

صلى الله عليه وسلم



دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

پایان نامه دوره کارشناسی ارشد حسابداری

موضوع : بررسی عوامل موثر بر بروز رفتار گله ای
در بین سهامداران عادی بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما :
دکتر جلیل خداپرست شیرازی

استاد مشاور :
دکتر محمد سیرانی

نگارش :
سمیه ابوالفتحی

تابستان 1389

تقديم به:

پدر و مادر

عزيم

و همه پويندگان علم و معرفت

تقدیر و تشکر

حال که انجام این تحقیق به یاری خداوند تعالی به پایان رسید، وظیفه خود می‌دانم از اساتید گرانقدر که در طول نگارش این پایان نامه اینجانب را از راهنمایی‌های ارزنده خویش بهره‌مند ساختند و مساعدت کلیه عزیزانی که در جمع آوری اطلاعات همکاری بی‌دریغ داشته‌اند، سپاس‌گذاری نمایم.

چکیده

یکی از مفروضات کارایی بازار سرمایه این است، که سرمایه‌گذاران بطور منطقی عمل می‌کنند، ولی شواهدی وجود دارد، که حاکی از عکس العمل غیر منطقی سرمایه‌گذاران است. از آنجایی که بورس اوراق بهادار تهران از کارایی لازم برخوردار نیست و یکی از بازارهای کمتر توسعه یافته محسوب می‌شود، بنابراین شناخت بیشتر تورش‌های رفتاری معامله‌گران به حفظ تعادل بازار و کاهش شکنندگی سیستم‌های مالی کمک خواهد کرد. از جمله استثنائات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، رفتار گله‌ای¹ است، که قادر به توضیح بخشی از تلاطم‌های بازارهای مالی و بورس و همچنین افزایش نوسانات قیمت سهام می‌باشد. وقتی سرمایه‌گذاران تصمیم به تقلید از تصمیمات قابل مشاهده سایرین می‌گیرند، رفتار گله‌ای بروز می‌کند. بنابراین شناخت عوامل موثر بر بروز چنین رفتاری باید مورد توجه سیاست‌گذاران بازار سرمایه قرار گیرد.

با توجه به مطالب فوق در این تحقیق نحوه اثرگذاری برخی ویژگی‌های سهام بر بروز رفتار گله‌ای در بازار سهام ایران بررسی شده است. به منظور اندازه‌گیری رفتار گله‌ای از شاخص لاکونیشوک² (LSV) استفاده و برای انجام تحقیق چهار عامل به عنوان ویژگی‌های سهام (اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، ریسک غیر سیستماتیک و نسبت P/E) انتخاب و بر اساس آن فرضیه‌ها تدوین گردید. سپس تعداد 59 شرکت از میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل دهنده جامعه آماری به عنوان نمونه انتخاب و اطلاعات لازم از منابع اطلاعاتی بورس اوراق تهران برای دوره زمانی 24 ماهه (از دی ماه 1386 تا آذر ماه 1388) استخراج گردید. و پس از پردازش این اطلاعات با بکارگیری روش‌های آماری نتایج زیر حاصل شده است:

نتایج نشان می‌دهد که اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک شرکت بر بروز رفتار گله‌ای تاثیر مثبت دارد و نسبت P/E نیز بر روی متغیر فوق اثر معکوس دارد. همچنین از دفعات معامله نیز به عنوان متغیر مستقل استفاده شد، اما رابطه معناداری بین این عامل و رفتار گله‌ای یافت نشد.

¹ Herding behavior

² Lakonishok, Shleifer and Vishny (LSV)

1	چکیده	1
	فصل اول : کلیات تحقیق	
2	مقدمه	2
2	1-1 تعریف مسئله و بیان موضوع تحقیق	2
4	2-1 اهمیت و ضرورت تحقیق	4
4	3-1 اهداف تحقیق	4
5	4-1 پرسش های تحقیق	5
5	5-1 فرضیات تحقیق	5
6	6-1 دامنه تحقیق	6
6	7-1 تعریف واژه ها و اصطلاحات به کار رفته در تحقیق	6

فصل دوم : مروری بر ادبیات تحقیق

10	مقدمه	10
11	1-2 ادبیات نظری	11
11	1-1-2 رفتار گله ای جعلی	11
11	2-1-2 رفتار گله ای حقیقی	11
12	1-2-1-2 آبخار اطلاعاتی	12
15	2-2-1-2 همبستگی اطلاعات	15
15	3-2-1-2 ملاحظات اعتباری	15
20	4-2-1-2 علایق مشترک	20
21	5-2-1-2 گرایش به مد	21
22	2-2 مطالعات خارجی	22
31	3-2 مطالعات داخلی	31

فصل سوم : متدولوژی تحقیق

35	مقدمه	35
35	1-3 روش تحقیق	35
36	2-3 فرضیات تحقیق	36

37	3-3 متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها
37	3-3-1 روش محاسبه شاخص لاکونیشوک در مدل LSV
39	3-3-2 روش محاسبه اندازه شرکت و نسبت P/E
39	3-3-3 روش محاسبه ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک
40	3-4 جامعه آماری و انتخاب نمونه
41	3-5 دوره زمانی تحقیق
43	3-6 روش گردآوری داده ها
43	3-7 جزئیات روش تحقیق
44	3-7-1 نحوه آزمون فرضیه اول
45	3-6-2 نحوه آزمون فرضیه دوم
46	3-6-3 نحوه آزمون فرضیه سوم
46	3-6-4 نحوه آزمون فرضیه چهارم
46	3-6-5 نحوه آزمون فرضیه پنجم

فصل چهارم : تجزیه و تحلیل داده ها

50	مقدمه
51	4-1 آمار توصیفی
56	4-2 آمار استنباطی
56	4-2-1 آزمون فرضیه اول
57	4-2-2 آزمون فرضیه دوم
58	4-2-3 آزمون فرضیه سوم
58	4-2-4 آزمون فرضیه چهارم
59	4-2-5 آزمون فرضیه پنجم
65	4-3 خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

فصل پنجم : نتیجه گیری

66	مقدمه
67	5-1 تحلیل نتایج و یافته ها
68	5-1-1 فرضیه اول
68	5-1-2 فرضیه دوم

69.....	3-1-5 فرضیه سوم
69.....	4-1-5 فرضیه چهارم
70.....	5-1-5 فرضیه پنجم
70.....	2-5 پیشنهادهای تحقیق
71.....	1-2-5 پیشنهادهایی بر اساس نتایج بدست آمده
71.....	2-2-5 پیشنهادهایی برای مطالعات آتی
72.....	3-5 محدودیت ها

.....	پیوست
.....	
73.....	

.....	فهرست
.....	منابع
.....	
100.....	

فصل اول
کلیات تحقیق

مقدمه

در الگوهای اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شد، که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و همیشه به دنبال بهینه کردن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند. در این الگوها که تئوری بازار کارا از دل آن بیرون آمده است، واکنش منطقی سرمایه‌گذاران موجب تعدیل قیمت اوراق بهادار برای رسیدن به ارزش‌های واقعی (ذاتی) می‌شود. چنین مفروضاتی مبنای شکل‌گیری انتقادات به پارادایم‌های این تئوری‌ها قرار گرفت، زیرا شواهد در دنیای واقعی به گونه دیگری بودند. فرضیات اقتصاد کلاسیک جایی برای احساسات انسانی و خطاهای شناختی در تصمیم‌گیری‌های مالی باقی‌نگذاشته است. شناخت اثرات همین احساسات و خطاها در تحقیقات مالی و روندهای قیمت و بازدهی در بازارهای مختلف منجر به ایجاد جریانی در مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری شد که به مالیه رفتاری شهرت یافت. به بیان دیگر، مالیه رفتاری اشاره به این موضوع دارد، که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان در قالب مدل‌هایی تبیین نمود، که در آنها سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی نیستند.

1-1 تعریف مسئله و بیان موضوع تحقیق

تاکنون مطالعات زیادی به تبیین استثناهای بازار مالی و مدل‌های مالیه رفتاری پرداخته‌اند، که در این میان بررسی و آزمون بروز رفتار گله‌ای از جمله مدل‌هایی است، که به بررسی چگونگی تصمیم‌گیری سهامداران در بازارهای مالی می‌پردازد. رفتار گله‌ای به عنوان یک پدیده رفتاری به تبیین رفتار معاملاتی

سرمایه‌گذاران نسبت به خرید یا فروش سهام خاصی می‌پردازد. رفتار گله‌ای در بازار مالی زمانی رخ می‌دهد، که سرمایه‌گذاران تحت تاثیر تصمیمات سایرین قرار گیرند و در این فرآیند با نادیده گرفتن اطلاعات شخصی و باورهای خود به

تقلید از سایر سرمایه‌گذاران می‌پردازند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران تنها بر پایه رفتار کل بازار نسبت به معامله سهام تصمیم‌گیری می‌کنند. به اعتقاد حرفه‌ای‌های بازار این نحوه عملکرد سرمایه‌گذاران موجب نوسان قیمت‌ها و ناپایداری بازار مالی می‌شود. در واقع زمانی که سرمایه‌گذاران بطور فراگیر اقدام به خرید سهم خاصی می‌کنند، قیمت آن سهم از مقدار تعادلی آن فراتر رفته و منجر به افزایش قیمت پایه‌ای سهم می‌گردد. عکس این قضیه زمانی رخ می‌دهد، که آنها نسبت به فروش سهم خاصی هجوم بیاورند. این گونه رفتار موجب افزایش تلاطم در بازارهای سرمایه و شکنندگی سیستم‌های مالی می‌شود. بنابراین شناخت بیشتر رفتار گله‌ای و عوامل تاثیرگذار بر بروز این گونه رفتار امری ضروری به نظر می‌آید.

برای این منظور در این تحقیق به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود، که آیا اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و نسبت P/E به عنوان ویژگی‌های سهام یک شرکت منجر به رفتار گله‌ای در بین سهامداران می‌شود. در این بررسی به منظور اندازه‌گیری رفتار گله‌ای از شاخصی برگرفته از مدل لاکونیشوک، شلیفر و ویشنی³ در سال 1992 و گرینبلات، تیتمن و ورمرز⁴ در سال 1995 استفاده شده است. متغیر اصلی این تحلیل رفتار گله‌ای اندازه‌گیری شده با استفاده از شاخص لاکونیشوک می‌باشد. در این مطالعه چگونگی تاثیر تغییرات ویژگی‌های سهام بر رفتار گله‌ای بررسی می‌شود. برای این منظور ابتدا شرکت‌های انتخاب شده بر اساس اندازه، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک، P/E در چهار مرحله مجزا به ده طبقه تقسیم شده است. سپس متوسط رفتار گله‌ای اندازه‌گیری شده ماهانه برای کل سهام در هر طبقه بر اساس کل مبادلات صورت گرفته در طول دوره تحقیق را بدست آمده است. سپس با محاسبه رگرسیون بررسی

³ Lakonishok, Shleifer and Vishny (LSV)

⁴ Grinblatt, Titman and Wermers (GTW)

می‌شود، که آیا بین رفتار گله ای اندازه گیری شده و ویژگی‌های شرکت‌ها همبستگی وجود دارد؟ در نهایت به آزمون تاثیر همزمان کلیه متغیرهای مستقل از جمله (اندازه، بتا، ریسک غیرسیستماتیک، P/E) بر رفتار گله ای اندازه گیری شده با استفاده از رگرسیون ترکیبی پرداخته شده است.

1-2 اهمیت و ضرورت تحقیق

در کشورهای در حال توسعه نظیر کشور ایران که دارای بازارهای مالی نوظهور می‌باشند و از طرفی جریان اطلاعات شفاف نبوده و اطلاعات با کندی و با تاخیر انتشار پیدا می‌کند، بنابراین انتظار می‌رود، که بروز رفتار معاملاتی یکسان در بین سهامداران در این گونه بازارها شایع تر باشد. از آنجایی که ویژگی‌های این بازارها تا حد زیادی متفاوت از بازارهای توسعه یافته است (معاملات اندک، ضریب نقدشوندگی پایین اوراق بهادار، اطلاعات ناکافی و غیرقابل‌اتکا با قابلیت دسترسی محدود، سرمایه گذاران خام و بی اطلاع، تحلیل‌گران غیرمطلع و غیرحرفه ای و عدم وجود منابع اطلاعاتی جهت تحلیل کامل اطلاعات از جمله این مشخصات است)، اهمیت و ضرورت این گونه تحقیقات را جهت بیان و پیش بینی رفتار سرمایه‌گذاران آشکار می‌سازد. از طرف دیگر رفتار گله ای در بین سرمایه گذاران باعث بروز نوسانات شدید در تعداد خرید (فروش) سهام می‌گردد، که این خود باعث تغییرات شدید در میزان عرضه و تقاضا سهام و متعاقباً منجر به نوسانات قیمت سهام می‌شود. از آنجا که قیمت سهام مهمترین ملاک جهت محاسبه بازده است، بنابراین تغییرات قیمت سهام موجب نوسانات

می‌شود. در نتیجه بررسی بروز رفتار گله ای در بین سهامداران به دلیل تاثیر بالقوه بر نوسانات بازده دارای اهمیت است. همچنین سیاست گذاران و اقتصاددانان اغلب نگران این موضوع هستند، که رفتار گله ای اثرات نامناسبی بر نتایج بلندمدت اقتصاد بگذارد و موجب شکل گیری عدم تعادل در بازار مالی و افزایش شکنندگی سیستم‌های مالی شود. با توجه به موارد مذکور

ضرورت انجام تحقیقات بیشتر جهت بررسی و آزمون شکل گیری رفتار
گله ای و شناخت عوامل موثر در ایجاد آن اهمیت پیدا می‌کند.

3-1 اهداف تحقيق

سابقه بازار سرمايه در ايران بصورت سازمان يافته به کمتر از 40 سال مي‌رسد، كه بسيار جوان بوده، با اين حال در اين مدت کوتاه بازار بورس شاهد نوسانات شديد و افت و خيزهاي فراواني بود و مخصوصاً در سالهاي اخير نوسانات آن بسيار چشمگير بوده است (خيري، 1386). يكي از تئوري‌هايي كه در اقتصاد مالي براي توجيه اين نوسانات بكار برده شده است، نظريه رفتار گله اي مي‌باشد. هدف تحقيق حاضر بررسي علت بروز رفتار گله اي با توجه به ويژگي‌هاي سهام مي‌باشد. در اين مطالعه علايق مشترك سهامداران نسبت به ويژگي‌هاي خاص سهام در بروز اين گونه رفتار مد نظر قرار مي‌گيرد.

4-1 پرسش‌هاي تحقيق

سوالي كه اين تحقيق در صدد پاسخ به آن مي‌باشد به شرح زير مي‌باشد :

آيا ويژگي‌هاي يك شركت از جمله اندازه شركت، ريسك سيستماتيک، ريسك غيرسيستماتيک و نسبت P/E بر روي بروز رفتار گله اي در بين سهامداران آن شركت اثرگذار است؟

5-1 فرضيات تحقيق

فرضيه‌هاي لازم جهت اجراي تحقيق جهت نيل به اهداف مذکور به شرح زير مي‌باشد :

1-5-1 فرضيه اول

بين اندازه شركت و بروز رفتار گله اي در بين سهامداران رابطه معني داري وجود دارد.

2-5-1 فرضيه دوم

بين ريسك سيستماتيک شركت و بروز رفتار گله اي در بين سهامداران رابطه معني داري وجود دارد.

3-5-1 فرضيه سوم

بین ریسک غیرسیستماتیک شرکت و بروز رفتار گله ای در بین سهامداران رابطه معنی داری وجود دارد.

1-5-4 فرضیه چهارم

بین نسبت قیمت به سود (P/E) شرکت و بروز رفتار گله ای در بین سهامداران رابطه معنی داری وجود دارد.

1-5-5 فرضیه پنجم

همه متغیرهای مستقل (اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و نسبت P/E) بطور همزمان بر بروز رفتار گله ای در بین سهامداران تاثیر دارند.

1-6-1 دامنه تحقیق

هر تحقیق باید دارای قلمرو و دامنه مشخصی باشد، تا محقق در تمام مراحل تحقیق، بر موضوع تحقیق احاطه کافی داشته باشد و بتواند نتایج به دست آمده از نمونه را به کل جامعه تعمیم دهد.

1-6-1 قلمرو موضوعی تحقیق

تحقیق حاضر به بررسی و آزمون تاثیر برخی مشخصات سهام از جمله اندازه، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و نسبت P/E در شکل گیری رفتار گله ای در بین سهامداران شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران میپردازد.

1-6-2 قلمرو مکانی تحقیق

جامعه آماری این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. انتخاب نمونه در این تحقیق به صورت قضاوتی میباشد. همچنین با توجه به مدل تحقیق، شرکتهایی که بیشتر مورد معامله قرار گرفته اند از همه مهمترند.

1-6-3 قلمرو زمانی تحقیق

بازه زمانی این تحقیق از ابتدای دیماه 1386 تا پایان آذرماه 1388 را در بر میگیرد.

1-7-1 تعریف واژه ها و اصطلاحات به کار رفته در تحقیق

شاخص لاکونیشوک (LSV) : در این تحقیق اندازه گیری رفتار گله ای نسبت به سهام یک شرکت در طول یک ماه بدین شرح انجام شده

است. برای هر سهم i در دوره زمانی t ، نسبت P_{it} برابر با تعداد خریداران سهام i به کل تعداد معامله گران سهام i در طی ماه t می‌باشد. همچنین مجموع تعداد خریداران به مجموع تعداد معامله گران برای کل سهام در زمان t را با P_t نشان می‌دهیم. اگر انحراف قابل ملاحظه ای بین P_{it} ، P_t وجود داشته باشد، این انحراف نشان دهنده بروز رفتار معاملاتی یکسان نسبت به سهام i در طی دوره t می‌باشد. جهت ارزیابی تصادفی بودن یا سیستماتیک بودن این انحراف، تعداد خریداران سهام i را در طول دوره زمانی t را تحت فرضیه صفر نبود رفتار گله ای بصورت توزیع دو جمله ای با N_{it} تعداد آزمایش (حاصل جمع خریداران و فروشندگان سهام i در دوره زمانی t) با احتمال موفقیت P_t بصورتی که خرید به مفهوم پیروزی است. الگوی اندازه گیری بروز رفتار گله ای نسبت به سهام i در دوره زمانی t در این تحقیق به شرح ذیل می‌باشد:

$$HM_{i,t} = |p_{i,t} - p_t| - E[|p_{i,t} - p_t|] \quad (1-1)$$

محاسبه قسمت اول معادله بالا مطابق توضیحات فوق می‌باشد. در محاسبه قسمت دوم، اگرچه ارزش قدر مطلق $(P_{i,t} - P_t)$ توزیع مشخصی ندارد تا بتوان به فرمول تعریف شده ای دست یافت، اما با توسعه روشی جهت محاسبه توزیع نرمال تقریبی مورد انتظار $E[(P_{i,t} - P_t)]$ با توزیع دو جمله ای N_{it} به ترتیب زیر می‌توان به نتیجه رسید:

X را تعداد موفقیت در n آزمایش با احتمال موفقیت p در هر آزمایش $P_t = X/n$ (که تعداد x موفقیت به روی تعداد n آزمایش می‌باشد) فرض می‌کنیم. قدر مطلق مورد انتظار تفاوت x از میانگین μ را M مساوی $E[(P_{i,t} - P_t)]$ در نظر می‌گیریم. بنا به تعریف این ارزش مورد انتظار بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$M = E[(P_{i,t} - P_t)] = \int (\mu - x) f(x) dx + \int (x - \mu) f(x) dx = M_1 + M_2$$

بطوریکه دو انتگرال بالا را M_1 و M_2 می‌نامیم و $f(.)$ را تابع چگالی توزیع نرمال در نظر می‌گیریم. بنا به تقارن موجود در توزیع نرمال $M_2 = M_1$ می‌شود و بر اساس تعریف $f(.)$ ، M_1 را بصورت زیر بدست می‌آوریم:

$$M_1 = 1/\sigma \sqrt{2\pi} \int (\mu - x) * e^{-0.5(x-\mu)^2/\sigma^2} dx = \sigma / \sqrt{2\pi} \quad (A_1)$$

σ را به عنوان انحراف استاندارد x در نظر می‌گیریم. از آنجا که $M = 2M_1$ می‌باشد با جایگذاری در فرمول (A_1) خواهیم داشت:

$$M = \sigma \sqrt{2/\pi}$$

در الگویی مورد استفاده این تحقیق متغیر تصادفی توزیع دو جمله‌ای تعداد خریداران (خرید به عنوان موفقیت) در n آزمایش (تعداد کل معامله‌گران) در نظر گرفته می‌شود و احتمال موفقیت p در هر معامله (آزمایش) محسوب می‌گردد. برای این چنین مدل توزیع دو جمله‌ای انحراف استاندارد بصورت زیر تعریف می‌شود:

$$\sigma = \sqrt{np(1-p)} \quad (A_2)$$

با جایگذاری (A_2) در (A_1) تقریب مناسبی جهت محاسبه M بدست می‌آوریم:

$$M = \sqrt{np(1-p)} * \sqrt{2/\pi} = \sqrt{2np(1-p)} / \pi$$

و در آخر خواهیم داشت:

$$E[(P_{i,t} - P_t)] = M/n = \sqrt{2p(1-p)} / (\pi n)$$

اندازه شرکت: با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی برای محاسبه اندازه شرکت از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام منتشره \times قیمت بازار هر سهم) به عنوان مبنای تعیین اندازه شرکت استفاده می‌شود.

نسبت P/E: برای محاسبه نسبت قیمت به سود (P/E) را ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (قیمت بازار هر سهم \times تعداد سهام) و E سود گزارش شده (قبل از اقلام غیر عادی) در نظر گرفته شده است.

ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک: ریسک اوراق بهادار عمدتاً مربوط می‌شود، به احتمال اینکه بازده واقعی کمتر از

بازده مورد انتظار شود. ريسك كل اوراق بهادار را به دو جز مختلف مي‌توان تفكيك نمود: 1- ريسك سيستماتيك 2- ريسك غيرسيستماتيك

بر اساس اين تقسيم بندي نيروهايي كه باعث تفاضل در بازده واقعي (قيمت) با بازده مورد انتظار ميشوند، متشكل از عناصر ريسك هستند. بعضي از نيروها خارج از شركت هستند كه غير قابل كنترل ميشوند و كل بازار را تحت تاثير قرار مي‌دهند. برخي ديگر نيروها داخل شركتند و تا حد زيادي قابل كنترل هستند. اگر بين بازده سهام يك شركت و بازده كل بازار يك رابطه خطي ساده ايجاد كنيم، شيب خط بدست آمده بتا ميشود كه شاخص ريسك سيستماتيك ميشود. در واقع بتا شدت تغييرات بازدهي سهم مورد نظر نسبت به بازار يا شاخص شامل آن سهم ميشود.

ريسك غير سيستماتيك منحصر به يك شركت و صنعت ميشود. در حقيقت شدت تغييرات بازده سهام در دوره‌هاي گذشته است كه با انحراف معيار آن برابر شده است كه معرف اين نوع ريسك است.

فصل دوم

مروري بر ادبيات تحقيق

مقدمه :

مفهوم رفتار گله‌ای دارای پیشینه نسبتاً کوتاهی در ادبیات اقتصادی است. بطور کلی ادبیات نظری پیرامون این موضوع از اوایل دهه نود و با مقالاتی که بیخچندانی⁵، بانرجی⁶ و ولش⁷ ارائه نموده اند به شکل جدی مطرح شد و به فاصله کوتاهی مطالعات تجربی نیز برای آزمودن وجود چنین رفتاری انجام شد. اگرچه ادبیات نظری در این زمینه انسجام خاصی داشت و با نظریه‌های خاصی وجود این رفتار را بررسی می‌کرد. اما ادبیات تجربی از همان ابتدا دو مسیر جداگانه پیدا کرد. در یک مسیر وجود رفتار گله‌ای برای فعالان خاصی بررسی شد و در مسیری دیگر وجود چنین رفتاری در کل بازار و بدون توجه به فعالان بازار مد نظر قرار گرفت. در واقع در مسیر اول بازیگران بزرگ بطور مجزا و متفاوت از بقیه فعالان بازار در نظر گرفته شدند. اما در مسیر دوم فرض می‌شود که بازار سرمایه از اشخاص تشکیل شده است و این اشخاص تفاوتی با هم ندارند که ارزیابی و تحلیل‌های مشابهی را در معاملاتشان انجام می‌دهند. در این فصل ابتدا مروری بر ادبیات نظری و سپس به بررسی مطالعات تجربی و بیان روشهای مورد استفاده پرداخته می‌شود و در پایان تحقیقات انجام شده داخلی مطرح می‌گردد.

1-2 ادبیات نظری

⁵ Bikhchandani

⁶ Banerjee

⁷ Welch

در ادبیات نظری رفتار گله‌ای به طور کلی به نحوه رفتار خاصی گفته می‌شود که طی آن تعدادی از عوامل بازار عمل یکسانی را در زمان خاصی از خود بروز می‌دهند. برای مثال دارایی خاصی را در زمان خاصی خریداری می‌کنند یا می‌فروشند. در تقسیم بندی رفتار گله‌ای از نظر عوامل ایجاد کننده آن رفتار گله‌ای به دو گروه عمده، رفتار گله‌ای جعلی⁸ و رفتار گله‌ای حقیقی⁹ تقسیم می‌گردد.

1-1-2 رفتار گله‌ای جعلی

در رفتار گله‌ای جعلی افراد با مسئله یکسانی مواجه می‌شوند که مجموعه اطلاعات آنها یکی است و در نتیجه تصمیمات یکسانی می‌گیرند. به بیان دیگر رفتار گله‌ای جعلی به آن گونه رفتار مشابهی گفته می‌شود که به دلیل وجود اطلاعات روشن برای افراد بروز می‌کند. در واقع تمام افراد یک گروه در نتیجه بررسی اطلاعات یکسان به این نتیجه می‌رسند که عمل خاصی را انجام دهند. این گونه رفتار مشابه مبتنی بر اطلاعات کافی نتیجه کارایی در پی خواهد داشت و بر مبنای پیروی از دیگران شکل نگرفته است. همچنین فاقد خصوصیات منفی رفتار گله‌ای حقیقی است.

2-1-2 رفتار گله‌ای حقیقی

آنچه که در مالیه رفتاری بررسی می‌شود رفتار گله‌ای حقیقی است که در آن عمل مشابه توسط عوامل بازار در نتیجه پیروی آنها از یکدیگر صورت می‌گیرد. رفتار گله‌ای حقیقی لزوماً کارا نیست و باعث شکنندگی بازار مالی می‌شود که در نهایت منجر به تشدید نوسان قیمت‌ها و ریسک‌های سیستمی می‌گردد. بنابراین تشخیص تفاوت این دو نوع رفتار اهمیت پیدا می‌کند. در شکل (1) تقسیم بندی از رفتار گله‌ای به تصویر کشیده شده است.

⁸ Un-real herding

⁹ Real herding