



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ویکم / پاییز ۱۳۹۸

## تأثیر ابعاد فرهنگ از مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

حاجیه رجبی فرجاد

دانشیار گروه مدیریت منابع انسانی دانشگاه علوم انتظامی امین  
hajieh\_rajabi@yahoo.com

نیلوفر میرسیاسی

استادیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر (نویسنده مسئول)  
nmirseiasi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۶/۲۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۲۲

### چکیده

هدف از تحقیق حاضر بررسی و شناسایی تأثیر ابعاد فرهنگی از مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است، از نظر چگونگی گردآوری داده‌ها از دسته پژوهش‌های توصیفی (غیرآزمایشی) و از شاخه مطالعات میدانی به شمار می‌رود. روش اجرای پژوهش نیز به صورت پیمایشی است. جامعه آماری این تحقیق حدود ۴۰۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران می‌باشد که با استفاده از جدول مورگان تعداد نمونه ۳۵۱ نفر انتخاب شده است. داده‌های مورد نیاز از طریق پرسشنامه و بر اساس طیف لیکرت گردآوری شد. روایی ابزار به کار رفته از طریق محتوا مورد تایید قرار گرفت و پایایی آن به وسیله آلفای کرونباخ محاسبه گردید. نتایج تحقیق نشان داد که ابعاد فرهنگی مختلف مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار توده‌واری، ابعاد فرهنگی شاین، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران.

## ۱- مقدمه

شناخت فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، موضوعی مهم برای مقام ناظر و سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. در اغلب تحقیقات در این زمینه، محققان کوشیده‌اند به مطالعه و درک رفتار سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان بازار و به دنبال آن تأثیر این عوامل بر قیمت اوراق بهادار بپردازند. چرا که رفتارهایی که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان در بازار تأثیر می‌گذارند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. به ویژه در دهه اخیر، محققین مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک داشته‌اند، استفاده از دستاوردهای روانشناسی در نظریه پردازی‌های اقتصادی منجر به شکل‌گیری گرایش «مالی رفتاری» گردید (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰). یکی از این مفاهیم مالی رفتاری، رفتار توده‌وار است که مفهومی کیفی و انتزاعی را در بر می‌گیرد. رفتار توده‌وار عبارت است از پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی، به عبارتی می‌توان آن را قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران جهت تکرار کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف نمود (بیخچاندانی و همکاران، ۲۰۰۰). در این خصوص شکل‌گیری رفتارهای گله‌ای که از آن به رفتارهای توده‌وار تعبیر می‌شود، چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از میان گزینه‌های مختلف توسط سرمایه‌گذاران را تا حدودی توجیه می‌کند. رفتار توده‌وار حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. به بیان دیگر رفتار توده‌وار به رفتار مجموعه‌ای از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند. مطالعه رفتار گروهی، در پدیده‌هایی از جمله حباب بازار سهام، سقوط بازار سهام، آشوب‌های خیابانی، آزار اقلیت‌ها، تظاهرات سیاسی و یا هواخواهی‌های مذهبی یا سیاسی صورت گرفته است. تجمع افراد و ایجاد جو، باعث تشدید حالت‌های شادی یا غم می‌شود که یک اثر ذهنی روانی است، در این تجمعات، افراد رفتاری شبیه جمعیت انجام می‌دهند، بدون آن که در مورد آن تفکر خاصی داشته باشند (تهییج اجتماعی). برخی از این حالت‌ها ملایم‌اند مثل مُد و برخی با تشنج زیاد (مثل حرکات سیاسی و خیابانی). روانشناسان این حالت را غلبه احساسات بر تعقل در تصمیم‌گیری برای انجام رفتاری خاص می‌دانند.

فرهنگ سازمانی نیز عاملی است که توسط منابع انسانی سازمان مورد تقویت و نهادینه سازی قرار می‌گیرد و همچنین بر منابع انسانی به عنوان منبع مهم و استراتژیک سازمان تأثیر می‌گذارد و یکی از عوامل مهم و مؤثر در بهره‌وری، رشد و شکوفایی استعدادها و استفاده از توانمندی منابع انسانی سازمان است. بنابراین توجه و شناخت فرهنگ سازمانی و مدیریت آن در راستای اهداف بلند مدت و استراتژیهای سازمان می‌تواند تأثیر بسزایی را در رشد و پیشرفت سازمانها داشته و زمینه ساز ایجاد مزیت رقابتی مبتنی بر منابع انسانی گردد (لاکاس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

فرهنگ در یک سازمان، به مثابه شخصیت یک انسان است. مفروضات بنیادی، اعتقادات، باورها، هنجارها و ارزشها، به عنوان مبانی فرهنگ یک سازمان می‌باشند که شالوده وجودی آن را تشکیل داده و نقطه تمیز خوب و بد را مشخص می‌کنند. فرهنگ هر سازمانی به عنوان عامل اساسی در شکل بخشیدن به آن سازمان است و تأثیر بسزایی بر ساختار و طرح سازمان، محیط داخلی و خارجی سازمان، تکنولوژی و نیروی انسانی و از همه مهمتر بر بهره‌وری و استراتژی سازمان دارد؛ چرا که فرهنگ، بایدها و نبایدها را مشخص می‌کند و قالب رفتاری سازمان را شکل می‌دهد. با وجود فرهنگی قوی و منسجم، افراد ضمن کسب آگاهی بیشتر پیرامون اهداف و استراتژی‌های

سازمان نسبت به ارزشها و هنجارها، احساس مسؤولیت و تعهد و از فعالیت در سازمان احساس رضایت می‌کنند که این در کنار مدیریت قوی موجب بهبود روحیه، انگیزش و بهره‌وری در عملکرد کارکنان و سازمان می‌گردد (نصیری پور و همکاران، ۱۳۸۸). فرهنگ غنی سازمان همانند یک نیروی غنی و انرژی‌زا، سازمان را به وسیله نیروی انسانی کارا هدایت نموده، احساس و ادراک یکسان به اهداف سازمان می‌دهد و انگیزهای قوی در افراد به وجود می‌آورد و ایجاد اخلاقیات و معنویات را در سازمان، نظاممند می‌گرداند. عدم توجه به فرهنگ سازمانی، اگر منجر به شکست مطلق سازمان و نرسیدن به اهداف و چشم انداز سازمان نشود، حداقل اشکالات متعددی را در روند حرکت سازمان ایجاد کرده و انرژی زیادی را برای حل معضلات ایجاد شده ناشی از فرهنگ، جهت رسیدن به اهداف پیش‌بینی شده سازمان هدر می‌دهد. شناسایی و مدیریت فرهنگ سازمانی به مدیران کمک می‌کند تا با آگاهی و دید کامل نسبت به فضای حاکم بر سازمان از نقاط قوت آن استفاده نموده و برای نقاط ضعف، تدابیر و اقدامات لازم را پیش‌بینی نمایند (رحیم‌نیا و علیزاده، ۱۳۸۸).

در بازار اوراق بهادار، گروه سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نیز می‌توانند به عنوان توده‌ای به تصویر کشیده شوند که بدون داشتن اطلاعات کافی، مبادرت به انجام اقدامات مخاطره‌آمیز مشابه آنها جهت کسب منفعت می‌نمایند و با اولین نشانه‌های بحران به سرعت به سمت پناهگاه‌های امن هجوم می‌برند (هوآنگ و سالمون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). این امر عمدتاً ناشی از نبود تحلیل‌های کارشناسانه مناسب، نبود یا کمبود شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی، نبود تقارن اطلاعاتی، نبود قوانین و مقررات کافی، نبود الزامات افشای اطلاعات و جلب اطمینان سرمایه‌گذاران از این رهگذر، و نهایتاً عدم کارایی بازار سرمایه می‌باشد. اگر بازار دقیقاً کارا باشد رفتار توده‌وار وجود ندارد، در حقیقت وجود رفتار توده‌وار به ناکارآمدی بازار منجر می‌شود. با این حال حتی در بازارهای مالی پیشرفته، نشان از توده‌واری در رفتار دیده می‌شود که پارادایم فرضیه بازار کارا را در کنار سایر عوامل با تشکیک همراه کرده است. بر این اساس، در تحقیق حاضر، تلاش بر آن است تا به این سوال تحقیق، پاسخ مناسبی ارائه گردد. شاخص‌های مختلف فرهنگی چه تاثیری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار توده‌وار آنها در بورس دارد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- رفتار توده‌وار

نخستین مطالعات در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، به دهه ۷۰ بر می‌گردد. کوهن و همکارانش شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند (اتال و کوهن<sup>۳</sup>، ۱۹۷۵). همچنین رایلی و چو (۱۹۹۲) دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه معنی‌داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد. مطالعات لبرون و همکاران (۱۹۹۲) ثابت کرد که درجه ریسک‌گریزی افراد، تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد. یافته‌های مطالعات لولین و همکاران (۱۹۹۱) نشان داد که بین ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد. بارنیول<sup>۴</sup> (۱۹۸۱) در مطالعات خود

دریافت که رفتار سرمایه‌گذار در بازار را می‌توان براساس ویژگیهای سبک زندگی، میزان ریسک‌گریزی و شغل فرد پیش‌بینی کرد. نتایج مطالعات اپشتین<sup>۵</sup> (۱۹۹۴) حاکی از آن است که گزارشهای مالی سالیانه شرکتها تاثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نداشته و بی‌ارزش‌اند.

به‌طور کلی رفتار توده وار در بازارهای مالی عبارتست از آن است 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 کلی بازار می‌شود، رفتار توده وار قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران در کپی کردن رفتار سرمایه‌گذاران است (گافی و جونز، ۲۰۰۱).

## ۲-۲- فرهنگ سازمانی

در مورد فرهنگ سازمانی مدل‌ها و نگرش‌های مختلفی وجود دارد. عده‌ای از دانشمندان فرهنگ سازمانی را با رویکرد بین‌فرهنگی مورد بررسی قرار داده‌اند، مانند گبرت هافستد، کلاکهان و استرادبک. برخی دیگر بر کانون توجه سازمان تأکید داشتند، مانند ریچارد هال و رابرت کوئین و عده‌ای دیگر به ساختار داخلی سازمان و سیستم‌های پاداش‌دهی و مکانیزم‌های داخلی توجه داشتند، مانند ماروین وایزبور، گردن و هاروی و براون. برخی دیگر بر روی مسائل روان‌شناختی و استراتژی متمرکز شدند، مانند استانلی، دیویس و روی پاین. مدلی که در این تحقیق استفاده شده است مدل شاین می‌باشد که در سال ۲۰۰۰ مطرح شده است. شاین هفت موضوع بحث انگیز را که باید به وسیله هر فرهنگ و در هر دوره تاریخی حل شود مطرح می‌کند که در تعریف پیش‌فرض‌های هسته‌ای به ما کمک خواهند کرد. این هفت موضوع عبارتند از: ۱- رابطه سازمان ۲- ماهیت فعالیت انسان ۳- ماهیت واقعیت و ۴- ماهیت حقیقت ۵- ماهیت زمان ۶- ماهیت طبیعت انسان و ۷- تجانس در برابر تنوع. این هفت موضوع بحث انگیز را می‌توان به دو طبقه تقسیم کرد:

- سازگاری بیرونی که شامل رسالت و استراتژی، اهداف ابزار و نظام‌های کنترل است.
- انجام درونی که شامل زبان مشترک، تعریف مرز گروه، پاداش و تنبیه‌ها، جایگاه و روابط قدرت هستند.

از نظر شاین فرهنگ دارای سه سطح یا سه لایه است که برای شناخت و کشف هر یک روش‌های ویژه‌ای وجود دارد:

**سطح اول:** مصنوعات (رفتارها، آدابی نظیر احوالپرسی، طرز لباس پوشیدن، ساخته‌ها، هنر، معماری، نمادها و آئین‌ها و...) که شامل تمام جنبه‌هایی از فرهنگ است که قابل مشاهده است.

**سطح دوم:** عقاید و ارزش‌ها (بیان حقایق و واقعیت‌های موجود، ترجیحات افراد در باره روش درست زندگی کردن و ایدآل‌ها)، شامل بایدها و نبایدهایی است که از راه مصاحبه و نظرسنجی قابل شناسایی است.

**سطح سوم:** مفروضات اساسی (باورهای عمیق و نظام‌های معناز جمله رابطه با محیط، ماهیت فعالیت انسان، ماهیت واقعیت و حقیقت، نگرش که مربوط به تطابق با محیط‌اند و ماهیت انسان، رابطه با مردم، حریم،

زبان و زمان که مربوط به انسجام درونی گروه‌های انسانی است) که عمیق‌ترین لایه فرهنگ است و از راه استنتاج و تفسیر قابل شناسایی است (شاین، ۱۹۹۹).

### مصنوعات بشرساز

مظاهر هسته فرهنگ هستند که در سطح ظاهری یک فرهنگ قرار دارند مانند گدازه‌های سردی که بعد از فعال شدن آتشفشان روی سطح زمین باقی می‌مانند. مصنوعات بشر ساز آثار نمایان و ملموس رفتار متجلی شده در هنجارها و ارزش‌ها و پیش‌فرض‌های فرهنگی اند که به سه طبقه کلی تقسیم می‌شوند:

- مظاهر فیزیکی مثل طرح، دکور، ساختمان، لباس، ظاهر و ...
- مظاهر رفتاری مثل آیین و رسوم، سنت، پاداش‌ها و تنبیه‌ها و ...
- مظاهر کلامی مثل حکایت، اسطوره‌ها، افسانه‌ها، تعابیر و مقایسه و ...

مصنوعات بشرساز فرهنگ در دسترس‌ترین عناصر فرهنگ هستند ولی از هسته فرهنگی بسیار دورند که این دوری باعث تعبیر نادرست پژوهشگران می‌شود که بی‌طرفی فرهنگی را مد نظر قرار می‌دهند. از منظر مدل شاین، فرهنگ از اعماق پیش‌فرض‌های ناآگاهانه، ارزش‌ها و هنجارها تا سطح ظاهری که مصنوعات بشرساز قابل مشاهده اند منبعث می‌شود (دنيسون و يانگ، ۲۰۰۰).

ارزش‌ها: اصول، اهداف و استانداردهای اجتماعی موجود درون یک فرهنگ هستند که آنچه را که اعضای یک سازمان باید مراقب آن باشند نظیر، آزادی، دموکراسی، نسبت و وفاداری را تعریف می‌کنند. ارزش‌ها مبنایی را برای قضاوت در مورد آنچه درست است و آنچه غلط شکل می‌دهند. از ارزش‌ها به عنوان منشورهای اخلاقی و معنوی یاد می‌شود. (دنيسون و يانگ، ۲۰۰۰).

### باورها و پیش‌فرض‌ها

هسته فرهنگ یک سازمان، باورها و پیش‌فرض‌ها هستند. پیش‌فرض‌ها به آنچه که اعضای سازمان واقعیت می‌پندارند و نحوه درک و اندیشیدن و احساس آنها را تحت تاثیر قرار می‌دهد، اشاره می‌کند. پیش‌فرض‌ها به طور کلی امور مسلم فرض می‌شوند که تا حد زیادی از حوزه خود آگاهی افراد دور هستند و می‌توان آن را به حقیقت غیر قابل سؤال که جای هیچ‌گونه بحث و جدل ندارد و به صورت واقعیت است در نظر گرفت. دیدگاه کلاسیک‌ها در مورد انسان سازمانی: پیش‌فرض این دیدگاه مبنی بر انسان اقتصادی بود که کانون تمرکز آن بر ثروت و قدرت و مشوق‌های اقتصادی بود.

### ۲-۳- پیشینه‌ی تجربی

احمدی و سینایی (۱۳۹۳) در پژوهشی با آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحراف بازده روزانه سهام از بازده میانگین پرتفو در پنج صنعت بابالاترین حجم و تعداد روزهای معاملاتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ و بر اساس مدل غیر خطی انحراف مطلق، ارائه شده توسط چانگ

(۲۰۰۰)، نشان داد وجود رفتار توده‌وار در شرایط افول و صعود بازار در پنج صنعت مورد بررسی است و در توزیع کل بازار در همه صنایع غیر از صنعت سرمایه‌گذاری‌ها است. همچنین یافته‌ها بیان‌کننده افزایش پراکندگی بازده سهام از بازده بازار در شرایط صعود بازار نسبت به زمان افول است که اشاره به افزایش رفتار مشابه سهام در زمان افول بازار دارد. سعیدی و فرهانیان، (۱۳۹۰) در تحقیقی نشان دادند که توده‌واری به معنای تبعیت کردن از یکی از شاخص‌ها، نظیر بازده بازار یا بازده یک صنعت خاص تعبیر شده و سرمایه‌گذاران با توجه به آن و بدون توجه به ریسک و بازده شرکت، اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. این پژوهش با در نظر گرفتن شاخص بازار، از بتای توده‌وار به عنوان معیار تشخیص توده‌واری استفاده می‌کند. محققان برای محاسبه بتای توده‌وار، از روش پنجره متحرک با اندازه پنجره‌های ۲۴ ماهه (پیشنهادی هوانگ و سالمون در سال ۲۰۰۶) استفاده کرده‌اند. در این پژوهش مقادیر توده‌واری برای هر یک از ماه‌های سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۸۶ محاسبه و مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نتایج به دست آمده، توده‌واری معنادار در طی دوره زمانی تحقیق مشاهده گردید. در ادامه، جهت سنجش تطبیق رفتار متغیر توده‌واری، مانایی و هم‌انباشتنی رفتار بلندمدت آن، در کنار متغیرهای ویژه بازار سهام، همچنین تورم به عنوان متغیر خاص اقتصاد کلان مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون هم‌انباشتنی انگل-گرنجر نشان داد که متغیرهای مورد نظر با معیار تشخیص توده‌واری دارای همگرایی هستند. فهیمی دوآب (۱۳۸۹) در تحقیقی نشان داد که تصمیم خرید سرمایه‌گذاران در هر دو تالار تحت تاثیر عوامل فرهنگی خاص می‌باشد و این عوامل در مشهد از تاثیر بیشتری برخوردار است. نتایج مطالعات رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۷) حاکی از آن است که اولاً این رویکرد تحلیل سهام اطلاعات قابل‌انکاتری فراهم می‌نماید. ثانیاً کارکرد مالی رفتاری، در پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر است. چانگ و لین (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر فرهنگ و مشکلات رفتاری بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار کشورهای جهان پرداختند. نتایج تجربی پژوهش نشان داد رفتار توده‌وار در بازارهای سهام شرق آسیا که مردم آن کشور پیرو مکتب کنفوسیوس هستند، کمتر رخ می‌دهد. افزون بر این، برخی شاخص‌های فرهنگی به طور کامل با رفتار توده‌وار همبستگی دارند. بر اساس تحقیقات لیو و همکاران (۲۰۱۱)، پدیده‌ی رفتار توده‌واری (هوانگ و وو) معامله همزمان سهام‌های مشابه در یک جهت) حتی در رفتار سرمایه‌گذاران نهادی هم نمایان است. در مورد رفتار توده‌وار مدیر سرمایه‌گذار نهادی، سه تئوری پایه‌ای مطرح می‌شود: اول، بر اساس نگاه داشتن یا ساختن شهرت، زمانی که بازارها به خوبی اطلاع‌رسانی نشده باشند و مدیران ممکن است اطلاعات اختصاصی خود را نادیده بگیرند و در رفتار توده‌وار پنهان شوند. دوم، مدیران ممکن است اطلاعات اختصاصی را از عملکرد گذشته نمایندگان (تاثیر همتا- گروه) استنباط کنند و به طور مطلوب تصمیم می‌گیرند که همانند آن عمل کنند، سوم، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است اطلاعات اختصاصی وابسته به هم و یکسانی را از تجزیه و تحلیل شاخص‌های مشابه یا از اوراق بهادار دلخواه با مشخصات معین به دست آورند. از سایر فاکتورهایی که در ایجاد رفتار توده‌وار اثر دارد می‌توان احساس سرمایه‌گذار را نام برد. جون یا و همکارانش (۲۰۱۰) بیان نمودند که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی و جهانی‌سازی و مشکلات مرتبط با چگونگی برخورد سرمایه‌گذاران نهادی با اطلاعات سرمایه‌فکری در محیط‌های متفاوت مالی و بازارهای متفاوت مالی توسعه یافته و در حال توسعه مطرح می‌شود و اینکه چگونه از

اطلاعات سرمایه‌فکری در تصمیمات سرمایه‌گذاری در ارزش ویژه شرکتهای خارجی استفاده می‌شود، باید مورد بررسی قرار گیرد. پاکت و یان (۲۰۰۸) معاملات هفتگی ۷۷۶ شرکت سرمایه‌گذاری را از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۴ مد نظر قرار داده‌اند. آنها با استفاده روش‌های آماری سطح معنی‌داری از رفتار توده‌وار را در بین این شرکت‌ها مشاهده نموده‌اند. آنها همچنین میزان اثرگذاری این رفتار بر قیمت‌ها را نیز معنی‌دار یافته‌اند، مخصوصاً در این مطالعه به تأثیر رفتار توده‌وار در جهت خرید و فروش بر بازده سهم‌های مورد معامله پرداخته شده و نتیجه‌گیری شده است که رفتار توده‌وار در جهت خرید بیشتر علت اطلاعاتی داشته و بر عکس رفتار توده‌وار در جهت فروش علت رفتاری (ملاحظه اعتباری مدیران، علائق شرکت‌ها و...) دارد. گیلسیپی و همکاران (۲۰۰۸) ارتباط بین فرهنگ سازمانی و رضایت مشتری در صنعت ساختمان‌سازی و فروشندگان اتومبیل را سنجیده‌اند. آنها برای شناخت فرهنگ سازمانی از مدل دنیسون استفاده کرده‌اند. نتایج تحقیق نشان داد بیشترین امتیاز در صنعت ساختمان‌سازی در بعد درگیر شدن در کار و بعد رسالت حاصل شده است و کمترین امتیاز در بعد انطباق‌پذیری به دست آمده است. بیلماز و ارگان (۲۰۰۸) تأثیر ابعاد مدل فرهنگ سازمانی دنیسون را بر عملکرد سازمان‌ها مورد مطالعه قرار دادند. در این تحقیق مشخص شد که برای بعد انطباق‌پذیری بیشترین امتیاز و بعد سازگاری کمترین امتیاز به دست آمده است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب و ادبیات ذکرشده، همان‌طور که بیان شد، این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر ابعاد مختلف فرهنگ شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هست. بر این اساس، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اصلی اول:** ابعاد مختلف فرهنگ از مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بعد مصنوعات در مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بعد عقاید و ارزش‌ها در مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** بعد مفروضات اساسی در مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه فرعی چهارم:** بین تأثیرگذاری ابعاد مختلف فرهنگ در مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اختلاف معناداری دارد.

## ۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است، از نظر چگونگی گردآوری داده‌ها از دسته پژوهش‌های توصیفی (غیرآزمایشی) و از شاخه مطالعات میدانی به شمار می‌رود. روش اجرای پژوهش نیز به صورت پیمایشی است. جامعه آماری این تحقیق حدود ۴۰۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران یک شرکت کارگزاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد\* که با استفاده از جدول مورگان تعداد نمونه ۳۵۱ نفر انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز از طریق پرسشنامه و بر اساس طیف لیکرت گردآوری شد. روایی ابزار از طریق محتوا مورد تایید قرار گرفت و پایایی آن به وسیله آلفای کرونباخ محاسبه و در جدول (۱) نشان داده شد. بر اساس نتایج حاصله، تمامی مقادیر از ۰/۷ بالاتر بوده که نشان از مناسب بودن ابزار می‌باشد.

جدول ۱- مقادیر آلفای کرونباخ

مقدار آلفای کرونباخ	متغیر	ردیف
۰/۷۱۱	عقاید و ارزش‌ها	۱
۰/۷۲۱	مصنوعی	۲
۰/۸۰۱	مفروضات اساسی	۳
۰/۸۲۱	کل پرسشنامه فرهنگ شاین	
۰/۸۴۵	رفتار توده‌وار	۴
۰/۸۷۴	کل پرسشنامه	

برای تجزیه و تحلیل داده‌های حاصل از مدل‌سازی معادلات ساختاری (نرم‌افزار لیزرل) و نرم‌افزار Spss<sup>19</sup> استفاده شد.

## ۵- بررسی مدل‌های اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

قبل از وارد شدن به مرحله آزمون فرضیه‌ها و مدل‌های مفهومی پژوهش، باید از صحت مدل‌های اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش اطمینان حاصل شود. از این رو در ادامه، به بحث مدل‌های اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود. این کار با بهره‌مندی از روش تحلیل عاملی تأییدی انجام شده است. نتایج تحلیل عاملی تأییدی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد تمام مدل‌های اندازه‌گیری و همه اعداد و پارامترهای مدل مناسب و معنادارند. با توجه به اینکه تمام بارهای عاملی در تمام ابعاد بزرگ تر از ۰/۵ میانگین واریانس‌های استخراجی است و میانگین واریانس‌های استخراجی بیشتر از ۰/۵ به دست آمده است، بین سازه‌ها روایی همگرا وجود دارد. نتایج تحلیل عاملی تأییدی مرتبه‌ی اول (تحلیل عاملی پرسش‌نامه) نشان می‌دهد، تمام سوال‌ها از روایی مناسبی برای سنجش متغیرهای پژوهش برخوردارند. معیار تأیید یا رد سوال برای سنجش هر متغیر، اعداد معناداری بزرگ‌تر از ۱/۹۶ یا کوچکتر از ۱/۹۶- باشد، نشان می‌دهد آن سوال برای سنجش بعد مد نظر مناسب است و چنانچه عدد معناداری در بازه‌ی اشاره شده باشد، آن سوال برای سنجش مناسب نیست.



### ۵-۱- بررسی شاخص‌های برازش مدل

برای بررسی برازش متغیرها و مولفه‌های آن با داده‌های جمع‌آوری شده، از نرم‌افزار لیزرل ۸/۵ استفاده می‌شود. شاخص‌های برازش در جدول (۲) نشان داده شده است: شاخص کی‌دو اختلاف میان مدل و داده‌ها را نشان می‌دهد. لذا هر چه مقدار آن کمتر باشد حاکی از اختلاف کم‌تر بین ماتریس و اریانس-کواریانس نمونه و ماتریس واریانس-کواریانس حاصل از مدل است. به جهت این‌که این شاخص تحت تاثیر تعداد نمونه قرار می‌گیرد؛ لذا از تقسیم این شاخص بر درجه‌ی آزادی استفاده می‌شود. شاخص میانگین مجذور خطاهای مدل (RMSA) از شاخص‌های مهم در برازش مدل است. این شاخص بر اساس خطاهای مدل ساخته می‌شود و هر چه کمتر باشد، بهتر است. شاخص نیکویی برازش (GFI) نشان‌دهنده‌ی اندازه‌ی از مقدار نسبی واریانس‌ها و کواریانس‌ها است که توسط مدل تعیین می‌شود و هر چه بیشتر باشد بهتر است. شاخص (AGFI) همان نیکویی برازش است که با در نظر گرفتن درجه‌ی آزادی تعدیل شده است. شاخص نرم شده‌ی برازندگی (NFI) یکی دیگر از شاخص‌های برازش مدل است که مقادیر بالای آن بهتر است.

جدول ۲- اطلاعات مربوط برازش کلی مدل تحقیق

نام پارامتر	مقدار	حد مجاز
نسبت کای اسکوئر به درجه آزادی	۲/۱۳۸	کوچکتر از ۳
شاخص برازش غیرنرم (NNFI)	۰/۹۷	بزرگتر از ۰/۹
شاخص برازش تطبیقی (CFI)	۰/۹۸	بزرگتر از ۰/۹
شاخص برازش افزایشی (IFI)	۰/۹۷	بزرگتر از ۰/۹
شاخص برازندگی (GFI)	۰/۹۵	بزرگتر از ۰/۹
شاخص برازندگی تعدیل یافته (AGFI)	۰/۹۱	بزرگتر از ۰/۹

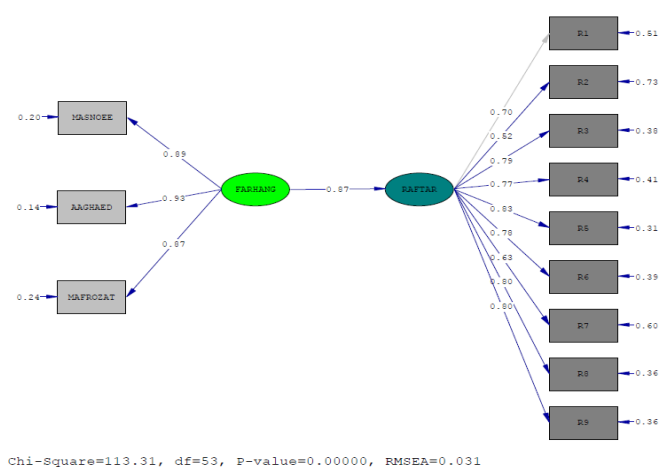
ماخذ: نتایج پژوهش

مقایسه میان مقدار شاخص‌ها با حد مجاز در نظر گرفته شده برای آن‌ها، نشان‌دهنده‌ی برازش برازش مدل در نظر گرفته شده برای متغیرها با داده‌های جمع‌آوری شده دارد. اکنون با مدل مفهومی پژوهش و با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری، به‌طور اخص تکنیک تحلیل مسیر، به بررسی فرضیات پرداخته می‌شود. تحلیل مسیر تکنیکی است که روابط بین متغیرهای تحقیق را به‌طور هم‌زمان نشان می‌دهد. بدین‌منظور از نرم‌افزار لیزرل نسخه ۸/۵۰ استفاده شده است. دو خروجی مهم نرم‌افزار، مدل در حالت تخمین استاندارد و مدل در حالت ضرایب معناداری است. در حالت تخمین استاندارد میزان تبیین استاندارد میزان تبیین واریانس هر متغیر توسط متغیرهای وابسته به آن مشخص می‌شود و در خروجی ضرایب معناداری، معنادار بودن روابط متغیرها مشخص می‌گردد. اگر ضرایب معناداری (مقدار آماره‌ی t) بیش از ۱/۹۶ یا کم‌تر از ۱/۹۶- باشد، مقدار واریانس تبیین شده معنادار می‌باشد.

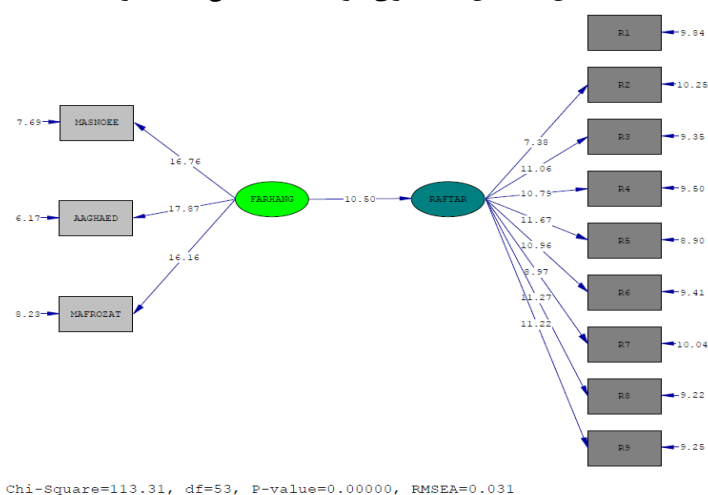
جدول ۲ خلاصه‌ای از نتایج را نشان می‌دهد. نتایج ارائه شده در جدول ۳ نشان دهنده‌ی اثر مثبت و معنادار عوامل فرهنگی شاین بر رفتار توده‌وار است. لذا این نتایج از فرضیه‌ی اصلی تحقیق حمایت می‌نماید.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی تحقیق

فرضیه	میزان تاثیر	معناداری	تایید با رد
فرهنگی شاین ----- رفتار توده‌وار	۰/۸۷	۱۰/۵۰	تایید



شکل ۱- مدل ساختاری در حالت تخمین استاندارد



شکل ۲- مدل ساختاری در حالت ضریب معناداری

## ۲-۵- آزمون فرضیه‌های فرعی

برای آزمون فرضیه‌های فرعی از آزمون همبستگی پیرسون استفاده گردید. بعد مصنوعات بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که روابط مثبت (مستقیم) معناداری بین مصنوعات و رفتار توده‌ای کارگزاران وجود دارد. به عبارتی هر چقدر مصنوعات از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. پس با اطمینان ۹۹ درصد می‌توان گفت که مصنوعات بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران موثر است.

جدول ۴- ارتباط بین مصنوعات و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران

رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران		
۰/۵۵**	ضریب پیرسون	مصنوعات
۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۳۵۱	تعداد	

بعد عقاید و ارزش‌ها بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که روابط مثبت (مستقیم) معناداری بین عقاید و ارزش‌ها و رفتار توده‌ای کارگزاران وجود دارد. به عبارتی هر چقدر عقاید و ارزش‌ها از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. پس با اطمینان ۹۹ درصد می‌توان گفت که عقاید و ارزش‌ها بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران موثر است.

جدول ۵- ارتباط بین مصنوعات و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران

رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران		
۰/۶۱**	ضریب پیرسون	عقاید و ارزش‌ها
۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۳۵۱	تعداد	

بعد مفروضات اساسی بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که روابط مثبت (مستقیم) معناداری بین مفروضات اساسی و رفتار توده‌ای کارگزاران وجود دارد. به عبارتی هر چقدر مفروضات اساسی از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. پس با اطمینان ۹۹ درصد می‌توان گفت که مفروضات اساسی بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران موثر است.

جدول ۶- ارتباط بین مفروضات اساسی و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران

رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران		
۰/۴۵**	ضریب پیرسون	مفروضات اساسی
۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۳۵۱	تعداد	

برای آزمون فرضیه‌ی فرعی شماره ۴ از روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. در این مدل رگرسیونی، متغیر وابسته رفتار توده‌وار بوده است و متغیرهای مستقل هر یک از ابعاد فرهنگی شاین هستند. نتایج این آزمون در جداول بالا نشان داده شده است.

جدول ۷- ضریب بتای متغیر پیش‌بین موثر بر رفتار توده‌وار

سطح معناداری	آزمون t	ضرایب غیراستاندارد		ابعاد فرهنگ شاین
		ضرایب استاندارد	ضرایب بتا	
۰/۰۰	۶/۴۷۶	۰/۳۳۱	۰/۳۳۷	عقاید و ارزش‌ها
۰/۰۰۱	۳/۳۲۴	۰/۲۱۱	۰/۲۱۰	مصنوعات
۰/۰۰۰	۶/۳۸۰	۰/۲۹۷	۰/۳۰۲	مفروضات اساسی

همچنان که در جدول ۷ نشان می‌دهد تمامی ابعاد سه گانه فرهنگی شاین به لحاظ آماری معنادار شناخته شدند. بنا به میزان بتای استاندارد در مدل رگرسیونی، می‌توان شدت تاثیر هر یک از ابعاد را شناسایی نمود. می‌توان گفت که «عقاید و ارزش‌ها» با ضریب تاثیر ۰/۳۳۱ دارای بیشترین تاثیر بر رفتار توده‌ای بوده است. پس از آن، بعد «مفروضات اساسی» با بتای ۰/۲۹۷، «مصنوعات» با بتای ۰/۲۱۱ قرار دارد. همچنان که دیده می‌شود برای همه این ابعاد، سطح معناداری کمتر از ۲/۵ درصد می‌باشد و این نشان می‌دهد که تاثیر این ابعاد بر روی رفتار توده‌ای معنادار است. بر این اساس فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی تفاوت معناداری بین متغیرها مورد تایید قرار می‌گیرد.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

رفتار توده‌وار یا شبیه جمع رفتار کردن، یکی از تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است. در این تحقیق وجود رفتار توده‌وار بین سرمایه‌گذاران با توجه به فرهنگ شاین در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. توده‌واری به معنای تبعیت کردن از یکی از شاخص‌ها، نظیر بازده بازار یا بازده یک صنعت خاص تعبیر شده و سرمایه‌گذاران با توجه به آن و بدون توجه به ریسک و بازده شرکت، اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. توده‌واری در رفتار تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه می‌تواند از سویی به متغیرهای

اصلی بازار و از سوی دیگر به متغیرهای اقتصاد کلان از جمله تورم، یا حتی رخدادهای طبیعی و سیاسی بستگی داشته باشد. این پژوهش توصیفی و از نوع کاربردی بوده که با روش ترکیبی (کیفی و کمی) انجام شده‌است. جامعه‌ی این پژوهش را ۴۰۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران شرکت کارگزاری در حوزه‌ی بورس اوراق بهادار تشکیل داده است، جمع آوری داده‌ها در نمونه‌ای هدفمند به تعداد ۳۵۱ نفر و با استفاده از دو پرسشنامه در ارتباط با رفتار توده‌وار و فرهنگ شاین اجرا گردیده است. تحلیل داده‌ها نشان دهنده‌ی اثر مثبت و معنادار عوامل فرهنگی شاین بر رفتار توده‌ای است. لذا این نتایج نشان از این دارد که ابعاد فرهنگ از مدل شاین بر رفتار توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. نتایج بدست آمده با یافته‌های فرخند زاده و همکاران (۱۳۹۴)، فهیمی دوآب (۱۳۸۹)، پاکت و یان (۲۰۰۸)، گیلسپی و همکاران (۲۰۰۸) و فونگ و دیگران (۲۰۰۴) سازگاری دارد. سرمایه‌فکری نقش بسیار با اهمیتی در ایجاد ارزش در کشورهای توسعه یافته ایفا می‌نماید و نقش سرمایه‌فکری در کشورهای توسعه یافته متفاوت از کشورهای در حال توسعه می‌باشد، همیشه افراد مایلند "برندگان بازار" را بویژه زمانیکه عملکرد خوب آنها تکرار می‌شود، به دقت زیر نظر گیرند، در تحقیقاتی که توسط فرخند زاده و همکاران انجام گرفت به بررسی نقش فرهنگ در رفتارهای موجود در جامعه می‌پردازد همچنین تحقیقات فهیمی دوآب، رهنمای رودپشتی و سینایی به بررسی نقش فرهنگ و تأثیری که آن بر روی رفتار خریداران و مصرف‌کنندگان دارد می‌پردازد که نتایج این تحقیق حاکی از ارتباط بین موارد می‌باشد. چانگ و لین (۲۰۱۵) شناسایی فرهنگ سازمانی، مدل و روش‌ها را مورد بررسی قرار دادند که نتایج نشان از تأثیر و همبستگی فرهنگی بر رفتار توده‌واری می‌باشد، بیلماز و ارگکان (۲۰۰۸)، مویلی و همکاران (۲۰۰۵) نیز به بررسی نقش فرهنگ با استفاده‌ی از مدل دنیلسون پرداختند. در مطالعات قبلی در این زمینه می‌توان به بررسی فرهنگ هافستد، دنیلسون نیز که بر روی رفتار توده‌وار پرداخته‌اند اشاره کرد که نتایج این تحقیقات نشان از تأثیر هر یک از عوامل این مدل‌ها بر رفتار توده‌وار را دارا می‌باشند. همچنین نتایج حاصل از قیاس تحقیق حاضر با نتایج مرور ادبیات نشان از همخوانی داشتن نتایج در قسمت‌های مربوط به رفتار توده‌واری با مطالعات گذشته از جمله فروملت، پترسون، دنوو، باربریس و تافلر دارد.

بعد مصنوعات بر رفتار توده‌ای کارگزاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. به عبارتی هر چقدر مصنوعات از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. بعد عقاید و ارزش‌ها بر رفتار توده‌ای کارگزاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. به عبارتی هر چقدر عقاید و ارزش‌ها از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. بعد مفروضات اساسی بر رفتار توده‌ای کارگزاران تأثیری مثبت و معناداری دارد. به عبارتی هر چقدر مفروضات اساسی از وضعیت بهتری برخوردار باشند، رفتار توده‌ای کارگزاران افزایش می‌یابد. رفتار توده‌وار یکی از روش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است و به عنوان یک عنصر مهم در بازارهای مالی به شمار می‌رود. این عامل گاهی باعث به وجود آمدن تلاطم در شرایطی که اطلاعات در آن پخش می‌شود، می‌گردد. یک مشکل اساسی در این زمینه تمایز قائل شدن بین توده‌واری ساختگی و آگاهانه است، زیرا توده‌واری آگاهانه ممکن است ناکارا باشد و در نهایت منتهی به نوسان در بازار شود.

انسان موجودی فرهنگی است؛ که نه تنها سازنده و آفریننده‌ی فرهنگ است، بلکه رفتارهای او نیز متأثر از آن می‌باشد. هدف پژوهش حاضر طراحی و اعتباریابی فرهنگ شاین بر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بوده‌است که در قالب دو پرسشنامه مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است، همان‌گونه که گفته شد: عوامل روانی، تأثیرهای قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسانها دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی در پاره ای از اوقات این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، در حالی که درک درست فرایندهای رفتاری و پیامدهای آن برای سرمایه‌گذاران و برنامه ریزان مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است و می‌تواند به آنها در جهت تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند.

### فهرست منابع

- \* عبدالمجید دهقان: کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (مالی) و عضو انجمن متخصصین ایران و باشگاه پژوهشگران جوان
- \* راضیه احمدی و حسنعلی سینایی، ۱۳۹۳، بررسی رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در پنج صنعت در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی مدیریت در قرن ۲۱، تهران، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا،
- \* فرخنده زاده، علیرضا؛ مریم جاوید؛ محسن مسعودی و کورش محمدآبادی، ۱۳۹۴، بررسی نقش فرهنگ در مدیریت سازمان با رویکرد تفسیری ادگارد شاین، دومین کنفرانس ملی توسعه پایدار در علوم تربیتی و روانشناسی، مطالعات اجتماعی و فرهنگی، بصورت الکترونیکی، مرکز راهکارهای دستیابی به توسعه پایدار،
- \* سعیدی، علی، فرهانیان، سید محمدجواد، زمستان ۱۳۹۰، رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه ی بورس اوراق بهادار شماره ۱۶،
- \* شاهینی، صفورا، ۱۳۹۱، پایان نامه ی کارشناسی ارشد، دانشکده ی علوم اقتصادی
- \* Baker, H.K. and Haslem, A. (۱۹۷۴). Toward the Development of Client-Specified Valuation Models, *Journal of Finance*, ۲۹, ۶۳-۱۲۵۵
- \* Barberis, Nicholas & Richard H. Thaler (2003) "A survey of Behavior Finance" The NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Handbook of the Economics of Finance, 9222, 1050-1065.
- \* Barnewell, M. M. (۱۹۸۷). Psychographic Characteristics of the Individual Investor, Homewood, III. Dow Jones-Irwin.
- \* Cohn, R.A. and Lewellen, W. G. (May, ۱۹۷۵). Individual Investor Risk Aversion and Investment Portfolio Composition, *Journal of Finance*.
- \* Devenow, Andrea & Ivo Welch (1996) " Rational Herding in Financial Economics" *European Economic Review*, 40, April, 603-615.
- \* Epstein, M.J. (۱۹۹۴). Social disclosure and the individual investor, *Accounting, Auditing&Accountability Journal*, ۹, ۴-۱۰۹.
- \* Fong, Kingsley, David R. Gallagher, Peter Gardner & Peter L. Swan (2004) " A Closer Examination of Investment Manager Herding Behavior "The University of New South Wales, 1-46.

- \* Fromlet, Hubert (2001) "Behavioral Finance – Theory and Practical Application" *Business Economics*, 36,24-54.
- \* Hasan al tamimi. (۲۰۰۳). Investors' perceptions of earning quality, auditor independence, *Accounting Horizons*, ۴۸-۳۷, ۱۷.
- \* LeBaron, D. and Farrelly, G. and Gula, S. (December, ۱۹۹۲). Facilitating a Dialogue on Risk: A Questionnaire Approach, *Financial Analysts Journal*.
- \* Lewellen, W. G. and Lease, R. C. and Schlarbaum, G. C. (۱۹۷۷). Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors, *Journal of Business*, ۵۰.
- \* Liao, Tsai-ling, Chih-Jen Huang & Chieh-Yuan Wu (2011) "Do fund managers herd to counter investor sentiment?" *Journal of Business Research*, 2, February, 207-212.
- \* Merilkas, A. and Prasad, d. (۲۰۰۳). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange, paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado, October ۲۰۰۳-۹-۸.
- \* Neumann, John von and Morgenstern, Oskar. (۱۹۴۷). *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press.
- \* Puckett, Andy & Xuemin (Sterling) Yan (2008) "Short-term Institutional Herding and Its Impact on Stock Prices" *March*, 1-47.
- \* Riley, W. B. and Chow, K. V. (November, ۱۹۹۲). Asset Allocation and Individual Risk Aversion, *Financial Analysts Journal*.
- \* Shleifer, A. (۱۹۹۹). *Inefficient Markets: An Introduction to behavioral finance*. Oxford University Press.
- \* Taffler, R.J. (۲۰۰۲). What can we learn from behavioral finance?, *Credit Control*, ۲۳, ۲.

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> LaCasse

<sup>2</sup> Hwang, S. and M. Salmon

<sup>3</sup> Cohn

<sup>4</sup> Barnewell

<sup>5</sup> Epstein

<sup>6</sup> Schein

\* به دلیل محدودیت‌های موجود، ذکر نام شرکت کارگزاری امکان پذیر نمی‌باشد.