

## تأثیر زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی سرمایه‌گذاران

روح‌الله آماره\*

دکتری حسابداری، سازمان حسابرسی، تهران، ایران

### سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۰۱

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۰۳/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۰۶

### کلیدواژه‌ها:

زیان‌گریزی

رفتار دسته‌جمعی

دانش درک‌شده

عملکرد سرمایه‌گذاری

مالی رفتاری

### چکیده

در بازار سرمایه افراد به سوگیری‌های متعددی دچار هستند که این موضوع موجب ظهور رفتارهای غیرمنطقی می‌شود. به همین دلیل افراد غالباً در معرض سطح قابل توجهی از ریسک هستند، و برای رهایی از آن، مانند دیگران رفتار می‌کنند. بر این اساس هدف از این پژوهش پاسخ به این سؤال است که "آیا سوگیری زیان‌گریزی تأثیر قابل توجهی بر شکل‌گیری رفتار دسته‌جمعی در میان سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دارد؟". برای دستیابی به این هدف یک پرسشنامه تحلیلی آنلاین و با ۴۱۱ سرمایه‌گذار، برای جمع‌آوری داده‌های اولیه طراحی و برای تجزیه و تحلیل و تفسیر داده‌ها از تحلیل رگرسیون چندگانه استفاده شد. یافته‌های این پژوهش بیانگر این موضوع است که زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی تأثیر مثبت و معناداری دارد و یکی از دلایل رخ دادن چنین رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است، به صورتی که افرادی که از زیان‌گریزان هستند، همواره سعی می‌کنند رفتار جمعی را الگوی خود قرار دهند، با این تصور که دیگران نیز احساسی شبیه خودشان دارند. از طرفی دیگر نتایج نشان داد که کسانی که به دانش خود متکی هستند، نیز رفتار دسته‌جمعی از خود نشان می‌دهند، بخصوص زمانی که افراد از دانش دیگران از این موضوع باخبر می‌شوند، اتکا به دانش درک شده خودشان بیشتر می‌شوند و رفتار دسته‌جمعی قوت می‌گیرد. دیگر نتیجه‌ی به دست آمده حاکی از آن دارد که سرمایه‌گذارانی که عملکرد خود را بالا می‌بینند، دارای عملکرد مشابه دیگران هستند و از رفتار دیگران در بازار تبعیت می‌کنند.

Copyright © The Authors. Published by Shandiz Institute of Higher Education

استناد به مقاله:

آماره، روح‌الله. (۱۴۰۲). تأثیر زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی سرمایه‌گذاران، کاوش‌های نوین در علوم محاسباتی و مدیریت رفتاری، (۱)، ۳۳-۴۴.

<https://necsbm.shandiz.ac.ir>



 <https://doi.org/10.22034/necsbm.2023.171765>

openaccess

### ۱. مقدمه

می‌شود (مائووا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). البته نظریه سنتی مالی (کارایی بازار سرمایه<sup>۲</sup>) فرض می‌کند که سرمایه‌گذاران منطقی و ریسک‌پذیر هستند و دارای پرتفوی متنوع و بهینه هستند و برای اثبات این موضوع به دو دلیل زیر در رابطه با عقلانیت افراد در بازار مالی اتکا دارد:

اگرچه همه سرمایه‌گذاران در بازار منطقی رفتار نمی‌کنند، با این حال، استدلال می‌شود که اثر معاملات افراد غیرمنطقی در بازارهای

سرمایه‌گذاری در سهام بازارهای مالی در طول تاریخ همواره با محدودیت‌هایی روبرو بوده، چرا که عوامل متعددی همچون (عدم حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و بستانکاران، اکثر بورس‌ها دارای ساعات معاملاتی محدود بوده و از نزدیک با سایر بازارهای سرمایه‌گذاری قابل مقایسه نیستند)، هنوز هم مانع از توسعه آن‌ها

<sup>2</sup> The Efficient Market Hypothesis (EMH)

<sup>1</sup> Mawowa

پژوهشگران تعصبات بسیاری را شناسایی کرده‌اند که در آن حالت‌های مختلف تعصب رفتاری را که ممکن است بر روند سرمایه-گذاری تأثیر بگذارد، را جداگانه بیان کردند (کهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹). تأکید مطالعات تجربی در زمینه امور مالی رفتاری (به‌عنوان مثال، ورما و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸؛ هات<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹؛ چیانگ و ژنگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۰؛ ونزیا و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۱؛ دائن و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۲؛ گالاریوتس و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۴؛ سپیریانی و گوارینو<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۴؛ لی<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۷؛ لی و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۷؛ ژنگ و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۷؛ ایگوال و سانتاماریا<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۷؛ لیتیمی<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۷) بر یافتن پاسخ به این سوال است که آیا رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام را می‌توان منطقی یا غیرمنطقی در نظر گرفت یا خیر؟ اما در مورد تأثیر زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی سرمایه‌گذاران پژوهشی تاکنون انجام نشده است. به همین دلیل در این پژوهش سعی می‌شود این شکاف عمیق پژوهشی که در مباحث مالی رفتاری وجود دارد و توسط پژوهشگران نادیده گرفته شده است را به صورت دقیق مورد بررسی و به اهداف این موضوع جامه عمل بپوشاند. به دلایل ذکر شده وجود چنین پژوهشی در مباحث مالی رفتاری ضروری به نظر می‌رسید.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

### ۲.۱. نظریه چشم‌انداز

نظریه چشم‌انداز<sup>۲۱</sup> از دید تجزیه‌وتحلیل تصمیم در شرایط عدم اطمینان (ریسک)، نظریه مطلوبیت مورد انتظار<sup>۲۲</sup> را به‌عنوان یک مدل توصیفی از تصمیم‌گیری تحت ریسک که براساس قوانین یا بدیهیات عقلانیت است، به چالش می‌کشد. همچنین کهنمن و تورسکی (۱۹۹۲)، دو شرط اساسی نظریه اقتصادی<sup>۲۳</sup> که مبتنی بر (۱): تنها بازماندگان در یک محیط رقابتی کسانی هستند که رفتار منطقی دارند و (۲) هرگونه تلاش برای کنار گذاشتن مفهوم عقلانیت در نظریه اقتصادی می‌تواند باعث هرج و مرج شود را براساس نظریه چشم‌انداز به چالش کشیدند، به صورتی که طبق نظریه مطلوبیت مورد انتظار و مفروضات رایج در بین اقتصاددانان، افراد به‌عنوان

مالی به دلیل معاملات سایر افراد غیرمنطقی در بازار، خنثی می‌شود. استدلال دیگر برای ادامه کارایی بازار این است که آربیتراژورهای منطقی در بازار، تأثیر سرمایه‌گذاران غیرمنطقی بر قیمت بازار اوراق بهادار مالی مانند سهام را از بین می‌برند (شلیفر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

اما در دنیای واقعی سرمایه‌گذاران همیشه انتظار دارند حداکثر بازده را کسب کنند، که همین موضوع باعث وجود رفتارهای غیرمنطقی از افراد در بازارها می‌شود که مبنای عقلانیت سرمایه‌گذاران را در هاله‌ای از ابهام قرار می‌دهد (سوکانیا و تیمارایاپا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵؛ بهامرا و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱).

به‌طور کلی، افراد در تصمیم‌گیری‌های خود از اصول منطقی، تئوری مطلوبیت مورد انتظار یا سایر مدل‌های هنجاری بهره می‌برند ولی این موارد نیز تحت تأثیر ترجیحات رفتاری یا سبک‌های شناختی افراد دچار نقض می‌شوند (کهنمن و تورسکی<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳، ۱۹۷۴؛ سایمون<sup>۵</sup>، ۱۹۵۵). به دلایل مختلف افراد سعی دارند که به جای تصمیم‌گیری یا قضاوت بر اساس این مدل‌ها، از روش‌هایی ذهنی یا تجربی استفاده کنند که بعضی اوقات آن‌ها را به ارتکاب اشتباه یا سوگیری در تصمیم سوق می‌دهد (کهنمن و تورسکی، ۱۹۸۳، ۱۹۷۴). با این وجود، همه انسان‌ها عامدانه این کار را انجام نمی‌دهند، بعضی از آنها عملکردی دارند که گویی از مدل‌های هنجاری عقلانیت استفاده می‌کنند (استانوویچ و وست<sup>۶</sup>، ۲۰۰۰، ۱۹۹۹، ۱۹۹۸) و در شکل‌گیری گزینه‌های فردی، تصمیمات مالی در شرکت‌ها و بازارهای مالی نقش مهمی را ایفا می‌کند. انتخاب‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران، مانع به حداکثر رسیدن ثروت خود، اجرای برنامه‌های شرکت‌ها و علاوه بر آن بهره‌وری کلی اقتصاد می‌شود (کهنمن و تورسکی<sup>۷</sup>، ۱۹۷۹).

بر همین اساس تعصبات زیادی در روانشناسی وجود دارد که این تعصبات به‌گونه‌ای بر افراد اثر دارند که مرتباً افراد در موقعیت‌های مختلف تصمیم معقولانه‌ای نمی‌گیرند (شفرین<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰) و به‌طور معمول از عقاید متعارف ریسک‌پذیری تبعیت می‌کنند و در پیش‌بینی‌ها و قضاوت‌های جاری خود از پیش‌بینی‌های گذشته استفاده می‌کنند (سوکانیا و تیمارایاپا، ۲۰۱۵). به همین دلیل،

<sup>13</sup> Dhaene, Linders, Schoutens & Vyncke

<sup>14</sup> Galarotis, Rong & Spyrou

<sup>15</sup> Cipriani & Guarino

<sup>16</sup> Lee

<sup>17</sup> Li, Guo & Park

<sup>18</sup> Zheng, Li & Chiang

<sup>19</sup> Iguar & Santamaria

<sup>20</sup> Litimi

<sup>21</sup> Prospect Theory

<sup>22</sup> the expected utility theory

<sup>23</sup> the economic theory

<sup>1</sup> Shleifer

<sup>2</sup> Sukanya & Thimmarayappa

<sup>3</sup> Bhamra et al

<sup>4</sup> Kahneman & Tversky

<sup>5</sup> Simon

<sup>6</sup> Stanovich & West

<sup>7</sup> Kahneman and Tversky

<sup>8</sup> Shefrin

<sup>9</sup> Verma, Baklaci & Soydemir

<sup>10</sup> Hott

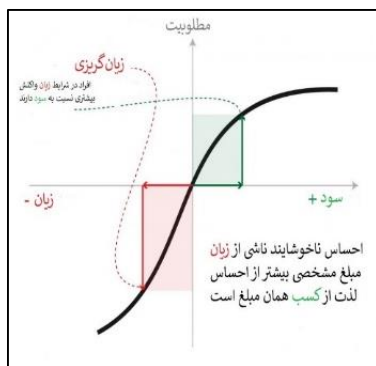
<sup>11</sup> Chiang & Zheng

<sup>12</sup> Venezia, Nashikkar & Shapira

بسیار حساس‌ترند تا نتیجه‌ای که بر حسب مقادیر مطلق به دست آمده است. عموماً افراد نسبت به تغییرات شرایط محیطی واکنش بیشتری نشان می‌دهند تا اتفاق افتادن همان شرایط، به صورتی که در نظریه چشم‌انداز، افراد نگران نتیجه نهایی نیستند بلکه از تغییرات ثروت خودشان نسبت به نقطه مرجع نگران هستند. به همین دلیل واکنش نسبت به سود یا زیان به دست آمده را براساس نقطه مرجع خود (ثروت و دارایی جاری خود) می‌سنجند.

کاهش حساسیت فرد به موقعیت‌های تصمیم: افراد غالباً ارزش بیشتری برای قطعیت نسبت به احتمالات قائل هستند. در شرایط سود، افراد به یک سود قطعی و کم نسبت به یک سود بزرگ احتمالی، وزن بیشتری می‌دهند، اما در شرایط زیان (از دست دادن) رفتار مردم ریسک‌پذیر می‌شود، ترجیح می‌دهند به استقبال یک ریسک بزرگ احتمالی بروند تا اینکه بخواهند ریسک کمتر قطعی را بپذیرند. دلیل اینکه بسیاری از افراد خودروی خود را بیمه بدنه نمی‌کنند این است که حاضرند ریسک بیشتر تصادف را بپذیرند، اما هزینه کمتر بیمه بدنه را پرداخت نکنند. هزینه بیمه برای آن‌ها یک زیان قطعی تلقی می‌شود به عبارت دیگر افراد در برخورد با شرایط زیان، وزن بیشتری به احتمالات کوچک و وزن کمتری به احتمالات بزرگ (قطعی) می‌دهند.

بیزاری از ضرر (زیان‌گریزی): فرض اصلی دیگر نظریه چشم‌انداز این است که افراد در شرایط زیان واکنش بیشتری نسبت به سود دارند. به صورتی که احساس ناخوشایند ناشی از زیان مبلغ مشخصی بیشتر از احساس لذت از کسب همان مبلغ است. براساس تصویر زیر واکنش افراد براساس نقطه مرجع متفاوت است.



شکل ۱: تابع مطلوبیت بر اساس نظریه چشم‌انداز

عوامل اقتصادی منطقی و دارای ذائقه پایدار هستند و تصمیمات اقتصادی یا مالی را براساس ارزیابی کاملاً منطقی از نتایج احتمالی اتخاذ می‌کنند (کهنمن، ۲۰۱۳؛ کهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹؛ تالر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

به همین دلیل کهنمن و تورسکی (۱۹۹۲ و ۱۹۷۹) استدلال می‌کنند که یکی از محدودیت‌های اصلی نظریه مطلوبیت مورد انتظار این فرض است که افراد با دارایی و ثروت یکسان از مطلوبیت یکسانی برخوردارند، بدون در نظر گرفتن ثروت اولیه‌شان (یعنی عدم وجود نقطه مرجع). به‌عنوان مثال، نظریه مطلوبیت مورد انتظار پیش‌بینی می‌کند که دو نفر با ثروت فعلی پنج میلیون دلار، هرکدام از مطلوبیت یکسانی برخوردار هستند یا به یک اندازه خوشحال هستند، حتی اگر یکی از آنها دیروز یک میلیون دلار داشت در حالی که دیگری نه میلیون دلار داشت. این نظریه نشان نمی‌دهد که شخص الف با ثروت اولیه یک میلیون دلار، اکنون پس از جمع‌آوری چهار میلیون دلار اضافی نسبت به شخص ب که از دیروز چهار میلیون دلار از دست داده است، احساس خوشبختی بیشتری می‌کند (کهنمن، ۲۰۱۳). علاوه بر این در این نظریه هیچ توضیح قابل قبولی در مورد مطلوبیت شخص ب ارائه نمی‌دهد و معتقد است که مردم اغلب به دنبال ریسک در سناریوهایی هستند که در آن‌ها زیان خاصی وجود دارد (کهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

برخلاف نظریه مطلوبیت مورد انتظار که مدل باید هنجاری باشد، نظریه چشم‌انداز معتقد است که مدل باید توصیفی باشد و در مورد اینکه افراد چگونه در زمینه‌های اقتصادی و مالی تصمیم می‌گیرند، توضیح دهد (تالر و سانستین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹؛ باربریز<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). به صورتی که نظریه چشم‌انداز شامل دو مرحله در فرآیند تصمیم‌گیری است: مرحله ویرایش/فریم‌بندی که شامل تحلیل اولیه انتخاب‌ها یا چشم‌اندازهای موجود و در نظر گرفتن هرگونه احتمال یا نتیجه‌ای که ممکن است رخ دهد، و مرحله دوم ارزیابی که در آن انتخاب یا چشم‌اندازی با بالاترین سطح ممکن (سود یا ارزش) انتخاب می‌شود (کهنمن و تورسکی، ۱۹۹۲). هرچند نظریه چشم‌انداز برگرفته از نظریه مطلوبیت مورد انتظار است اما اساساً با نظریه مطلوبیت مورد انتظار متفاوت است زیرا مفروضات و پیش‌بینی‌های اصلی نظریه چشم‌انداز بر سه عنصر بنا شده‌اند (کهنمن و تورسکی، ۱۹۹۷، ۱۹۹۲):

- وابستگی به نقطه مرجع (ثروت و دارایی جاری فرد): افراد غالباً نسبت به نتیجه‌ای که از نقطه مرجع تفاوت داشته باشد،

<sup>3</sup> Barberis

<sup>1</sup> Thaler

<sup>2</sup> Thaler and Sunstein

## ۲.۲. زیان‌گریزی

عموماً افراد از ضرر و زیان بیزارند و در برخورد با زیان بسیار احساساتی می‌شوند، یا به عبارت دیگر "از دست دادن مبلغی شما را دو برابر ناراحت‌تر از زمانی نشان می‌دهد که همان مبلغ را به دست آورده‌اید" (تالر و سانستین، ۲۰۰۹). با اضافه‌نمودن زیان‌گریزی به عنوان یکی از عناصر کلیدی نظریه چشم‌انداز، ادعا می‌شود که نظریه چشم‌انداز می‌تواند گزینه‌های انتخاب در شرایط عدم اطمینان (تحت ریسک) را بهتر توضیح دهد (تالر و رابین<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). همچنین اعتقاد بر این است که مدل‌هایی مانند نظریه مطلوبیت مورد انتظار که زیان‌گریزی را نادیده می‌گیرند، اغلب پیش‌بینی‌های همراه‌کننده‌ای ارائه می‌دهند که شامل تقارن غیرواقعی مشاهده‌شده در جهان است. علاوه بر این، زیان‌گریزی به عنوان یکی از سوگیری‌های عاطفی عمده ناشی از شهود و انگیزه انسان و تأثیر احساسات و عواطف بر استدلال و فرآیند تصمیم‌گیری افراد در نظر گرفته می‌شود (پمپیان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲) و چون افراد واکنش متقارنی نسبت به سود یا زیان یکسان ندارند، پس افراد به کاهش در سطح ثروت نسبت به افزایش در آن حساسیت بیشتر نشان می‌دهند و به جای آنکه به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار خود باشند، احتمالاً در جستجوی راه‌حلی هستند تا از زیان اجتناب کنند (بنارتزی و تالر<sup>۳</sup>، ۱۹۹۵). این واکنش نامتقارن به دلیل نزدیکی با سایر پدیده‌های روان‌شناختی زیر اتفاق می‌افتد (کهنمن و همکاران، ۱۹۹۱؛ تالر و جانسن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۰):

- اثر پول بادآورده<sup>۵</sup>: افراد از سود یا بازدهی معاملات برای سرمایه‌گذاری مجدد استفاده می‌کنند، تمایل به تحمل ریسک بیشتری از خود نشان می‌دهند. در واقع ریسک‌پذیری افراد در معامله با پولی که از سود سرمایه‌گذاری‌ها به دست آمده بیشتر از پولی است که از طریق پس‌انداز یا حقوق ماهانه افراد به دست آمده است. در واقع معامله‌گر به اشتباه فکر می‌کند که این پول "اضافی" است و می‌تواند با ریسک بالاتری آن را برای معاملات استفاده کند. به همین خاطر در شرایط عدم اطمینان، افراد بعد از کسب سود، تمایل بیشتری به ریسک دارند و بعد از یک زیان، تمایل بیشتری به زیان‌گریزی دارند.
- اثر مالکیت<sup>۶</sup> (ترس از محرومیت<sup>۷</sup>): اثر مالکیت را می‌توان به عنوان تمایل شدید افراد به ارزش‌گذاری بیش از حد یک

سهام به علت مالک بودن آن معرفی کرد. به صورتی که مالکیت نه تنها ارزش سهام را در ذهن بالا می‌برد بلکه وابستگی به آن را نیز افزایش می‌دهد. یکی از دلایل بروز این رفتار، زیان‌گریزی است، به صورتی که افراد رنج از دست دادن را دو برابر قوی‌تر از لذت به دست آوردن تجربه می‌کنند، حاضر به از دست دادن مالکیت یک سهم به راحتی نیستند. سوگیری حفظ وضع موجود<sup>۸</sup> (دگرگون‌گریزی): از طرف دیگر طبق اثر مالکیت افراد برای داشته‌های خود ارزش بیشتری قائل هستند و تنها در صورتی حاضر به تغییر هستند که بدانند نفع حاصل از تغییر بیش از دو برابر زیان احتمالی خواهد بود. همین مورد باعث شکل‌گیری سوگیری حفظ وضعیت موجود می‌شود.

## ۲.۳. نظریه رفتار دسته‌جمعی

نظریه رفتار دسته‌جمعی از منطق پیروی از دیگران ناشی می‌شود که در آن فرد به دلیل عدم آگاهی یا اعتقاد به اینکه دیگران بهتر می‌دانند در تعیین مسیر صحیح اقدام با مشکل مواجه است. این یک ویژگی انسان است که از طریق تکامل به عنوان مکانیزم بقا غالب شده است که باید احتمال بقا را افزایش دهد. با این حال، حتی اگر زمان‌هایی وجود دارد که رفتار دسته‌جمعی می‌تواند به جامعه کمک کند، بازارهای مالی ممکن است لزوماً یکی از آن‌ها نباشند (پرچتر<sup>۹</sup>، ۲۰۰۱). دلایل رخ دادن رفتار دسته‌جمعی می‌تواند:

- آبشارهای اطلاعاتی<sup>۱۰</sup> (پدیده‌ای است در اقتصاد رفتاری که در آن تعدادی از افراد به صورت متوالی تصمیم‌های مشابهی را اتخاذ می‌کنند) باشد. این پدیده زمانی رخ می‌دهد که فرد بدون توجه به اطلاعات خود تصمیم خود را براساس اقدامات قبلی دیگران قرار دهد. آبشارهای اطلاعاتی می‌توانند پیامدهای مثبت یا منفی داشته باشند، به این معنی که افراد می‌توانند اطلاعات پیشنهادی را پذیرفته یا رد کنند (شیلر، ۲۰۱۶؛ بیخچندانی و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۲).
- فشار همسالان<sup>۱۲</sup> (به تأثیراتی که توسط یک گروه هم‌تا در جهت تشویق فردی به تغییر رفتارها، ارزش‌ها یا اخلاق جهت همگامی با گروه به کار گرفته می‌شود، اطلاق می‌گردد) باشد. وقتی جمعیت زیادی از مردم اقدام خاصی انجام می‌دهند یا چیزهای خاصی را باور می‌کنند، باعث می‌شود که جمعیت از

<sup>7</sup> divestiture aversion

<sup>8</sup> status quo bias

<sup>9</sup> Prechter

<sup>10</sup> Information cascades

<sup>11</sup> Bikhchandani, Hirshleifer and Welch

<sup>12</sup> Peer pressure

<sup>1</sup> Thaler & Rabin

<sup>2</sup> Pompian

<sup>3</sup> Benartzi, S. & Thaler

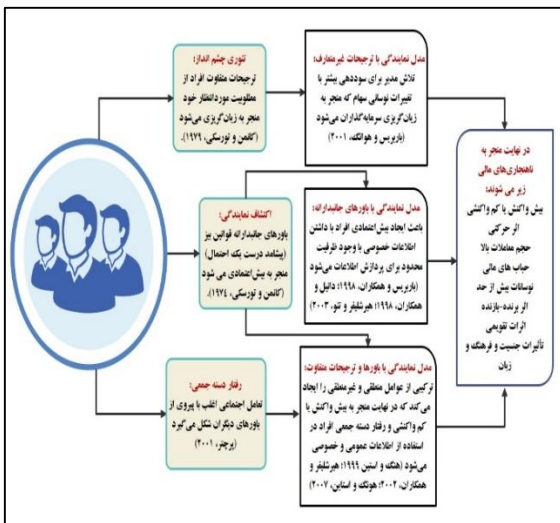
<sup>4</sup> Thaler and Johnson

<sup>5</sup> House Money Effect

<sup>6</sup> the Endowment Effect

غیرمنطقی برای کسب سود خودشان استفاده می‌کنند. از این‌رو، آربیتراژورها به جای بازگرداندن قیمت اوراق بهادار به جایی که ارزش بنیادی آن‌ها هستند، از بازار غیرمنطقی سود می‌برند (دانگ و لین<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶). با این حال، حتی اگر فرد در تصمیم خود منطقی باشد، رفتار دسته‌جمعی که در حال رخ دادن است، باز هم موجب رفتار غیرمنطقی او در بازار می‌شود (شیلر، ۲۰۱۶). همین‌طور سرمایه‌گذاران به دلیل سطح درک متفاوت از بازار، رفتار یکدیگر را که باعث ایجاد تغییرات اضافی در بازار می‌شود، را کامل درک نمی‌کنند (هیرشلیفر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶). از این‌رو، می‌توان ادعا کرد که یک رابطه علی احتمالی بین زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران و میزان رفتار دسته‌جمعی آن‌ها نسبتاً ناشناخته باقی مانده است، که منجر به شکل‌گیری فرضیه‌های پژوهش زیر شد:

- ۱) بین زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران و میزان رفتار دسته‌جمعی آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲) بین تجربه سرمایه‌گذاری و میزان رفتار دسته‌جمعی آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳) بین دانش درک‌شده سرمایه‌گذاران و میزان رفتار دسته‌جمعی آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴) بین عملکرد سرمایه‌گذاری و میزان رفتار دسته‌جمعی آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.



شکل ۲: چارچوب روانشناختی رفتار سرمایه‌گذار غیرمنطقی

طریق رفتار خود بر تصمیم‌گیری فرد تأثیر بگذارد. فشار همسالان به این واقعیت اشاره دارد که افراد به آنچه دیگران در مورد خود فکر می‌کنند اهمیت می‌دهند. اعتقاد به این امر باعث ایجاد انگیزه در فرد برای پیروی از گروه برای جلوگیری از توجه ناخواسته می‌شود (تالر و ساستین، ۲۰۰۹).

- عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup>: عموماً در بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، به دلیل عدم تقارن اطلاعات، رفتار دسته‌جمعی رایج‌تر است (چیانگ و ژانگ، ۲۰۱۰). هرچند رفتار دسته‌جمعی در بازارهای مالی زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران تمام یا بخشی از اطلاعات خصوصی یا باورهای خود را در مورد یک اوراق بهادار نادیده می‌گیرند تا در عوض از سایر فعالان بازار پیروی کنند، اما یک نمایه شناختی می‌تواند به شناسایی دلایلی کمک کند که ممکن است انگیزه افراد را به رفتار دسته‌جمعی کاهش یا افزایش دهد (فرناندز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱).
- سوگیری اعتماد به نفس بیش از حد<sup>۳</sup>: عاملی است که رفتار دسته‌جمعی را کاهش می‌دهد، زیرا افراد دانش یا توانایی خود را برای انجام کار بیش از حد برآورد می‌کنند. هر چه یک فرد بیش از حد اعتماد به نفس پیدا کند، احتمال اینکه تصمیمات دیگران به اندازه تصمیمات فرد مورد توجه قرار گیرد، کمتر می‌شود، بنابراین آبخارهای اطلاعاتی نادیده گرفته می‌شوند (دنیل و تیتمن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹).
- سوگیری خود اسنادی<sup>۵</sup> و سوگیری بازنگری<sup>۶</sup> (گذشته‌نگر): زمانی ایجاد می‌شود که تصمیمات افراد مبتنی بر اطلاعات اقدامات گذشته باشد و فرد نگران اقدامات سایر عوامل خارجی نباشد و بنابراین رفتار دسته‌جمعی را کاهش می‌دهد (فرناندز و همکاران، ۲۰۱۱).
- سوگیری توهم کنترل<sup>۷</sup>: زمانی ایجاد می‌شود که افراد براساس شانس تصمیم‌گیری می‌کنند و معتقدند که شرایط تحت کنترل خودشان است. این سوگیری، سطح رفتار دسته‌جمعی را هنگام ارائه این رفتار افزایش می‌دهد (کهنمن و ریپ<sup>۸</sup>، ۱۹۹۸).

اما رفتار دسته‌جمعی منطقی نیز در بازارهای مالی دیده می‌شود که می‌تواند به شکل آربیتراژورها رخ دهد که از سرمایه‌گذاران

<sup>6</sup> hindsight bias

<sup>7</sup> the illusion of control

<sup>8</sup> Kahneman & Riepe

<sup>9</sup> Dang & Lin

<sup>10</sup> Hirshleifer et al

<sup>1</sup> information asymmetries

<sup>2</sup> Fernández et al

<sup>3</sup> Overconfidence bias

<sup>4</sup> Daniel & Titman

<sup>5</sup> Self-Attribution bias

### ۳. مبانی تجربی پژوهش

**کومار و همکاران**<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی رفتار دسته‌جمعی در بازارهای کالایی منطقه آسیا و اقیانوسیه پرداختند. نتایج این پژوهش با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا، نشان داد که رفتار دسته‌جمعی در سراسر اقتصادهای آسیایی ناهمگن است و تحت شرایط مختلف بازار و نقدینگی متفاوت است. شواهدی مبنی بر عدم تقارن رفتار دسته‌جمعی در بازار بالا/پایین وجود دارد. رفتار دسته‌جمعی در دوره‌های با نوسانات بالا بارزتر است. قابل توجه است که رفتار دسته‌جمعی با زمان تغییر می‌کند و به نظر می‌رسد تحت تأثیر نوسانات باشد.

**آهارون**<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی عدم قطعیت، ترس و رفتار دسته‌جمعی را مورد مطالعه قرار داد. نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که رفتار دسته‌جمعی زمانی که بازار تحت تأثیر احساسات قرار می‌گیرد، بارزتر است. همچنین شاخص ترس تأثیر قابل توجهی بر دسته‌جمعی در تمام گروه‌ها و زیر گروه‌های پرتفو براساس اندازه دارد.

**علیزادا و کلارین** (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی سرمایه‌گذاران خرده‌فروشی جوان در بازار سهام سوئد پرداختند. آن‌ها دریافته‌اند که بین میزان زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی در گروه نمونه سرمایه‌گذاران خرده‌فروشی جوان سوئدی همبستگی معناداری وجود ندارد. از این‌رو، سوگیری بیزاری از دست دادن را نمی‌توان به‌عنوان یکی از عوامل اصلی رفتار دسته‌جمعی در جمعیت هدف در نظر گرفت.

**ایگوئل و سانتاماریا**<sup>۳</sup> (۲۰۱۷)، اعتماد بیش از حد، زیان‌گریزی و رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذار (رفتار دسته‌جمعی) را موضوع پژوهش خود قرار دادند. نتایج این پژوهش توانست که رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذار را توصیف کند و عدم همبستگی بین ریسک و بازده را در بازارهای مالی توضیح دهد. همچنین با توجه به مدل‌های رفتاری، یک نقشه مفهومی ترسیم شد که رابطه بین این مدل‌ها و نظریه‌های روان‌شناختی ارجاع‌شده را نشان می‌دهد.

**لی**<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، رفتار دسته‌جمعی بازار کلی با تأکید بر شواهد حرکت مقطعی بازده را بررسی کرد. نتایج این پژوهش نشان داد که شواهد قوی از رفتار دسته‌جمعی در دوره‌های حرکت‌های منفی بازده هر چند ضعیف وجود دارد، اما هیچ شواهدی از رفتار دسته‌جمعی در دوره‌های حرکت مثبت قیمت‌ها وجود ندارد.

**لیتیمی و همکاران** (۲۰۱۶)، رفتار دسته‌جمعی و ریسک بیش از حد در بازار سهام آمریکا را موضوع خود دانستند و دریافته‌اند که

آزمون علیت گرنجر نشان می‌دهد که رفتار دسته‌جمعی یک عنصر حیاتی برای افزایش حباب‌ها در برخی صناعت‌ها است، اما نه همه آن‌ها. علاوه بر این، رفتار دسته‌جمعی و حجم معاملات، بر خلاف بازارهای متمرکزی که معمولاً در ادبیات مطالعه می‌شوند، اثر بازدارنده‌ای بر نوسانات بازار کلی و درون‌بخشی در بازارهای بزرگ دارند.

اما پژوهش‌های کمی در ارتباط با موضوع پژوهش در داخل انجام گرفته که هنوز دلایل این موضوع مشخص نیست و در این پژوهش سعی شده است که به چند پژوهش اشاره کند با اینکه شاید این پژوهش‌ها مرتبط با موضوع پژوهش مدنظر نباشد، که این دلیلی دیگر بر ضرورت انجام این پژوهش است.

**خسروی‌نیا و همکاران** (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را موضوع پژوهش خود قرار دادند. آن‌ها دریافته‌اند که بین زیان‌گریزی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**محمد و منصور** (۱۳۹۵)، به بررسی خطاهای رفتاری (دگرگون‌گریزی، پشیمان‌گریزی، زیان‌گریزی، حسابداری ذهنی، رویدادگرایی) سرمایه‌گذاران انفرادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحلیل تشخیصی نشان داد که دو گروه سرمایه‌گذار جوان و باتجربه به یک میزان تمایل به رفتار حساب‌انگاری، رویدادگرایی و تعدیل دارند. اما در بقیه متغیرها یعنی، فرااعتمادی، نماگری، سازگارگرایی، دگرگون‌گریزی، پشیمان‌گریزی و زیان‌گریزی دارای رفتاری مشابه نیستند و زیان‌گریزی و نماگری بیشترین تأثیر را در تصمیم سرمایه‌گذاران دارد.

در پژوهشی دیگر **فتحی و عبدالمالکی** (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر رفتار گله‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را انجام دادند. نتایج تحقیق حاکی از این بود که رفتار گله‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند.

**رضازاده و شمس** (۱۳۹۲)، اثر تمایلی زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران بر اساس حجم معاملات IPO در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. با توجه به نتایج این پژوهش و واکنش حجم معاملات نسبت به تفاوت قیمت‌ها در IPO، می‌توان دریافت که تورش رفتاری (اثر تمایلی زیان‌گریزی) در بین سرمایه‌گذاران بورس اوراق

<sup>3</sup> Igual & Santamaría

<sup>4</sup> Lee

<sup>1</sup> Kumar et al

<sup>2</sup> Aharon

بهادار تهران وجود دارد.

خداپرست و همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر رفتار گله‌ای در تشکیل حباب‌های عقلانی (مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۷-۱۳۷۶) پرداختند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که حباب عقلانی طی دوره ۱۳۷۶-۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران متأثر از رفتار گله‌ای می‌باشد. همچنین کشاورزحداد و رضایی (۱۳۸۹)، وجود رفتار گله‌ای در بین سرمایه‌گذاران نهادی بازار سهام ایران را آزمون و تحلیل کردند. نتایج به دست آمده در این پژوهش بروز رفتار گله‌ای در بین سرمایه‌گذاران نهادی را تأیید کرد و سطح آن را بالاتر از کشورهای توسعه‌یافته نشان داد. همچنین نشان داده شد که رفتار گله‌ای تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام نداشته و همان‌گونه که از بازده دوره‌های قبل مستقل بوده، بر بازده دوره‌های بعد نیز بی‌اثر بوده است.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و با استفاده از رویکرد مقطعی انجام شده است. از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع تحقیقات توصیفی، پیمایشی می‌باشد. با توجه به اهداف موردنظر در این پژوهش و همچنین ماهیت متغیرها، بهترین راه برای گردآوری داده‌ها، پرسشنامه بوده است. آزمون فرضیه‌های تحقیق به روش رگرسیون چندمتغیره و استفاده از نرم‌افزار SPSS 26 صورت گرفته است. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر زیان‌گریزی بر شکل‌گیری رفتار دسته‌جمعی در میان سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به‌منظور بررسی این هدف، نمونه آماری این پژوهش تعداد ۴۱۱ نفر از سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران است، که براساس فرمول کوکران تعیین شده است. لذا پرسشنامه‌ها در سال ۱۴۰۰ طی چند نوبت به صورت آنلاین و

آفلاین میان آن‌ها توزیع شد. به‌منظور اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش و به دلیل تأکید بر نظریه چشم‌انداز با الهام از پرسشنامه‌های مهینا و باشیجا<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، واویرو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، الرابادی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، علیزادا و کلارین<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)، طراحی شد. این پرسشنامه ۲۳ سوال تخصصی دارد که در ارتباط با سنجش زیان‌گریزی (۶ سوال)، رفتار دسته‌جمعی (۵ سوال)، تجربه سرمایه‌گذاری (۶ سوال)، دانش درک‌شده (۳ سوال)، عملکرد سرمایه‌گذاری (۳ سوال) براساس طیف ۵ گزینه‌ای لیکرت از نمره ۱ تا ۵ (کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم) به سنجش متغیرهای پژوهش می‌پردازد. روایی این پرسشنامه توسط متخصصان تأیید شده است. همچنین لازم به ذکر است برای بررسی فرضیه‌های مورد پژوهش، مدل برآوردی زیر طراحی شده است:

$$HB = \beta_0 + \beta_1 LA + \beta_2 IE + \beta_3 PK + \beta_4 IP + \epsilon$$

در رابطه بالا:

$HB$ : رفتار دسته‌جمعی

$LA$ : زیان‌گریزی

$IE$ : تجربه سرمایه‌گذاری

$PK$ : دانش درک شده

$IP$ : عملکرد سرمایه‌گذاری

### ۴. یافته‌ها

#### ۴.۱. آماره‌های توصیفی

در این قسمت نمونه‌های آماری از منظر جنسیت، سن، مدرک تحصیلی، حرفه، سابقه و مبلغ سرمایه‌گذاری بررسی شده‌اند. از میان ۴۱۱ نفر از نمونه‌ها، جدول توزیع آماره توصیفی به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای جمعیت‌شناختی

		جنسیت	سن	مدرک تحصیلی	حرفه	مبلغ سرمایه‌گذاری
مشاهدات	در دسترس	۴۰۲	۴۰۶	۴۰۶	۴۰۷	۴۰۵
	بی‌پاسخ	۹	۵	۵	۴	۶
میانگین		۱/۳۶	۲/۹۴	۴/۰۵	۳/۳۳	۲/۹۵
مد		۱	۳	۵	۴	۳
انحراف استاندارد		۰/۴۸۱	۱/۱۹۳	۱/۰۷۵	۰/۹۹۴	۱/۱۷۳
ضریب چولگی		۰/۵۸۳	-۰/۱۶۶	-۰/۱۴۶	-۰/۲۵۹	-۰/۰۷۵
ضریب کشیدگی		-۱/۱۶۹	-۰/۸۱۳	۰/۷۴۸	-۰/۳۶۱	-۰/۷۶۴
حداقل		۱	۱	۱	۱	۱
حداکثر		۲	۵	۵	۵	۵

<sup>3</sup> Alrabadi et al  
<sup>4</sup> Alizada & Clarin

<sup>1</sup> Mahina and Bashaija  
<sup>2</sup> Waweru et al

مشکوک است و پیشنهاد می‌شود که برای پرسشنامه‌های مقیاس لیکرت استفاده نشود (کلر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵؛ لوین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱).

- نتایج آزمون ضرایب چولگی و کشیدگی داده‌ها با نتایج آزمون‌ها همواره مطابقت ندارد.
- به همین دلایل بهترین روش برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها با مقیاس لیکرت، بررسی چولگی و کشیدگی داده‌ها است. برای توزیع نرمال داده‌ها باید ضرایب بین ۲ و ۲- باشد، در غیر این صورت داده‌ها توزیع نرمال نخواهند داشت.

- برای بررسی برقراری نرمال بودن متغیرها، عموماً از آزمون‌های (کولموگروف-اسمیرنوف یا شاپیرو-ویلک) استفاده می‌شود، اما زمانی که محققان از طیف لیکرت برای جمع‌آوری داده‌ها استفاده می‌کنند، با مشکل اساسی مواجه می‌شوند و آزمون‌ها نشان می‌دهند که داده‌ها نرمال نیستند. در صورتی که باید توجه داشت که:
- استفاده از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای داده‌های آماری کوچک (کمتر از ۳۰ داده) مناسب است.
- استفاده از آزمون‌های نرمالیتی برای داده‌های طیف لیکرت

جدول ۲- آماره توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

		تجربه سرمایه‌گذاری	رفتار دسته‌جمعی	زیان‌گریزی	دانش درک‌شده	عملکرد سرمایه‌گذاری
مشاهدات	در دسترس بی‌پاسخ	۴۱۱	۴۱۱	۴۱۱	۴۱۱	۴۱۱
	میانگین	۳/۵۴۹	۴/۰۰۵	۳/۹۴۷	۳/۸۶۸	۳/۸۷۶
	مد	۳/۶۰	۵	۴	۴	۴
	انحراف استاندارد	۰/۷۳۷	۰/۹۵۵	۰/۷۸۹	۰/۸۹۶	۰/۸۸۷
	ضریب چولگی	-۰/۳۱۰	-۱/۱۶۷	-۱/۳۳۶	-۰/۹۹۱	-۱/۰۵۲
	ضریب کشیدگی	۰/۱۹۸	۰/۸۲۴	۱/۸۶۴	۰/۶۴۹	۰/۹۶۴
	حداقل	۱	۱	۱	۱	۱
	حداکثر	۵	۵	۵	۵	۵

ابتدا جدول ضریب همبستگی پیرسون را برای بیان همخطی بین متغیرها نمایش داده می‌شود سپس جدول رگرسیون برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود.

#### ۲.۴. آماره‌های استنباطی

با توجه به نرمال بودن داده‌های متغیر؛ فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون رگرسیون خطی پارامتریک آزمون می‌شود.

جدول ۳- ضریب همبستگی پیرسون

	تجربه سرمایه‌گذاری	رفتار دسته‌جمعی	زیان‌گریزی	دانش درک‌شده	عملکرد سرمایه‌گذاری
تجربه سرمایه‌گذاری	۱	۰/۰۹۴*	۰/۰۷۳	۰/۰۶۷	۰/۰۵۸
رفتار دسته‌جمعی	۰/۰۹۴*	۱	۰/۸۴۷***	۰/۷۱۶***	۰/۷۵۹***
زیان‌گریزی	۰/۰۷۳	۰/۸۴۷***	۱	۰/۷۸۶***	۰/۸۴۳***
دانش درک‌شده	۰/۰۶۷	۰/۷۱۶***	۰/۷۸۶***	۱	۰/۷۶۲***
عملکرد سرمایه‌گذاری	۰/۰۵۸	۰/۷۵۹***	۰/۸۴۳***	۰/۷۶۲***	۱

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪ می‌باشد.

پژوهش از رگرسیون خطی متغیرها استفاده شد و نتایج آن در جدول زیر بیان شده است:

#### ۳.۴. آزمون فرضیه‌ها

برای تجزیه و تحلیل بیشتر داده‌ها و پاسخ به فرضیه‌های

<sup>2</sup> Levine

<sup>1</sup> Keller



جدول ۴- آزمون رگرسیون خطی

Model	HB = $\beta_0 + \beta_1 LA + \beta_2 IE + \beta_3 PK + \beta_4 IP + \varepsilon$		آماره t	معناداری	VIF
	ضریب	انحراف استاندارد			
C	-۰/۲۲۳	۰/۱۶۸	-۱/۳۹	۰/۱۶۵	۴/۱۵۸
LA	۰/۸۰۱***	۰/۰۶۴	۱۲/۵۵۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۶
IE	۰/۰۴۱	۰/۰۳۴	۱/۲۲۶	۰/۲۲۱	۲/۸۷۶
PK	۰/۱۰۵**	۰/۰۴۷	۲/۲۵۲	۰/۰۲۵	۳/۷۸۷
IP	۰/۱۳۵**	۰/۰۵۴	۲/۴۸۷	۰/۰۱۳	۴/۱۵۸
دوربین-واتسون	۱/۶۹۹	ضریب تعیین شده	۰/۷۲۶	ضریب تعیین	۰/۷۲۹

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪ می‌باشد.

بخصوص زمانی که افراد از دانش دیگران از این موضوع باخبر می‌شوند، اتکا به دانش درک شده خودشان بیشتر می‌شوند و رفتار دسته‌جمعی قوت می‌گیرد. دیگر نتیجه به دست آمده حاکی از آن دارد که سرمایه‌گذارانی که عملکرد خود را بالا می‌بینند، دارای عملکرد مشابه دیگران هستند و از رفتار دیگران در بازار تبعیت می‌کنند. نتایج این پژوهش با یافته‌های پژوهش‌های آهارون (۲۰۲۰)، ایگوئل و سانتاماریا (۲۰۱۷) مطابقت دارد. هر چند در پژوهش علیزادا و کلارین (۲۰۱۸) به رابطه معناداری بین زیان-گریزی و رفتار دسته‌جمعی دست نیافتند. با توجه به اهمیت موضوع، به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که عمری در این حرفه سپری کرده‌اند، پیشنهاد می‌شود که با یادگیری دانش بیشتر، کنکاش رفتارهای جمعی، عدم واکنش فوری به مسائل و حمایت از تئوری-های مخالف نظر شخصی خود، قدمی مهم در کاهش سوگیری‌های شخصی و جمعی برای خود و بازار بردارند. علاوه بر آن سرمایه‌گذاران نهادی و کارگزاران سرمایه که دارای تبحر مالی در این زمینه هستند، به این نکته توجه کنند که ایجاد رفتار دسته‌جمعی، چیزی جز نوسان و از هم گسیختگی بازار ندارد و نتیجه نهایی این رفتار به کل بازار برمی‌گردد، همان چیزی که الان در بازار مشاهده می‌شود. همچنین این پژوهش فقط برخی از جنبه‌های پارامترها را به خاطر محدودیت در نظر گرفته است و دیگر پژوهشگران علاقه‌مند می‌توانند سایر زیر مجموعه‌های هر متغیر را به صورت جداگانه در نظر بگیرند.

### منابع

خداپرست شیرازی، جلیل، قاسمی، محمدرضا و رحمان ستایش، علیرضا.

نتایج نشان می‌دهد ضریب متغیرهای زیان‌گریزی (۰/۸۰۱)، دانش درک‌شده (۰/۱۰۵) و عملکرد سرمایه‌گذاری (۰/۱۳۵) در سطح ۵ درصد معنادار هستند. زمانی که آماره VIF کمتر از ۵ (در برخی دیگر از منابع عدد ۱۰ نیز ذکر شده است) باشد، شواهدی از وجود همخطی چندگانه بین متغیرهای مستقل مدل وجود ندارد، با توجه مقادیر آماره عامل تورم واریانس<sup>۱</sup> نیز نشان می‌دهد متغیرهای مستقل با هم مشکل همخطی ندارند. زمانی که آماره دوربین-واتسون<sup>۲</sup> بین ۱/۵ - ۲/۵ قرار دارد هیچ‌گونه شواهدی از وجود مشکل خودهمبستگی سریالی<sup>۳</sup> بین اجزای اخلال وجود ندارد. مقدار آماره دوربین-واتسون (۱/۶۹۹)، نشان می‌دهد، باقیمانده‌های مدل، خودهمبستگی سریالی ندارند. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده حاکی از آن است که متغیرهای مستقل حدود ۷۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. بنابراین نتایج به دست آمده کاذب نیست و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان بدان اتکا نمود.

### ۵. بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش بیانگر این موضوع است که زیان‌گریزی بر رفتار دسته‌جمعی تأثیر مثبت و معناداری دارد و یکی از دلایل رخ دادن چنین رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است، به صورتی که افرادی که از زیان‌گریزان هستند، همواره سعی می‌کنند رفتار جمعی را الگوی خود قرار دهند، با این تصور که دیگران نیز احساسی شبیه خودشان دارند. از طرفی دیگر نتایج نشان داد که کسانی که به دانش خود متکی هستند و احساس دانستن اطلاعات موردنیاز برای معامله را دارند نیز، رفتار دسته‌جمعی از خود نشان می‌دهند،

<sup>3</sup> Serialcorrelation

<sup>1</sup> Variance Inflation Factor

<sup>2</sup> Durbin-Watson

- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*
- Chiang, T., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 34, 1911-1921.
- Cipriani, M., & Guarino, A. (2014). Estimating a structural model of herd behavior in financial markets. *American Economic Review*, 104(1), 224-251.
- Dang, H., & Lin, M. (2016). Herd mentality in the stock market: On the role of idiosyncratic participants with heterogeneous information. *International Review of Financial Analysis*, 48, 247-260.
- Daniel, K., & Titman, S. (1999). Market efficiency in an irrational world. *Financial Analysis Journal*, 28-40.
- Dhaene, J., Linders, D., Schoutens, W., & Vyncke, D. (2012). The Herd Behavior Index: A new measure for the implied degree of co-movement in stock markets. *Insurance: Mathematics and Economics*, 50(3), 357-370.
- Fernández, B., Garcia-Merino, T., Mayoral, R., Santos, V., & Vallelado, E. (2011). Herding, information uncertainty and investors' cognitive profile. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 7-33.
- Galariotis, E., Rong, W., & Spyrou, S. (2014). Trading in option contracts before large price changes: A comparative study of US and UK markets. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 20(1), 1-9.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2006). Feedback and the success of irrational investors. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 311-338.
- Hott, C. (2009). Herding behavior in asset markets. *Journal of Financial Stability*, 5(1), 35-56.
- Igual, M., & Santamaria, T. (2017). Overconfidence, loss aversion and irrational investor behavior: A conceptual map. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 273-290.
- Kahneman, D. (2013). Behavioral economics and investor protection: Keynote address. *Loyola University Chicago Law Journal*, 44(5), 1333.
- Kahneman, D., & Riepe, M. (1998). Aspects of investor psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristic and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *ECONOMETRICA*, 47(2), 263-292.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1983). Can irrationality be intelligently discussed? *Behavioral and Brain Sciences*, 6(3), 509-510.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1992). Advances in prospect theory: cumulative representation of
- (۱۳۸۹). بررسی تأثیر رفتار گله‌ای در تشکیل حباب‌های عقلانی (مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۷-۱۳۷۶). *مطالعات اقتصادی*.
- خسروی نیا، مصطفی، واحدی، مهدیه و کشاورز، زهرا و غفاری زاده، حمیدرضا. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین همایش بین‌المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و علوم اجتماعی، همدان.
- رضازاده، الهه و شمس، میرفیض فلاح. (۱۳۹۲). اثر تمایلی زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران بر اساس حجم معاملات IPO در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار.
- فتحی، زاده و عبدالمالکی، مرجان. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر رفتار گله‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس اروپایی مدیریت به روز.
- کشاورز حداد، غلامرضا و رضایی، محمد. (۱۳۸۹). آزمون و تحلیل وجود رفتار گله‌ای در بین سرمایه‌گذاران نهادی بازار سهام ایران. پژوهش‌های اقتصادی ایران.
- محمدی، هاجر و شاه منصور، اسفندیار. (۱۳۹۵). بررسی خطاهای رفتاری (دگرگون‌گریزی، پیشیمان‌گریزی، زیان‌گریزی، حسابداری ذهنی، رویدادگرایی) سرمایه‌گذاران انفرادی در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی پژوهش‌های مدیریت و علوم انسانی در ایران، تهران.
- Aharon, D. Y. (2020). Uncertainty, fear and herding behavior: evidence from size-ranked portfolios. *Journal of Behavioral Finance*, 1-18.
- Alizada, Z., & Clarin, O. (2018). The impact of loss aversion bias on herding behavior of young swedish retail investors: a behavioral perspective on young swedish retail investors' decision making in the stock market.
- Alrabadi, D. W. H., Al-Abdallah, S. Y., & Aljarayesh, N. I. A. (2018). Behavioral biases and investment performance: Does gender matter? Evidence from Amman Stock Exchange. *Jordan Journal of Economic Sciences*, 5(1), 77-92.
- Barberis, N. (2013). Thirty years of prospect theory in economics: a review and assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), 173-196.
- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Bhamra, H. S., Uppal, R., & Walden, J. (2022). Psychological distance and deviations from rational expectations. Bhamra, Harjoat Singh and Uppal, Raman and Walden, Johan, *Psychological Distance and Subjective Beliefs* (May 28, 2022). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4243916>, Working paper.

- Stanovich, K. E., & West, R. F. (1999). Discrepancies between normative and descriptive models of decision making and the understanding/acceptance principle. *Cognitive psychology*, 38(3), 349-385.
- Stanovich, K. E., & West, R. F. (2000). Advancing the rationality debate. *Behavioral and brain sciences*, 23(5), 701-717.
- Sukanya, R., & Thimmarayappa, R. (2015). Impact of behavioural biases in portfolio investment decision making process. *International Journal of Commerce, Business and Management (IJCBM)*, 4(4), 1278-1289.
- Thaler, R. H. (2016). Behavioral economics: Past, present, and future. *American Economic Review*, 106(7), 1577-1600.
- Thaler, R., & Johnson, E. (1990). Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science*, 36(6), 643-660.
- Thaler, R., & Rabin, M. (2001). Anomalies risk aversion. *Journal of Economics Perspectives*, 15(1), 219-232.
- Thaler, R., & Sunstein, C. (2009). *Nudge* (2nd ed., p. 33). New York: The Penguin Group.
- Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1599-1609.
- Verma, R., Baklaci, H., & Soydemir, G. (2008). The impact of rational and irrational sentiments of individual and institutional investors on DJIA and S&P500 index returns. *Applied Financial Economics*, 18(16), 1303-1317.
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1(1), 24-41.
- Zheng, D., Li, H., & Chiang, T. (2017). Herding within industries: Evidence from Asian stock markets. *International Review of Economics and Finance*, 51, 487-509.
- uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.
- Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193-206.
- Keller, G. (2015). *Statistics for management and economics*, Abbreviated. Cengage Learning.
- Kumar, A., Badhani, K. N., Bouri, E., & Saeed, T. (2021). Herding behavior in the commodity markets of the Asia-Pacific region. *Finance Research Letters*, 41, 101813.
- Lee, K. (2017). Herd behavior of the overall market: Evidence based on the cross-sectional comovement of returns. *North American Journal of Economics and Finance*, 42, 266-284.
- Levin, R. I. (2011). *Statistics for management*. Pearson Education India. ISBN-10: 8177585843; ISBN-13: 978-8177585841.
- Li, H., Guo, Y., & Park, S. (2017). Asymmetric relationship between investors' sentiment and stock returns: evidence from a quantile non-causality test. *International Review of Finance*, 17(4), 617-626.
- Litimi, H. (2017). Herd behavior in the French stock market. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 497-515.
- Mahina, J. N., & Bashaija, W. (2018). Measuring the effect of confirmatory bias on the level of investment at the Rwandan stock market. *European Business & Management*, 4(3), 67.
- Mawowa, S. (2013). The political economy of artisanal and small-scale gold mining in central Zimbabwe. *Journal of Southern African Studies*, 39(4), 921-936.
- Pompian, M. (2012). Behavioral finance and investor types (pp. 8-10, 13-21, 25-42). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Prechter, R. (2001). Unconscious herding behavior as the psychological basis of financial market trends and patterns. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(3), 120-125.
- Shefrin, H. (2010). *Behavioral zing finance*. Now Publishers Inc.
- Shiller, R. (2016). *Irrational exuberance* (3rd ed., pp. 165-195). Princeton: Princeton University Press.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets an introduction to behavioral finance* (1st ed., pp. 1-27). Oxford: Oxford university press.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The quarterly journal of economics*, 69(1), 99-118.
- Stanovich, K. E., & West, R. F. (1998). Individual differences in rational thought. *Journal of experimental psychology: general*, 127(2), 161.



# The effect of loss aversion on the herding behavior of Investors

Ruhollah Amareh\*

Ph.D in Accounting, Audit organization, Tehran, Iran

## Article History

Received: 21 April, 2023

Revised: 22 May, 2023

Accepted: 27 May, 2023

## Keywords

Loss aversion,  
herding behavior,  
perceived knowledge,  
investment performance,  
behavioral finance.

## Abstract


*In the capital market, people suffer from many biases, which causes the emergence of irrational behaviors. For this reason, people are often exposed to a significant level of risk; to get rid of it, they behave like others. Based on this, the aim of this research is to answer the question "Does the loss aversion scam have a significant effect on the formation of herding behavior among the investors of the Tehran Stock Exchange?". To achieve this goal, an online analytical questionnaire with 411 investors was designed to collect primary data, and multiple regression analysis was used to analyze and interpret the data. The findings of this research show that loss aversion has a positive and significant effect on herding behavior and one of the reasons for such behavior among investors is that people who are loss averse always try to model herding behavior, assuming that others feel the same way as themselves. On the other hand, the results showed that those who rely on their own knowledge also show herding behavior, especially when people learn about the knowledge of others, they rely more on their perceived knowledge, and herding behavior gains strength. Another result indicates that investors who see their performance as high have the same performance as others and follow the behavior of others in the market.*

Copyright © The Authors. Published by Shandiz Institute of Higher Education



## How to cite this article:

Amareh, R. (2023). The effect of loss aversion on the herding behavior of Investors. Novel Explorations in Computational Science and Behavioral Management, 1(1), 33-44.

 <https://doi.org/10.22034/necsbm.2023.171685>

openaccess

\* E-mail address: amareh.ruhollah@gmail.com