

فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری

صفحه ی اصلی وب سایت مجله:
www.jqe.scu.ac.ir
شاپا الکترونیکی: ۴۲۷۱-۲۷۱۷
شاپا چاپی: ۵۸۵۰-۲۰۰۸

بررسی رفتار توده‌وار در بازار بورس اوراق بهادار تهران

میلاد ابراهیمی*، حبیب انصاری سامانی**

* کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.
ایمیل: ebrahimi.mmilad@gmail.com

** دانشیار اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد،یزد، ایران (نویسنده‌ی مسئول).
ایمیل: h.samani@yazd.ac.ir
آدرس پستی: ایران، یزد، صفاییه، بلوار دانشگاه، دانشگاه یزد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، گروه اقتصاد
0000-0002-0075-5097

اطلاعات مقاله	طبقه‌بندی JEL	واژگان کلیدی
تاریخ دریافت: ۱۴ آبان ۱۴۰۲ **تاریخ بازنگری: ۲۴ فروردین ۱۴۰۳** **تاریخ پذیرش: ۱۵ خرداد ۱۴۰۳**	**G41 ,H12 ,G01**	**رفتار توده‌وار، مالی رفتاری، بورس اوراق بهادار تهران**

قدردانی: از تمامی افراد و موسساتی که در انجام این تحقیق مولف را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.
تضاد منافع: نویسندگان مقاله اعلام می‌کنند که در انتشار مقاله ارائه شده تضاد منافعی وجود ندارد.
منابع مالی: نویسنده‌ها هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

ارجاع به مقاله:
ابراهیمی، میلاد و انصاری سامانی، حبیب. (۱۴۰۵). بررسی رفتار توده‌وار در بازار بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه *اقتصاد مقداری (بررسی‌های مقداری سابق)*، ۲۳(۱)، ۶۲-۳۹.

10.22055/jqe.2024.45177.2586

© 2026 Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0 license) (http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

چکیده گسترده

معرفی:

رفتار توده‌وار در محیط های بسیاری اعم از جامعه‌شناسی، روانشناسی، اقتصاد و امور مالی گسترش یافته است. اصولا رفتار توده‌وار یکی از موضوعات کلیدی در حوزه مالی رفتاری است. در بازارهای مالی، رفتار توده‌وار فرایندی است که سرمایه گذاران ممکن است از تحلیل منطقی خود چشم پوشی کنند و در عوض رفتاری مانند گروه اتخاذ کنند. این نوع رفتار می‌تواند دلایل مختلفی مانند نگرانی‌های شغلی، سبک‌های یکسان سرمایه گذاری و دیگر عوامل داشته باشد. رفتار توده‌وار، به عنوان یک پدیده اجتماعی و رفتاری قابل مشاهده در بازارهای مالی، تأثیرات قابل توجهی بر عملکرد بازارها دارد. علاوه بر آن، رفتار توده‌وار در مقیاس بزرگ میتواند منجر به رونق یا سقوط غیرمنتظره در بازارهای مالی شود. این تغییرات ناگهانی و غیرقابل پیشبینی شده میتوانند تأثیرات جبران ناپذیری بر کل اقتصاد داشته باشند. به عبارت دیگر، رفتار توده‌وار ممکن است باعث ایجاد نوسانات بزرگ در بازارهای مالی شود که منجر به عدم استحکام و پایداری بازار می شود. از این رو نویسندگان با توجه به نبود مطالعه‌ای جامع از رفتار توده‌وار در رشد و ریزش سالهای اخیر بورس تهران، به بررسی این نوع رفتار در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند.

متدولوژی:

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش و ماهیت، توصیفی- پیمایشی است. همچنین بازه زمانی تحقیق به مدت ۶ سال از فروردین سال ۱۳۹۵ تا اسفند ۱۴۰۰می باشد. برای انتخاب شرکت‌های نمونه با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک، تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب شده اند. همچنین از داده های روزانه شرکت‌های

مذکور استفاده گردیده است. جهت سنجش رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی مورد مطالعه نویسندگان از انحراف مطلق مقطعی (CSAD) استفاده کرده‌اند.

یافته‌ها:

به منظور یافتن شواهدی از رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران از رگرسیون ols استفاده گردیده. با توجه به اینکه ضریب مربع بازده بازار در جدول ۱ منفی است. می‌توان دریافت که در طول دوره زمانی مورد بررسی، سرمایه‌گذاران عملکرد بازار را دنبال کرده و ویژگی های فردی سهام را نادیده گرفته‌اند. از این رو، شواهد قابل توجهی از رفتار توده‌وار در سطح بازار در طول کل بازه زمانی روزانه وجود دارد.

جدول ۱. نتایج تخمین رگرسیون
ماخذ:یافته‌های نویسنده

Table 1.The results of regression
Source: Research results

متغیرهای مستقل	ضرایب متغیر در مدل	آماره t	سطح معناداری	نتیجه گیری
عرض از مبدا	0.0158	32.048	0.0000	معناداری در مدل
قدر مطلق بازده بازار	0.472	15.296	0.0000	معناداری در مدل
مربع بازده بازار	-20.3223	-15.1351	0.0000	معناداری در مدل
AR(1)	0.84916	55.742	0.0000	معناداری در مدل
آماره F		761.025	ضریب تعیین	0.712
سطح معناداری		0.0000		
دوربین واتسون		2.48	ضریب تعیین تعدیل شده	0.711
نتیجه کفایت مدل		سطح معناداری آماره Fکمتر از ۰٫۰۵ است و مدل در کل معنادار است.		

پس از آگاهی از وجود رفتار توده وار در بازار بورس اوراق بهادار تهران، نویسندگان به اثر این رفتار در دوران صعود و نزول بازار پرداختند. با توجه به منفی بودن عواملy_4 و y_3 در **جدول ۲** می‌توان نتیجه گرفت رفتار توده‌وار هم در دوران افول بازار و هم در دوران رونق بازار در طی دوره مورد بررسی وجود داشته است. همچنین با توجه به اینکه قدر مطلق ضریب y_4 از y_3 بیشتر است می‌توان نتیجه گرفت میزان رفتار توده‌وار در دوران افول بازار از دوران رونق بازار بیشتر بوده است.

جدول ۲. نتایج تخمین رگرسیون
ماخذ:یافته‌های نویسنده

Table 2. The results of regression
Source: Research results

متغییرهای مستقل	ضرایب متغیر در مدل	آماره t	سطح معناداری	نتیجه گیری
عرض از مبدا	0.016127	32.42521	0.0000	معناداری در مدل
$(1-D)R_{m,t}$	0.344369	16.36554	0.0000	معناداری در مدل
$D\ R_{m,t}$	-0.455537	-16.0127	0.0000	معناداری در مدل
$(1-D)R_{m,t}{}^2$	-15.0519	-22.3861	0.0000	معناداری در مدل
$D^2{}_{m,t}$	-17.58271	-15.987	0.0000	معناداری در مدل
AR(1)	0.849192	58.37896	0.0000	معناداری در مدل
آماره F		527.2624	ضریب تعیین	0.698581
سطح معناداری		0.0000		
دوربین واتسون		2.453463	ضریب تعیین تعدیل شده	0.697256
نتیجه کفایت مدل		سطح معناداری آماره Fکمتر از ۰٫۰۵ است و مدل در کل معنادار است.		

نتیجه:

رفتار توده‌وار یکی از موضوعات مهم در حوزه مالی رفتاری می‌باشدکه می‌تواند باعث انحراف قیمت دارایی‌ها از ارزش بنیادی خود شوند. همچنین گاهی تقلید سرمایه‌گذاران نهادی از یکدیگر منجر به کارایی قیمت در بازار می شود. یافته‌های پژوهش نشان داد سرمایه گذاران در طی دوره مورد بررسی رفتار توده وار از خود نشان داده و این رفتار در شرایط نزولی بازار شدیدتر بوده است. با توجه به یافته‌های این پژوهش بخصوص رفتار شدیدتر سرمایه‌گذاران در دوران افول بازار پیشنهاد می‌گردد سیاست‌گذاران با ارائه راهکارهایی با افزایش تحمل پذیری سرمایه گذاران در دوران افول بازار کوشا باشند. همچنین پیشنهاد می‌گردد تا با مقایسه بازار سرمایه ایران با دیگر بازارهای سرمایه دیگر کشورهای مختلف به شناسایی عمیق‌تر عوامل بوجود اوردنده رفتار توده‌وار بپردازند.

Reference

Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics, 107*(3), 797-817. doi:10.2307/2118364

Batmunkh, M.-U., Choijil, E., Vieito, J. P., Espinosa-Méndez, C., & Wong, W.-K. (2020). Does herding behavior exist in the Mongolian stock market? *Pacific-Basin Finance Journal, 62*, 101352. doi:10.1016/j.pacfin.2020.101352

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy, 100*(5), 992-1026. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/2138632

Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers, 2001*(002), A001. doi:10.5089/9781451973747.024.A001

Celiker, U., Chowdhury, J., & Sonaer, G. (2015). Do mutual funds herd in industries? *Journal of Banking & Finance, 52*, 1-16. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.006

Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking & Finance, 24*(10), 1651-1679. doi:10.1016/S0378-4266(99)00096-5

Chauhan, Y., Ahmad, N., Aggarwal, V., & Chandra, A. (2020). Herd behaviour and asset pricing in the Indian stock market. *IIMB Management Review, 32*,143-152 .doi:10.1016/j.iimb.2019.10.008

Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Career Concerns of Mutual Fund Managers. *The Quarterly Journal of Economics, 114*(2), 389-432. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/2587013

Chiang, T. C., Li, J., & Tan, L .(۲۰۱۰) .Empirical investigation of herding behavior in Chinese stock markets: Evidence from quantile regression analysis. *Global Finance Journal, 21*(1), 111-124. doi:https://doi.org/10.1016/j.gfj.2010.03.005

Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance, 34*(8), 1911-1921. doi:10.1016/j.jbankfin.2009.12.014

Choi, N., & Sias, R. W. (2009). Institutional industry herding. *Journal of Financial Economics, 94*(3), 469-491. doi:https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.009

Choi, N., & Skiba, H. (2015). Institutional herding in international markets. *Journal of Banking & Finance, 55*, 246-259. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.002

Chong, T. T.-L., Liu, X., & Zhu, C. (201 .(۷What Explains Herd Behavior in the Chinese Stock Market? *Journal of Behavioral Finance, 18*(4), 448-456. doi:10.1080/15427560.2017.1365365

Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? *Financial Analysts Journal, 51*(4), 31-37. doi:10.2469/faj.v51.n4.1918

Filip, A. M., & Pochea, M. M. (2023). Intentional and spurious herding behavior: A sentiment driven analysis. *Journal of Behavioral and Experimental Finance, 38*, 100810. doi:10.1016/j.jbef.2023.100810

Galariotis, E. C., Rong, W., & Spyrou, S. I. (2015). Herding on fundamental information: A comparative study. *Journal of Banking & Finance, 50*, 589-598. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.014

Gavriilidis, K., Kallinterakis, V & ,.Ferreira, M. P. L. (2013). Institutional industry herding: Intentional or spurious? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 26*, 192-214. doi:https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.05.008

Gębka, B., & Wohar, M. E. (2013). International herding: Does it differ across sectors? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 23*, 55-84. doi:https://doi.org/10.1016/j.intfin.2012.09.003

Gholamreza, E. B., & Sara, S. (2008). Investigating and testing the herd behavior of investors using the deviations of stock returns from the total market return in Tehran Stock Exchange *Accounting and Auditing Review, 14*(3), -. doi:20.1001.1.26458020.1386.14.3.2.7

Herat , H., Mahmoud , M., & Forough , H. (2021). Designing and evaluating the model of green behaviors and financial performance in Yazd hotels. *Islamic Azad University Science and Research Branch* .

Holmes, P., Kallinterakis, V., & Ferreira, M. (2011). Herding in a Concentrated Market: a Question of Intent. *European Financial Management, 19*. doi:10.1111/j.1468-036X.2010.00592.x

Holmes, P., Kallinterakis, V., & Ferreira, M. P. L. (2013). Herding in a Concentrated Market: a Question of Intent. *European Financial Management*, *19*(3), 497-520. doi:https://doi.org/10.1111/j.۱۴۶۸-۰۳۶X.2010.00592.x

Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, *11*(4), 585-616. doi:10.1016/j.jempfin.2004.04.003

Jafari, A. (2019). Investigating the intensity and weakness of herding behavior with a new method Based on stock market value in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, *7*(3), 83-107. doi:10.22051/jfm.2019.22428.1803

khojasteh, s., & zanjirdar, m. (2017). The Impact of Investors' herding Behavior on the Stock Returns Using Huang and Solomon Model. *quarterly journal of fiscal and Economic policies*, *4*(15), 115-134. Retrieved from http://qjfep.ir/article-1-361-fa.html

Kumar, S. S. S. (2022). Institutional Herding: Causality and Persistence. *IIM Kozhikode Society & Management Review*, *11*(2 ,(183-194 . doi:10.1177/22779752211040267

Lao, P., & Singh, H. (2011). Herding behaviour in the Chinese and Indian stock markets. *Journal of Asian Economics*, *22*(6), 495-506. doi:10.1016/j.asieco.2011.08.001

Liao, T.-L., Huang, C.-J., & Wu, C.-Y. (2011). Do fund managers herd to counter investor sentiment? *Journal of Business Research*, *64*(2), 207-212. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.01.007

Mobarek, A., Mollah, S., & Keasey, K. (2014). A cross-country analysis of herd behavior in Europe. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *32*, 107-127. doi:10.1016/j.intfin.2014.05.008

Nguyen, H. M., Bakry, W., & Vuong, T. H. G. (2023). COVID-19 pandemic and herd behavior: Evidence from a frontier market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *38*, 100807. doi:10.1016/j.jbef.2023.100807

Pourzamani, Z. (2012). Appraising the Herding Behavior on Institutional Investors with Christie and Huang Model in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge, 1*, 147-160. Retrieved from https://jik.srbiau.ac.ir/article_7409_23f6fde62e250875353fde4d413fe2ca.pdf

Santi, C., & Zwinkels, R. C. J. (2023). Exploring style herding by mutual funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 85*, 101762. doi:10.1016/j.intfin.2023.101762.

Shayestehmand, H., & Pourzamani, Z. (2018). The Effect of Intangible Information by Lakonishok, Shleifer and Vishny Model on Institutional Investors Herding Behavior. *Accounting and Auditing Research, 10*(40), 147-158. Retrieved from https://www.iaaaar.com/article_98832_1d63d259e4b35aacf9920eed09814e82.pdf

Soroushyar, A., & Ali Ahmadi, S. (2016). The Investigation of the Role of Momentum and Investors' Sentiments on the Herding Behavior in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge, 5*(18), 147-159. Retrieved from https://jik.srbiau.ac.ir/article_8622_44839f07444152971c33130d95980ae8.pdf

Spyrou, S. (2013). Herding in financial markets: a review of the literature. *Review of Behavioral Finance, 5*(2), 175-194. doi:10.1108/RBF-02-2013-0009.

Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R., & Nelling, E. (2008). Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares. *Pacific-Basin Finance Journal, 16*(1), 61-77. doi:10.1016/j.pacfin.2007.04.004.

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. doi:10.22059/frj.2020.292714.1006951.

Vo, X. V., & Phan, D. B. A. (2019). Herd behavior and idiosyncratic volatility in a frontier market. *Pacific-Basin Finance Journal, 53*, 321-330. doi:10.1016/j.pacfin.2018.10.005.

Xing, S., Cheng, T., & Sun, S. (2024). Do investors herd under global crises? A comparative study between Chinese and the United States stock markets. *Finance Research Letters, 62*, 105120. doi:10.1016/j.frl.2024.105120