



## The Modeling of the Role of Institutional Ownership in the Amount of Anchoring Bias Explanation about the Excess Return Resulting from the Earning Announcements

**Sara Vasheghani**

Ph.D. Candidate, Department of Financial Management, Faculty of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. E-mail: vasheghani\_sara@qiau.ac.ir

**Shahabeddin Shams**

\*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Financial Management, Faculty of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. E-mail: shamsshahabeddin@gmail.com

**Ebrahim Abbasi**

Department of Management, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran. E-mail: abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir

**Amir Mohammadzadeh**

Associate Prof., Department of Management, Faculty of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. E-mail: a.mohamadzadeh@qiau.ac.ir

**Mohsen Seighali**

Assistant Prof., Department of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. E-mail: mohsenseighali@qiau.ac.ir

### Abstract

**Objective:** The purpose of this study was to investigate that behavioural factors play an important role in decision-making and subsequently formation of markets phenomena.

**Methods:** The population of this study consist of all companies listed in The Tehran Stock Exchange of various industries and groups and samples were collected between the years 2007 and 2017. Using regression analysis, we estimated the influence of institutional investors anchoring bias on the 52-week highest price by the cross-sectional regression model, as well as measuring the

effect of increasing proximity of price to the 52-week highest price next abnormal returns in parallel with controlling of the other factors over PEAD.

**Results:** Given the statistically significant anchorage coefficient, it can be stated that there is a significant relationship at a 95% confidence level between the anchorage bias and the abnormal returns resulting from the profit declaration. Also, the level of institutional ownership has a significant relationship with the abnormal returns of profit declarations. In institutionally-owned companies, the role of the anchor variable is not even significant. However, in companies with low institutional ownership, this role is positively significant with a 0.13 coefficient.


**Conclusion:** Anchoring bias plays a minor role in explaining the additional returns resulting from the profit declaration in companies that are institutionally owned. Therefore it can be said that the first hypothesis of this research on the minor effect of anchorage variable in case of low institutional ownership is confirmed.

**Keywords:** Anchoring bias, Institutional ownership, Profit declaration

**Citation:** Vasheghani, Sara; Shams, Shahabeddin; Abbasi, Ebrahim; Mohammadzadeh, Amir and Seighali, Mohsen (2021). The Modeling of the Role of Institutional Ownership in the Amount of Anchoring Bias Explanation about the Excess Return Resulting from the Earning Announcements. *Financial Research Journal*, 23(3), 482- 496. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.311208.1007076> (in Persian)

---

Financial Research Journal, 2021, Vol. 23, No.3, pp. 482- 496

 <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.311208.1007076>

© Sara Vasheghani, Shahabeddin Shams and et al.

Published by University of Tehran, Faculty of Management

Article Type: Research Paper

Received: October 07, 2020

Accepted: May 16, 2021



## مدل سازی نقش مالکیت نهادی در میزان تبیین تورش لنگرگاه درباره بازده اضافی برآمده از انتشار اعلامیه سود

سارا واشقانی

دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد، قزوین، ایران. رایانامه: vasheghani\_sara@qiau.ac.ir

شهاب‌الدین شمس

\* نویسنده مسئول، استادیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. رایانامه: shamsshahabeddin@gmail.com

ابراهیم عباسی

استاد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. رایانامه: abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir

امیر محمدزاده

دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. رایانامه: a.mohamadzadeh@qiau.ac.ir

محسن صیقلی

استادیار، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. رایانامه: mohsenseighali@qiau.ac.ir

### چکیده

**هدف:** در پژوهش حاضر، به تبیین این موضوع پرداخته شده است که عوامل رفتاری به‌طور بالقوه‌ای در تصمیم‌گیری‌ها و متعاقب آن شکل‌گیری پدیده‌های بازار ایفای نقش می‌کنند.

**روش:** جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع و گروه‌های مختلف و نمونه آماری در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ جمع‌آوری شده است. در این پژوهش، ضمن تخمین تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر تورش لنگرگاه در بالاترین قیمت ۵۲ هفته، به کمک مدل رگرسیون مقطعی، اثر افزایش قیمت بر بالاترین قیمت ۵۲ هفته در بازده‌های غیرطبیعی بعدی در زمان کنترل عوامل دیگر بر PEAD نیز آزمون شده است.

**یافته‌ها:** با توجه به معناداری ضریب لنگرگاه، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سوگیری لنگرگاه با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود ارتباط معناداری دارد. همچنین، بین میزان مالکیت نهادی با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود ارتباط معناداری مشاهده می‌شود. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش متغیر لنگرگاه معنادار نیست، حال آنکه در شرکت‌های دارای مالکیت نهادی کم، این نقش با ضریب ۰/۱۳ و به‌صورت معنادار مثبت است.

**نتیجه‌گیری:** تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش کمتری ایفا می‌کند، از این رو، می‌توان گفت که تأثیر کمتر متغیر لنگرگاه در صورت مالکیت نهادی کم، تأیید می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** تورش لنگرگاه، مالکیت نهادی، اعلامیه سود

**استناد:** واشقانی، سارا؛ شمس، شهاب‌الدین؛ عباسی، ابراهیم؛ محمدزاده، امیر؛ صیقلی، محسن (۱۴۰۰). مدل سازی نقش مالکیت نهادی در میزان تبیین تورش لنگرگاه درباره بازده اضافی برآمده از انتشار اعلامیه سود. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۳)، ۴۸۲-۴۹۶.

## مقدمه

توروش لنگرگاه و تعدیل اکتشافی، یکی از توروش‌های مهم روان‌شناسی شناخته شده است. توروش لنگرگاه، نوعی تعصب شناختی است که در آن مردم عادی گرایش دارند که بر اولین تکه از اطلاعات پیشنهاد شده ("The anchor")<sup>۱</sup> در زمان تصمیم‌گیری اتکا کنند. ابتدا یک توروش لنگرگاه تنظیم می‌شود و قضاوت‌های دیگر، از طریق تعدیل‌های دورتر از آن توروش شکل می‌گیرد و تعصبی در مقابل تفسیر اطلاعات دیگر در اطراف این توروش لنگرگاه ایجاد خواهد شد. بنابراین اگر قیمت در حال حاضر نزدیک (دورتر) به بالاترین قیمت ۵۲ هفته خودش است، سرمایه‌گذاران در تجدید عقایدشان به سمت بالا (به سمت پایین) در زمانی که اخبار خوب (بد) به دست می‌آوردند، مردد هستند. به علاوه، اثر توروش لنگرگاه بر بالاترین قیمت ۵۲ هفته، در پدیده‌های بازارهای مالی مانند مومنتوم و گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود، نقش غالبی بازی می‌کند (جورج، هانگ و لی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵، لیو، لیو و ما<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). نتایج مقاله جورج و همکاران (۲۰۱۵) نشان داد که با افزایش استراتژی‌های مومنتوم در معاملات با اثرهای توروش لنگرگاه، بازده‌های غیرطبیعی به دست می‌آید.

بالاترین قیمت ۵۲ هفته به عنوان «لنگرگاه»، در مطالعات متعدد خارج از محتوای سود تفسیر می‌شود. برای مثال، مطالعاتی که نشان می‌دهد بالاترین قیمت ۵۲ هفته، در ناهنجاری بازار مالی مانند اثرهای مومنتوم و گرایش‌های پس از انتشار اعلامیه سود، نقش غالب بازی می‌کند (بهوترا و هور<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳؛ لی و یو، ۲۰۱۲؛ لیو و همکاران، ۲۰۱۱ و ما، ویدی و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). علاوه بر آن جورج و همکاران (۲۰۱۵) نزدیکی قیمت فعلی سهام به بالاترین قیمت ۵۲ هفته را مربوط به گرایش‌های پس از انتشار اعلامیه سود می‌دانستند، به‌ویژه آنها حرکت مثبت معنادار بعد از اعلام سود در زمان شگفتی‌های بسیار مثبت سود را مصادف با قیمت‌های سهام نزدیک به بالاترین قیمت ۵۲ هفته و حرکت منفی معنادار بعد از اعلام سود در زمان شگفتی‌های بسیار منفی سود را مصادف با قیمت‌های سهام خیلی پایین‌تر از قیمت ۵۲ هفته‌اش می‌دانستند. آنها این یافته‌ها را به‌عنوان واکنش کم سرمایه‌گذار به شگفتی‌های مثبت (منفی) سود در زمانی که قیمت سهام نزدیک‌تر (پایین‌تر) به قیمت ۵۲ هفته است، تفسیر کردند که عامل کمک‌کننده مهم در گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود، تکیه سرمایه‌گذاران بر بالاترین قیمت ۵۲ هفته آن پیشنهاد می‌شود و زمان‌بندی در بالاترین قیمت ۵۲ هفته در گرایش‌ها، پس از انتشار اعلامیه سود نقش مهمی را ایفا می‌کند (جورج و همکاران، ۲۰۱۵).

رفتار قراردادهای فروش را حول بالاترین قیمت ۵۲ هفته و بالاترین قیمت‌های تاریخی مورد مطالعه قرارداداند و دریافتند قراردادهای فروش به طور مثبت با نزدیکی به بالاترین قیمت تاریخی و به طور منفی با نزدیکی به بالاترین قیمت ۵۲ هفته مرتبط هستند، بنابراین آنها نتیجه گرفتند که مستندات آنها با بهره‌برداری فروشندگان قراردادهای فروش

۱. این تعریف از وب سایت Science Daily (Anchoring bias in decision-making) بازیابی شده است. توروش لنگرگاه اولین بار توسط کاهنمن و همکاران (۱۹۸۲) بررسی شد که در آن آزمایش از افراد درخواست می‌شود اعدادی را که به‌صورت تصادفی در مشاهدات آنها ایجاد می‌شوند، تخمین بزنند. تخمین‌ها نشان می‌دهد که اعداد بالاتر (پایین‌تر) توسط افرادی اعلام می‌شود که با اعداد تصادفی بالاتر (پایین‌تر) شروع کرده‌اند.

2. George, Hwang & Li

3. Liu, Liu & Ma

4. Bhootra & Hur

5. Ma, Whidbee & Zhang

از قیمت گذاری‌های اشتباه بوده و در نتیجه با تورش لنگرگاه سرمایه‌گذاران سازگار است (لی و پیکوایرا، ۲۰۱۷). در حالی که مطالعات موجود درباره تورش لنگرگاه، بیشتر بر اساس بازارهای سهام در کشورهای انگلیس و آمریکا است، این پژوهش بر اقتصاد نوظهور مانند بازار سهام ایران متمرکز است. به دلیل ترکیب متفاوت سرمایه‌گذاران و مالکان سهام در مقایسه با بازارهای رسمی سهام جنبه جالب بازارهای نوظهور وجود و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در این بازارها است. از این رو، بررسی اینکه آیا واکنش کم قیمت اولیه سهام به اخبار سود و حرکات بعدی قیمت‌های مربوط به تورش لنگرگاه سرمایه‌گذاران نهادی روی بالاترین قیمت ۵۲ هفته بر اساس بازار سهام ایران قرار دارد یا خیر، بسیار مهم است. آنچه در اینجا اهمیت بیشتری دارد این موضوع است که مطالب بیان شده نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی، تورش لنگرگاه را که به گرایش‌های پس از انتشار اعلامیه سود منجر می‌شود، کاهش می‌دهند یا تشدید می‌کنند. لذا با توجه به اهمیت موضوع، محققان بر آن شدند که در این تحقیق، مسئله خود را در دو بُعد کیفی (تبیین متغیرهای مؤثر بر بازده اضافه با استفاده از لنگرگاه و مالکیت نهادی از دیدگاه خبرگان) و کمی مطرح کنند و به بررسی مقایسه‌ای تغییرات نقش تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود با توجه به نوع مالکیت شرکت‌ها بپردازند. در این راستا این تحقیق به دنبال شواهد جدیدی از تأثیر تعصب رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی به علت تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود در شرکت‌ها با نوع مالکیت متفاوت شرکت‌ها (سهام‌داران نهادی) روی اطلاعات قدیمی (مانند بالاترین قیمت سهام در سال گذشته) است.

تحقیق حاضر، چارچوب رابطه تورش لنگرگاه با بازده سهام، در حوزه پارادایم علوم مالی رفتاری قرار می‌گیرد که فاقد سوابق بومی قابل ملاحظه است، از این رو، بر تحقیقات و مفروضات خارجی مبتنی است. با عنایت به مطالب پیش‌گفته، طرح تحقیق در قالب دو رویکرد کیفی و کمی اجرا شده است.

در بخش کیفی فرضیه اصلی به شکل زیر است:

- متغیرهای اصلی برای مدل‌سازی بازده اضافی با توجه به تورش لنگرگاه و نوع مالکیت کدام‌اند؟

و فرضیه پژوهش در بخش کمی به شکل زیر مطرح می‌شود:

- تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند نقش کمتری ایفا می‌کند.

### پیشینه پژوهش

تورش لنگرگاه و تعدیل اکتشافی یکی از موضوعات روان‌شناسی است که در حوزه مالی رفتاری بسیار بررسی شده است و بر مسئله غلبه اثر تورش لنگرگاه بر فرایندهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و گرایش سرمایه‌گذاران به تکیه بر قیمت‌های خرید سهام آنها روی بالاترین و آخرین قیمت سهام استناد می‌کند. این نتایج اثر تورش لنگرگاه بر تصمیم‌های غیر بهینه سرمایه‌گذاران در فرایند تخمین را نشان می‌دهد.

شین و پارک<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) به بررسی نقش سرمایه‌گذاران خارجی در کاهش میزان تورش لنگرگاه براساس گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود در بازار سهام کره در دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج این تحقیق به رابطه مثبت بین نزدیکی قیمت فعلی به بالاترین قیمت ۵۲ هفته، بر میزان گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود دلالت دارد که البته این رابطه مثبت برای سهم‌هایی با سطح بالای مالکیت خارجی وجود ندارد؛ زیرا مالکیت خارجی باعث کاهش اثر تورش لنگرگاه بر بالاترین قیمت‌های ۵۲ هفته می‌شود. آنها همچنین دریافتند که هیچ نوع رابطه‌ای بین تورش لنگرگاه بر بالاترین قیمت‌های ۵۲ هفته و گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود برای سهم‌هایی با گردش مالی پایین سرمایه‌گذاران خارجی وجود ندارد.

لی<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) به ویژگی‌های سرمایه‌گذاران خارجی و ریسک کاهش ارزش قیمت بازار سهام پرداخت که نتایج حاصل از آن، نشان داد که ارتباط بین ریسک کاهش ارزش بازار سهام به پایین‌ترین قیمت و مالکیت اختصاصی سهام سرمایه‌گذاران خارجی (مانند افق سرمایه‌گذاری بلند مدت)، از افزایش کارایی بازار به‌واسطه سرمایه‌گذاران اختصاصی خارجی نشئت می‌گیرد؛ زیرا سرمایه‌گذاران اختصاصی خارجی تحت تأثیر تورش لنگرگاه روی بالاترین قیمت ۵۲ هفته قرار نمی‌گیرند. همچنین، زمانی که مالکیت اختصاصی سهام سرمایه‌گذاران خارجی کمتر است، رابطه مثبت بین نزدیکی قیمت سهام به بالاترین قیمت ۵۲ هفته و گرایش‌ها پس از انتشار اعلامیه سود ضعیف خواهد شد.

لیانگ، یانگ، ژانگ و چای<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در تحقیق خود با عنوان عقلانیت محدود، تورش لنگرگاه - تعدیل احساسی و قیمت‌گذاری دارایی، دریافتند که اثرهای ترکیبی دو عامل عقلانیت محدود اغلب در زیان مجسم می‌شود. سرمایه‌گذاران خرد، به گرایش‌های بازار حساس‌اند و بدون اجبار به زیان‌های شناختی بیشتر می‌پردازند. همچنین، زمانی که تأثیر فاکتورهای عقلانیت محدود نامتقارن است، سطح بالای عقلانیت سرمایه‌گذاران و گرایش به بازار گاوها به‌طور مشترک باعث افزایش تقاضا و سپس افزایش قیمت‌ها می‌شود.

بهوترا<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) قابلیت پیش‌بینی بازده سهام و تورش لنگرگاه و نقض عملکرد برتر استراتژی مومنتوم در معاملات سهام و خرید نزدیک به بالاترین قیمت‌های ۵۲ هفته و فروش دورتر از بالاترین قیمت‌های ۵۲ هفته را این گونه توضیح داده است که معاملات سهام نزدیک به بالاترین قیمت‌های تاریخی سهام، به‌طور شایان توجهی عملکرد بهتری را به نمایش می‌گذارد و به ۹۳ درصد میانگین بازده ماهانه در ماه‌هایی غیر از ژانویه منجر می‌شود. این یافته‌ها از کاربرد مهم تفسیرهای رفتاری بر اساس تورش لنگرگاه در الگوهای بازدهی حکایت می‌کند.

جتر و والکر<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) به بررسی نقش تورش لنگرگاه در تصمیم‌گیری‌های مالی پرداختند و نشان دادند که تورش لنگرگاه می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های مالی تحت فشار و ریسک، نقش شایان توجهی ایفا کند.

روان‌شناسی شناختی بیان می‌کند که فرایندهای تصمیم‌گیری انسانی با توجه به برخی محدودیت‌های شناختی

1. Shin & Park

2. Lee

3. Liang, Yang, Zhang & Cai

4. Bhootra

5. Jetter & Walker

تحت تأثیر قرار می‌گیرد و به محدودیت در دقت سرمایه‌گذار می‌انجامد. اطمینان بیش از حد، خوش‌بینی بیش از حد، اثر تمایلی و توده‌وار، از جمله واکنش‌هایی هستند که به محدودیت دقت سرمایه‌گذار منجر می‌شوند (صالح آبادی و مهردخت، ۱۳۹۰).

شمس و اسفندیاری مقدم (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر رفتار توده وار بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی پرداختند. یافته‌های این تحقیق، تأثیر منفی معنادار رفتار توده‌وار در شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر معیارهای عملکرد، هم بر اساس نظریه‌های مدرن و هم بر اساس نظریه‌های فرامدرن پرتفوی را نشان می‌دهد. به بیان دیگر، توده‌واری بر کلیه معیارهای عملکرد، یعنی نسبت جنسن، شارپ، ترینر، سورتینو، پتانسیل مطلوب، امگا، ترینر تعدیل شده و جنسن تعدیل شده اثر منفی و معناداری دارد.

کریمی و حسنی (۱۳۹۶) بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه را از جنبه تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و کاهش تأثیر تورش‌های رفتاری بر بازده کوتاه‌مدت، به‌وسیله کیفیت سود بررسی کردند. نتایج از تأثیر مثبت تورش‌های رفتاری بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه و تقلیل اثر تورش رفتاری به‌وسیله کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری پیش از عرضه حکایت می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق تجربی و پس‌رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی قرار دارد و بر اطلاعات تاریخی واقعی مبتنی است. در این پژوهش، پس از استخراج ارزش هر یک از متغیرها با استفاده از نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز، به تجزیه و تحلیل یافته‌ها بر اساس مدل‌های مختلف رگرسیونی پرداخته شده است.

داده‌های بخش کیفی، از طریق مصاحبه با ۴۴ نفر از خبرگان مالی و اجرایی در حوزه مالی جمع‌آوری شدند و پس از کدگذاری، متغیرها استخراج و مدل بهینه در نرم‌افزار کیفی مکس کیودا تجزیه و تحلیل شد. دلیل استفاده از نرم‌افزار مکس کیودا، پیشرفته بودن آن برای تجزیه و تحلیل کیفی داده‌ها است که در حوزه‌های علوم اجتماعی و علوم انسانی کاربرد بسیاری دارد. این نرم‌افزار برای دانشجویان، پژوهشگران، اساتید و مؤسسه‌های تحقیقاتی که خواهان به‌کارگیری روش‌های تحقیق کیفی، از جمله روش نظریه زمینه‌ای یا داده‌بنیاد و روش تحلیل محتوا هستند، بسیار کارگشا است. با بهره‌گیری از این نرم‌افزار، می‌توان پژوهش‌های کیفی را در زمان کمتر و با دقت و سهولت بیشتر انجام داد. در گام دوم با استفاده از روش‌های ریاضی و آماری، فرضیه‌ها آزمون شدند. در این راستا، آزمون‌های لازم برای تصریح مدل بهینه نیز انجام شد.

رویکرد حاکم در مرحله کیفی یا گام نخست پژوهش، استقرایی است؛ زیرا محقق با بهره‌گیری از مصاحبه به‌دنبال دستیابی به داده‌ها و طبقه‌بندی آنها بوده است. در گام دوم (مرحله کمی تحقیق) با تأکید بر رویکرد قیاسی، به تعیین میزان اهمیت ویژگی‌های استخراج شده حاصل از گام نخست، از منظر سرمایه‌انسانی در جامعه آماری هدف پرداخته است. بنابراین، رویکرد تحقیق حاضر رویکرد استقرایی - قیاسی یا آمیخته است. از میان طرح‌های آمیخته، رویکرد آمیخته

اکتشافی بر گردآوری، تحلیل و ترکیب توأمان داده‌های کیفی و کمی در مطالعه‌ای واحد یا مجموعه‌ای از مطالعه‌ها متمرکز است.

جامعه آماری تحقیق حاضر در مرحله کیفی، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق (صندوق‌هایی که بر مبنای نسبت‌های ارزیابی عملکرد مالی شارپ و سورتینو دارای نمره بالاتر از میانگین بازار بوده‌اند) به تعداد ۴۵ نفر است. جامعه آماری در مرحله کمی با توجه به اهداف پژوهش که به دنبال مطالعه سوگیری رفتاری و در نتیجه آن، خطاهای پیش‌بینی‌پذیر و باثبات در پردازش اطلاعات، ارزیابی و معاملات اوراق بهادار است، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را شامل می‌شود که این شرکت‌ها بر اساس معیارهای زیر محدود شده‌اند:

۱. شرکت‌هایی که قبل از ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده‌اند و عضویت آنها تا سال ۱۳۹۶ تداوم داشته است؛
۲. شرکت‌ها در طول دوره تحقیق وقفه معاملاتی بیش از ۴۵ روز نداشته باشند؛
۳. دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان سال شمسی باشد؛
۴. شرکت‌ها جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، لیزینگ‌ها) نباشد.
۵. اطلاعات لازم شرکت‌ها برای اجرای پژوهش در دسترس باشد؛ به گونه‌ای که بتوان اطلاعات مربوط به عملکرد مالی آنها را استخراج کرد.

همان گونه که مطرح شد، دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است که در این دوره زمانی، ضمن لازم الاجرا شدن استانداردهای حسابداری، کیفیت و زمان‌بندی ارسال اطلاعات توسط شرکت پذیرفته شده، به نحو مناسبی ارتقا پیدا کرده است، از این رو، شکل‌گیری قیمت سهام و انجام معاملات بر مبنای اطلاعات مناسب بوده و بر مبنای معیارهای سه‌گانه اشاره شده، جامعه آماری تحقیق محدود شده است.

در پژوهش حاضر برای بررسی روایی پرسش‌نامه از روایی صوری و محتوایی استفاده شده است. در این پژوهش برای بررسی روایی صوری در پرسش‌نامه، سؤالات با توجه به مؤلفه‌های حاصل شده از مرحله کیفی، طراحی شدند و از اساتید راهنما و مشاور و چند تن از صاحب‌نظران درخواست شد که در جهت سنجش روایی پرسش‌نامه، اظهار نظر کنند. پس از بررسی و ارزشیابی پرسش‌نامه توسط اساتید و صاحب‌نظران، اصلاحات مربوطه در پرسش‌نامه اعمال شد و روایی صوری آن به تأیید رسید. همچنین، پس از جمع‌آوری اطلاعات، برای بررسی روایی سازه از تکنیک تحلیل عاملی تأییدی، استفاده شد.

داده‌های کیفی با استفاده از روش تحلیل محتوای قراردادی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای این منظور مصاحبه‌های صورت گرفته به منظور شناسایی ویژگی‌های مدیران موفق در زمینه سازمانی مدنظر، در قالب متن استوار شد و فرایند تحلیل محتوا با استفاده از نرم‌افزار NVIVO در سه سطح انجام گرفت. در سطح اول، متن مصاحبه‌ها به واحدهای فکر تجزیه شد. واحدهای فکر در واقع کوچک‌ترین واحد معنادار و قابل رمزگذاری است که مبنایی جهت درست کردن مقوله‌ها به شمار می‌رود. این واحدها می‌تواند کلمه، جمله، عبارت، پاراگراف یا سندی باشد که در جنبه‌هایی



از زمینه یا محتوایشان با یکدیگر ارتباط دارند. به بیان دیگر، هر عبارتی که به نوعی بر موضوع مدنظر دلالت داشته باشد، خواه یک کلمه یا چند کلمه و خواه مستقیم یا غیرمستقیم، یک واحد محسوب می‌شود. در این مطالعه در مجموع ۱۷۴ واحد فکر شناسایی شد.

در سطح دوم واحدهای فکر دسته‌بندی شدند تا مؤلفه‌ها ظهور پیدا کنند. سپس برای هر مؤلفه نامی انتخاب شد که در برگیرنده محتوای مشترک همه واحدهای فکر موجود در آن مؤلفه باشد.

در سطح سوم، مؤلفه‌ها خودشان مجدد گروه‌بندی شدند تا ابعاد (مضامین) اصلی استخراج شوند. مفهوم مضمون دارای معنای چندگانه است و ایجاد مضامین شیوه‌ای است که محتواهای اساسی را در مؤلفه‌ها با هم مرتبط می‌سازد. در این مرحله دقت بیشتری وجود داشت؛ چرا که برخی از مؤلفه‌ها می‌توانستند در ابعاد دیگری جای بگیرند یا ترکیب چند مؤلفه می‌توانست ساختار ابعاد را به گونه‌ای دیگر تغییر دهد. در این مرحله تأکید بر آن بود که گروه‌بندی به گونه‌ای انجام شود که در هر گروه مؤلفه‌های بیشتری جای گیرد تا کمترین تعداد ابعاد با در نظر گرفتن جامعیت و مانعیت آن ابعاد حاصل شود که در نهایت برای ویژگی‌های مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موفق، ۵ بعد اصلی ظاهر شد.

### یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا فرضیه نخست (تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش کمتری ایفا می‌کند)، بررسی شده است. برای آزمون این فرض، ابتدا به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا تورش لنگرگاه، توانایی توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه‌های سود را دارد یا خیر. برای آزمون این فرض، مدل زیر استفاده شده است.

$$R_i - R_f \sim \text{Beta} \times X_{\text{Beta}} + \text{Size} \times X_{\text{Size}} + \text{BV} - \text{MV} \times X_{\text{BV-MV}} + \text{ANC} \times X_{\text{ANC}} + \epsilon \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن،  $R_f$  نرخ سود سپرده‌های یک ساله؛  $X_{\text{Beta}}$  حساسیت بازده سهم خاص به عامل بازده بازار؛  $X_{\text{Size}}$  حساسیت بازده سهم خاص به عامل اندازه؛  $X_{\text{BV-MV}}$  حساسیت بازده سهم خاص به عامل ارزش دفتری به ارزش بازار است.

همان گونه از تبیین متغیرها مشهود است، تخمین مدل در قالب مدل‌های تعادلی صورت پذیرفته است. در مدل‌های عاملی، متغیرهای ورودی خودبازده بازار، اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار و لنگرگاه است و آنچه در قالب یک مدل هم‌انباشته تخمین زده می‌شود، حساسیت بازده اضافه به اصل متغیرهاست؛ ولی در مدل‌های تعادلی، ابتدا برای تک تک دارایی‌ها، حساسیت سهام به عوامل در قالب پنجره‌های غلتان<sup>۱</sup> در سری‌های زمانی تخمین زده می‌شود و پس از آن، حساسیت‌ها به‌عنوان متغیرهای ورودی به شکل برش مقطعی<sup>۲</sup> در کنار هم رگرس می‌شوند. آنچه در ادبیات معمولاً برای

1. Rolling windows  
2. Cross section

محاسبه میزان توجیه در بازده اضافه مدنظر قرار می‌گیرد، تخمین در قالب مدل‌های تعادلی و تبیین سهم متغیر جدید در توصیف بازده اضافه است.

زمان مقیاس داده‌های مورد استفاده در تحقیق هفتگی است و برای محاسبه آنها برای هر شرکت یک رگرسیون سری زمانی غلتان به طول ۳۰ داده بین بازده سهم و بازده بازار (و سپس به صورت جداگانه برای عوامل اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار و لنگرگاه) از طریق رابطه‌های زیر محاسبه شده است.

$$R_i \sim X_{Beta} \times R_{Industry} + \epsilon \quad \text{رابطه ۲}$$

$$R_i \sim X_{Size} \times Size + \epsilon \quad \text{رابطه ۳}$$

$$R_i \sim X_{BV-MV} \times BV - MV + \epsilon \quad \text{رابطه ۴}$$

$$R_i \sim X_{ANC} \times ANC + \epsilon \quad \text{رابطه ۵}$$

که در آن  $ANC$  از رابطه ۶ به دست می‌آید.

$$\text{رابطه ۶} \quad \frac{\text{قیمت سهام ۱۰ روز معاملاتی قبل از آخرین اعلامیه سود سه ماهه}}{\text{بالاترین قیمت ۵۲ هفته همان سهام}}$$

با توجه به دوره زمانی مورد مطالعه، اطلاعات هر شرکت شامل ۲۶۰ سری داده است. برای محاسبه رگرسیون‌های با پنجره ۳۰ تایی، اطلاعات ۳۰ دوره پیش از اولین داده نیز محاسبه شده است تا متغیرهای مورد بررسی دقیقاً در زمان معین شده به عنوان بازه تحقیق، دارای مقدار باشند و حداقل داده‌های از دست رفته را شامل شود. بدین ترتیب ۴ سری زمانی یادشده، در مجموع ۱۰۴۰ بار برآورد و ۲۶۰ حساسیت جداگانه برای ۴ متغیر استخراج شد. از آنجا که در این پژوهش، ۳۲۰ شرکت بررسی شده است، نتایج حاصل از این مرحله، بیش از ۳۳۰ هزار رگرسیون سری زمانی است. داده‌های ۳۲۰ شرکت برای ۲۶۰ هفته در قالب تجمیعی کنار هم چیده شد و مدل اصلی تحقیق بر طبق رابطه ۱ برآورد گردید.

بر طبق آزمون فیلیپس - پرون<sup>۱</sup> است که نتایج آن در قالب جدول ۱ گزارش شده است، فرض صفر نامانا است. با توجه به اینکه سطح معناداری هر سه نوع آزمون کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر یا همان فرض نامانایی برای سری زمانی بازه رد می‌شود، از این رو می‌توان گفت که سری مانا است. جدول ۲ نیز نتایج رگرسیون را نشان می‌دهد. ابتدا مدل با لنگرگاه و سپس بدون متغیر لنگرگاه برآورد شده است.

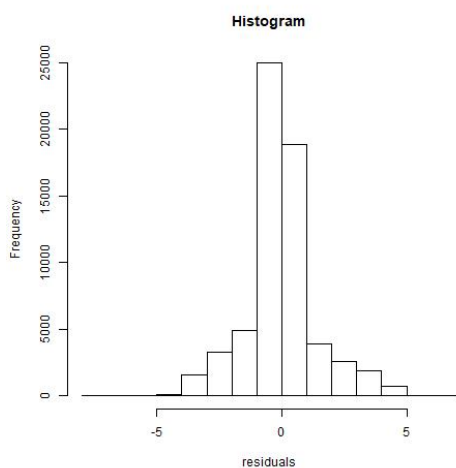
جدول ۱. نتایج آزمون دیکی فولر تعمیم یافته

| سری بازده         | دیکی فولر تعمیم یافته |              | کواتکوفسکی فلیس  |              | آزمون فلیس پرون  |              |
|-------------------|-----------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
|                   | آماره محاسبه شده      | سطح معناداری | آماره محاسبه شده | سطح معناداری | آماره محاسبه شده | سطح معناداری |
| مقدار ثابت        | ۲۵۰/۶۷۲               | ۰/۰۱         | ۲۰/۶۷۲           | ۰/۰۱         | ۱۵/۸۴            | ۰            |
| روند              | ۲۵۱/۱۶۸               | ۰            | ۳/۸۹۶            | ۰            | ۱۵/۷۳۶           | ۰            |
| مقدار ثابت و روند | ۲۵۱/۵۶۸               | ۰            | ۱/۱۳۶            | ۰            | ۱۵/۶۴۸           | ۰            |

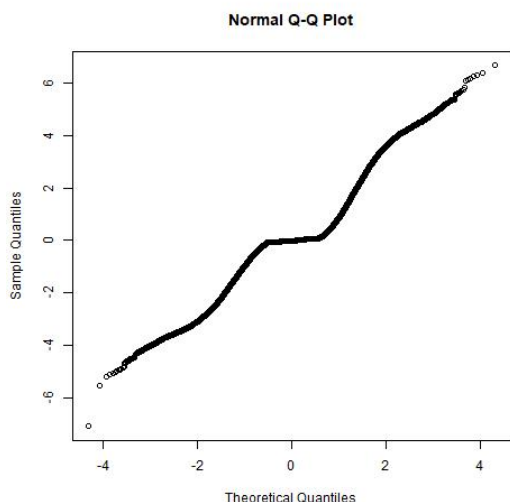
جدول ۲. نتایج برازش مدل در دو حالت تصریح وجود و فقدان متغیر لنگرگاه

| مدل          | شرح             | بازده اضافه | بنا   | اندازه | به ارزش دفتری ارزش بازار | لنگرگاه | آماره F | ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده |
|--------------|-----------------|-------------|-------|--------|--------------------------|---------|---------|------------|----------------------|
| بدون لنگرگاه | ضریب محاسبه شده | ۰/۱۶۸       | ۰/۸۴  | ۱/۶۹۶  | ۰/۱۳۶                    |         | ۰/۵۷۶   | ۰/۵۲       | ۰/۵۱                 |
|              | سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰  | ۰/۰۰   | ۰/۰۰                     |         | ۰/۰۰    |            |                      |
| با لنگرگاه   | ضریب محاسبه شده | ۰/۱۳۶       | ۰/۸۵۶ | ۱/۷۰۴  | ۰/۰۹۶                    | ۰/۱۳۶   | ۷/۶۳۲   | ۰/۵۷       | ۰/۵۵                 |
|              | سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰  | ۰/۰۰   | ۰/۰۰                     | ۰/۰۰    | ۰/۰۰    |            |                      |

همان طور که مشاهده می‌شود، کلیه رگرسیون‌ها از نظر شکل کلی مدل با توجه به آماره F و سطح معناداری زیر ۵ درصد قابل قبول هستند. با توجه به معناداری ضریب لنگرگاه و نیز، افزایش ۵ درصدی توضیح‌دهندگی تنها با اضافه شدن این متغیر و در نهایت، توضیح ۳ درصد سالانه بازده اضافه توسط این متغیر، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد سوگیری لنگرگاه با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود ارتباط معناداری دارد. شکل ۱ نمودار هیستوگرام باقی‌مانده‌های مدل را نشان می‌دهد که کمابیش توزیع نرمالی دارد.



شکل ۱. نمودار هیستوگرام باقی‌مانده‌های مدل



شکل ۲. نمودار Q-Q باقی مانده‌های مدل

شکل ۲ نمودار Q-Q باقی مانده‌های مدل را نشان می‌دهد که از خط مستقیم انحراف جزئی دارد. با توجه به نمودارهای مربوط به پسماندهای مدل، آزمون H برای بررسی همبستگی سریالی پسماندها انجام شد که نتایج آن در جدول ۳ مشاهده می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون واریانس همسانی

| نتیجه                              | سطح معناداری | آماره محاسبه شده |
|------------------------------------|--------------|------------------|
| رد فرضیه برابری واریانس‌های سریالی | ۰/۰۱۳        | ۳/۲۲             |

با توجه به اینکه سطح معناداری کوچک‌تر از ۵ درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که فرضیه برابری واریانس‌ها رد می‌شود و مدل به اصلاح نیاز دارد، از این رو، مدل پژوهش در قالب مدل نوسان شرطی GARCH برآورد شد که نتایج آن در جدول ۴ گزارش شده است.

جدول ۴. نتایج برازش مدل در حالت واریانس ناهمسانی شرطی GARCH

| شرح             | بازده اضافه | بتا  | اندازه | ارزش دفتری به ارزش بازار | لنگرگاه | آماره F | ضریب تعیین | تعدیل شده | ضریب تعیین | ثابت | آرچ مرتبه اول | گارچ مرحله اول |
|-----------------|-------------|------|--------|--------------------------|---------|---------|------------|-----------|------------|------|---------------|----------------|
| ضریب محاسبه شده | ۰/۱۲        | ۱/۰۵ | ۱/۷۵   | ۰/۰۹                     | ۰/۱۶    | ۱۰      | ۰/۷۹       | ۰/۷۳      | ۰/۶۵       | ۰/۰۲ | ۰/۰۸          |                |
| سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰ | ۰/۰۰   | ۰/۰۴                     | ۰/۰۰    | ۰/۰۰    | ۰/۰۰       | ۰/۰۸      | ۰/۰۰       | ۰/۰۲ | ۰/۰۲          |                |

همان طور که مشاهده می‌شود، ضرایب آرچ و گارچ معنادار است و صحت تصریح مدل را دست کم در سطح اول واریانس ناهمسانی نشان می‌دهد. با تغییر تصریح مدل، ضریب تبیین افزایش یافته و به ۷۳ درصد رسیده است. از سوی

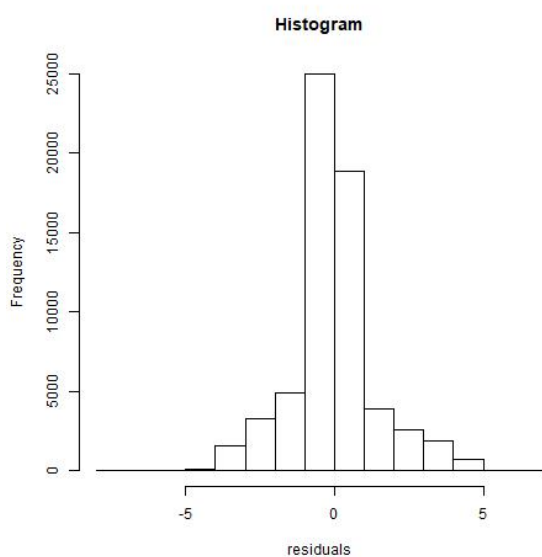
دیگر، بازده اضافه تبیین‌نشده نیز به ۰/۱۲ درصد هفتگی معادل ۶ درصد سالانه می‌رسد. در ضمن، ضریب معنادار متغیر لنگرگاه نشان‌دهنده ارتباط مثبت معنادار با شدت ۰/۱۶ بین این تورش و بازده اضافه است. در ادامه و پس از معین شدن نقش متغیر لنگرگاه با بازده اضافه و شدت تأثیر آن، برای آزمون فرض اصلی تحقیق، میزان مالکیت نهادی نیز به مدل اضافه شده است:

$$R_i - R_f \sim \beta_{Beta} \times X_{Beta} + \beta_{Size} \times X_{Size} + \beta_{BV-MV} \times X_{BV-MV} + I * Xi + \beta_{ANC} \times X_{ANC} + \epsilon \quad \text{رابطه ۷}$$

که در آن،  $R_f$  نرخ سود سپرده‌های یک ساله،  $X_{Beta}$  حساسیت بازده سهم خاص به عامل بازده بازار،  $X_{Size}$  حساسیت بازده سهم خاص به عامل اندازه،  $X_{BV-MV}$  حساسی بازده سهم خاص به عامل ارزش دفتری به ارزش بازار، ANC متغیر مربوط به لنگرگاه و I متغیر مربوط به مالکیت نهادی است. جدول ۵ نتایج رگرسیون را نشان می‌دهد.

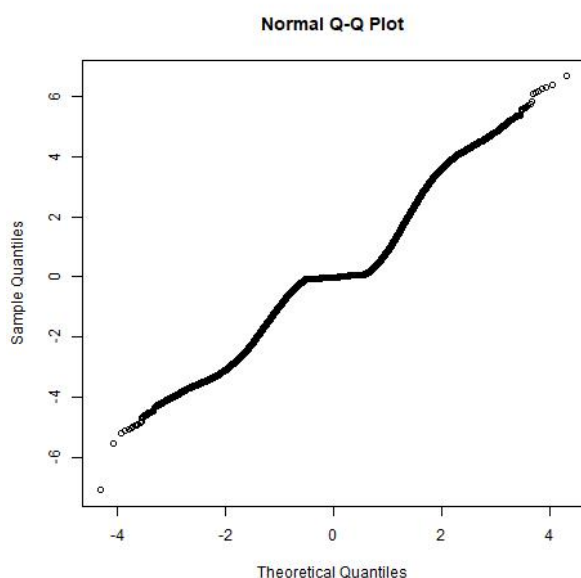
جدول ۵. نتایج برازش مدل با وجود متغیر مالکیت نهادی

| مدل        | شرح             | بازده اضافه | تورش | اندازه | به ارزش دفتری | مالکیت نهادی | لنگرگاه | آماره F | ضریب تعیین تعدیل شده | ضریب تعیین |
|------------|-----------------|-------------|------|--------|---------------|--------------|---------|---------|----------------------|------------|
| با لنگرگاه | ضریب محاسبه شده | ۰/۱۳        | ۰/۸۴ | ۱/۶۷   | ۰/۰۹          | -۰/۲۴        | ۰/۱۳    | ۷/۴۸    | ۰/۵۸                 | ۰/۵۶       |
|            | سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰ | ۰/۰۰   | ۰/۰۰          | ۰/۰۰         | ۰/۰۰    | ۰/۰۰    | ۰/۰۰                 |            |



شکل ۳. نمودار هیستوگرام باقی‌مانده‌های مدل

همان طور که مشاهده می‌شود، کلیه رگرسیون‌ها از نظر شکل کلی مدل با توجه به آماره  $F$  و سطح معناداری زیر ۵ درصد قابل قبول هستند. با توجه به معناداری ضریب لنگرگاه و نیز افزایش ۵ درصدی توضیح دهندگی، تنها با اضافه شدن این متغیر و در نهایت توضیح ۱ درصد سالانه بازده اضافه توسط این متغیر، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، میزان مالکیت نهادی با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود ارتباط معناداری دارد. شکل ۳، نمودار هیستوگرام باقی‌مانده‌های مدل را نشان می‌دهد که کمابیش دارای توزیع نرمال است.



شکل ۴. نمودار Q-Q باقی‌مانده‌های مدل

نمودار Q-Q برای باقی‌مانده‌های مدل نیز در شکل ۴ مشاهده می‌شود و دارای انحراف جزئی از خط مستقیم است. با توجه به نمودارهای مربوط به پسماندهای مدل، آزمون  $H$  برای بررسی هم‌بستگی سریالی پسماندها انجام شد که نتایج آن در جدول ۶ مشاهده می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون بررسی ناهمسانی واریانس

| نتیجه                              | سطح معناداری | آماره محاسبه شده |
|------------------------------------|--------------|------------------|
| رد فرضیه برابری واریانس‌های سریالی | ۰/۰۱۱        | ۲/۱۲             |

با توجه به اینکه سطح معناداری کوچک‌تر از ۵ درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه برابری واریانس‌ها رد شده و مدل به اصلاح نیاز دارد. از این رو، مدل در قالب مدل نوسان شرطی GARCH برآورد شد که نتایج آن در جدول ۷ درج شده است.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل در حالت واریانس ناهمسان شرطی با وجود متغیر مالکیت نهادی

| شرح             | بازده اضافه | بتا   | اندازه | ارزش دفتری به ارزش بازار | مالکیت نهادی | لنگرگاه | آماره F | ضریب تعیین شده | ضریب تعیین ثابت | آرج مرتبه اول | گارج مرحله اول |
|-----------------|-------------|-------|--------|--------------------------|--------------|---------|---------|----------------|-----------------|---------------|----------------|
| ضریب محاسبه شده | ۰/۱۰۸       | ۰/۹۴۵ | ۱/۵۷۵  | ۰/۰۸۱                    | ۹/۰۱۸        | ۰/۱۴۴   | ۰/۷۱۱   | ۰/۸۱           | ۰/۷۴            | ۰/۰۱          | ۰/۰۷           |
| سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰  | ۰/۰۰   | ۰/۰۴                     | ۰/۰۱         | ۰/۰۰    | ۰/۰۰    |                | ۰/۰۸            | ۰/۰۰          | ۰/۰۲           |

در ادامه، بر اساس شکل توزیع متغیر مالکیت نهادی، متغیر مالکیت نهادی به دو دسته مالکیت نهادی بیشتر و مالکیت نهادی کمتر دسته‌بندی شدند و بار دیگر رگرسیون برای هر دو گروه به صورت مجزا اجرا شد.

جدول ۸. نتایج برازش مدل با تفکیک داده‌ها در دو گروه بر اساس میزان مالکیت نهادی شرکت‌ها

| مدل               | شرح             | بازده اضافه | بتا   | اندازه | ارزش دفتری به ارزش بازار | لنگرگاه | آماره F | ضریب تعیین شده | ضریب تعیین |
|-------------------|-----------------|-------------|-------|--------|--------------------------|---------|---------|----------------|------------|
| مالکیت نهادی بالا | ضریب محاسبه شده | ۰/۱۶۶       | ۰/۸۳۲ | ۱/۶۷۹  | ۰/۱۳۵                    | -۰/۰۱   | ۶/۵۷۶   | ۰/۵۲           | ۰/۵۱       |
|                   | سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰  | ۰/۰۰   | ۰/۰۰                     | ۰/۱۲    | ۰/۰۰    |                |            |
| مالکیت نهادی کم   | ضریب محاسبه شده | ۰/۱۳۶       | ۰/۸۵۶ | ۱/۷۰۴  | ۰/۰۹۶                    | ۰/۱۳۶   | ۷/۶۳۲   | ۰/۵۷           | ۰/۵۵       |
|                   | سطح معناداری    | ۰/۰۰        | ۰/۰۰  | ۰/۰۰   | ۰/۰۰                     | ۰/۰۰    | ۰/۰۰    |                |            |

همان طور که مشاهده می‌شود، در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش متغیر لنگرگاه معنادار نیست، حال آنکه در شرکت‌های دارای مالکیت نهادی کم، این نقش با ضریب ۰/۱۳ و به صورت معنادار مثبت است، از این رو، فرضیه اول پژوهش، مبنی بر تأثیر کمتر متغیر لنگرگاه در صورت مالکیت نهادی کم، تأیید می‌شود.

### بحث، نتیجه‌گیری

یکی از مسائل و سوگیری‌های رفتاری، موضوع تورش لنگرگاه است، از این رو، در این تحقیق تلاش شد که با طرح و آزمون فرضیه‌های مختلف، پاسخ مناسبی به وجود این سوگیری رفتاری داده شود. این پاسخ به دست‌اندرکاران بازار سرمایه کمک می‌کند تا به منظور جلوگیری از سوءاستفاده برخی ذی‌نفعان از تورش‌های رفتاری و ناآگاهی سرمایه‌گذاران، جلوگیری از زیان دیدن سرمایه‌گذاران واقعی به علت فعالیت بورس‌بازان، جلوگیری از زیان‌رساندن سرمایه‌گذاران به خودشان و در سطح کلی اقتصاد، جلوگیری از تخصیص غیربهبینه و اتلاف منابع، تدابیر صحیحی پیشه کنند. همچنان که در بورس تهران بارها شاهد بوده‌ایم که سرمایه‌ها به سوی صنایع سرازیر شده است که حاصل آن چیزی جز به وجود آمدن حباب‌های قیمتی نبوده است.

با توجه به معناداری ضریب لنگرگاه می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سوگیری لنگرگاه با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود ارتباط معناداری دارد. افزون بر این، بین میزان مالکیت نهادی با بازده غیرعادی ناشی از اعلامیه‌های سود، ارتباط معناداری برقرار است. در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش متغیر لنگرگاه معنادار نیست، حال آنکه در شرکت‌های دارای مالکیت نهادی کم، این نقش با ضریب ۰/۱۳ و به صورت معنادار مثبت است. تورش لنگرگاه در توضیح بازده اضافی ناشی از اعلامیه سود در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی دارند، نقش کمتری ایفا می‌کند، از این رو می‌توان گفت که فرضیه اول این پژوهش، مبنی بر تأثیر کمتر متغیر لنگرگاه در صورت مالکیت نهادی کم، تأیید می‌شود.

## منابع

- شمس، شهاب‌الدین؛ اسفندیاری مقدم، امیر تیمور (۱۳۹۶). تأثیر رفتار توده‌واری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی. *تحقیقات مالی*، ۱۹(۱)، ۹۷-۱۱۸.
- صالح‌آبادی، علی؛ فرهانیان، سید محمدجواد؛ مظفری، مهرداد (۱۳۹۲). بررسی توده‌واری شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس تهران (۱۳۸۵-۱۳۸۸). *مطالعات و سیاست‌های اقتصادی*، ۹(۱)، ۶۹-۸۸.
- کریمی، غلامرضا؛ حسنی، عباس (۱۳۹۶). بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر. *تحقیقات مالی*، ۱۹(۴)، ۵۹۵-۶۱۴.

## References

- Bhootra, A. (2018). Another look at anchoring and stock return predictability. *Finance Research Letters*, 25, 259-265.
- Bhootra, A., & Hur, J. (2013). The timing of 52-week high price and momentum. *Journal of Banking & Finance*, 37(10), 3773-3782.
- George, T. J., & Hwang, C. Y. (2004). The 52-week high and momentum investing. *The Journal of Finance*, 59(5), 2145-2176.
- George, T. J., Hwang, C. Y., & Li, Y. (2015). *Anchoring, the 52-week high and post earnings announcement drift*. Available at SSRN 2391455.
- Jetter, M., & Walker, J. K. (2017). Anchoring in financial decision-making: Evidence from Jeopardy!. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 141, 164-176.
- Karami, G., Hasani, A. (2017). Reviewing the Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return and the Roll of Earning Quality in Reducing this Effect. *Financial Research Journal*, 19(4), 595-614. (in Persian)
- Lee, E. and Piqueira, N. (2017). Short selling around the 52-week and historical highs. *Journal of Financial Markets*, 33, 75-101.



- Lee, J. (2016). The Characteristics of Foreign Investors and Stock Price Crash Risks. *Accounting Studies*, 41(3), 125-170.
- Li, J., & Yu, J. (2012). Investor attention, psychological anchors, and stock return predictability. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 401-419.
- Liang, H., Yang, C., Zhang, R., & Cai, C. (2017). Bounded rationality, anchoring-and-adjustment sentiment, and asset pricing. *The North American Journal of Economics and Finance*, 40, 85-102.
- Liu, M., Liu, Q., & Ma, T. (2011). The 52-week high momentum strategy in international stock markets. *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 180-204.
- Ma, Q., Whidbee, D. A., & Zhang, W. A. (2014). *Recency bias and post-earnings announcement drift*. Available at SSRN 2469308.
- Salehabadi, A., & Farhanian, S., & Mozafari, M. (2013). Investigation of Herding Behavior in Investment Company. *Journal of Economic Studies and Policies*, 19(1), 69- 88. (in Persian)
- Shams, Sh. and Esfandirari Moghaddam, A.T. (2017). The Impact of Herding Behavior on the Performance of Investment Companies Based on Modern and Post Modern Portfolio Theory. *Financial Research Journal*, 19(1), 97-118. (in Persian)
- Shin, H., & Park, S. (2018). Do foreign investors mitigate anchoring bias in stock market? Evidence based on post-earnings announcement drift. *Pacific-Basin Finance Journal*, 48, 224-240.