

Design and Elucidation of a Paradigmatic Model for the Emergence of Herd Behavior: Actions and Consequences in the Tehran Stock Exchange

Nabi Omid¹ [0000-0001-6841-8743](https://orcid.org/0000-0001-6841-8743) 

Associate Professor, Department of Management, Faculty of Management, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran.

Hadi Meftahi [0000-0003-3354-0874](https://orcid.org/0000-0003-3354-0874) 

Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Management, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran.

Zahra Kamalifar [0009-0000-8682-6900](https://orcid.org/0009-0000-8682-6900) 

Department of Management, Faculty of Management, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran

leili Sepidnameh [0009-0000-4381-0896](https://orcid.org/0009-0000-4381-0896) 

Department of Management, Faculty of Management, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran

Abstract

The present study aims to design and elucidate a paradigmatic model to understand the process of herd behavior formation in the Tehran Stock Exchange and to analyze the associated actions and consequences. This research adopts a qualitative approach, utilizing the grounded theory methodology. Data was collected from two primary sources: (1) conducting in-depth semi-structured interviews with 51 experts, including university professors, capital market managers, and professional analysts; and (2) systematic review and analysis of previous studies and reputable scientific sources. The findings indicate that herd behavior in Tehran's stock market forms under three categories of key conditions: (1) Causal conditions, encompassing factors related to market structure as well as economic, cultural, and political variables; (2) Contextual conditions, such as the financial literacy level of investors and their psychological and behavioral characteristics; and (3) Intervening conditions, including the behavior of institutional entities, the roles of macro-market actors, and intra-organizational features of companies. In response to these conditions, two types of actions are observed among investors: positive actions, such as timely and rational exit from the market, and adverse actions, such as emotional entry and participation in the creation or intensification of price bubbles. These actions, in turn, lead to specific outcomes: positive outcomes such as profit realization, capital preservation, and benefiting from tax incentives, and adverse outcomes such as financial losses, withdrawal from the capital market, reduced investment levels, and capital transfer to parallel markets. Ultimately, the model presented in this study provides a comprehensive and systematic

¹ Corresponding Author. nabiomidi@pnu.ac.ir

depiction of the emergence, manifestation, and consequences of herd behavior in Iran's capital market. It can serve as a theoretical and practical foundation for designing preventive, corrective, and strategic policies in capital market management. Additionally, the role of emerging technologies was highlighted, including the decreasing influence of traditional media, growing trust in AI, and the integration of shopping systems with messaging platforms. The findings reveal that interactions on social networks, user reviews, and reference group influence firmly shape Generation Z's purchasing behavior. Fast communication, short-form videos, and social values like brand responsibility are key in their decision-making processes. Furthermore, the increasing reliance on advanced technologies like artificial intelligence and augmented reality has transformed their overall shopping experience. These findings provide valuable insights for brands and businesses to develop marketing strategies that align with Generation Z's cultural and social preferences.

Keywords: Herd behavior, Actions, Consequences, Stocks, Tehran Stock Exchange.

طراحی و تبیین مدل پارادایمی ایجاد رفتار توده‌وار؛ کنش‌ها و پیامدها در بورس اوراق

بهادار تهران

نبی امیدی^۲

دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

هادی مفتاحی

استادیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

زهرا کمالی‌فر

دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

لیلی سپیدنامه

دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

تاریخ ارسال: ۱۴۰۴/۲/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۵/۷

چکیده

هدف پژوهش حاضر، طراحی و تبیین یک مدل پارادایمی برای درک فرآیند شکل‌گیری رفتار توده‌وار در بازار بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل کنش‌ها و پیامدهای ناشی از آن است. این تحقیق با رویکرد کیفی و با بهره‌گیری از روش نظریه داده‌بنیاد انجام شده است. گردآوری داده‌ها از دو منبع اصلی صورت گرفته است: ۱. انجام مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته با ۵۱ نفر از خبرگان، شامل اساتید دانشگاه، مدیران بازار سرمایه و تحلیل‌گران حرفه‌ای ۲. بررسی و تحلیل نظام‌مند مطالعات پیشین و منابع علمی معتبر. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده‌وار در بورس تهران در بستر سه دسته از شرایط کلیدی شکل می‌گیرد: ۱. شرایط علی، شامل عوامل مرتبط با ساختار بازار، متغیرهای اقتصادی، فرهنگی و سیاسی ۲. شرایط زمینه‌ای، همچون سطح دانش مالی سرمایه‌گذاران و ویژگی‌های روان‌شناختی و رفتاری آن‌ها ۳. شرایط مداخله‌گر، نظیر رفتار نهادهای حقوقی، نقش آفرینی بازیگران کلان بازار و ویژگی‌های درون‌سازمانی شرکت‌ها. در مواجهه با این شرایط، دو گونه کنش از سوی سرمایه‌گذاران مشاهده می‌شود: کنش‌های مثبت، مانند خروج به موقع و منطقی از بازار و کنش‌های منفی، نظیر ورود هیجانی و مشارکت در ایجاد یا تشدید حباب‌های قیمتی. این کنش‌ها نیز به نوبه خود منجر به پیامدهایی می‌شوند، از جمله پیامدهای مثبت همچون دستیابی به سود، حفظ سرمایه و بهره‌مندی از مشوق‌های مالیاتی و پیامدهای منفی نظیر زیان اقتصادی، ترک بازار سرمایه، کاهش سطح سرمایه‌گذاری و انتقال سرمایه به بازارهای موازی. در نهایت، مدل ارائه شده در این پژوهش، تصویری جامع و نظام‌مند از فرآیند شکل‌گیری، بروز و نتایج رفتار توده‌وار در بازار سرمایه ایران به دست می‌دهد و می‌تواند

² نویسنده مسئول. nabiomidi@pnu.ac.ir

168.... پژوهش‌های جامعه‌شناختی، سال نوزدهم، شماره دوم، تابستان ۱۴۰۴

به‌عنوان مبنایی نظری و کاربردی برای طراحی سیاست‌های پیشگیرانه، اصلاح‌گرایانه و راهبردی در حوزه مدیریت بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد.

کلمات کلیدی: رفتار توده‌وار، کنش‌ها، پیامدها، سهام، بورس تهران.

مقدمه

بورس اوراق بهادار تهران از نظر اطلاعاتی کارآمد نیست و در این بازار، سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور غیرعقلایی برخلاف ارزش‌های بنیادی بازار به معامله می‌پردازند (حیدری و فرزائگان، ۱۴۰۰). وقوع رفتار توده‌وار (گله‌ای) در بسیاری از کشورها، حتی دارندگان بازارهای مالی و بورسی پیشرفته نیز وجود دارد، هرچند که بررسی رفتار توده‌ای در بازارهای سرمایه کشورهای مختلف، نتایج متفاوتی را نشان داده است. بخش عمده رفتار توده‌ای در بازارهای سهام، از تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران حقیقی نشئت می‌گیرد نه از معاملات سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) که تخصص و تجربه لازم در این حوزه را دارند. با این حال، در بازار اوراق قرضه شرکتی، سطح بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذار نهادی، به‌خصوص در اوراق قرضه با درجه اعتباری نسبتاً پایین، در مقایسه با بازار سهام، بیشتر است و شدت این رفتار در فروش بسیار زیادتر از خرید است. سرمایه‌گذاران نهادی، به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، به‌طور عمده، در معاملات اوراق قرضه شرکتی با درجه اعتباری نسبتاً پایین، اندازه کوچک و میزان نقدشوندگی پایین، رفتار توده‌ای شدیدی بروز می‌دهند (کای^۳ و همکاران، ۲۰۱۷). براساس نظریه زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران^۴ تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران به‌گونه‌ای است که گریز آن‌ها از زیان نسبت به کسب بازده، بیشتر است. نتایج برخی مطالعات در مورد بورس اوراق بهادار تهران (حیدری و فرزائگان، ۱۴۰۰؛ وارث و همکاران، ۱۳۹۹؛ میرهاشمی نسب و همکاران، ۱۳۹۸؛ کباری و همکاران، ۱۳۹۵) نشان داده‌است، در این بورس رفتار گله‌ای وجود دارد. به بیان دیگر، تمام روزها و اکثر لحظات روز، رفتار توده‌واری در بورس اوراق بهادار تهران اتفاق افتاده است. بنابراین برای جلوگیری از دوباره‌کاری، مسئله پژوهش حاضر اثبات وجود یا عدم وجود رفتار گله‌ای در بازار بورس اوراق بهادار تهران نیست بلکه شناسایی عوامل زمینه‌ای ایجاد این نوع رفتار معامله‌گری در بین سرمایه‌گذاران و سهامداران به‌صورت جامع است. در مطالعات، تحقیقات و پژوهش‌های قبلی به بررسی نحوه شکل‌گیری، تأثیر رفتار گله‌ای بر یک متغیر خاص تأکید شده‌است همچنین

^۳ Cai^۴ Loss Aversion

تعدادی از مطالعات پیشین، عوامل کلی (مقوله‌ها) را بررسی کرده‌اند. از این‌رو، فقدان مدلی که در برگیرنده جامع عوامل زمینه‌ای ایجاد رفتار گله‌ای در بین سهامداران در بازار بورس با دسته‌بندی مشخص و ذکر شاخص‌ها (گدها) باشد، محقق را بر آن می‌دارد، با جمع‌بندی، ترکیب و دسته‌بندی مقوله‌ها و مفاهیم نسبت به ارائه مدلی در این زمینه اقدام کند. از نظر ارائه دیدی جامع و منسجم در مورد عوامل زمینه‌ای ایجاد رفتار گله‌ای در بین سهامداران مطالعه خاصی صورت نگرفته است و این پژوهش از این لحاظ و همچنین استفاده از ترکیبی تخصصی و کاملاً مرتبط با موضوع در جامعه و نمونه پژوهشی، دارای نوآوری می‌باشد.

ادبیات و پیشینه تحقیق

رفتار گله‌ای، با نادیده گرفتن اطلاعات خصوصی و پیروی از رفتار دیگران صورت می‌گیرد (سپیریانی و گوارینو^۵، ۲۰۱۲). یکی از سوگیری‌های مهم رفتاری در بازارهای مالی، که توجهات زیادی را به خود جلب نموده، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران است. وجود توده در رفتار، اصطلاحی برای تبیین این موضوع است که چگونه افراد در یک گروه می‌توانند بدون برنامه قبلی با یکدیگر همسو عمل کنند (ساداتی و آقابابایی، ۱۳۹۷). به اعتقاد لی^۶ و همکاران (۲۰۲۳) از زمانی که کینز (۱۹۳۷) در توضیح نوسانات غیرعادی در فعالیت اقتصادی به ارواح حیوانی^۷ اشاره کرد، نقش رفتار غیرمنطقی در عملکرد بازارهای سرمایه به‌طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفت. این رفتار در الگوهای معاملات وابستگی سریالی ایجاد کرده و موجب ناکارایی اطلاعاتی در بازار سرمایه می‌شود (لوچتنبرگ و سیلر^۸، ۲۰۱۳). رفتار گله‌ای غالباً در بازارهای دوره‌های آشفتگی مالی و نوسان‌پذیری پایین مشاهده می‌شود (هولمز^۹ و همکاران، ۲۰۱۳) و بیشتر در بازارهای اوراق بهادارِ نوظهور و کوچک، شایع‌تر است. کشف رفتار گله‌ای شواهدی

^۵ Cipriani and Guarino

^۶ Li

^۷ Animal Spirits

^۸ Luchtenberg and Joseph Seiler

^۹ Holmes

است که فرضیه رفتار عقلایی در بازار را نقض می‌کند (لائو و سینگ^{۱۰}، 2011). در بسیاری از کشورهای جهان از جمله آمریکا، چین، هنگ کنگ، یونان، ترکیه و پاکستان وجود رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه بررسی شده است و نتایج این بررسی‌ها، گویای بروز این پدیده در شرایط خاصی از بازار و در بازه‌های تاریخی معین است (وراث و همکاران، ۱۳۹۹). دمیر و کوتان^{۱۱} (2010) معتقدند معاملات مرتبط با همبستگی زیاد، به تضعیف پایداری مالی منجر می‌شوند و رفتار توده‌ای برای سیاست‌گذاران نگرانی ایجاد می‌کند؛ زیرا رفتارهای نامتعارف سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در وضعیت بحران، نوسان‌های بازده را افزایش داده و بازارهای مالی را تضعیف می‌کند.

شیائو^{۱۲} و همکاران (2023) در مطالعه خود با عنوان مالی‌سازی بازار کالا، گله‌داری و سیگنال‌ها، شواهدی را ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد رفتار گله‌ای، در اعتیاد به اثر اهرمی، علائم مشاهده‌شده را توضیح می‌دهد. این یافته‌ها پیامدهای عمیقی برای تامین کنندگان تجاری و معامله‌گران مالی، و برای تنظیم‌کننده‌هایی که نگران عملکردهای بازار آتی کالا هستند، دارد.

لی و همکاران (2023) در پژوهشی به مطالعه بررسی نقش احساسات رسانه‌های اجتماعی در شناسایی رفتار گله‌ای غیرمنطقی در بازار سهام در کشور چین پرداختند و نشان دادند که رسانه‌های اجتماعی، تأثیر قابل توجهی بر رفتار گله‌داری غیرمنطقی در بازار سهام دارند. حسن^{۱۳} و همکاران (2023) به بررسی رفتار گله‌ای و ریسک سیستمیک در بازارهای سهام جهانی پرداخته‌اند و نشان می‌دهند رفتار گله‌ای به دلیل عوامل بنیادی زمانی افزایش می‌یابد که ریسک سیستمیک بیشتر از زمانی که توسط عوامل

¹⁰ Lao and Singh

¹¹ Demirer and Kutan

¹² Xiao

¹³ Hasan

غیر بنیادی هدایت می‌شود، افزایش می‌یابد. بالیس و دراکوس^{۱۴} (2020) با تأکید بر گسترش شبکه‌های اجتماعی، معتقدند افزایش محبوبیت بستر تجارت اجتماعی که خدمات مالی برخط را با شبکه‌های اجتماعی ترکیب می‌کند، تعامل سرمایه‌گذاران را افزایش داده‌است. تحقیقات فراینده نشان داده‌است که تعاملات اجتماعی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر عملکرد معاملات، ریسک‌پذیری و نوسان قیمت تأثیر بگذارد. کیریازیس^{۱۵} (2020) در پژوهش خود نتیجه می‌گیرد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی، بیانگر آن هستند که وقتی سهام، سطوح مختلفی از حساسیت را نسبت به حرکت بازار نشان می‌دهند، پراکندگی بیشتر ایجاد می‌شود، که در طول دوران آشفته حرکت گله‌ای انتظار می‌رود شدیدتر باشد. با وجود این، آشکار شد که یک مدل قیمت‌گذاری دارایی منطقی، پراکندگی در چنین شرایطی را بهتر توضیح می‌دهد. بلاسکو^{۱۶} و همکاران (2012) در مطالعه خود به وجود یک رابطه بین حرکات گله‌ای و نوسان-پذیری غیرسیستماتیک شرطی رسیدند. حیدری و فرزندگان (۱۴۰۰) تأثیر رفتار گله‌ای بر نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک مازاد بازار را در سطح صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از داده‌های روزانه 105 شرکت در قالب ۲۱ صنعت در سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۸۷ بررسی کرده و نتیجه گرفتند تأثیر رفتار گله‌ای بر نوسان‌پذیری در صنایع، متفاوت بوده است؛ به‌ویژه اینکه رفتار گله‌ای موجب کاهش نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک شرطی در چهارده صنعت علاوه بر کل بازار شده‌است. به‌علاوه، چون معاملات حجیم سرمایه‌گذاران موجب افزایش معاملات آگاهانه می‌شود، تغییرات حجم معاملات تأثیر منفی بر نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک شرطی در شانزده صنعت دارد. عسکرزاده و روحی (۱۴۰۰) رفتار گله‌ای در بازار ارز دیجیتال را بررسی کرده است. به این منظور، ۲۰۰ رمز ارز برتر بر اساس ارزش بازار آن‌ها در بازار ارز دیجیتال را، که بیشترین تأثیر را روی بازار داشته است، در دوره زمانی ۲۰۱۹ الی ۲۰۲۲

¹⁴ Ballis and Drakos.

¹⁵ Kyriazis

¹⁶ Blasco

میلادی انتخاب کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان دهنده این موضوع است که رفتار گله‌ای در بازار صعودی ارز دیجیتال وجود دارد، ضمن آن که شدت رفتار گله‌ای در بازار صعودی نسبت به بازار نزولی بیشتر می‌باشد. وراث و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چیانگ و ژنگ^{۱۷} پرداخته‌اند و با تأیید فرض وجود رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران در بازار بیان می‌کنند، با توجه به ضرایب به‌دست‌آمده از معادلات رگرسیونی و نوع رفتار توده‌ای، به‌لحاظ بروز در زمان‌های صعود یا افول بازار، می‌توان نتیجه گرفت که به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران در بورس تهران رفتار توده‌ای داشته‌اند؛ اما در دوره‌های ریزش بازار تا حدی منطقی‌تر عمل کرده‌اند و شدت رفتار توده‌ای خود را در سرمایه‌گذاری‌ها کاهش داده‌اند. میرهاشمی‌نسب و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به ارایه مدلی برای بررسی تأثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آنان براساس شواهد بیان می‌کنند، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران برای تعیین ارزش سهام علاوه بر روش‌های کمی، از قضاوت‌هایی مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه که از آن با عنوان رفتار جمعی، رمهای و توده‌وار نیز یاد می‌شود، استفاده می‌کنند. کباری و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه خود به بررسی رفتار توده‌واری در بورس اوراق بهادار تهران براساس ریزساختار بازار پرداختند. آنان اطلاعات سهام شرکت مخابرات در سال ۱۳۹۲ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب کرده و نتیجه گرفتند رفتار توده‌واری برای سهام‌اخبر (شرکت مخابرات ایران)، در تمام روزهای معاملاتی وجود داشته‌است. همچنین، این توده‌واری برای معاملات فروش بیشتر از معاملات خرید است. از نتایج دیگر این که، رفتار توده‌واری فروش در زمان آغازین معاملاتی بیشتر از سایر زمان‌ها است.

¹⁷ Chiang and Zheng Model

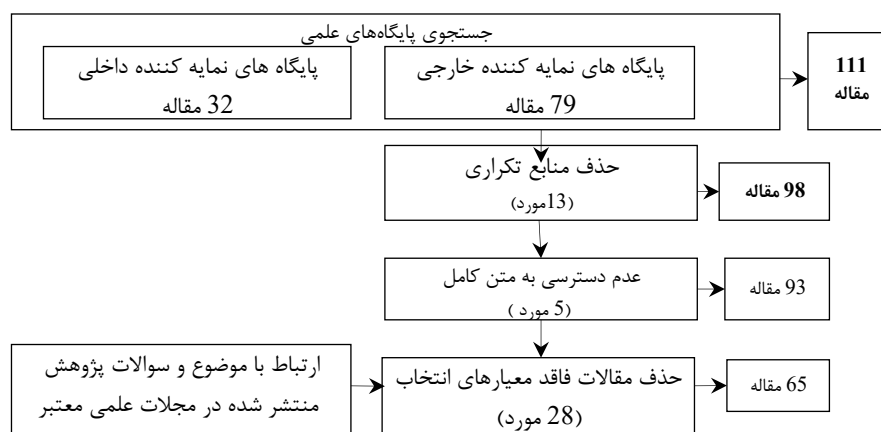
روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از منظر ماهیت، یک مطالعه کیفی با رویکرد اکتشافی است که با بهره‌گیری از نظریه داده‌بنیاد انجام شده است. هدف اصلی، شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر پدیده مورد مطالعه و طراحی یک مدل مفهومی بر اساس داده‌های تجربی و ادبیات موضوع بوده است. از آن‌جا که موضوع تحقیق دارای ماهیتی پیچیده و چندبعدی است و پیشینه نظری منسجمی در ادبیات داخلی و خارجی ندارد، رویکرد کیفی برای دستیابی به درک عمیق از تجارب و دیدگاه‌های خبرگان اتخاذ شده است. در مرحله گردآوری داده‌های کیفی، از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۵۱ نفر از اساتید دانشگاه، مدیران ارشد و کارشناسان حوزه مرتبط استفاده شد. انتخاب مشارکت‌کنندگان به صورت نمونه‌گیری هدفمند^{۱۸} و با رعایت اصل اشباع نظری^{۱۹} صورت گرفت. متن مصاحبه‌ها با استفاده از روش کدگذاری سه مرحله‌ای (باز، محوری و انتخابی) تحلیل گردید و از طریق تحلیل مقایسه‌ای مستمر، مفاهیم و مقولات استخراج شدند. در کنار داده‌های میدانی، برای تکمیل و غنای یافته‌ها، از مطالعات کتابخانه‌ای و بررسی نظام‌مند منابع علمی داخلی و خارجی نیز بهره گرفته شد. این مرحله با هدف شناسایی متغیرهای مکمل و تأیید یافته‌های حاصل از مصاحبه‌ها انجام شد.

در نهایت، بر اساس جمع‌داده‌های حاصل از دو منبع میدانی و کتابخانه‌ای، عوامل اصلی و متغیرهای فرعی شناسایی گردید و مدل پارادایمی نهایی طراحی شد که روابط بین شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، کنش‌ها و پیامدها را تبیین می‌کند.

¹⁸ Purposeful Sampling

¹⁹ Theoretical Saturation



شکل ۱. مراحل مرور سیستماتیک منابع داده در مرحله نمونه‌گیری نظری

جامعه آماری از خبرگان حوزه مالی و بورس اوراق بهادار بود. انتخاب نمونه مورد مصاحبه با استفاده از رویکرد هدفمند از نوع معیار و تا رسیدن به اشباع نظری داده‌ها انجام شد. معیارهای انتخاب نمونه تخصص، تجربه و یا اشراف نظر در حوزه تحقیق می باشد. در مرحله بعد، از مصاحبه‌های عمیق برای گردآوری داده‌های کیفی مرحله استفاده شد. در مرحله مصاحبه باز، از خبرگان حوزه مالی و بورس اوراق بهادار استفاده گردید، که تعداد این نمونه در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱. حجم جامعه و نمونه آماری

حجم نمونه	جامع پژوهش (خبرگان)
۱۸	اساتید رشته‌های مالی، اقتصاد و حسابداری دانشگاه های تهران
۱۳	کارشناسان مالی بورس اوراق بهادار تهران
۱۱	مدیران مالی شرکت های بورسی در دسترس
۹	مدیران کارگزاری های بورس داخلی

یافته‌های پژوهش

تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه‌های عمیق با ۵۱ نفر از خبرگان (اساتید دانشگاه، مدیران بازار سرمایه، و کارشناسان) و مرور نظام‌مند منابع علمی، منجر به استخراج مفاهیم، کدها و مقولات اصلی در قالب یک مدل پارادایمی شد که نحوه شکل‌گیری و پیامدهای رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران را تبیین می‌نماید. در فرآیند کدگذاری، ابتدا کدهای مفهومی اولیه از داده‌های خام استخراج و سپس با تجمیع آن‌ها، مقوله‌های محوری شناسایی شدند. در نهایت، این مقوله‌ها در قالب سه دسته از شرایط (علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر)، کنش‌ها و پیامدها سازمان‌دهی گردیدند.

۱. **شرایط علی^{۲۰}**: به عواملی اشاره دارند که زمینه آغاز شکل‌گیری رفتار توده‌وار را فراهم می‌کنند. این مقوله‌ها شامل موارد زیر است:

- **عوامل بازار**: نوسانات شدید قیمتی، کمبود نقدشوندگی، و نبود شفافیت در قیمت‌گذاری.
- **ساختار اقتصادی و مالی**: تورم مزمن، نرخ بهره واقعی منفی، ناپایداری نرخ ارز.
- **ساختار فرهنگی**: گرایش به رفتار جمعی، تقلید اجتماعی، و ترجیح شهرت بر تحلیل فردی.
- **ساختار سیاسی**: بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری، مداخلات دستوری دولت، و فضای تصمیم‌گیری غیرقابل پیش‌بینی.

۲. **شرایط زمینه‌ای^{۲۱}**: این دسته از شرایط، بستر بروز رفتار توده‌وار را فراهم می‌سازند و نقش تشدیدکننده یا تسهیل‌گر دارند:

- **دانش مالی و مهارت معامله**: فقدان آموزش مالی، ناتوانی در تحلیل تکنیکال و بنیادی.
- **عوامل رفتاری**: سوگیری‌های شناختی نظیر ترس، طمع، اثر جمع و پشیمانی.
- **شرایط روان‌شناختی**: اضطراب نسبت به آینده اقتصادی، نااطمینانی، احساس عقب‌ماندگی از بازار.

²⁰ Causal Conditions

²¹ Contextual Conditions

۳. **شرایط مداخله گر**^{۲۲}: این شرایط بر شدت، مسیر و نوع رفتار توده‌وار اثر می‌گذارند و در تعامل با سایر عوامل، رفتار سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهند:

- **رفتار اشخاص حقوقی**: خرید و فروش‌های سنگین، سیگنال‌دهی ضمنی به بازار، نقش در جهت‌دهی شاخص.
- **رفتار بازیگران سهم**: تحرکات هماهنگ بازیگران بزرگ، عملیات سفته‌بازی و مدیریت ساختگی قیمت‌ها.

- **شرایط شرکت‌ها**: میزان شفافیت، ترکیب سهام‌داران، عملکرد مالی و اطلاع‌رسانی‌های رسمی.

۴. **کنش‌ها**^{۲۳}: در پاسخ به شرایط فوق، سرمایه‌گذاران دست به کنش‌هایی می‌زنند که در دو دسته قابل تقسیم است:

- **کنش مثبت**: خروج به موقع از بازار با مشاهده علائم بازگشت قیمت یا ترکیدن حباب.
- **کنش منفی**: پیروی کورکورانه از روندهای جمعی منجر به خرید در اوج قیمت و مشارکت در حباب‌سازی.

۵. **پیامدها**^{۲۴}: کنش‌های ناشی از رفتار توده‌وار منجر به پیامدهایی مثبت یا منفی در سطح فردی و بازار می‌شوند:

- **پیامدهای مثبت**: کسب سود در کوتاه‌مدت، حفظ ارزش سرمایه در برابر تورم و بهره‌مندی از معافیت‌های مالیاتی موجود در بازار سرمایه.

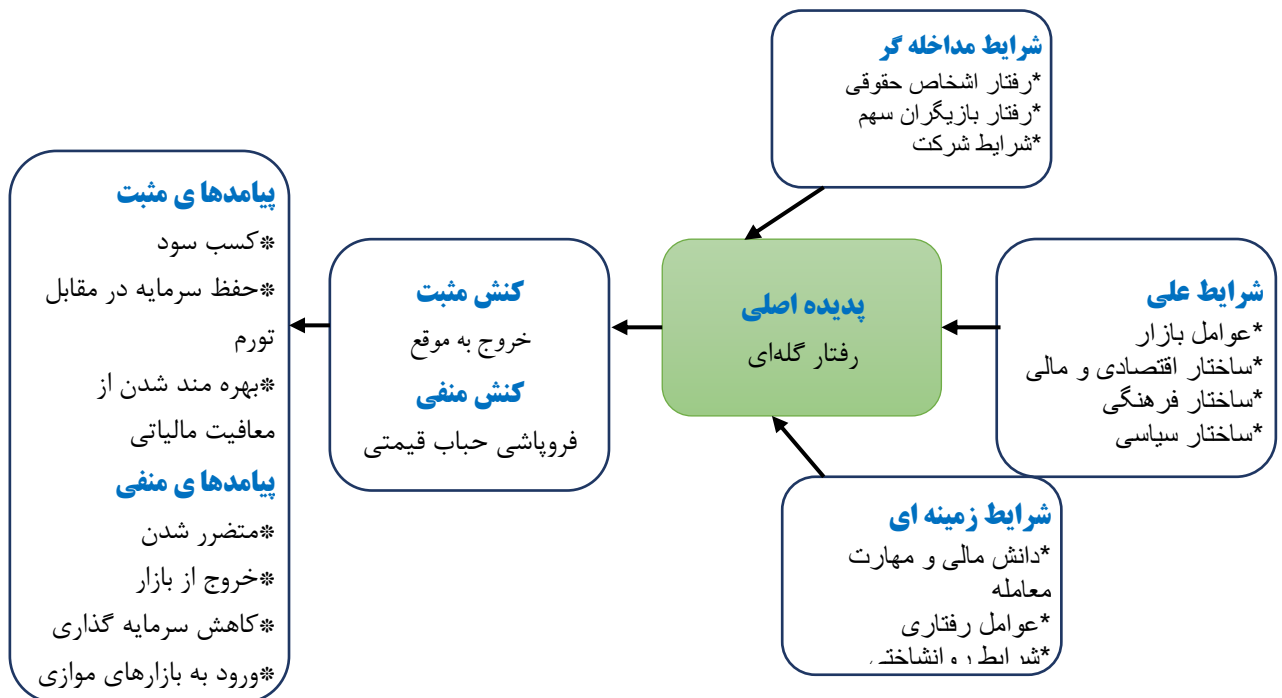
²² Intervening Conditions

²³ Actions/Interactions

²⁴ Consequences

- **پیامدهای منفی:** متضرر شدن در نتیجه ترکیدن حباب قیمتی، خروج از بازار به دلیل بی‌اعتمادی، کاهش حجم سرمایه‌گذاری مجدد و مهاجرت سرمایه به بازارهای موازی نظیر ارز، طلا و مسکن.

در مجموع، یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که رفتار توده‌وار در بورس تهران نه پدیده‌ای ساده، بلکه حاصل برهم‌کنش پیچیده‌ای از عوامل کلان، خرد و نهادی است که در قالب یک الگوی پارادایمی قابل تبیین است. این مدل می‌تواند به عنوان مبنایی برای سیاست‌گذاری در جهت کاهش آسیب‌های ناشی از رفتارهای هیجانی و ناپایدار در بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد.



شکل ۲. مدل نهایی تحقیق

نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش طراحی پارادایمی رفتار گله‌ای، کنش‌ها و پیامدهای آن در بورس اوراق بهادار تهران بود. با توجه به اینکه وجود رفتار گله‌ای در بورس اوراق بهادار تهران در مطالعات و تحقیقات پیشین که به آن‌ها اشاره گردید اثبات شده بود در این پژوهش به منظور جلوگیری از تکرار، تمرکز بر روی عوامل اصلی ایجاد چنین رفتاری در بورس قرار گرفت. عدم وجود مدلی که در برگزیده جامع عوامل ایجاد رفتار گله‌ای در بین سهامداران در بازار بورس با دسته‌بندی مشخص باشد، باعث گردید تلاش محققان پژوهش حاضر بر روی عوامل اصلی ایجاد رفتار گله‌ای، کنش‌های مربوط آن و نهایتاً پیامدهای مثبت و منفی چنین رویکردی باشد. یافته‌های تحقیق، حاصل کدگذاری نظام‌مند داده‌های گردآوری‌شده از طریق ۵۱ مصاحبه عمیق نیمه‌ساختاریافته با خبرگان بازار سرمایه و تحلیل اسنادی منابع علمی است. این یافته‌ها نشان دادند که رفتار توده‌وار در بورس تهران، صرفاً محصول هیجانات یا خطاهای فردی نیست، بلکه از برهم‌کنش پیچیده‌ی سه نوع شرط اصلی شکل می‌گیرد: شرایط علی، شرایط زمینه‌ای و شرایط مداخله‌گر.

شرایط علی شامل ساختارهای اقتصادی، فرهنگی، سیاسی و بازار سرمایه است که به‌طور بنیادین زمینه بروز رفتارهای توده‌وار را فراهم می‌آورد. عواملی چون تورم بالا، بی‌ثباتی نرخ ارز، نبود شفافیت اطلاعاتی، فرهنگ تقلید، و مداخلات سیاستی غیرقابل پیش‌بینی از جمله این شرایط هستند که نقش سازه‌های کلیدی در بروز بی‌اعتمادی، سردرگمی و تمایل به دنباله‌روی جمعی ایفا می‌کنند. این عوامل با مطالعات: لی و همکاران (۲۰۲۳)، شیائو و همکاران (۲۰۲۳)، کیریازیس (۲۰۲۰)، سیریوپولوس و همکاران (۲۰۱۹)، کایو همکاران (۲۰۱۷)، لوچتنبرگ و سیلر (۲۰۱۳) چیانگ و ژنگ (۲۰۱۰) همسو بوده است.

شرایط زمینه‌ای نیز نقش بسترساز داشته و بر نحوه بروز و شدت رفتار توده‌وار اثر می‌گذارند. مهم‌ترین این شرایط عبارت‌اند از پایین بودن سواد مالی و مهارت تحلیلی سرمایه‌گذاران، وجود سوگیری‌های رفتاری نظیر ترس و طمع، و وضعیت روان‌شناختی حاکم بر بازار. ترکیب این عوامل منجر به تسلط هیجانات جمعی بر تصمیم‌گیری فردی شده و رفتارهای غیرعقلایی را در پی دارد. این عوامل با مطالعات:

بالیس و دراکوس (۲۰۲۰)، بوری و همکاران (۲۰۱۹)، گلاریوتیس و همکاران (۲۰۱۶)، برگر (۲۰۱۲)، لین (۲۰۱۵) و سپیریانی و گوارینو (۲۰۱۳) همسو بوده‌است.

در کنار این دو دسته، شرایط مداخله‌گر نیز به‌عنوان عواملی واسطه‌ای عمل کرده و بر شدت یا نوع واکنش‌ها تأثیر می‌گذارند. رفتار اشخاص حقوقی (نظیر نهادهای مالی بزرگ)، بازیگران سهم (سهام‌داران عمده، سفته‌بازان)، و ویژگی‌های درون‌سازمانی شرکت‌ها (مانند شفافیت اطلاعات مالی و عملکرد مدیریتی) در این دسته قرار دارند. این بازیگران از طریق اقدامات هماهنگ، معاملاتی سنگین یا انتشار اطلاعات هدف‌دار می‌توانند روندهای قیمتی را به‌صورت مصنوعی هدایت کرده و زمینه‌ساز رفتار توده‌وار شوند. این عوامل با مطالعات: بالیس و دراکوس (۲۰۲۰)، بوری و همکاران (۲۰۱۹)، گلاریوتیس و همکاران (۲۰۱۶)، برگر (۲۰۱۲)، لین (۲۰۱۵) و سپیریانی و گوارینو (۲۰۱۳) همسو بوده‌است.

این عوامل باعث ایجاد کنش‌های مثبت (خروج به موقع) و منفی (فروپاشی حباب قیمتی) شده که وقوع این کنش‌ها با مطالعات رو و گالیمور (۲۰۱۴)، لائو و سینگ (۲۰۱۱)، دمیرر و کوتان (۲۰۱۰) و برنشتاین و ژلوس (۲۰۰۳) همخوانی دارد و در نهایت مجموعه عوامل ایجاد رفتار گله‌ای و کنش‌های مربوط به آن باعث ایجاد پیامدهای مثبت (کسب سود، حفظ سرمایه در مقابل تورم و بهره‌مند شدن از معافیت مالیاتی) و پیامدهای منفی (متضرر شدن، خروج از بازار، ورود به بازارهای موازی و کاهش سرمایه‌گذاری) می‌شود که این پیامدها با نتایج مطالعات شیلر و همکاران (۲۰۱۵)، فیلیپ و همکاران (۲۰۱۵)، هولمس و همکاران (۲۰۱۳)، بلاسکو و همکاران (۲۰۱۲) و هلمز و همکاران (۲۰۱۳) همسو بوده‌است.

این پژوهش با ارائه یک مدل پارادایمی جامع، توانسته است ابعاد مختلف پدیده رفتار توده‌وار را در بستر خاص بورس اوراق بهادار تهران روشن سازد. نوآوری پژوهش در تلفیق رویکرد داده‌بنیاد با تحلیل نهادی، فرهنگی و رفتاری بوده‌است. برخلاف رویکردهای سنتی که تنها بر رفتار فردی یا شاخص‌های قیمتی تمرکز داشتند، این تحقیق نشان داده‌است که رفتار توده‌وار نتیجه‌ای ساختاری و سیستماتیک است که ریشه در ناکارآمدی‌های اطلاعاتی، فرهنگی، روانی و نهادی دارد.

منابع

- حیدری، حمیدرضا، و فرزندگان، الهام. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر رفتار گله‌ای بر نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک در صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳(۲)، ۵۷-۷۷.
- ساداتی، اکرم سادات، و آقابابایی، محمد ابراهیم. (۱۳۹۷). بررسی رفتار توده‌ای مبتنی بر واریانس موزون مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۹(۳۵)، ۱۹۷-۲۱۹.
- عسکرزاده، غلامرضا، و روحی، امین. (۱۴۰۱). بررسی رفتار گله‌ای در بازار ارز دیجیتال. پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری، ۲(۴)، ۱۲۳-۱۳۵.
- کباری، مجتبی، فدایی نژاد، محمد اسماعیل، اسدی، غلامحسین، و حمیدی زاده، محمدرضا. (۱۳۹۵). رفتار توده‌واری در بورس اوراق بهادار تهران براساس ریزساختار بازار (مطالعه موردی: شرکت مخابرات). تحقیقات مالی، ۱۸(۳)، ۵۴۰-۵۱۹.
- میرهاشمی نسب، سیدامیرحسین، محمدزاده، امیر، محمدنوریبخش لنگرودی، محسن، و آخوندی، نسرين. (۱۳۹۸). ارایه مدلی برای بررسی تأثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، ۹(۲۸)، ۶۵-۹۰.
- وارث، حامد، آرین، حمیدرضا، آریانایکتا، بنیامین، و بناءزاده، محمدجواد. (۱۳۹۹). بررسی رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چیانگ و ژنگ. تحقیقات مالی، ۲۲(۳)، ۳۸۸-۴۰۷.
- Askarzadeh, G. & Roohi, A. (2023). Investigating herd behavior in the digital currency market. Financial and Behavioral Researches in Accounting, 2(4), 123-135. (in Persian).
- Ballis, A. & Drakos, K. (2020). Testing for herding in the cryptocurrency market. Finance research letters, 33, 101210.
- Berger, a, Dave & Turtle, H.J. (2012). Cross-sectional performance and investor sentiment in a multiple risk factor model. Journal of Banking & Finance, 36, 1107-1121.
- Blasco, N., Corredor, P., and S. Ferreruela. (2012). does Herding Affect Volatility? Implications for the Spanish Stock Market. Quantitative Finance, Vol. 12, No. 2, Pp. 311-327.
- Borensztein, E. & Gelos, R. G. (2003). A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds. IMF, Staffpapers, 50(1), 43-63.
- Bourri, E., Gupta, R. & Roubaud, D. (2019). Herding behaviour in cryptocurrencies. Finance research Letters, 29, 216-221.

- Cai, F., Han, S., Li, D. & Li, Y. (2017). Institutional Herding and Its Price Impact: Evidence from the Corporate Bond Market. *Journal of Financial Economics*, 131(1), 139-167
- Chiang, T.C., Zheng, D., (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *J. bank. Finance*, 34(8), 1911–1921.
- Cipriani, M. و Guarino, A. (2012). Estimating a structural model of herd behavior in financial markets, FRB of New York Staff Report.
- Demirer, R., Kutan, A. M., & Chen, C. D. (2010). Do investors herd in emerging stock markets? Evidence from the Taiwanese market. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76(2), 283-295.
- Filip, A., Pochea, M., & Pece, A. (2015). The herding behaviour of investors in the CEE stocks markets. *Procedia Economics and Finance*, 32, 307-315.
- Galariotis, E. C., Krokida, S. I., & Spyrou, S. I. (2016). Bond market investor herding: Evidence from the European financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, 48, 367-375.
- Hasan, I., Tunaru, R., Viotto, D. (2023). Herding behavior and systemic risk in global stock markets, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 73, Pp. 107-133.
- Heidari, H. و Farzanegan, E. (2021). Evaluating the Herding Effect on Idiosyncratic Volatility in the Industries of the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 13(2), 57-77. (in Persian).
- Holmes, P., Kallinterakis, V., & Ferreira, M. L. (2013). Herding in a concentrated market: a question of intent. *European Financial Management*, 19(3), 497-520.
- Holmes, P., Kallinterakis, V., and M. L. Ferreira. (2013). Herding in a Concentrated Market: a Question of Intent. *European Financial Management*, Vol. 19, No. 3, Pp. 497-520.
- Kobari, M., Fadaeinejad, M., Asadi, G. H., و Hamidizadeh, M. (2016). Herd Behavioral in Tehran Stock Exchange Based on Market Microstructure (case study: Mokhaberat Company). *Financial Research Journal*, 18(3), 519-540. (in Persian).
- Kyriazis, N. A. (2020). Herding behaviour in digital currency markets: An integrated survey and empirical estimation. *Heliyon*, 6(8).
- Kyriazis, N. A. (2020). Herding behaviour in digital currency markets: An integrated survey and empirical estimation. *Heliyon*, 6(8), e04752.
- Lao, P., and H. Singh. (2011). Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock Markets. *Journal of Asian Economics*, Vol. 22, No. 6, Pp. 495-506.
- Li, T., Chen, H., Liu, W., Yu, G., Yu, Y. (2023). Understanding the role of social media sentiment in identifying irrational herding behavior in the stock market, *International Review of Economics و Finance*, vol. 87(C), pages 163-179.
- Lin, H. W. (2015). How Herding Bias could be derived from Individual Investor Types and Risk Tolerance? *International Journal of Economics and Management Engineering*, 6(6), 1395-1400.

- Luchtenberg, K. F. و Joseph Seiler, M. (2013). The effect of exogenous information
- Mirhasheminasab, S. A., Mohamadzadeh, A., Mohammadnoorbakhsh Langaroodi, M., & Akhoondi, N. (2019). A Model for Syntactic Investigation between Risk taking, Personal and Cultural properties on Herding Behavior in Tehran Stock Exchange.. Financial Management Perspective, 9(28), 65-90.(in Persian).
- Ro, S., & Gallimore, P. (2014). Real estate mutual funds: Herding, momentum trading and performance. Real Estate Economics, 42(1), 190-222.
- sadati, A. S., & Aghababaei, M. (2018). Exploring Herding Behavior based on Weighted Cross-Sectional Variance (WCSV) in Tehran Stock Exchange. Financial Engineering and Portfolio Management, 9(35), 197-219. .(in Persian).
- Shiller, R. J. (2015). Irrational exuberance. In Irrational exuberance. Princeton university press.
- signal strength on herding, Review of Behavioral Finance, 5(2), 153- 174.
- Syriopoulos, T., & Bakos, G. (2019). Investor herding behaviour in globally listed shipping stocks. Maritime Policy & Management, 46(5), 545-564.
- Vares, H., Arian, H., Aryanayekta, B., & Bannazadeh, M. J. (2020). Herd Behavior Analysis in Tehran Stock Exchange with Chiang and Zheng Model. Financial Research Journal, 22(3), 388-407.(in Persian).
- Xiao, Q., Yan, M., Zhang, D. (2023). Commodity market financialization, herding and signals: An asymmetric GARCH R-vine copula approach, International Review of Financial Analysis, Vol. 89, Pp.1-20.