

## بررسی رفتار توده وار در صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران

\* جعفر باباجانی

\*\* جواد عبادی

\*\*\* نسرين مرادی

### چکیده

این تحقیق در پی پاسخ به این سوال است که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سرمایه‌گذاری‌هایی که انجام می‌دهند از رفتار توده‌وار پیروی می‌کنند؟ اگر چنین رفتاری وجود دارد بر روی چه نوع سهامی (رشدی یا ارزشی) و سهام چه نوع شرکت‌هایی (از لحاظ اندازه، بزرگ یا کوچک) اعمال می‌شود؟ جامعه آماری تحقیق همه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران بوده است و از مدل LSV برای محاسبه رفتار توده‌وار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک استفاده شده است. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده وار وجود دارد؛ رفتار توده وار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک بر روی سهام شرکت‌های کوچکتر بیشتر است؛ رفتار توده‌وار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک بر روی سهام رشدی بیشتر است؛ رفتار توده وار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید بیشتر از فروش نیست؛ رفتار توده‌وار صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش بیشتر از خرید نیست.

**واژگان کلیدی:** مالی رفتاری، رفتار توده وار، صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، مدل لاکونیشوک و همکاران، اثر اولین گروه

\* استاد دانشگاه علامه طباطبایی

\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی

\*\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی (نویسنده مسئول) nasrinmoradi22@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۷/۰۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۳/۱۰

## مقدمه

در برخی از مفروضات و مبانی نظری بیان می‌شود که سرمایه‌گذاران براساس تجزیه و تحلیل‌های مبتنی بر عقلانیت خویش به تصمیم‌گیری پرداخته و عملکرد خویش را بر آن بنا می‌کنند. دانش مالی رفتاری معتقد به وجود رد پای تورش‌های روانشناسی در بازار و سرمایه‌گذاران است و سعی دارد با مطالعه هم‌زمان جامعه‌شناسی، روانشناسی، رفتارشناسی، الگوهای تصمیم‌گیری و مدل‌های رفتاری به پیش‌بینی روند و جهت حرکت قیمت‌ها بپردازد.

رفتار توده‌وار را می‌توان در مد و پیروی از رفتارهای زودگذر مشاهده نمود، حتی چنین تصمیمات ساده‌ای نیز نیازمند دقت و تحقیق در مورد چگونگی انجام آنهاست. این اعتقاد غالب، به‌ویژه در میان اقتصاددانان مالی و حرفه‌ای‌های بازار وجود دارد که سرمایه‌گذاری تحت تاثیر تصمیمات سایر سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، به نحوی که این تاثیرگذاری "اثر اولین گروه" نامیده می‌شود. در حوزه مالی، رفتار توده‌وار می‌تواند به طور بالقوه همگانی و عمومی باشد.

در این پژوهش سوال اصلی این است که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سرمایه‌گذاری‌هایی که انجام می‌دهند از رفتار توده‌وار پیروی می‌کنند؟ اگر چنین رفتاری وجود دارد بر روی چه نوع سهامی (رشدی یا ارزشی) و سهام چه نوع شرکت‌هایی (از لحاظ اندازه، بزرگ یا کوچک) اعمال می‌شود؟ به دلیل نوپایی مباحث و مطالعات مربوط به مالی رفتاری در دنیا و با توجه به محدود بودن پژوهش‌های انجام شده مرتبط با این موضوع در ایران، تحقیق در این زمینه برای بازار سرمایه ایران ضروری است. توجه به تاثیر رفتار توده‌وار بر قیمت‌ها می‌تواند برای مباحثی پیرامون کارآیی بازار ارزشمند باشد. بررسی رفتار گروهی در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند برای محققان باارزش باشد و دارای ارزش کاربردی برای سرمایه‌گذاران، معامله‌گران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، شرکت‌های کارگزاری و تنظیم‌کنندگان قوانین و مقررات از جمله سازمان بورس اوراق بهادار باشد.

### پیشینه تحقیق

لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) رفتار توده وار را برای نمونه ای از ۷۶۹ صندوق بازنشستگی در ایالات متحده آمریکا طی سال های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ اندازه گیری کردند و به این نتیجه رسیدند که سطح کلی رفتار توده وار قابل توجه نیست. گرینبلت، تیمن و ورمرز- (۱۹۹۵) رفتار ۲۷۴ صندوق سرمایه گذاری مشترک را مورد بررسی قرار داده و شواهد اندکی از رفتار توده وار یافتند.

جامعترین تحقیق مربوط به ورمرز (۱۹۹۹) می باشد که در آن نمونه ای متشکل از ۲۴۲۴ صندوق سرمایه گذاری مشترک گوناگون را طی سال های ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۴ (یک دوره ۲ ساله) مورد بررسی قرار داد. یافته های ورمرز بیانگر این است که نسبت زیادی از رفتار توده وار مربوط به استفاده از استراتژی های بازخور مثبت است و سهامی که در رفتار توده- ای خریداری شده اند در دوره های سه ماهه بعد، بازدهی بیشتری نسبت به سهامی که در رفتار توده وار فروخته شده اند، داشته اند. هنگامی که وی صندوق ها را بر اساس اهداف سرمایه گذاری تقسیم بندی می کند، مشاهده می کند که در بین صندوق های رشدی تمایل بیشتری به رفتار توده وار وجود دارد.

لوبائو و سرا (۲۰۰۲) رفتار توده ای قوی را در بین ۳۲ صندوق مشترک سرمایه گذاری کشور پرتغال طی سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ مشاهده کردند. آنها بیان می کنند صندوق های بزرگ تر، احتمالاً دارای ابزار بهتری برای جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند. اگر این گونه باشد، صندوق های بزرگ تر بایستی توسط صندوق های کوچک تر که به اطلاعات دسترسی آسانی ندارند، مورد تقلید قرار گیرند. این بدان معنی است که برای صندوق های کوچک و بزرگ در درون گروه، سطوح پایین تری از رفتار گروهی مورد انتظار است. رفتار گروهی باید در بین گروه هایی رخ دهد که ابزار یا قابلیت های متفاوتی دارند نه درون گروه هایی از صندوق ها، که دارای اندازه یکسان هستند. بنابراین، بهتر است منتظر رفتار گروهی برای کل صندوق ها نسبت به زیرگروه های صندوق ها بود. این در حالی است که صندوق های متوسط نسبت به صندوق های خیلی کوچک یا خیلی بزرگ، ممکن است رفتار گروهی بیشتری نشان دهند.

جمع آوری اطلاعات و تحلیل اوراق بهادار هزینه بر است. اگر صندوق ها در چندین طبقه دارایی (اوراق قرضه، سهام، اوراق مشتقه) سرمایه گذاری کنند، به طور بالقوه یا با هزینه های بالاتر در پردازش اطلاعات مواجه می شوند یا دارای نشانه های دقیق کمتری

خواهند بود، که احتمالاً منجر به رفتار گروهی بیشتری می‌شود. اگر این نظر درستی باشد، باید شاهد سطوح پایین‌تری از رفتار گروهی برای زیرگروه‌های صندوق‌ها باشیم که در مقایسه با صندوق‌های با دارایی‌های متفاوت، در یک طبقه دارایی تمرکز کرده‌اند.

مدل‌های عدم کارایی اطلاعاتی پیش‌بینی می‌کنند، رفتار گروهی بیشتر در صندوق‌هایی بروز می‌کند که افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌تری دارند و استفاده از اطلاعات شخصی که دیگران در اختیار آنها قرار داده‌اند را سودمندتر (کم‌هزینه‌تر) می‌یابند. از این رو، چون اطلاعات مشابه و یکسانی تحلیل می‌کنند، معاملات هم جهت و مشابهی انجام می‌دهند. در مقابل، صندوق‌هایی که استراتژی‌های خرید و نگهداری اجرا می‌کنند، به دلیل اینکه از افق بلندتری برخوردارند، تمایل کمتری به اجرای استراتژی‌های دستکاری ضمنی دارند؛ چرا که در بلندمدت، قیمت‌ها به ارزش‌های ذاتی نزدیک می‌شوند. بنابراین، این قبیل صندوق‌ها متمایل به استفاده از همه اطلاعاتی هستند که در اختیار دارند (اطلاعاتی که از طرف دیگران در اختیار آنها قرار گرفته و اطلاعات منحصر به فرد خودشان) و به همین دلیل، در معاملات کمتر به رفتار گروهی می‌پردازند. بنابراین بایستی شاهد سطوح بالاتر (پایین‌تر) رفتار گروهی برای زیرگروه‌هایی از صندوق‌ها باشیم که از افق‌های کوتاه‌مدت‌تر (بلندمدت‌تر) برخوردارند و این صندوق‌ها معمولاً فراوانی بیشتری (کمتری) در توازن مجدد پرتفوی نشان می‌دهند.

آبشارهای اطلاعات پیش‌بینی می‌کنند هنگامی که بازار خوب عمل می‌کند، سرمایه‌گذاران مطمئن‌تر هستند و ممکن است از سیگنال‌های نهانی خودشان بیشتر استفاده کرده و از تقلید از دیگران دوری کنند. بنابراین، ما باید انتظار داشته باشیم، هنگامی که بازارها خوب عمل می‌کنند، رفتار گروهی کمتری داشته باشیم. به طریق دیگر، مدل‌های نمایندگی نشان می‌دهد هنگامی که بازار بسیار خوب یا بد عمل می‌کند، سیگنال‌ها دقیق‌تر و مشخص‌تر هستند. تشخیص رفتار بد از خوب، آسان‌تر است و مدیران بد سعی خواهند کرد که از مدیران خوب بیشتر تقلید کنند تا مشتریان خود را فریب دهند. بنابراین هنگامی که بازارها خیلی خوب یا خیلی بد عمل می‌کنند باید شاهد رفتار گروهی بیشتری باشیم.

نتایج تحقیق لوبائو و سرا رفتار توده‌ای را در حدود چهار یا پنج برابر بیشتر از بازارهای توسعه یافته نشان می‌دهد و به نظر می‌رسد رفتار گروهی در خرید سهام بیشتر از رفتار گروهی در فروش سهام است. همچنین آنها نشان دادند که صندوق‌های متوسط نسبت به صندوق‌های بسیار بزرگ یا بسیار کوچک تمایل بیشتری به رفتار گروهی دارند و بطور

کلی هنگامی که بازار سهام از رونق برخوردار است و نوسانات افزایش می یابد؛ رفتار گروهی بطور معنی داری کاهش داشته است. در این تحقیق، از معیار اندازه گیری رفتار توده وار که توسط لاکونیشوک (۱۹۹۲) پیشنهاد گردید، استفاده شده است. لوبائو و سرا (۲۰۰۲) دلایل تمرکز بر صندوقهای سرمایه گذاری مشترک را به شرح زیر ارائه می دهند؛ نخست آنکه صندوقهای سرمایه گذاری مشترک مستعد رفتار گروهی هستند؛ زیرا دلایل و استدلالات تئوریک متفاوتی که قبلاً توضیح داده شد برای آنها کاربرد دارد و این امکان ممکن است بوجود آید که علل اصلی رفتار گروهی مشخص شود. به ویژه، رفتار گروهی که علل آن مسائل نمایندگی است تنها برای سرمایه گذاران نهادی معنا می دهد.

دوم آنکه، مطالعه صندوقهای سرمایه گذاری مشترک که در بازار سهام دارای اهمیت روزافزون می باشند مهم است. سوم آنکه، دسترسی به اطلاعات صندوقهای سرمایه گذاری مشترک پرتغال فرصت خوبی را برای یک آزمون بدون نمونه فراهم می کند. مقایسه نتایج به دست آمده در کشور پرتغال با نتایج مشاهده شده در بازارهای سهام بالغی همچون ایالات متحده و بریتانیا، بینش و بصیرتی در زمینه اعتبار مبانی نظری متفاوت که برای توضیح رفتار گروهی استفاده می شود، ایجاد می کند

ویلی (۲۰۰۵) با استفاده از معیار ارائه شده توسط لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) ۲۶۸ صندوق سرمایه گذاری مشترک بریتانیا (UK) را طی سالهای ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۳ مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق وی میزان نسبتاً کمی از رفتار توده‌ای را برای صندوقهای سرمایه گذاری مشترک در بزرگترین و کوچکترین سهام نشان داد.

ورونکوا و بهل (۲۰۰۵) نیز در مقاله "رفتار سرمایه گذاران نهادی در یک بازار سهام نوظهور" ۱۷ صندوق بازنشستگی کشور لهستان را طی سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۱ بررسی کردند و نشان دادند که مدیران صندوقهای بازنشستگی کشور لهستان نسبت به بازارهای توسعه یافته رفتار توده‌ای و معاملات بازخور مثبت بسیار بیشتری دارند. همچنین آنها نتوانستند به وضوح نشان دهند که رفتار توده وار مدیران صندوقها، تاثیر معناداری بر قیمت سهام دارد. آنها نیز از معیار اندازه گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است و اصطلاحاً معیار ال اس وی نامیده می شود استفاده کرده اند.

مطالعه دیگری که با موضوع سرمایه گذاران توده وار و راهبری شرکتی در بازارهای متمرکز بر روی بازار سهام فنلاند طی سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ صورت گرفته است؛ نشان-دهنده رفتار توده‌وار بیشتر در این بازار به نسبت سایر بازارهای متمرکز و سطوح رفتار

توده وار قویتر در بین سرمایه گذاران انفرادی در مقایسه با سرمایه گذاران داخلی و خارجی است. همچنین رفتار توده وار در جهت فروش و در سهام کوچک، قویتر از رفتار توده وار در خرید و در سهام بزرگ است.

مطالعه‌ای دیگر در زمینه رفتار توده‌ای توسط والتر و وبر (۲۰۰۶) با استفاده از نمونه‌ای از ۶۰ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آلمان طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ انجام یافت. مقادیری که برای رفتار توده‌ای بدست آوردند بسیار نزدیک به مقادیر مربوط به بازارهای توسعه‌یافته می‌باشد. آنها نشان داده اند که سهم عمده‌ای از رفتار توده وار، غیرواقعی است که به حرکات شاخص بازار برمی‌گردد و علاوه بر آن، رفتار توده وار تاثیری بر ثبات یا بی‌ثباتی قیمت سهام ندارد. آنها از معیار اندازه‌گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است استفاده کرده اند. این معیار به طور گسترده‌ای در مطالعات و تحقیقات تجربی رفتار گروهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار می‌گیرد. استفاده از این معیار، باعث می‌شود که نتایج کسب شده مستقیماً با اکثر تحقیقات قبلی مقایسه شود.

معیار ال اس وی رفتار توده وار را در بین این ۶۰ صندوق ۵/۱۱ درصد نشان می‌دهد که از آمار منتشره بازار امریکا و انگلیس کمی بیشتر است. بنابراین، می‌توان بازار آلمان را نزدیک به بازارهای توسعه یافته تلقی نمود. آنها نشان دادند تمایل به رفتار توده وار خرید در دوره رونق بازار و تمایل به رفتار توده وار فروش در هنگام رکود بازار افزایش می‌یابد؛ از این رو، بنظر می‌رسد پدیده رفتار توده وار، به وضعیت رونق و رکود بازار نیز وابسته است. مانگانارو و مارتینز (۲۰۰۷) با استفاده از معیار لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) به بررسی ۱۲۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک کشور سوئد طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ پرداختند. آنها برای نمونه خود، رفتار توده وار قوی مشاهده کردند که میزان آن را بیشتر از بازارهای توسعه یافته تشخیص دادند. بازارهای کمتر توسعه یافته، از کارایی اطلاعات کمتری برخوردارند، بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را بیشتر بر پایه اطلاعات کسب شده از معاملات هم‌تایان خود اتخاذ کنند.

سارا شهریاری (۱۳۸۵) رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران را با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ مورد بررسی و آزمون قرار داد. برای این منظور، انحراف بازده سهام شرکت‌ها از بازده بازار در فواصل زمانی روزانه، هفتگی و ماهانه، در کل توزیع بازده بازار و در خلال دوره‌های نوسانات

افزایشی یا کاهش می‌بازار، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده‌وار در دوران رونق بازار در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد، اما شواهدی از توده‌واری در زمان رکود بازار با استفاده از داده‌های روزانه یافت شد. نکته دیگر آنکه این تحقیق با استفاده از داده‌های هفتگی و ماهانه به شواهدی از توده‌واری دست نیافته، که این مساله می‌تواند تأکیدی بر کوتاه مدت بودن پدیده توده‌واری در بورس اوراق بهادار تهران باشد. در این تحقیق، جهت آزمون توده‌واری از دو آزمون استفاده شده است. مدل اول که اولین بار توسط کریستس و هوانگ (معروف به مدل CH) در سال ۱۹۹۵ در آمریکا معرفی شد و مدل ثان که در سال ۲۰۰۶ در چین مورد استفاده قرار گرفت.

### مبانی نظری تحقیق

در تحقیقات به عمل آمده مشاهده شده است که در جوامع انسانی افرادی که به طور منظم با هم در ارتباط هستند به طور مشابه نیز فکر می‌کنند. اجتماع تأثیر شگرفی بر قضاوت افراد دارد. مردم به شدت تحت تأثیر محیط اجتماع خود قرار دارند و غالباً برای پیروی از محیط، خود را تحت فشار حس می‌کنند. این رفتار ناشی از رفتار توده‌وار است. رفتار توده‌وار مستلزم وجود هماهنگی بین افراد است. یکی از دلایل یکسان بودن قضاوت‌های مردم در زمان‌های مشابه، این است که افراد نسبت به اطلاعات یکسانی عکس‌العمل نشان می‌دهند. اجتماع تأثیر شگرفی بر قضاوت افراد دارد. مردم به شدت تحت تأثیر محیط اجتماع خود قرار می‌گیرند و غالباً برای پیروی از محیط، خود را تحت فشار حس می‌کنند. رفتار توده‌وار، از این جهت می‌تواند در ایجاد حباب‌های سفته‌بازی نقش ایفا نماید که همیشه افراد مایلند "برندگان بازار" را بویژه زمانی که عملکرد خوب آنها تکرار می‌شود، به دقت زیر نظر گیرند (جانسون، لیندبلوم، پلاتان، ۲۰۰۲؛ صص ۱۹-۱۸).

رفتار توده‌وار را می‌توان در مد و پیروی از رفتارهای زودگذر مشاهده نمود، حتی چنین تصمیمات ساده‌ای نیز نیازمند دقت و تحقیق در مورد چگونگی انجام آنهاست. در میان اقتصاددانان مالی و حرفه‌ای‌های بازار این اعتقاد غالب وجود دارد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر تصمیمات سایر سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند و این تأثیرگذاری " اثر اولین گروه" نامیده می‌شود. در حوزه مالی، رفتار توده‌وار می‌تواند بطور بالقوه همگانی و عمومی باشد.

چند راه برای تعریف رفتار توده‌وار وجود دارد. به طور کلی، رفتار توده‌وار می‌تواند وجود همبستگی در بین رفتار سرمایه‌گذاران تعریف شود. البته این که یک گروه از سرمایه‌گذاران سهام مشابهی را در یک جهت یکسان و طی یک دوره زمانی یکسان معامله کنند، لزوماً به معنای این نیست که آنها تحت تاثیر دیگران قرار گرفته‌اند. حتی هنگامی که سرمایه‌گذاران به طور مستقل از یکدیگر تحت تاثیر اطلاعات یا عامل مشترکی قرار دارند، می‌تواند معاملات توده‌وار غیرواقعی و ناآگاهانه منجر شود. بنابراین، یک تعریف محدودتری از رفتار توده‌وار، ممکن است تنها معاملات دارای همبستگی حاصل از تقلید را در نظر بگیرد. به عبارت دیگر، یک تعریف محدودتر از رفتار گروهی تنها بر همبستگی موجود در معاملات که حاصل تعامل بین سرمایه‌گذاران می‌باشد تمرکز می‌کند.

رفتار توده‌وار عبارتست 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. رفتار توده‌وار را به عنوان قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران جهت گرده‌بردای و کپی کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران تعریف کرده‌اند.

معمولاً پس از بحران‌های مالی گسترده "توده" تبدیل به عبارتی تحقیرآمیز در فرهنگ لغات مالی می‌شود. سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌ها به صورت توده‌هایی به تصویر کشیده می‌شوند که بدون اطلاعات کافی و درک ریسک-پاداش مبادلات به سمت معاملات پر ریسک، یورش می‌برند و با اولین نشانه ناامنی و خطر به سمت مواضع امن‌تر فرار می‌کنند. برخی مشاهده‌ها بیان می‌دارند که توده‌واری توسط مشارکت‌کنندگان در بازار، نوسانات و عدم ثبات بازار را تشدید می‌کند و شکنندگی سیستم مالی را افزایش می‌دهد. این امر سوالاتی را در خصوص این که؛ چرا سرمایه‌گذارانی که به دنبال حداکثر نمودن سود هستند، با وجود مجموعه اطلاعات یکسان به طور هم زمان و به صورت کم و بیش مشابه واکنش نشان می‌دهند؟ و آیا چنین رفتاری بخشی از نظم بازار در بازارهای نسبتاً شفاف است، یا در نتیجه سایر عوامل است؟ مطرح می‌نماید (بیچاندنی و شرما، ۲۰۰۱؛ صص ۲۸۰-۲۷۹).

یک سرمایه‌گذار برای تقلید از دیگران، باید از اقدامات سایرین آگاه بوده و تحت تاثیر آنها قرار گیرد. به طور کلی می‌توان اصطلاح توده را به افرادی نسبت داد که یک سرمایه‌گذاری را به تبعیت از سایر سرمایه‌گذاران و بدون دانستن تصمیمات آنها انجام



می دهند، ولی زمانی که درمی یابند سایر سرمایه گذاران تصمیمی برای سرمایه گذاری ندارند، آنها نیز سرمایه گذاری نمی کنند. به همین ترتیب، زمانی که آنها با مطلع شدن از اینکه دیگران قصد سرمایه گذاری دارند، تصمیمات خود را از عدم سرمایه گذاری به انجام سرمایه گذاری تغییر می دهند نیز دچار توده واری هستند (اسلامی بیدگلی، شهریاری، ۱۳۸۶). غالباً به چند دلیل، یک سرمایه گذار طالب حداکثر سود، تصمیم برنامه ریزی شده خود برای سرمایه گذاری را پس از مشاهده دیگران تغییر می دهد. اول این که، او فکر می کند دیگران ممکن است چیزهایی در خصوص بازده سرمایه گذاری بدانند که او نمی داند و فعالیت های آنها این اطلاعات را آشکار سازد. دومین دلیل یعنی انگیزه های ایجاد شده توسط نظام پاداش و دستمزد، که البته در خصوص مدیران صندوق ها که به نمایندگی از دیگران سرمایه گذاری می کنند، مطرح است. سومین دلیل برای تقلید این است که افراد ممکن است ذاتاً تمایل به هم نوایی با دیگران داشته باشند.

زمانی که سرمایه گذاران توسط تصمیمات دیگران تحت تاثیر قرار می گیرند، ممکن است جمعی در رابطه با تصمیم سرمایه گذاری تشکیل دهند، که برای همه آنها نامناسب است. اقدامات و ارزیابی های سرمایه گذارانی که زودتر تصمیم گرفتند، ممکن است در تعیین تصمیمی که اکثریت سرمایه گذاران خواهند گرفت، سرنوشت ساز باشد. از طرفی، تصمیمی که سرمایه گذاران برای آن جمع تشکیل داده اند، ممکن است نادرست باشد. نهایتاً، اگر سرمایه گذاران تصمیم نادرستی بگیرند، با ورود اطلاعات جدید احتمالاً تصمیم خود را در جهت عکس عوض می کنند، که این امر نوسانات در بازار را افزایش می دهد (بیچاندنی و شرما، ۲۰۰۱؛ صص ۲۸۰-۲۷۹).

تفسیر رایجی در خصوص تغییرپذیری بازده های سهام، تغییرات قیمت را به نفوذ توده های سرمایه گذاران نسبت می دهد، که بسیاری از ناظران آن را به عنوان شکل گیری خودجوش و رفتار غیر عقلایی می نگرند. از منظر مدل قیمت گذاری دارایی ها، اعتقاد بر این است که رفتار توده وار بیانگر واکنش غیرمنطقی سرمایه گذاران در یک مورد خاص به جای نتیجه تصمیم گیری منطقی آنها است. با این فرض سرمایه گذاران در معرض وسوسه های غیر قابل پیش بینی توده واری قرار دارند و ممکن است مجبور شوند در قیمت های ناکارا، معامله نمایند.

رفتار توده وار مستلزم وجود هماهنگی بین افراد است. این هماهنگی با یکدیگر می تواند بر مبنای مشاهده برخی علائم (مثل نوسان قیمت)، یا مبتنی بر توانایی مشاهده مستقیم دیگر

تصمیم‌گیران (بعنوان مثال مشاهده سرمایه‌گذاری یک همکار) باشد. با این وجود، هنوز نمی‌توان تعریف دقیقی از رفتار توده‌وار ارائه نمود. به بیان دیگر رفتار توده‌وار را در کلی‌ترین حالت آن می‌توان به عنوان الگوهای رفتاری تعریف کرد که در میان افراد مختلف شایع است. با این وجود، چنانچه اکثر سرمایه‌گذاران اقدام به خرید سهام داغ نمایند، این امر می‌تواند تنها ناشی از ورود اطلاعات مرتبطی باشد که مستقلاً منجر به واکنش سرمایه‌گذاران شده است. در عوض منطبق رفتار توده‌وار که مورد بررسی و توجه قرار می‌گیرد، عبارت است از آنکه فردی قادر است تصمیم‌گیری اشتباهی را بطور سیستماتیک به کلیه افراد منتقل نماید (به عنوان مثال اتخاذ تصمیم غیربهبینه به جای تصمیمی بهینه). در این حالت، رفتار توده‌وار ارتباط تنگاتنگی با پدیده‌هایی مثل تغییرات ناپایدار بدون ورود هرگونه اطلاعات جدید، حباب‌ها و رفتارهای زودگذر دارد (دونو و ولچ، ۱۹۹۶؛ ص ۶۰۴).

پیچاندنی و شرما در تعریف رفتار توده‌وار آن را قصد و نیت آشکار سرمایه‌گذاران جهت کپی کردن رفتار سایر سرمایه‌گذاران معرفی کرده‌اند. تعبیر جالب از رفتار توده‌وار تشبیه آن به رفتارهای گله‌ای یا رمه‌ای می‌باشد. به این دلیل که توده‌ای از افراد مبادرت به انجام کارهای مشابه می‌کنند. رفتار توده‌وار عمومی‌ترین پدیده شناخته شده در بازارهای مالی در چارچوب علم روانشناسی است. این پدیده می‌تواند باعث رفتارهای غیرمنطقی از سوی سرمایه‌گذاران شود. ممکن است تعدادی از سرمایه‌گذاران با تجزیه و تحلیل‌های بنیادی به این نتیجه برسند که یک سهم خاص پایین تر از ارزش واقعی آن، قیمت‌گذاری شده است و خرید آن سهم منطقی است، اما از خرید آن سهم خودداری می‌کنند و شبیه سایر سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند. حتی افراد کاملاً منطقی هم می‌توانند دچار این پدیده شوند. وقتی جمعی کار خاصی انجام می‌دهد یا واکنش خاصی از خود بروز می‌دهد از نظر ذهنی برای افراد دیگر سخت است که رفتاری متفاوت از آن جمع داشته باشد. در این حالت گروه سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان توده‌ای به تصویر کشیده می‌شوند که سایر سرمایه‌گذاران بدون داشتن اطلاعات کافی، مبادرت به انجام اقداماتی مخاطره‌آمیز و مشابه آن‌ها، جهت کسب منفعت می‌نمایند و با اولین نشانه‌های بحران با سرعت به سمت پناهگاه‌های امن هجوم می‌برند. این امر عمدتاً ناشی از نبود تقارن اطلاعاتی و تحلیل کارشناسانه مناسب، نبود یا کمبود شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی،

نقص قوانین و مقررات، نبود الزامات افشای اطلاعات و جلب اطمینان سرمایه گذاران و نهایتاً نبود کارآیی بازار سرمایه می باشد.

### صندوقهای سرمایه گذاری

صندوق سرمایه گذاری در بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به شرح زیر تعریف شده است:

" نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه گذاری در اوراق بهادار می باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک اند." (قانون بازار، ۱۳۸۴)

به این ترتیب از مجموعه تعاریف ارائه شده می توان نتیجه گرفت که "صندوقهای سرمایه گذاری مشترک به عنوان یکی از انواع واسطه های مالی و از جمله نهادهایی هستند که با فروش پیوسته واحد سرمایه گذاری خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و آنها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه مدت بازار پول و دارایی های دیگر، با توجه به هدف صندوق، به طور حرفه ای سرمایه گذاری می کنند". ترکیب دارایی های صندوقهای سرمایه گذاری مشترک به عنوان پرتفوی شناخته می شود و خریداران واحدهای سرمایه گذاری صندوقها، به نسبت سهم خود بخشی از مالکیت سبد اوراق بهادار صندوق را به دست می آورند و هر واحد سرمایه گذاری صندوق بیانگر نسبت مالکیت هر یک از سرمایه گذاران در دارایی های صندوق و درآمد ناشی از آن دارایی هاست.

### فرضیه های تحقیق

بین صندوقهای سرمایه گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده وار وجود دارد.

رفتار توده وار صندوقهای سرمایه گذاری مشترک بر روی سهام شرکت های کوچکتر بیشتر است.

رفتار توده وار صندوقهای سرمایه گذاری مشترک برای سهام رشدی بیشتر است.  
رفتار توده وار صندوقهای سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید بیشتر است.

رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش بیشتر است.

### روش تحقیق

در این تحقیق به دنبال توصیف شرایط موجود و وضعیت مشاهده شده در نحوه رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشیم، می‌توان این تحقیق را از جمله تحقیقات توصیفی تلقی نمود. بنابراین این تحقیق از نظر گردآوری داده‌ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل یک پژوهش توصیفی و غیر آزمایشی می‌باشد که سعی پژوهشگر بر این است که یک مساله و پرسش واقعی را که در عمل وجود دارد، طی فرایند تحقیق پاسخ دهد.

### جامعه و نمونه آماری

به دلیل تعداد کم صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، کل جامعه مورد بررسی قرار می‌گیرد و نمونه‌ای انتخاب نمی‌شود. با توجه به بررسی کل جامعه آماری در محدوده زمانی معین، می‌توان نتایج بدست آمده را به دوره‌های آتی تخمین زد.

### قلمرو زمانی

با توجه به عمر محدود صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، قلمرو زمانی از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا انتهای سال ۱۳۹۱ (دوره ۴ ساله) مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### مدل LSV

$$HM_{i,t} = |P_{i,t} - P_t| - AF_{i,t}$$

که در اینجا:

$$P_{i,t} = \frac{B_{i,t}}{B_{i,t} + S_{i,t}} \quad \text{و} \quad P_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t}}{n}$$

محاسبه  $B_{i,t}$  ( $S_{i,t}$ ): تعداد سرمایه گذارانی که سهم  $i$  را در دوره  $t$  به پرتفوی خود اضافه (از پرتفوی خود حذف) می کنند. به طور مثال سهام بانک ملت در دوره یک ماهه فروردین سال ۱۳۹۱ به ترتیب ۱۰۶ خریدار و ۸۴ فروشنده داشته است؛ لذا  $B_{i,t}$  برای سهام وبملت در فروردین ۱۳۹۱ برابر با ۱۰۶ و  $S_{i,t}$  برای همین سهم در همین دوره برابر با ۸۴ خواهد بود.

محاسبه  $P_{i,t}$ : نسبت سرمایه گذارانی که سهم  $i$  را طی دوره  $t$  می خرند. این نسبت از تقسیم  $B_{i,t}$  به  $N_{i,t}$  بدست می آید.  $N_{i,t}$  نیز از جمع  $S_{i,t}$  و  $B_{i,t}$  حاصل می شود. به عنوان مثال این نسبت برای سهام بانک ملت در فروردین ۱۳۹۱ برابر با ۰/۵۶ می شود.

محاسبه  $P_t$ : نسبت مورد انتظار تعداد خریدارانی که در شرایط وجود فرضیه خنثی، بدست خواهد آمد. تصمیمات معاملاتی، توسط خالص جریانات مربوط به منابع مالی فرد تحت تاثیر قرار می گیرد. به عنوان مثال، زمانی که مقادیر زیادی منابع مالی به دست آید، سرمایه گذاران تمایل دارند که در بازار بیشتر در طرف خرید قرار گیرند. کسر کردن  $P_t$  برای اصلاح چنین رفتارهای توده ای می باشد.  $P_t$  برای همه سهام طی یک دوره یک ماهه خاص ثابت است اما در دوره های مختلف تغییر می کند. در این تحقیق نسبت مورد انتظار  $P_t$ ، ۰/۵ در نظر گرفته شده است.

محاسبه عامل تعدیل  $AF_{i,t}$ : از حاصل ضرب  $P_{i,t}$  و  $|P_{i,t} - P_t|$  برای هر سهم در ماه  $t$  بدست می آید.

اولین بخش از معیار LSV،  $|P_{i,t} - P_t|$  یک مقدار مطلق است، و در نتیجه مقدار مورد انتظار با توجه به نوسانات تصادفی ممکن است از صفر فاصله داشته باشد. عامل تعدیل،  $AF_i$ ، این تصادفی بودن را اصلاح می کند.  $AF_i$  مقدار مورد انتظار  $|P_{i,t} - P_t|$  می باشد که تحت این فرض که جهت معاملات از یک توزیع دو جمله ای با  $B_{i,t}$  و  $S_{i,t}$  به عنوان نتایج ممکن پیروی می کند، برآورد می شود. عامل تعدیل، انحرافی که ممکن است در  $|P_{i,t} - P_t|$  برای سهامی که توسط تعداد کمی سرمایه گذار معامله می شود، اتفاق افتد، را اصلاح می کند.

HM: عامل رفتار توده ای (Herding Movement)

برای ارزیابی رفتار توده‌ای در یک زیرگروه خاص از سرمایه‌گذاران، به محاسبه میانگین معیار رفتار توده‌ای  $HMi,t$  برای همه سهام و دوره‌های یک ماهه در آن گروه خاص می‌پردازیم. یک مقدار مثبت برای  $HMi,t$  نشانه‌ای از رفتار گروهی برای سهم مورد نظر (i) در دوره یک ماهه مورد بررسی (t) خواهد بود.

### آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول: بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌وار وجود دارد.

به کارگیری آزمون t مستلزم آن است که توزیع جامعه نرمال باشد. اگر این شرایط کمی مخدوش شود به شرط آنکه اولاً حجم نمونه خیلی کم نباشد، ثانیاً دارای مقادیر پرت نبوده قابل اغماض است ولی اگر بررسی‌های اولیه بیان‌گر آن باشد که فرض‌های مدل به شدت مختل است، می‌توان از آزمون‌های جایگزین ناپارامتری استفاده کرد. با توجه به نتیجه آزمون کلموگروف اسمیرنوف و با توجه به بزرگ بودن حجم نمونه (بزرگتر از ۳۰) می‌توان طبق قضیه حد مرکزی، توزیع میانگین نمونه را نرمال فرض نمود و از آزمون پارامتریک تی استودنت استفاده کرد.

فرض صفر ( $H_0$ ): بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌وار وجود ندارد.

فرض مقابل ( $H_1$ ): بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌وار وجود دارد.

جدول (۱) نتایج آزمون t یک نمونه‌ای

متغیر	میانگین	انحراف استاندارد	آماره t	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
رفتار توده‌وار	۰/۲۴۱۷۵۴۴	۰/۱۶۴۴۳۳۳۱	۲۵۲/۳۶	۶۰۷	۰	وجود رفتار توده‌وار

نتیجه آزمون نشان می‌دهد اولاً مقدار میانگین رفتار توده‌وار در بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس، بالا تر از صفر برآورد شده است، همچنین فرض صفر مبنی بر برابری میانگین با صفر رد می‌شود (مقدار سطح معناداری کمتر از ۵٪ شده است) مقدار عدد بحرانی آزمون تک دنباله در سطح آلفای برابر با ۰/۰۵ برابر با مقدار

۱/۶۴۵ می باشد. از سوی دیگر مقدار آمار t از مقدار بحرانی تک دنباله ۱/۶۴۵ بیشتر می باشد بنابراین فرض آزمون تک دنباله مبنی بر بزرگتری بودن با عدد صفر تایید می شود.

آزمون فرضیه دوم: رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک بر روی سهام شرکت های کوچکتر بیشتر است.

برای مقایسه رفتار توده وار در بین صندوق های سرمایه گذاری مشترک بر روی سهام شرکت های کوچک و بزرگ از آزمون T مستقل استفاده می شود.

فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به شکل زیر می باشد.

$H_0$ : بین رفتار توده وار شرکت های کوچک ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار شرکت های بزرگ ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین رفتار توده وار شرکت های کوچک ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار شرکت های بزرگ ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول (۲) نتایج توصیفی

شرکت	اندازه نمونه	میانگین	انحراف استاندارد	خطای تخمین
کوچک	۳۲۰	۰/۱۸۵۷۰۹۵	۰/۱۳۲۰۴۵۶۵	۰/۰۰۷۳۸۱۵۸
بزرگ	۱۶	۰/۰۸۲۰۲۷۳	۰/۰۹۰۲۸۹۶۸	۰/۰۲۲۵۷۲۴۲

جدول (۳) مقایسه متغیرها در دو گروه

نتایج آزمون t				
فاصله اطمینان	T	درجه آزادی	سطح معناداری	کران پایین
				کران بالا
۰/۱۶۹۴۲۱۹۲	۳/۱۰۲	۳۳۴	۰/۰۰۲	۰/۰۳۷۹۴۲۴۹

مقدار سطح معناداری نشان می دهد که تفاوت معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بین رفتار توده وار شرکت های کوچک ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار شرکت های بزرگ ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد (سطح معناداری کمتر از ۵٪ شده است). در نتیجه رفتار توده وار شرکت های کوچک و شرکت های بزرگ با هم اختلاف معناداری دارد. با توجه به مقدار

میانگین به دست آمده می‌توان گفت که رفتار توده‌وار شرکت‌های کوچک در سطح اطمینان ۹۵٪ بیشتر از رفتار توده‌وار شرکت‌های بزرگ می‌باشد (مقدار  $t$  بیشتر از ۱/۶۴ می‌باشد و فاصله اطمینان محاسبه شده دارای کران پایین و بالای مثبت می‌باشد).

آزمون فرضیه سوم: رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برای سهام رشدی بیشتر است.

برای مقایسه رفتار توده‌وار در بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر روی سهام رشدی و ارزشی از آزمون  $T$  مستقل استفاده می‌شود.

$H_0$ : بین رفتار توده‌وار سهام ارزشی ( $\mu_1$ ) و رفتار توده‌وار سهام رشدی ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین رفتار توده‌وار سهام ارزشی ( $\mu_1$ ) و رفتار توده‌وار سهام رشدی ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول (۴) نتایج توصیفی

سهام	اندازه نمونه	میانگین	انحراف استاندارد	خطای تخمین
رفتار ارزشی	۲۸	۰/۲۸۶۰۰۲۱	۰/۱۴۶۴۹۰۷۴	۰/۰۲۷۶۸۴۱۵
رفتار توده‌وار رشدی	۱۳۷	۰/۳۷۷۲۱۷۹	۰/۱۵۴۵۱۹۴۲	۰/۰۱۳۲۰۱۴۹

جدول (۵) مقایسه متغیرها در دو گروه

نتایج آزمون $t$				
T	درجه آزادی	سطح معناداری	فاصله اطمینان	
			کران پایین	کران بالا
-۲/۸۷	۱۶۳	۰/۰۰۵	-۰/۱۵۳۹۶۳۶	-۰/۰۲۸۴۶۷۹۴

مقدار سطح معناداری نشان می‌دهد که تفاوت معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بین رفتار توده‌وار سهام ارزشی ( $\mu_1$ ) و رفتار توده‌وار سهام رشدی ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد (سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ شده است). در نتیجه رفتار توده‌وار سهام رشدی و سهام ارزشی با هم اختلاف معناداری دارد. با توجه به مقدار میانگین به دست آمده می‌توان گفت که رفتار توده‌وار سهام رشدی در سطح اطمینان ۹۵٪ بیشتر از رفتار توده‌وار سهام



ارزشی می باشد (مقدار  $t$  کمتر از  $1/64$  - می باشد و فاصله اطمینان محاسبه شده دارای کران پایین و بالای منفی می باشد).

آزمون فرضیه چهارم: رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید بیشتر است.

برای مقایسه رفتار توده وار در بین صندوق های سرمایه گذاری در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید و فروش از آزمون  $T$  مستقل استفاده می شود.

$H_0$ : بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در فروش ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در فروش ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول (۶) نتایج توصیفی

خطای تخمین	انحراف استاندارد	میانگین	اندازه نمونه	دوران رونق	
۰/۰۳۴۳۴۲۳۲	۰/۲۰۸۸۹۶۱۷	۰/۳۰۸۸۹۲۲	۳۷	خرید	رفتار توده وار
۰/۰۲۷۵۲۸۸۱	۰/۱۱۰۱۱۵۲۵	۰/۲۵۷۱۵۹۴	۱۶	فروش	

جدول (۷) مقایسه متغیرها در دو گروه

نتایج آزمون $t$					
فاصله اطمینان		سطح معناداری	درجه آزادی	T	
کران بالا	کران پایین				
۰/۱۶۳۰۹۴۵۶	-۰/۰۵۹۶۲۸۹۸	۰/۳۵۵	۵۱	۰/۹۳۳	رفتار توده وار

مقدار سطح معناداری نشان می دهد که تفاوت معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص

کل بورس در فروش ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود ندارد. (سطح معناداری بیشتر از ۵٪ شده است).

آزمون فرضیه پنجم: رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش بیشتر است.

برای مقایسه رفتار توده وار در بین صندوق های سرمایه گذاری در هنگام تنزل شاخص کل بورس در خرید و فروش از آزمون T مستقل استفاده می شود.

$H_0$ : بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش ( $\mu_2$ )، تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول (۸) نتایج توصیفی

خطای تخمین	انحراف استاندارد	میانگین	اندازه نمونه	دوران رکود	
۰/۰۲۹۷۵۲۱۱	۰/۱۴۲۶۸۶۱	۰/۲۲۴۸۵۶۵	۲۳	خرید	رفتار توده وار
۰/۰۲۲۰۸۲۵۲	۰/۱۲۲۹۵۰۲۹	۰/۱۸۸۵۴۸۴	۳۱	فروش	

جدول (۹) مقایسه متغیرها در دو گروه

نتایج آزمون t					رفتار توده وار
فاصله اطمینان		سطح معناداری	درجه آزادی	T	
کران بالا	کران پایین				
۰/۱۰۹۰۱۶۱۳	-۰/۰۳۶۳۹۹۸۶	۰/۳۲۱	۵۲	۱/۰۰۲	

مقدار سطح معناداری نشان می دهد که تفاوت معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بین رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در خرید ( $\mu_1$ ) و رفتار توده وار صندوق های سرمایه گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص

کل بورس در فروش (M2)، تفاوت معناداری وجود ندارد. (سطح معناداری بیشتر از ۰.۵٪ شده است). در نتیجه فرض محقق در سطح اطمینان ۰.۹۵٪ رد می شود.

### یافته های تحقیق

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: شواهدی که دال بر رد فرضیه اول باشد مشاهده نگردید.

صندوق های سرمایه گذاری مشترک توسط مدیران حرفه ای اداره می شوند. نتایج این فرضیه نشان می دهد که مدیران حرفه ای پیش بینی ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهام را نادیده می گیرند و تصمیمات سرمایه گذاری تنها بر پایه رفتار کل بازار اتخاذ می کنند. نتایج فرضیه اول با نتایج حاصل از برخی مطالعات گذشته از جمله گرینبلت، تیمن و ورمرز (۱۹۹۵)، ورمرز (۱۹۹۹)، لوبائو و سرا (۲۰۰۲) و ویلی (۲۰۰۵) و مانگانارو و مارتینز (۲۰۰۷) و المیرا فهامی (۱۳۹۰) مشابه است.

سارا شهریاری (۱۳۸۵) رفتار توده وار سرمایه گذاران را با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار داد و به این نتیجه رسید که در کوتاه مدت سرمایه گذاران رفتار توده وار دارند. تحقیق حاضر در سطح بالاتری در سطح صندوق های سرمایه گذاری مشترک رفتار توده وار مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که صندوق های سرمایه گذاری مشترک رفتار توده وار دارند.

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: شواهدی که دال بر رد فرضیه دوم باشد مشاهده نگردید.

سهام شرکت های کوچک اطلاعات دقیق کمتری را ارائه می کند، ممکن است یک سرمایه گذار به جای استفاده از اطلاعات نهانی خودش، به رفتار گروهی پردازد. کسب بازدهی از سهام شرکتهای کوچک نسبت به شرکت های بزرگتر راحتتر است. که یکی از دلایل این امر وجود حد نوسان (مانند حجم مینا) برای سهام در معاملات است. بنابراین جابجایی قیمت سهام شرکت های کوچک تر آسان است. به بیان دیگر گروهی با ایجاد شایعات در بازار سرمایه گذاران را به سمت معامله یک سهم خاص می کشانند تا قیمت آن سهم را به محدوده خاصی برسانند و به بازدهی مورد نظر دست یابند. بنابراین هنگامی

که راس هرم توده‌وار که سرمایه‌گذاران از او پیروی کرده‌اند سهم را ترک کند سرمایه‌گذاران به پیروی از رأس هرم، آن سهم را رها کرده در نتیجه قیمت آن سهم سقوط می‌کند.

نتایج فرضیه دوم با نتایج حاصل از برخی مطالعات گذشته از جمله ویلی (۲۰۰۵) و ویت دو و همکاران (۲۰۰۶)، مانگانارو و مارتینز (۲۰۰۷) مشابه است.

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: شواهدی که دال بر رد فرضیه سوم باشد مشاهده نگردید.

یکی از یافته‌های تحقیق آنها این بود که رفتار توده وار در سهام ارزشی بیشتر اتفاق می‌افتد. در بازار سرمایه کشور ما همواره شایعات پیرامون سهام رشدی بیشتر بوده است. در نتیجه انتظارات سرمایه‌گذاران از سهام رشدی بیش‌نمایی شده است. سهام رشدی اطلاعات دقیق کمتری را ارائه می‌کنند، ممکن است یک سرمایه‌گذار به جای استفاده از اطلاعات نهانی خودش، به رفتار گروهی بپردازد. سهام ارزشی در مرحله گاو شیرده قرار دارند و برای سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب بازدهی در کوتاه مدت مدت هستند جذاب نیست، بنابر این تعداد بسیار زیادی از این سرمایه‌گذاران که صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک را نیز شامل می‌شوند به پیروی از یکدیگر به سهام رشدی روی می‌آورند.

نتایج فرضیه سوم با نتایج حاصل از برخی مطالعات گذشته از جمله ویت دو و همکاران (۲۰۰۶) تفاوت دارد. که این تفاوت میتواند به دلیل بازه زمانی و تفاوت بازار سرمایه ایران با بازار سرمایه فنلاند باشد.

ویت دو و همکاران (۲۰۰۶) موضوع سرمایه‌گذاران توده‌وار و راهبری شرکتی در بازارهای متمرکز بر روی بازار سهام فنلاند در طی سالهای ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ مورد بررسی قرار دادند.

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم: شواهدی دال بر رد فرضیه چهارم مشاهده گردید.

شرایط صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک: ممکن است منابع پولی جدید وارد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نشده باشد و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نمی‌توانسته خرید

انجام دهد و این امکان را هم نداشته برخی از سهام پرتفوی خود را بفروش رساند و سهام دیگری را جایگزین آنها نماید.

خرید سهم مورد نظر به دلیل صف خرید در آن سهم موفق نبوده است. نتایج فرضیه چهارم با نتایج حاصل از برخی مطالعات گذشته از جمله والتر و وبر (۲۰۰۶) تفاوت دارد. نتایج حاصل با نتایج مورد انتظار ما در ابتدای شروع این تحقیق یکسان نبوده که ممکن است به موجب دلایل ذیل باشد:

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم: شواهدی که دال بر تأیید فرضیه پنجم باشد، مشاهده نگردید. در دوران رکود بازار اگر سرمایه گذاری سهمی را بفروش رساند امکان جایگزینی برای خرید سهم مشکلتر می شود که مدیران صندوقهای سرمایه گذاری از این قاعده مستثنی نیستند و امید به برگشت بازار به دوران رونق را دارند.

فروش سهم مورد نظر به دلیل صف فروش در آن سهم موفق نبوده است. نتایج فرضیه پنجم با نتایج حاصل از برخی مطالعات گذشته از جمله والتر و وبر (۲۰۰۶) تفاوت دارد. نتایج حاصل با نتایج مورد انتظار ما در ابتدای شروع این تحقیق یکسان نبوده که ممکن است به موجب دلایل ذیل باشد:

## منابع

- احمد خان بیگی، مصطفی (۱۳۸۸) رابطه محافظه کاری و به موقع بودن سود حسابداری با اندازه شرکت و اندازه موسسه حسابداری، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و شهریار، سارا (۱۳۸۶) بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴، بررسی‌های حسابداری و حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال ۱۴، شماره ۴۹، صص ۲۵-۴۴.
- آذر، عادل. مؤمنی، منصور (۱۳۸۳) آمار و کاربرد آن در مدیریت. جلد دوم. چاپ هفتم، انتشارات سمت، تهران.
- بدری، احمد. صادقی، محسن (۱۳۸۴) بررسی اثر روزهای مختلف هفته بر بازدهی، نوسان پذیری و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت. شماره ۱۷، صص ۵۵-۸۳.
- جهانگیری راد، مصطفی و مرفوع، محمد و سلیمی، محمد جواد (۱۳۹۳) بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۴۲، صص ۱۳۹-۱۵۶.
- حافظ نیا محمد رضا (۱۳۸۷)، مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران انتشارات سمت، چاپ چهاردهم.
- حراف عموقین، نسیم (۱۳۸۷) بررسی رابطه اندازه شرکت با نوسانات بازدهی سهام در شرایط مختلف بازار در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء(س).
- خواجوی، شکراله. قاسمی، میثم (۱۳۸۴) فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری. مجله تحقیقات مالی. شماره ۲۰، دانشگاه تهران. صص ۶۹-۴۹.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۷) روش تحقیق در مدیریت. چاپ سوم، انتشارات بازتاب، تهران.
- دلاور، علی. (۱۳۸۷) روش تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی، چاپ بیست و چهارم. نشر ویرایش. تهران.
- راعی، رضا. تلنگی، احمد (۱۳۸۳) مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت). چاپ اول. صص ۴۸۳-۴۸۰.

- راعی، رضا. فلاح پور سعید (۱۳۸۳) مالی رفتاری رویکردی متفاوت در حوزه مالی، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۸، دانشگاه تهران. صص ۱۰۶-۷۷.
- سرمد، زهره. بازرگان، عباس. حجازی، الهه (۱۳۸۱) روش تحقیق در علوم رفتاری. چاپ ششم. صص ۹۳-۸۱.
- شهریاری، سارا (۱۳۸۵) بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران ... ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- فهامی، المیرا (۱۳۹۰) بررسی رفتار توده وار مدیران صندوقهای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران- شمال .
- عرب مازار یزدی، محمد و بدری، احمد و عزیزیان، افشین (۱۳۹۲) آزمون تجربی رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۳۹، صص ۱-۲۷.
- عزتی، مرتضی (۱۳۷۶) روش تحقیق در علوم اجتماعی، (چاپ اول) تهران: چاپ انتشارات یاران.

- Avery, Christopher and Peter Zemsky. 1998. "Multidimensional Uncertainty and Herd Behaviour in Financial Markets". *American Economic Review*. Vol.88. pp. 724-48.
- Banerjee, A. V. (1992). "A simple model of herd behaviour" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107. pp. 797-817.
- Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2000). *Herd Behaviour in Financial Markets: A Review*. IMF Working Paper WP/00/48.
- Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2001). "Herd Behaviour in Financial Markets". IMF Staff Papers. Vol. 47. No. 3.
- Bikhchandani, S. Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992). "A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades", *Journal of Political Economy*, Vol. 100. pp. 992-1026.
- Chevalier, Judith and Glenn Ellison. (1999). "Career Concerns of Mutual Fund Managers", *Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 389-432.
- Devenow. Andrea and Ivo Welch. (1996). "Rational Herding in Financial Economics". *European Economic Review*. Vol. 40. pp. 603-15.
- Do, V. Tan, MGS. And Westerholm, P.J. (2006). "Herding Investors and Corporate Governance in a Concentrated Market ", 2006. Fma.org.

- Froot, K.A., Scharfstein, D.S. and Stein, J. C. (1992). "Herd on the street: informational inefficiencies in a Model with Short-Term Speculation", *Journal of Finance*, Vol. 67. pp. 1461-84.
- Graham, John R. 1999. "Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence". *Journal of Finance*. 54. pp. 237-68.
- Grinblatt, M., Titman, S. and Wermers, R. (1995). "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behaviour", *American Economic Review*, Vol. 85, pp. 1088-105.
- Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam and S. Titman (1994). "Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information before Other". *Journal of Finance* 49. 1665-98.
- Johnsson, Malena and Lindblom, Henrik and Platan, Peter (2002). "Behavioural Finance and Change of Investor Behaviour During and After the Speculative at the End of the 1990s " Master's Thesis in Finance, *School of Economic and Management*, Lund University.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Thaler, R. and Vishny, R. W. (1991). Window dressing by pension fund managers. *American Economic Review*. Vol. 81. pp. 227-31.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1992) "the impact of institutional trading on stock prices". *Journal of financial economics*, 32, Pp.23 -43.
- Lobao, J. and Serra, A. P. (2002). Herding behavior – evidence from Portuguese mutual funds. Working Paper. University of Porto.
- Manganaro, A. and Martenz, D.V. (2007). *Herding Behaviour in the Swedish Mutual Fund Industry*, Master Thesis in Finance. Stockholm School of Economics.
- Maug, Ernst and Narayan Naik.(1996) " *Herding and Delegated Portfolio Management*". Mimeo. London Business School.
- Nofsinger, J. R. and Sias, R. W.(1999). "Herding and feedback trading by institutional and individual investors", *Journal of Finance*, Vol. 54. pp. 2263-95.
- Scharfstein, D.S. and Stein, J. C.(1990) " Herd behaviour and investment. *American Economic Review*", Vol. 80. pp. 465-79.
- Sharma, V. (2004). "Two Essays on Herding in Financial Markets". <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-04292004-124545/unrestricted/Dissertation.pdf> .
- Trueman, Brett. 1994. "Analyst Forecasts and Herding Behaviour". *Review of Financial Studies*. Vol. 7. pp. 97-124.
- Voronkova, S. and Bohl, M. T. (2005). "Institutional traders' behaviour in an emerging stock market: empirical evidence on



- Polish pension fund investors”. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 32. pp. 1537–60.
- Walter, A. and Weber, F. M. (2006). “Herding in the German mutual fund industry”. *European Financial Management*. Vol. 12. pp. 375-406.
- Wermers, R. (1999). “Mutual fund herding and the impact on stock prices”, *Journal of Finance*, Vol. 54. pp. 581-622.
- Wylie, S. (2005). “Fund manager herding: a test of the accuracy of empirical results using UK data”. *Journal of Business*. Vol. 78. pp. 381–403.
- Zwiebel, Jeffrey(1995) “Corporate Conservatism and Relative Compensation”, *Journal of Political Economy*, Vol. 103. No. 1. pp. 1–25.