گوید افراد در تصمیم‌گیری‌های خود کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند (لاری سمنانی، ۱۳۹۷: ۱۰۸).

1-Capital Assets Pricing Model

2-Efficient Markets Hypothesis

3-Arbitrage Pricing Theory

4-Kahneman

5-Tversky

6-Fisher & Keynes

7-Herbert Simon

## رفتار گله ای

رفتار گله‌ای 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 (جهانگیری‌راد و همکاران: ۱۴۳). رفتار گله‌ای را می‌توان قصد سرمایه‌گذار برای تقلید از رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف کرد. بسیاری از مطالعات نشان داده‌اند که رفتار گله اصلی‌ترین رفتار غیر منطقی سرمایه‌گذاری است که ناشی از ضرر و بازگشت بازار مالی و نوظهور است (کاکان و بالاگیوزیان، ۲۰۱۴). کمیل و آیدین (۲۰۱۷) رفتار گله سرمایه‌گذار سهام و تصمیم‌گیری آنها در بازار سهام را توضیح دادند. سرمایه‌گذاران همیشه از سایر سرمایه‌گذاران و بازرگانان تقلید می‌کنند و غالباً آنها تمایل به تصمیم غیر منطقی دارند. گله‌داری به این معناست که فرد به جای اقدام مستقل، از رفتار دیگران تقلید و پیروی کند (باددلی، ۲۰۱۰). پترسون و شارما (۲۰۰۷) مشاهده کردند که گله‌داری در مدتی صورت می‌گیرد که گروه سرمایه‌گذاران در همان بازار در همان اوراق بهادار تجارت می‌کنند وقتی سرمایه‌گذاران اطلاعات خصوصی خود را نادیده می‌گیرند و مانند سایر سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند. فرناندز و همکاران (۲۰۱۱) اشاره کرد که سوء‌گیری رفتاری سرمایه‌گذاران، در دسترس بودن اطلاعات و رفتار گله به یکدیگر وابسته است. هیرشلیفر (۲۰۰۱) ادعا می‌کند که گله‌داری را به تعصب انطباق نسبت می‌دهد، یعنی این واقعیت است که افراد به دنبال دیگران در اطراف خود راحتی بیشتری دارند. گرینبلات و همکاران (۱۹۹۵) معتقدند شواهد تجربی نشان داد که مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً سهام را براساس بازده گذشته خریداری می‌کنند اما سهام یکسانی را می‌فروشند که نشان دهنده رفتار گله است. آگاروال و همکاران (۲۰۱۱) به شواهد تجربی رفتار گله‌داری توسط شرکت‌های کارگزاری در بازار اندونزی اشاره کرد. نتایج آنها نشان داد که سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تمایل به گله‌داری دارند در حالی که چنین رفتاری برای سرمایه‌گذاران خارجی بسیار بارز است. در امور مالی رفتاری، بیشتر مطالعات بازده و تغییرات قیمت سهام در فرآیند تصمیم‌گیری را نشان می‌دهد. با این حال، برخی از عوامل دیگر نیز وجود دارد که همچنین عوامل روانی مانند روحی و روانی را تحت تأثیر قرار می‌دهد که بر میزان احساسات و سطح آگاهی سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد. وامرز (۱۹۹۹) معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را برای دوره ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار داد و شواهدی از رفتار گله توسط صندوق‌های رشد در معاملات سهام کوچک پیدا کرد. نویسنده پیشنهاد می‌کند که چنین رفتار گله‌ای توسط صندوق سرمایه‌گذاری باعث تسریع در روند تعدیل قیمت در بازار می‌شود. در مقاله اخیر، کلارک و همکاران (۲۰۱۴) رفتار توده وار نهادی را مشاهده کردند و شواهدی از بی‌ثباتی قیمت توسط رفتار توده وار نهادی روزانه برای کوتاه‌مدت یافت، اما چنین رفتار توده وار نهادی، با رسیدن اطلاعات، روند تنظیم قیمت را تسریع می‌کند. لی لانگ و تی‌ها (۲۰۱۱) متذکر شدند که گله‌داری افراد پایه تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری است و به ساختن حباب‌های سوداگرانه آنها، خرید و فروش بازار ناکارآمد سهام بستگی دارد. رفتار گله‌ای با یک سرمایه‌گذار سازمانی بسیار مسلط است تا یک سرمایه‌گذار منفرد و بر تصمیم‌گیری فردی تأثیر مثبت می‌گذارد؛ بنابراین، تصمیم معامله تحت تأثیر گله و رفتار غیر عقلانی و احساسات قرار می‌گیرد. رفتار گله‌داری<sup>۱</sup> میان تحلیلگران اوراق بهادار رفتاری است که آنها هنگام پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت‌های سهامی عام و ارائه توصیه‌های سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهد. رفتار گله‌داری تحلیلگران اوراق بهادار، رفتاری است که تحلیلگران هنگام پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت‌های سهامی عام و هنگام ارائه توصیه‌های

سرمایه گذاری از خود نشان می دهد. این نوع رفتار می تواند براساس تفاوت عوامل ایجاد کننده رفتار گله‌واری تحلیلگر به دودسته تقسیم شود. دسته اول توسط مجموعه بسیاری از تحلیلگران از تحلیل مشابه اطلاعات عمومی در دسترس، مثل آخرین گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، قوانین و مقررات جدید بازارهای مالی، استانداردهای صنعتی تصویب شده توسط دولت و... ایجاد می شود. براساس اطلاعات مزبور، تحلیلگران پیشنهاد‌های مشابهی ارائه می دهند. دسته دوم وقتی است که تحلیلگر به دلیل فقدان توانایی تحقیق و ارائه پیشنهاد‌هایی از گزارش‌های یک تحلیلگر مشهور پیروی کند که این همان رفتار گله‌واری است. فاکتورهای دیگری مثل تعداد سال‌های تجربه فرد، تعداد اوراق بهادار و شرکت‌هایی که تحلیلگر بررسی می کند و شهرت تحلیلگر می تواند منجر به این پدیده شود. در موقعیت اول، تحلیلگر از آخرین اطلاعات در دسترس برای پیش بینی‌ها و بررسی‌هایش استفاده می کند و در حالت دوم آنها صرفاً از پیش بینی‌ها و تصمیمات دیگران بدون استفاده از اطلاعات در دسترس تقلید می کنند (شیرازیان، ۱۳۹۸: ۲۱).

### تصمیمات سرمایه گذاری

سرمایه گذاری عبارت است از جریان مخارج اختصاص یافته به طرح‌های تولید کالاهایی که قصد مصرف فوری آنها در میان نباشد. این طرح‌های سرمایه گذاری ممکن است به شکل افزایش سرمایه مادی و سرمایه انسانی یا موجودی انبار باشد. سرمایه گذاری در حقیقت جریانی است که حجم آن توسط همه طرح‌هایی تعیین می شود که ارزش حال خالص مثبت یا نرخ بازده داخلی بیشتر از نرخ بهره دارند (بیدل و هیلاری، ۲۰۱۴: ۱۲۵).

مفهوم تصمیم سرمایه گذاری به عنوان تصمیم اتخاذ شده توسط سرمایه گذاران حقیقی که در حال سرمایه گذاری در محصولات و خدمات مالی هستند تعریف می شود (کنجکاو منفرد و همکاران، ۱۳۹۵: ۳).

#### سبک تصمیم گیری و ریسک در تصمیم گیری

سبک تصمیم گیری افراد بیانگر الگوی عاداتی است که آنها در هنگام تصمیم گیری مورد استفاده قرار می دهند؛ به عبارت دیگر سبک تصمیم گیری هر فرد رویکرد شخصیتی او در درک و واکنش به وظیفه تصمیم گیری خود است. تصمیم گیری عقلایی، شهودی، وابستگی و اجتنابی، چهار سبک تصمیم گیری هستند. سبک شناختی یکی از مهمترین عوامل در مواجهه افراد با کارهای ناآشنا و جدید است که نیاز به راهکار خاص خود دارد. در حقیقت سبک‌شناختی چارچوب فکری افراد را تعیین می کند.

مطالعه ادبیات نشان می دهد که واژه ریسک در طیف وسیع تعاریف ارائه شده برای آن، به منظور بیان مفاهیم متعددی از جمله ارزش مورد انتظار، توزیع احتمال، عدم قطعیت و رخدادهای کار رفته است. با این حال دو دسته از مفاهیم در بیشتر تعاریف به طور مشترک به چشم می خورد: (۱) احتمال و ارزش مورد انتظار؛ (۲) رخدادها، پیامدها و قطعیت نداشتن (راچف و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱: ۸۵).

ریسک مفهومی است با چندین معنی و بستگی به زمینه و مقوله عملی که در آن قرار دارد تعریف می شود. فرهنگ وبستر<sup>۲</sup>، ریسک را در معرض خطر قرار گرفتن تعریف کرده است. به طور کلی ریسک به مفهوم نوسان غیر منتظره منجر به زیان است. ویژگی غیر منتظره به معنی غیر قابل پیش بینی بودن است، زیرا نوسان منفی قابل پیش بینی به معنی هزینه، نه ریسک تعبیر می شود. فرهنگ لغات سرمایه گذاری نیز ریسک را زیان بالقوه سرمایه گذاری که قابل محاسبه است

می‌داند. ریسک در زبان چینیان با دو علامت زیر تعریف می‌شود: علامت اول به معنی خطر و علامت دوم به معنی فرصت می‌باشد. به عبارت دیگر ریسک، ما را با شرایطی مرکب از خطر و فرصت همراه می‌سازد. و شاید این تعریف را بتوان از جمله کاملترین تعاریف ریسک به حساب آورد، چرا که نه تنها دنیای سرمایه‌گذاری بلکه جهان طبیعت نیز تهدیدها و فرصت‌ها را در کنار یکدیگر قرار داده است و موجودات به مقتضای سطح شعور و آگاهی‌های خود از این فرصت‌ها در کنار شناخت تهدیدات استفاده می‌کنند (سعادت جوی آوردکلو و علی رحیمی، ۱۳۹۳: ۶۱).

احساسات سرمایه‌گذار

احساس یکی از جنبه‌های رفتار انسان است که نقش مهمی در زندگی انسان‌ها دارد. احساس از آن جهت برای بشر سودمند است که فعالیت‌های آنان را به سوی هدفی متوجه می‌سازد و انسان را وادار به انجام کارهایی می‌نماید که برای بقاء وی سودمند می‌باشد و از انجام کارهایی که جهت بقاء او مضر است آگاه می‌سازد. مطالعاتی که در زمینه‌ی «ساختار عاطفی» انجام گرفته است به نحو ثابت به دو بعد مسلط دست یافته‌اند. در همین زمینه واتسن و تلگن<sup>۱</sup> (۱۹۸۵) الگوی دو عاملی احساس را با نام‌های «احساس مثبت» و «احساس منفی» ارائه دادند. احساس مثبت و منفی بدین معنی است که شخص به چه میزان احساس خرسندی و خوشحالی و یا ناخوشایندی و ناخرسندی می‌کند. احساسی مثبت حالتی از انرژی فعال، تمرکز زیاد و اشتغال به کار لذت‌بخش می‌باشد. همچنین در برگیرنده‌ی طیف گسترده‌ای از حالت‌های خلقی مثبت از جمله شادی، احساس توانمندی، شور و شوق، تمایل، علاقه و اعتماد به نفس است. از سوی دیگر، احساس منفی یک بعد عمومی از یأس درونی و عدم اشتغال به کار لذت‌بخش است که به دنبال آن حالت‌های خلقی اجتنابی از قبیل؛ خشم، غم، تنفر، حقارت، احساس گناه، ترس و عصبانیت در فرد پدید می‌آید. پژوهش‌های مختلف نشان داده‌اند که عوامل کامیابی و موفقیت افراد ناشی از احساسات و احساس مثبتی است که آنان در خود ایجاد می‌کنند. در مقابل، افراد ناموفق کسانی هستند که احساسات و احساس منفی را در خود پرورش می‌دهند. احساسی مثبت نشان دهنده‌ی تعاملات لذت‌بخش فرد با محیط می‌باشد که به تبع آن فرد احساس فعال بودن و شور و اشتیاق را در خود می‌یابد. در حالی که احساسی منفی نشان دهنده‌ی تعاملات منفی با محیط و آشفتگی ذهنی در سطح بالا برای فرد است. احساس مثبت و منفی از جمله عواملی است که در بهداشت روان، رضایت از زندگی، شادی و نهایتاً کارآیی افراد نقش مؤثری ایفا می‌کند. از سوی دیگر بررسی احساسی مثبت و منفی به عنوان نشانگرهای کنش وری مثبت و کنش وری منفی از اهمیت بالایی برخوردار است و یکی از پیش‌بینی‌کننده‌های شادی و رضایت مندی از زندگی به حساب می‌آید. اغلب افراد هنگام قضاوت در مورد میزان شادی و رضایت مندی از زندگی خود، به طراز احساس منفی و مثبت خود توجه دارند که نشان دهنده‌ی غلبه‌ی احساسات مثبت آنان بر احساس‌های منفی است (ابوالمعصومی و صابری، ۱۳۹۳: ۸۷).

کسانی که احساس مثبت بالایی دارند، پرنرژی و با روحیه هستند و از زندگی لذت می‌برند؛ اما وقتی گرایش‌های مثبت مطرح در احساس مثبت در حد پایینی است افراد خوش‌بینی، نشاط، پرنرژی بودن و مواردی از این دسته را تجربه نمی‌کنند که باعث لذت بردن از شرایط موجود می‌شود. لذا متمایل به ابراز اعتراض پرخاشگرانه و همچنین غفلت و بی‌توجهی به امور کاری و سازمانی خود می‌شوند. می‌توان جمع‌بندی کرد که احساس مثبت و منفی به دلیل ماهیت خود، حساسیت افراد را در واکنش به وقایع و حوادث محیطی بالا می‌برند. طی سال‌های اخیر توجه زیادی به رابطه بالقوه میان

ویژگی های مربوط به خلق و خوی کارکنان سازمان ها با پیامدهای کاری و سازمانی صورت گرفته است و نظریه پردازان و پژوهشگران علاقه قابل توجهی در مورد نقش حالات هیجانی و عاطفی در عملکرد افراد و در محیط های کار نشان دادند؛ زیرا احساس افراد در محیط های کار، نحوه و چگونگی تفکر و عمل کارکنان را تحت تأثیر قرار می دهند و فرد در محیط کار خود علاوه بر توانمندی های علمی و قابلیت های تخصصی از قابلیت هیجانی خود نیز استفاده می کند؛ بنابراین در محیط هایی که انسان ها فعالیت دارند، قابلیت های هیجانی، درک افراد از احساسات خود و دیگران نیز عوامل مهمی هستند که باید مد نظر قرار گیرند؛ زیرا هیجان پذیری و ویژگی های شخصیتی می تواند یک پیش بینی کننده مهم برای برخی پیامدهای سازمانی مانند غیبت، ترک خدمت، وفاداری و تعهد سازمانی باشد. احساس چه به صورت مثبت و چه به صورت منفی، عملکرد و تمایلات رفتاری، به ویژه گرایش افراد به رفتارهای سازنده یا مخرب تحت تأثیر جدی قرار می دهند (قاسم زاده علی شاهی و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۳۳-۱۳۲). بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) احساسات سرمایه گذار را به عنوان باورها و دیدگاه های سرمایه گذاران درباره جریان های نقدی آتی یا نرخ های تخفیف تعریف کرده اند که توسط اصول کلیدی قابل تعیین نیستند. به طور ساده این سوءگیری رفتاری به این معنی است که افراد بیش از آنچه واقعاً می دانند، فکر می کنند که می دانند. این سوگیری در حوزه کسب و کار می تواند به شکل های مختلفی خود را نشان دهد. یک حالت آن است که افراد فکر می کنند اطلاعاتی که در اختیار دارند بیش از اندازه دقیق است. این خطا تحت عنوان دقت بیش از اندازه شناخته می شود (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۷۳).

### پیشینه ی تحقیق

شیرازیان (۱۳۹۸) مقاله ای را با عنوان بررسی تاثیر انواع رفتار گله واری تحلیلگران بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل شبکه مورد بررسی قرار داد. رفتار گله واری میان تحلیلگران اوراق بهادار رفتاری است که آنها هنگام پیش بینی وضعیت مالی شرکت های سهامی عام و ارائه توصیه های سرمایه گذاری از خود نشان می دهد. این نوع رفتار می تواند بر اساس عوامل ایجاد کننده رفتار گله واری تحلیلگر به دودسته تقسیم شود. در این مقاله از شبکه های وزنی بی جهت به منظور مطالعه رفتار گله واری تحلیلگران استفاده و سپس یک شاخص جدید بر مبنای میانگین درجه گره ها و میانگین ضریب خوشه بندی وزنی برای بررسی انواع مختلفی از رفتار گله واری تشکیل شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که هر صنعتی درجه خاصی از رفتار گله واری میان تحلیلگران دارد. در برخی از صنایع مانند فنی و مهندسی تحلیلگران رفتار گله واری آگاهانه و در برخی دیگر مانند دارویی رفتار گله واری غیر آگاهانه دارند. نتیجه بعدی این که رفتار گله واری ناآگاهانه تأثیر مثبت و رفتار گله واری آگاهانه تأثیر منفی روی قیمت سهام دارد.

فرزین وش و شادکار (۱۳۹۸) مقاله ای را با عنوان تأثیر TBTF بر پدیده ی رفتار گله ای و رفتار ریسکی بانک ها مورد بررسی قرار دادند. یکی از خصوصیات صنعت بانکی، تأثیر غیرقابل اجتناب رفتار یک بانک بر بانک های دیگر (اثر دومینو) است و با توجه به ناکامل بودن و عدم تقارن اطلاعات موجود میان فعالان این صنعت، بانک مرکزی، بانک ها و مشتریان، پدیده هایی چون رفتار گله ای و «آبشار اطلاعاتی» که بر تمایل مؤسسات به رفتار ریسکی تأثیر دارند، در میان مؤسسات فعال در این صنعت محتمل هستند. یکی دیگر از ویژگی های خاص صنعت مالی «TBTF خیلی بزرگ برای ورشکستگی» بودن مؤسسات مالی است که این مسئله نیز بر وقوع پدیده هایی مانند رفتار گله ای تأثیر خواهد داشت. بانک های مرکزی برای تأمین ثبات مالی نیازمند بررسی و شناخت عوامل مؤثر و فرآیند تأثیر گذاری آن ها بر رفتار ریسکی

بانک‌ها با در نظر گرفتن ویژگی‌های صنعت بانکی خواهند بود. در این مقاله مدل پایه‌ای با در نظر گرفتن تأثیر مشکل TBTF بر وقوع پدیده‌ی رفتار گله‌ای و انتخاب رفتار ریسکی ناشی از آن ارائه شده است. مطابق مدل ارائه شده، وجود مشکل TBTF منجر به کاهش احتمال وقوع رفتار گله‌ای ایمن، افزایش احتمال وقوع رفتار ریسکی فراگیر و در نتیجه افزایش احتمال وقوع شرایط بحرانی می‌شود. در این حالت، افزایش تعداد بانک‌ها نیز منجر به افزایش احتمال وقوع شرایط بحرانی خواهد شد.

دوستار و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان " بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیت سرمایه‌گذاران بر میزان ریسک‌پذیری آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران " انجام دادند. هدف از انجام این پژوهش، شناخت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران و ارتباط آن با شخصیت آنها بود؛ چراکه ریسک‌پذیری از جمله عواملی است که در ارتقای اقتصاد جامعه و موفقیت در سرمایه‌گذاری نقش دارد و شناسایی عوامل تأثیر گذار می‌تواند در مسیر سرمایه‌گذاری درست و موفق تعیین کننده باشد. یافته پژوهش‌های انجام شده در این زمینه بیانگر آن بود که ریسک‌پذیری دارای رابطه قوی و معناداری با شخصیت سرمایه‌گذاران نمی‌باشد و از بین پنج بعد شخصیت تنها بعد برون‌گرایی است که بر روی ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد.

جلالی و مرادی (۱۳۹۵) تحقیقی با عنوان " تأثیر ویژگی‌های اجتماعی - اقتصادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران " انجام دادند. در این تحقیق به بررسی تأثیر ویژگی‌های اجتماعی و اقتصادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرداخته شد که به شیوه توصیفی-پیمایشی اجرا شد. پس از جمع‌آوری اطلاعات، داده‌های آماری توسط نرم افزار SPSS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای آزمون فرضیات از آزمون‌هایی همچون آزمون تی تک نمونه ای استفاده شد. همچنین از آزمون ANOVA و تی برای سنجش متغیرهای تحقیق استفاده شد. نتایج نشان داد تصمیم‌گیری‌هایی که در شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار انجام می‌شود، می‌تواند از طریق عوامل اجتماعی و اقتصادی کنترل شود و سرمایه‌گذاران با توجه به این تغییرات است که به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها روی می‌آورند.

تائونی و همکاران (۲۰۱۶) تحقیقی با عنوان آیا شخصیت سرمایه‌گذار در تأثیر منابع اطلاعاتی بر رفتار تجاری تأثیر دارد؟" انجام دادند. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر منابع اصلی اطلاعاتی سرمایه‌گذار (توصیه‌های مالی، تبلیغات دهان به دهان، رسانه‌های جمعی تخصصی) بر رفتارهای تجاری وی با توجه به پنج ویژگی شخصیتی (میزان بازبودن ذهنی، میزان وظیفه‌شناسی، میزان روان رنجوری، میزان موافقت، میزان برانگیختگی ذهنی) می‌باشد. داده‌ها توسط پرسشنامه از ۳۳۳ شرکت در کشور چین گردآوری شده و به روش مدلسازی معادلات ساختاره تجزیه و تحلیل شده است. نتایج تحقیق نشان داد که منابع اصلی اطلاعات مالی مورد استفاده سرمایه‌گذار تأثیر معناداری بر رفتار تجاری اش دارد. از بین سه منبع اصلی اطلاعاتی، توصیه‌های مالی تأثیر مثبت، و تبلیغات دهان به دهان تأثیر منفی بر گرایش به سرمایه‌گذاری دارد. همچنین عامل ویژگی‌های شخصی تأثیر میانجی در روابط بین منابع اطلاعاتی و رفتار تجاری سرمایه‌گذار دارد.

شووارتسکوف<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) تحقیقی با عنوان نگرش سرمایه‌گذار نسبت به اعتبار منابع انجام داد. هدف از این تحقیق بررسی نگرش سرمایه‌گذار نسبت به اعتبار منابع اطلاعاتی در کشور روسیه بود. داده‌های آماری این تحقیق از میان ۲۳۵ نفر که تجربه سرمایه‌گذاری داشته‌اند جمع‌آوری و برای تحلیل این داده‌ها از مدل معادلات ساختاری استفاده شد. نتایج تحقیق



نشان داد که اعتبار منبع تاثیر معناداری در ارزیابی عملکرد غیر مالی شرکت ندارد. همچنین تفاوت معناداری بین سرمایه گذاران باتجربه و کم تجربه در رتبه بندی منابع اطلاعاتی وجود ندارد. همچنین تعداد اندکی از سرمایه گذاران گزارش دادند که از گزارشهای حسابداری و بیانه های مالی استفاده می کنند.

ریاض و هانجیرا<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) مقاله ای را با عنوان رابطه فاکتور های روان شناختی و تصمیم گیری سرمایه گذاری با توجه به نقش میانجی گری ریسک ادراک شده " مورد بررسی قرار دادند هدف از این مقاله بررسی اثر فاکتورهای روان شناختی و تصمیم گیری سرمایه گذاری با توجه به نقش میانجی گری ریسک ادراک شده و عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه گذاران پاکستانی بود. داده های آماری این تحقیق از میان ۲۰۰ سرمایه گذار مالی شهر اسلام آباد جمع آوری و برای تحلیل این داده ها از مدل معادلات ساختاری و نرم افزار های SPSS و AMOS استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد که فاکتورهای روان شناختی ریسک ادراک شده و ذهنیت تصمیم گیری اثر مثبتی بر تصمیم گیری در سرمایه گذاری دارد اما عدم تقارن اطلاعاتی اثر منفی و معناداری بر روی تصمیم گیری سرمایه گذاری دارد.

باکر و یی<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) مقاله ای را با عنوان اثر عوامل روان شناختی بر روی تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام کشور مالزی انجام دادند. هدف از این مقاله بررسی اثر عوامل روان شناختی بر روی تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام کشور مالزی مورد مطالعه شهرهای کلاننگ و پانگک<sup>۳</sup> بود. داده های آماری این تحقیق از میان ۲۰۰ سرمایه گذار مالزیایی بازار سهام جمع آوری و برای تحلیل این داده ها از همبستگی پیرسون و رگرسیون استفاده شد. نتایج نشان داد که اطمینان بیش از حد، محافظه کاری و مقبولیت اثر معناداری بر روی تصمیم گیری سرمایه گذاران دارد. همچنین عوامل روانشناختی تصمیم گیری سرمایه گذاران به جنسیت افراد بستگی دارد.

مدل مفهومی پژوهش

با توجه به اینکه هدف پژوهش حاضر مدل سازی رفتار گله ای و تصمیمات سرمایه گذاران با نقش متغیر میانجی احساسات سرمایه گذار، متغیرهای مدل برگرفته از هریتا و همکاران (۲۰۲۰) در قالب مدل تحلیلی زیر ترسیم می شوند.



نمودار ۱. مدل مفهومی پژوهش (هریتا و همکاران (۲۰۲۰))

## روش تحقیق

از آنجا که هدف از این تحقیق، بررسی تاثیر رفتار گله ای بر تصمیم سرمایه گذاری با نقش میانجی احساسات سرمایه گذار در بازار بورس ایران پرداخته است از نظر ماهیت و روش در دسته تحقیقات علی قرار می گیرد. لذا این پژوهش از نوع توصیفی- علی است و چون داده های مورد نظر از طریق نمونه گیری از جامعه، برای بررسی توزیع ویژگی های جامعه آماری انجام می شود این تحقیق از شاخه پیمایشی (زمینه یابی) می باشد همچنین این تحقیق از جنبه هدف، تحقیقی

1-Riaz & Hunjra

2-Bakar & Yi

3- Klang Valley & Pahang

کاربردی است. روش نمونه‌گیری در این پژوهش از روش تصادفی خواهد بود. در این تحقیق از ابزار پرسشنامه به عنوان ابزار گردآوری اطلاعات استفاده خواهد شد. جامعه آماری سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام در منطقه ۸ شهر تهران می‌باشد. با توجه به جدول مورگان حجم نمونه برابر ۳۸۴ نفر خواهد بود. برای جمع‌آوری اطلاعات از روش‌های مطالعات کتابخانه‌ای و تحقیقات میدانی استفاده شد. لذا با توجه به گردآوری داده‌ها، از دو نوع ابزار بررسی اسناد و مدارک و پرسشنامه ۲۵ گویه‌ای به شرح جدول ۱ استفاده شده است.

جدول ۱. ترکیب پرسشنامه تحقیق

منبع	شماره گویه‌های پرسشنامه	متغیر مورد سوال
(گیل و همکاران، ۲۰۱۸)	۹-۱	تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری
(سگال و همکاران، ۲۰۱۵)	۱۶-۱۰	احساسات سرمایه‌گذار
(شاننا، ۲۰۱۹)	۲۵-۱۷	رفتار گله‌ای
	۲۵-۱	کل

در بررسی اسناد و مدارک، جهت گردآوری اطلاعات در زمینه‌ی مبانی نظری و ادبیات تحقیق موضوع، از منابع کتابخانه‌ای، مقالات، کتاب‌های موردنیاز و نیز از شبکه جهانی اطلاعات استفاده شده است. همچنین با توزیع اولیه ۳۰ پرسشنامه و با استفاده از نرم افزار SPSS ضریب پایایی برای سوالات پرسشنامه محاسبه شد. با عنایت به این که حداقل ضریب پایایی برای پرسشنامه‌های پژوهشی ۰/۷۰ می‌باشد، ملاحظه شد که ضریب آلفای کرونباخ به دست آمده از این مقدار بالاتر است که نتایج آن در جدول (۲) آورده شده است.

جدول ۲. بررسی پایایی پرسشنامه با استفاده از آلفای کرونباخ

پایایی	شماره گویه‌های پرسشنامه	متغیر مورد سوال
۰/۸۴۳	۹-۱	تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری
۰/۸۴۴	۱۶-۱۰	احساسات سرمایه‌گذار
۰/۸۲۴	۲۵-۱۷	رفتار گله‌ای
۰/۹۰۴	۲۵-۱	کل

## یافته‌های پژوهش

یافته‌های مطالعه در ارتباط با مشخصات دموگرافیک به شرح ذیل در جدول (۳) نشان داده شد:

جدول ۳. یافته‌های جمعیت شناختی تحقیق بر حسب درصد

توضیحات			متغیرهای جمعیت شناختی
درصد	فراوانی	زیر متغیرها	
۲۶	۹۹	کمتر از ۱۰ سال	وضعیت سابقه سرمایه گذاری
۳۰	۱۱۷	بین ۱۱ تا ۱۵ سال	
۴۴	۱۶۸	بیش از ۱۶ سال	
۱۰۰	۳۸۴	کل	
۲۳	۸۷	۳۰ تا ۳۵ سال	وضعیت سنی
۲۹	۱۱۲	۳۶ تا ۴۰ سال	
۴۸	۱۸۵	بیش از ۴۱ سال	
۱۰۰	۳۸۴	کل	
۱۲	۴۵	دیپلم	وضعیت تحصیلی
۱۷	۶۷	فوق دیپلم	
۳۶	۱۳۹	لیسانس	
۳۵	۱۳۳	فوق لیسانس و بالاتر	
۱۰۰	۳۸۴	کل	

## آمار استنباطی

### آزمون نرمال بودن

به همین منظور شرط نرمال بودن داده‌ها را برای متغیرهای وابسته با استفاده از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف بررسی می‌کنیم. این آزمون جهت بررسی ادعای مطرح شده در مورد توزیع داده‌های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می‌گیرد. فرضیه آماری متناظر با این آزمون به صورت زیر بیان می‌شود.

متغیر Y از توزیع نرمال برخوردار است:  $H_0$

متغیر Y از توزیع نرمال برخوردار نیست:  $H_1$

در جدول (۴) نتایج آزمون آزمون کلموگروف - اسمیرنوف آورده شده است.

جدول ۴. آزمون کلموگروف-اسمیرنوف (KS)

متغیر	کلموگروف اسمیرنوف	درجه آزادی	سطح معنی دار
تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری	۰,۰۹۱	۳۸۴	۰۰۰,۰
احساسات سرمایه گذار	۰,۰۵۸	۳۸۴	۰/۰۳۸

باتوجه به خروجی نگاره فوق ( $P\text{-value} < ۰/۰۵$ ) می باشد بنابراین فرض  $H_0$  رد خواهد شد و فرض  $H_1$  حاکی از نرمال نبودن داده ها پذیرفته خواهد شد.

### شاخص های برازش مدل اندازه گیری

در جدول زیر به بررسی شاخص های بررسی مدل تحقیق پرداخته شده است.

جدول ۵. نتایج شاخص های برازش مدل

شاخص برازش	$\chi^2 / df$	RMSEA	RMR	NFI	NNFI	CFI	IFI	GFI	AGFI
میزان استاندارد	کمتر از ۳	کمتر از ۰/۰۸		بیشتر از ۰/۹				بیشتر از ۰/۸	
میزان تحقیق	۲/۳۷	۰/۰۸۳	۰/۰۶۵	۰/۹۴	۰/۹۳	۰/۹۳	۰/۹۳	۰/۸۰	۰/۸۴

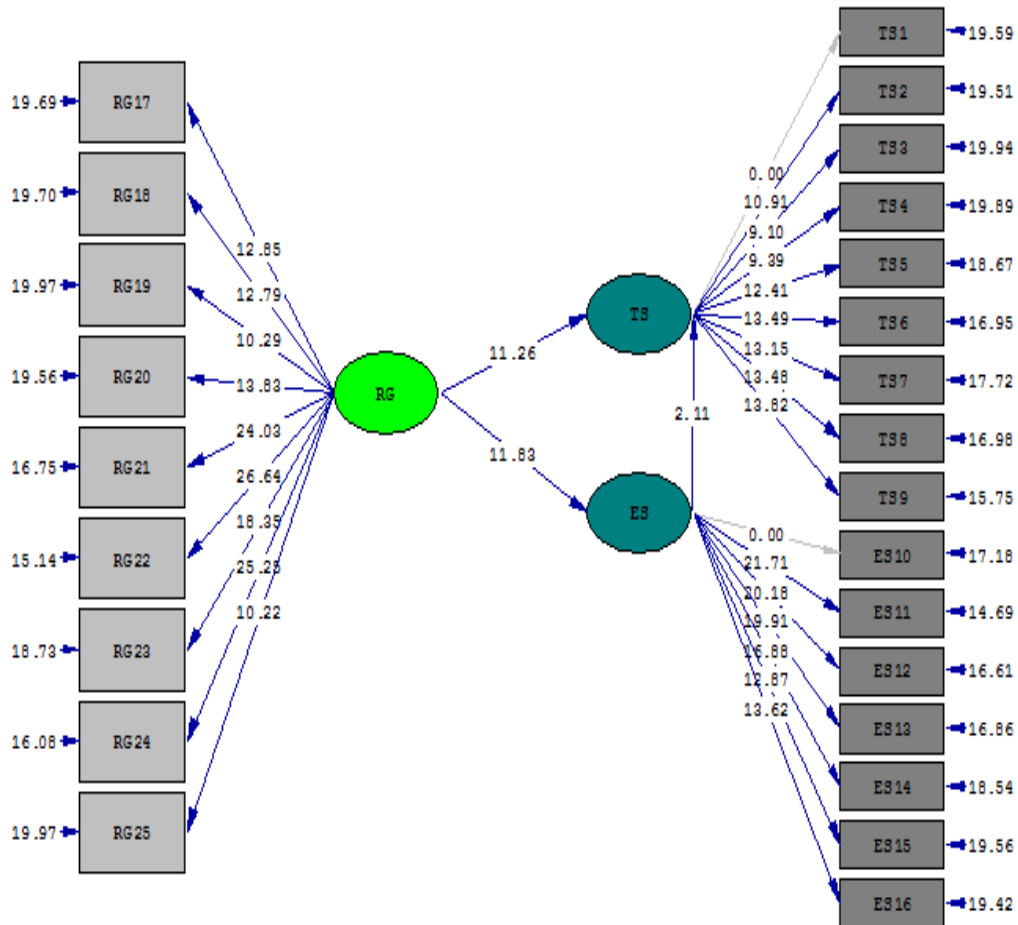
میزان شاخص کای اسکوتر/ درجه آزادی در این پژوهش برابر با (۲/۳۷) بدست آمده که با توجه به اینکه این مقدار کمتر از میزان استاندارد ۳ (لای و همکاران، ۲۰۰۹) است مورد تایید می باشد.

شاخص برازندگی ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSEA) به عنوان یک شاخص مطلوب به حساب می آید که طبق نظر کلاتتری (۱۳۸۸) اگر این شاخص کمتر از ۰/۰۸ باشد برازش مطلوب، بین ۰/۰۸ تا ۰/۱ برازش متوسط و بیشتر از ۰/۱ حاکی از برازش نامناسب است. با توجه به اینکه مقدار این شاخص برای تحقیق حاضر برابر با (۰/۰۸۳) بدست آمده مناسب است. همچنین میزان استاندارد شاخص ریشه میانگین باقی مانده ها (RMR) نیز کمتر از ۰/۰۸ می باشد (لای و همکاران، ۲۰۰۹) که با توجه به اینکه مقدار این شاخص در تحقیق حاضر برابر با (۰/۰۶۵) حاصل شده از نظر برازش مورد تایید است.

طبق نظر هومن (۱۳۸۴) میزان برازشی عالی برای شاخص های برازش هنجار شده (NFI)، برازش هنجار نشده (NNFI)، شاخص برازش مقایسه ای یا تطبیقی (CFI) و شاخص برازش فزاینده (IFI) بیشتر از ۰/۹ می باشد و از آنجا که برای هر چهار شاخص برازش هنجار شده (NFI)، برازش هنجار نشده (NNFI)، شاخص برازش مقایسه ای یا تطبیقی (CFI) و شاخص برازش فزاینده (IFI) بیشتر از مقدار استاندارد هستند برازش از نظر این شاخص ها مورد تایید است. طبق نظر (لای و همکاران، ۲۰۰۹) و کلاتتری (۱۳۸۸) میزان استاندارد برای شاخص های نیکویی برازش (GFI) و نیکویی برازش تعدیل شده (AGFI) بیشتر از ۰/۸ می باشد.

### آزمون فرضیه های تحقیق

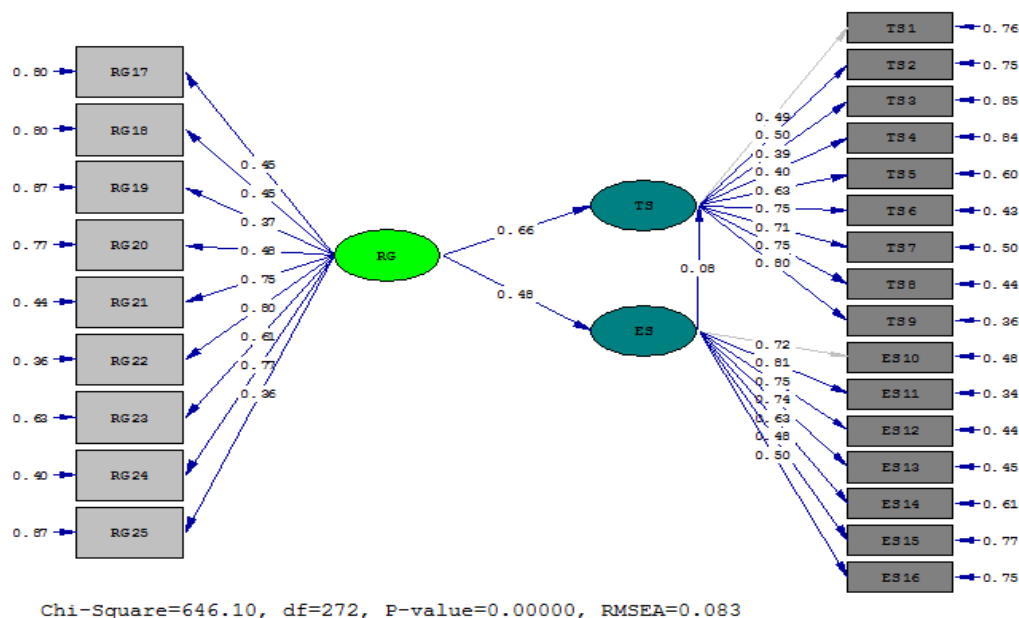
برای آزمون فرضیه ها از روش معادلات ساختاری با نرم افزار لیزرل استفاده شده است. هر متغیر در سیستم مدل معادلات ساختاری می تواند هم به عنوان یک متغیر درونزا و هم یک متغیر برونزا در نظر گرفته شود. متغیر درونزا متغیری است که از جانب سایر متغیرهای موجود در مدل تأثیر می پذیرد. در مقابل متغیر برونزا متغیری است که هیچ گونه تأثیری از سایر متغیرهای موجود در مدل دریافت نمی کند بلکه خود تأثیر می گذارد. در نمودارهای معادلات ساختاری اعداد و یا ضرایب به دو دسته تقسیم می شوند. دسته اول تحت عنوان معادلات اندازه گیری هستند که روابط بین متغیرهای پنهان (بیضی) و متغیرهای آشکار (مستطیل) می باشند. این معادلات را اصطلاحاً بارهای عاملی گویند. دسته دوم معادلات ساختاری هستند که روابط بین متغیرهای پنهان و پنهان می باشند و برای آزمون فرضیات استفاده می شوند. به این ضرایب اصطلاحاً ضرایب مسیر گفته می شود. معادلات ساختاری تکنیک آماری مناسبی است که بر پایه فرضیه هایی درباره وجود روابط علی بین متغیرها می باشد. نمودار (۱) ضرایب t را برای مدل اندازه گیری (ضرایب t برای سوالات و متغیرهای مربوط به آنها) و مدل ساختاری (ضرایب t برای مسیرهای مطرح شده در مدل در بین متغیرها) نشان می دهد.



Chi-Square=646.10, df=272, P-value=0.00000, RMSEA=0.083

نمودار ۲. مدل تی برای فرضیه های تحقیق

از این مدل برای بررسی معنی داری ارتباط بین متغیرهای مکنون مطرح شده در مدل استفاده می‌شود و در صورتی که ضریب  $t$  محاسبه شده در سطح خطای ۰/۰۵ درصد در بازه بی‌معنی (۱/۹۶+ و ۱/۹۶-) قرار نداشته باشد می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط معنی داری بین دو متغیر مکنون مورد بررسی وجود دارد. همچنین نمودار (۵) مدل استاندارد برای فرضیه های تحقیق و جدول (۶) مقادیر ضریب  $\lambda$  و آماره  $t$  مدل را نشان می‌دهد.



نمودار ۳. مدل استاندارد برای فرضیه های تحقیق

جدول ۶. مقادیر ضریب  $\lambda$  و آماره  $t$  مدل

آماره $t$	$\lambda$	نماد	متغیرها
-	۰/۴۹	TS1	تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری
۱۰/۹۱	۰/۵۰	TS2	
۹/۱۰	۰/۳۹	TS3	
۹/۳۹	۰/۴۰	TS4	
۱۲/۴۱	۰/۶۳	TS5	
۱۳/۴۹	۰/۷۵	TS6	
۱۳/۱۵	۰/۷۱	TS7	
۱۳/۴۸	۰/۷۵	TS8	
۱۳/۸۲	۰/۸۰	TS9	
-	۰/۷۲	ES10	احساسات سرمایه گذار
۲۱/۷۱	۰/۸۱	ES11	
۲۰/۱۸	۰/۷۵	ES12	

۱۹/۹۱	۰/۷۴	ES13	
۱۶/۸۸	۰/۶۳	ES14	
۱۲/۸۷	۰/۴۸	ES15	
۱۳/۶۲	۰/۵۰	ES16	
۱۲/۸۵	۰/۴۵	RG17	رفتار گله ای
۱۲/۷۹	۰/۴۵	RG18	
۱۰/۲۹	۰/۳۷	RG19	
۱۳/۸۳	۰/۴۸	RG20	
۲۴/۰۳	۰/۷۵	RG21	
۲۶/۶۴	۰/۸۰	RG22	
۱۸/۳۵	۰/۶۱	RG23	
۲۵/۲۵	۰/۷۱	RG24	
۱۰/۲۲	۰/۳۶	RG25	

### آزمون فرضیه اول

ادعای محقق: رفتار گله ای بر احساسات سرمایه گذار تاثیر دارد.

فرض آماری:

فرض مخالف ( $H_0$ ): رفتار گله ای بر احساسات سرمایه گذار تاثیر ندارد.

فرض موافق ( $H_1$ ): رفتار گله ای بر احساسات سرمایه گذار تاثیر دارد.

جدول ۷. نتایج مربوط به فرضیه اول

۱۱/۸۳	آماره T
۰/۴۸	ضریب استاندارد
تأثیر مثبت و معنادار	نتیجه

به منظور بررسی معنی دار بودن فرضیه مطرح شده از آماره T استفاده می شود، با توجه به اینکه آماره T برابر با (۱۱/۸۳) بوده و این مقدار در بازه (۱/۹۶+ و ۱/۹۶-) قرار ندارد بنابراین می توان نتیجه گرفت که این فرضیه معنادار است. از این رو مشخص می شود که رفتار گله ای بر احساسات سرمایه گذار تاثیر دارد. با توجه به نتایج به دست آمده از این فرضیه مشخص می شود که رفتار گله ای بر احساسات سرمایه گذار تاثیر داشته و این فرضیه پذیرفته می شود.

### آزمون فرضیه دوم

ادعای محقق: رفتار گله ای بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تاثیر دارد.

فرض آماری:

فرض مخالف ( $H_0$ ): رفتار گله ای بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

فرض موافق ( $H_1$ ): رفتار گله ای بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تاثیر دارد.

## جدول ۸. نتایج مربوط به فرضیه دوم

آماره T	۱۱/۲۶
ضریب استاندارد	۰/۶۶
نتیجه	تأثیر مثبت و معنادار

به منظور بررسی معنی دار بودن فرضیه مطرح شده از آماره T استفاده می‌شود، با توجه به اینکه آماره T برابر با (۱۱/۲۶) بوده و این مقدار در بازه (۱/۹۶+ و ۱/۹۶-) قرار ندارد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که این فرضیه معنادار است. از این رو مشخص می‌شود که رفتار گله ای بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. با توجه به نتایج به دست آمده از این فرضیه مشخص می‌شود که رفتار گله ای بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر داشته و این فرضیه پذیرفته می‌شود.

## آزمون فرضیه سوم

ادعای محقق: احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرض آماری:

فرض مخالف (H0): احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر ندارد.

فرض موافق (H1): احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

## جدول ۹. نتایج مربوط به فرضیه سوم

آماره T	۲/۱۱
ضریب استاندارد	۰/۰۸
نتیجه	تأثیر مثبت و معنادار

به منظور بررسی معنی دار بودن فرضیه مطرح شده از آماره T استفاده می‌شود، با توجه به اینکه آماره T برابر با (۲/۱۱) بوده و این مقدار در بازه (۱/۹۶، ۱/۹۶-) قرار ندارد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که این فرضیه معنادار است. از این رو مشخص می‌شود که احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. با توجه به نتایج به دست آمده از این فرضیه مشخص می‌شود که احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر داشته و این فرضیه پذیرفته می‌شود.

## نتیجه‌گیری

نتایج آزمون معادلات ساختاری نشان داد رفتار گله‌ای بر احساسات سرمایه‌گذار تأثیر دارد، بنابراین فرضیه اول تایید می‌شود. نتایج این فرضیه با تحقیقات هریتا و همکاران (۲۰۲۰)، باکر و یی (۲۰۱۶) همسو می‌باشد. رفتار گله‌واری تحلیلگران اوراق بهادار، رفتاری است که تحلیلگران هنگام پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت‌های سهامی عام و هنگام ارائه توصیه‌های سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهد. این نوع رفتار می‌تواند براساس تفاوت عوامل ایجادکننده رفتار گله‌واری تحلیلگر به دودسته تقسیم شود. دسته اول توسط مجموعه بسیاری از تحلیلگران از تحلیل مشابه اطلاعات عمومی در دسترس، مثل آخرین گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، قوانین و مقررات جدید بازارهای مالی،



استانداردهای صنعتی تصویب شده توسط دولت و... ایجاد می شود. براساس اطلاعات مزبور، تحلیلگران پیشنهادهای مشابهی ارائه می دهند. دسته دوم وقتی است که تحلیلگر به دلیل فقدان توانایی تحقیق و ارائه پیشنهادهایی از گزارش های یک تحلیلگر مشهور پیروی کند که این همان رفتار گله واری است. فاکتورهای دیگری مثل تعداد سالهای تجربه فرد، تعداد اوراق بهادار و شرکتهایی که تحلیلگر بررسی می کند و شهرت تحلیلگر می تواند منجر به این پدیده شود. در موقعیت اول، تحلیلگر از آخرین اطلاعات در دسترس برای پیش بینی ها و بررسی هایش استفاده می کند و در حالت دوم آنها صرفاً از پیش بینی ها و تصمیمات دیگران بدون استفاده از اطلاعات در دسترس تقلید می کنند.

نتایج آزمون معادلات ساختاری نشان داد رفتار گله ای بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تاثیر دارد، بنابراین فرضیه دوم تایید می شود. نتایج این فرضیه با تحقیقات هریتا و همکاران (۲۰۲۰)، باکر و یی (۲۰۱۶) همسو می باشد. تقلید و همرننگ شدن با جماعت از جمله اصلی ترین غرایز نوع بشر محسوب می شود. رفتار توده وار را می توان در مد و پیروی از رفتارهای زودگذر مشاهده نمود، حتی چنین تصمیمات ساده ای نیز نیازمند دقت و تحقیق درباره چگونگی انجام آنهاست بویژه در میان اقتصاددانان مالی و حرفه ای بازار این اعتقاد وجود دارد که سرمایه گذاران تحت تاثیر تصمیمات سایر سرمایه گذاران قرار می گیرند. رفتار توده وار از این جهت می تواند در ایجاد حبابهای سفته بازی نقش ایفا نماید که همیشه افراد مایلند "برندگان بازار" را بویژه زمانی که عملکرد خوب آنها تکرار می شود، به دقت زیر نظر گیرند نتایج آزمون معادلات ساختاری نشان داد احساسات سرمایه گذار بر تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری تاثیر دارد؛ بنابراین فرضیه سوم تایید می شود. نتایج این فرضیه با تحقیقات هریتا و همکاران (۲۰۲۰)، باکر و یی (۲۰۱۶)، ریاض و هانجیرا (۲۰۱۵)، کنجکاومنفرد و همکاران (۱۳۹۵) همسو می باشد. احساسات از عوامل اساسی تأثیر گذار بر رضایت و قصد خرید می باشد و منجر به تحقق تجارب به یادماندنی شده و همچنین واکنش احساسی نقش مهمی در تعیین نیت رفتاری دارد. احساسات مشتری تحت تأثیر تلاش های ارائه دهنده خدمات جهت بازیابی خدمات قرار دارد. واکنش صحیح و درست کارمندان بخش خدمات به شکایات مشتریان منجر به افزایش حس خوشحالی مشتری می گردد. ارائه خدماتی که تا حدی بیش از انتظار مصرف کننده باشد منجر به رضایت مشتری و واکنش های احساسی مشتری می گردد که این امر کارمندانی که در تماس مستقیم با مشتریان هستند را قادر می سازد تا مشتریان را مشعوف کنند. ارزیابی مشتریان از تلاش های شرکت در زمینه بازیابی خدمات تحت تأثیر واکنش احساسی مشتریان نسبت به نواقص موجود در خدمات قرار دارد و تأثیر این احساسات در صنایع مختلف، تفاوت می کند.

## منابع

- ابوالمعصومی، لعبت؛ صابری، هانیه (۱۳۹۳). پیش بینی شادکامی براساس بخشش و عواطف مثبت و منفی، فصلنامه روانشناسی تربیتی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تنکابن، ۴۱(۶۸)، صص ۹۴-۸۶
- بشیری منش، نازنین؛ اورادی، جواد. (۱۳۹۸). رفتار احساسی سرمایه گذاران و مدیریت سود حسابداری، پژوهش های تجربی حسابداری، ۹(۲۳)، صص ۹۹-۷۷.
- جلالی، بهروز؛ مرادی، زهرا (۱۳۹۵). تاثیر ویژگی های اجتماعی - اقتصادی بر تصمیم های سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، صص ۱۲-۱۱.

- جهانگیری راد، مصطفی؛ مرفوع، محمد؛ سلیمی، محمدجواد. (۱۳۹۳). بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۴۲)، صص ۱۵۸-۱۴۱.
- خاکی، غلامرضا. (۱۳۸۷). روش تحقیق با رویکرد پایان نامه نویسی. تهران: انتشارات بازتاب، چاپ چهارم.
- دوستار، محمد؛ محمدنژاد، علیرضا؛ جوادیان لنگرودی، مریم. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر رفتار توده وار در ریسک پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۸ (۵)، صص ۱۴۸-۱۲۹.
- سعادت جوی آوردکلو، مهدی؛ علی رحیمی، مهدی. (۱۳۹۳). مدیریت ریسک و کاربرد آن در بازار سرمایه با استفاده از مدل ریسک سنجی ارزش در معرض خطر (Value at Risk). مجله مدیریت صنعتی دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، سال نهم، ویژه نامه مدیریت و حسابداری، صص ۷۳-۵۹.
- سیف الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا؛ دشتی، نادر. (۱۳۹۴). بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی. دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۵۲-۳۳.
- شیرازیان، زهرا (۱۳۹۸). بررسی تاثیرانواع رفتار گله واری تحلیلگران بر قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل شبکه. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۲۹ (۱)، صص ۳۶-۱۹.
- فرزین وش، امیر؛ شادکار، محمد. (۱۳۹۸). تأثیر TBTF بر پدیده‌ی رفتار گله‌ای و رفتار ریسکی بانک‌ها. تحقیقات اقتصادی، ۵۴ (۳)، صص ۵۷۹-۶۰۶.
- قاسم‌زاده علیشاهی، ابوالفضل؛ عباسی، مهدی؛ ملکی مرشت، منظر. (۱۳۹۳). نقش عواطف مثبت و منفی در رضایت و عملکرد شغلی اعضای هیئت علمی. فصلنامه پژوهش‌های نوین روانشناختی، ۱۰ (۴)، صص ۱۳۲-۱۵۲.
- کنجکاو منفرد، امیررضا؛ فتحی، سعید؛ رنجبریان، بهرام. (۱۳۹۵). نقش متغیرهای روانشناختی و آگاهی بر تمایل به سرمایه گذاری با تأکید بر نقش واسطه‌ای ریسک ادراک شده مشتریان خدمات سرمایه گذاری فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۱ (۷)، صص ۱۵-۱.
- لاری سمنانی، بهروز. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱ (۳)، صص ۱۲۰-۱۰۷.
- نیکبخت، محمد رضا؛ شعبان زاده، مهدی؛ کلهر، کوروش. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق الزحمه حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۱۱ (۱)، صص ۱۷۱-۱۸۹.
- Agarwal, V, Fung, W. H., Loon, Y. C, Naik, N. Y. (2011). *Risk and return in convertible arbitrage: Evidence from the convertible bond market*. Journal of Empirical Finance, 18(2), 175-194.
- Baddeley, M. (2010). *Herding, social influence and economic decision-making: socio-psychological and neuroscientific analyses*. Philosophical Transactions of the Royal Society B: Biological Sciences, 365(1538), 281-290.
- Bakar, S, Yi, A. N. C. (2016). *The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang*. Procedia Economics and Finance, 35, pp: 319-328.
- Biddle, G. C, Hilary, G, Verdi, R. S. (2014). *How does financial reporting quality relate to investment efficiency?* Journal of Accounting and Economics, 48(2-3), 112-131.

- Brown, N. C., Wei, K. D, Wermers, R. (2014). *Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices*. Management Science, 60(1), 1-20.
- Clarke, J., Ornathanalai, C, Tang, Y. (2014). *Institutional herding and asset price: The role of information*. Rotman School of Management Working Paper, (1707868).
- Duckworth, A. L., Weir, D. R., Tsukayama, E., & Kwok, D. (2012). *Who does well in life? Conscientious adults excel in both objective and subjective success*. Frontiers in psychology, 3, pp: 356.
- Fernández, B., Garcia-Merino, T, Mayoral, R., Santos, V, Vallelado, E. (2011). *Herding, information uncertainty and investors' cognitive profile*. Qualitative Research in Financial Markets.
- Gill, S., Khurshid, M. K., Mahmood, S, Ali, A. (2018). *Factors effecting investment decision making behavior: The mediating role of information searches*. European Online Journal of Natural and Social Sciences, 7(4), pp-758-767.
- Haritha, P. H, Uchil, R. (2020). *Influence of investor sentiment and its antecedent on investment decision-making using partial least square technique*. Management Research Review.
- Hirshleifer, D. (2001). *Investor psychology and asset pricing*. The journal of Finance, 56(4), 1533-1597.
- Iyer, G., McBride, D, Reckers, P. (2012). *The effect of a decision aid on risk aversion in capital investment decisions*. Advances in Accounting, 28(1), pp: 64-74.
- Kamil, K. H, Abidin, S. N. Z. (2017). *Does herd behavior exist among Investors of Shariah-compliant equities in Malaysia?*. Advanced Science Letters, 23(5), 4968-4972.
- Kengatharan, L, 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, Vol. 6 No. 1, pp. 1-23.
- Kengatharan, L, 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 & Accounting, 6(1), 1.
- Le Luong, P, Thi Thu Ha, D. (2011). *Behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance.: A survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange*.
- Ngoc, L. T. B., (2014). *Behavior pattern of individual investors in stock market"*, International Journal of Business and Management, vol.9, no. 1, pp. 1-12
- Patterson, D. M, Sharma, V. (2007). *Did herding cause the stock market bubble of 1998-2001*. University of Michigan-Dearborn.
- Qadri, S.U. and Shabbir, M. (2014). *An empirical study of overconfidence and illusion of control biases, impact on investor's decision making: an evidence from ISE"*, European Journal of Business and Management, Vol. 6 No. 14, pp. 38-44.
- Rachev, S. T, Stoyanov, S. V, Fabozzi, F. J. (2011). *A probability metrics approach to financial risk measures*. John Wiley & Sons.
- Raut, R. K. (2020). *Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors*. International Journal of Emerging Markets.
- Riaz, L, Hunjra, A. I. (2015). *Relationship between psychological factors and investment decision making: The mediating role of risk perception*. Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, 9(3), pp: 968-981.
- Salami, S. O. (2010). *Job stress and counterproductive work behaviour: Negative affectivity as a moderator*. The Social Sciences, 5(6), 486-492.
- Schwarzkopf, D. L. (2016). *Investors' attitudes toward source credibility*. Managerial Auditing Journal, 22(1), pp: 18-33.
- Sehgal, S, Sood, G. S, Rajput, N. (2009). *Investor sentiment in India: a survey*. Vision, 13(2), 13-23.

- Shafi, H., Akram, M., Hussain, M., Sajjad, S. I, Rehman, K. U. (2011). *Relationship between risk perception and employee investment behavior*.
- Shantha, K. V. A. (2019). *Individual investors' learning behavior and its impact on their herd bias: an integrated analysis in the context of stock trading*. Sustainability, 11(5), 1-24.
- Sheau-Fen, Y, Sun-May, L, Yu-Ghee, W. (2012). *Store brand proneness: Effects of perceived risks, quality and familiarity*. Australasian Marketing Journal (AMJ), 20(1), pp: 48-58.
- Tauni, M. Z, Tauni, M. Z, Fang, H. X., Fang, H. X., Iqbal, A, Iqbal, A. (2016). *Information sources and trading behavior: does investor personality matter?*. Qualitative Research in Financial Markets, 8(2), pp: 94-117.
- Tetlock, P.C. (2014). *Information transmission in finance*. Annual Review of Financial Economics, Vol. 6 No. 1, pp. 365-384.
- Wermers, R. (1999). *Mutual fund herding and the impact on stock prices*. the Journal of Finance, 54(2), 581-622.

## Modeling the herd behavior and decision of investors with the variable role of investor emotions

Somayeh Davari <sup>1</sup>  
Mohsen Najafi <sup>\*2</sup>  
Mandan Momeni

Date of Receipt: 2022/03/29 Date of Issue: 2022/04/29

### Abstract

The purpose of this study was to investigate the effect of herd behavior on investment decision with the mediating role of investor emotions in the Iranian stock market. The statistical population of this research includes investors in stock markets in District 8 of Tehran. The present study, considering the effect of herd behavior on investment decision with the mediating role of investor emotions in the Iranian stock market, is in the category of causal research in terms of nature and method; the data required for this study using Questionnaires have been collected. The questionnaire used in this research has 25 questions and the evaluation criterion for the questions of the present questionnaire is the five-point Likert scale; To analyze the data, the method of confirmatory factor analysis has been used to investigate the status of the designed indicators and their validation, and the technique of structural equations has been used to test the research hypotheses. It should be noted that in this section, the researcher has used LISREL software; the results showed that herd behavior affects investor feelings and investment decisions and also investor feelings affect investment decisions.

### Keywords

Investor feelings, investment decisions, herd behavior

1. Master of Public Administration, Faculty of Management, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Tehran, Iran. (d3pd313@gmail.com)
2. PhD Student in Governmental Management, Faculty of Management, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Tehran, Iran. (Responsible author: mohsen.najafi00@gmail.com)
3. Assistant Professor, Department of Public Management, Human Resources Development, Faculty of Management, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Tehran, Iran. (mandanmomeni@yahoo.com)