



Investigating the Reactivity of Investors' Decisions on Selling Shares Based on Fundamental Analysts' Recommendations: Evidence from Stock Exchange Investors in Iran's Fars Province

Mojtaba Rostami Noroozabad * 

*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Financial Management, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: m_rostami@iau-tnb.ac.ir

Haniyeh Arian Asl 

MSc. Department of Financial Management, Faculty of Humanities, Firoozabad Branch, Islamic Azad University, Firoozabad, Iran. E-mail: hanieharian1985@yahoo.com

Khalil Abbasi Museloo 

Assistant Prof., Department of Accounting and Management, Faculty of Humanities, Firoozabad Branch, Islamic Azad University, Firoozabad, Iran. E-mail: kh.abbasimo@gmail.com

Abstract

Objective: Most economic and financial theories, according to the "rational economic man" theory, assume that when investing, investors consider all aspects and make completely rational decisions. However, the concept of a rational person remains ambiguous since human decisions deviate from the standard assumptions of economics. Individual stocks are recommended for purchase or sale by financial experts and stock market analysts and are followed by a large number of individual and institutional investors. Analysts provide information of varying quality to various groups of investors, as a result of the differences in these groups' characteristics and the information available to them, each group behaves differently. Since each of these groups may uniquely rely on the market, understanding the basis of the collective behavior of different investor groups can lead to a better understanding of price fluctuations. This study investigates how investors in the Iranian province of Fars react to the recommendations of fundamental analysts when selling shares.

Methods: In this study, the laboratory-field method was employed to design and execute two experiments involving a total of 315 investors. The participants were divided into control and experimental groups, and the study focused on investigating the presence or absence of the tendency effect in the Iranian stock market within the control group. The

impact of analysts' reasoning and recommendations on investor decisions and behavior was evaluated in the experimental group.

Results: The first experiment showed that the Iranian stock market is influenced by a tendency effect. The findings of the second experiment revealed that under good market conditions, investors kept winning stocks with both strong and weak analyst recommendations. Under difficult market conditions, investors were less likely to sell losing stocks (with negative returns) with excellent expert recommendations but more eager to sell with weak analyst recommendations.

Conclusion: The purpose of this study was to examine how the recommendations of fundamental analysts impact the decision-making of stock exchange investors in the Fars province of Iran regarding the sale of stocks. Accordingly, 315 Tehran Stock Exchange investors from various cities in Fars province were divided into two experimental groups (each with 130 participants) and a control group (including 55 participants). The research findings indicated that given favorable market circumstances and the lucrative share position, with both the analyst's strong and weak recommendation (based on keeping the share), people resist selling and begin to keep the share. Furthermore, despite the analyst's strong recommendation, people stop selling and risk keeping the shares due to unfavorable market conditions and the losing stock's position (with additional information to support the recommendation to sell the shares). Unlike earlier studies, this study investigated the impact of fundamental analysts' recommendations on investors' decisions to sell shares depending on probability.

Keywords: Fars province, Financial analysts, Investors' decisions to sell shares, Tehran stock exchange, Tendency effect.

Citation: Rostami Noroozabad, Mojtaba; Arian Asl, Haniyeh Khalil & Museloo, Abbasi (2023). Investigating the Reactivity of Investors' Decisions on Selling Shares Based on Fundamental Analysts' Recommendations: Evidence from Stock Exchange Investors in Iran's Fars Province. *Financial Research Journal*, 25(2), 228-254. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.345742.1007363> (in Persian)

Financial Research Journal, 2023, Vol. 25, No.2, pp. 228-254
Published by University of Tehran, Faculty of Management
<https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.345742.1007363>
Article Type: Research Paper
© Authors

Received: July 16, 2022
Received in revised form: September 03, 2022
Accepted: December 03, 2022
Published online: July 22, 2023



واکنش‌پذیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاران از توصیه‌های تحلیلگران بنیادی: شواهدی از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در استان فارس

مجتبی رستمی نوروژآباد*

* نویسنده مسئول، استادیار مدعو، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: m_rostami@iau-tnb.ac.ir

هانیه آریان اصل

کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده علوم انسانی، واحد فیروزآباد، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزآباد، ایران. رایانامه: hanieharian1985@yahoo.com

خلیل عباسی موصلو

استادیار، گروه حسابداری و مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد فیروزآباد، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزآباد، ایران. رایانامه: kh.abbasimo@gmail.com

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی واکنش‌پذیری تصمیم سرمایه‌گذاران به فروش سهام، به توصیه‌های تحلیلگران بنیادی در میان سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در استان فارس است.

روش: در این پژوهش با تکیه بر روش آزمایشگاهی - میدانی، دو آزمایش طراحی و روی ۳۱۵ سرمایه‌گذار در دو گروه کنترل و آزمایش اجرا شد. در گروه کنترل، وجود یا عدم وجود اثر تمایل در بازار سهام ایران بررسی شد. در گروه آزمایش نیز به ارزیابی قدرت استدلال و توصیه تحلیلگران بر تصمیم‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران پرداخته شد.

یافته‌ها: نتایج آزمایش اول نشان داد که در بازار سهام ایران، اثر تمایل وجود دارد. همچنین، نتایج آزمایش دوم نشان داد که در وضعیت مطلوب بازار، سرمایه‌گذاران سهام برنده را هم با توصیه قوی و هم با توصیه ضعیف تحلیلگر نگهداری می‌کنند. در وضعیت نامطلوب بازار، سرمایه‌گذاران تمایل کمتری داشتند که سهام بازنده (با بازده منفی) خود را با توصیه قوی تحلیلگر بفروشند؛ اما با توصیه ضعیف تحلیلگر تمایل به فروش افزایش داشته است.

نتیجه‌گیری: کاهش اثر تمایل در بازار سهام ایران با ارائه مستندات و استدلال‌های حمایتی تحلیلگران مالی، ارتباط تنگاتنگی دارد. وجه تمایز و نوآوری این پژوهش نسبت به پژوهش‌های گذشته، این است که در پژوهش حاضر تأثیر توصیه‌های تحلیلگران بنیادی بر تصمیم سرمایه‌گذاران به فروش سهام با در نظر گرفتن احتمال، بررسی شده است.

کلیدواژه‌ها: تحلیلگران مالی، اثر تمایل، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران به فروش سهام، بورس اوراق بهادار تهران، استان فارس.

استناد: رستمی نوروژآباد، مجتبی؛ آریان اصل، هانیه و عباسی موصلو، خلیل (۱۴۰۲). واکنش‌پذیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاران از توصیه‌های تحلیلگران بنیادی: شواهدی از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در استان فارس. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۲)، ۲۲۸-۲۵۴.

مقدمه

بیشتر نظریه‌های اقتصادی و مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که این فرض با نظریه «انسان اقتصادی عقلایی»^۱ منطبق است. سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری تمام جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را به کار می‌بندند، اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بی‌ابهامی نیست و تصمیم‌گیری‌های انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد منحرف می‌شود. بیشتر تصمیم‌گیری‌ها مشکل هستند؛ چون عوامل روانی نیز در این فرایند سهیم‌اند. گاهی عواملی سبب بروز رفتار غیرعقلایی می‌شوند و چگونگی تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که این اتفاق نشان‌دهنده عدم کارایی بازارهای مالی است. گاهی شرایطی به وجود می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند (جلیلووند، رستمی نوروزآباد و رحمانی نوروزآباد، ۱۳۹۵). یکی از عوامل مؤثر بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و منابع مهم اطلاعات در بازار سرمایه توصیه‌های تحلیلگران است (جگادیش و کیم^۲، ۲۰۱۰؛ ووماک^۳، ۱۹۹۶). تحلیلگران مالی، متخصصان اوراق بهادار هستند که توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری^۴ یا شرکت‌های کارگزاری استخدام می‌شوند (براور و وایرسما^۵، ۲۰۱۸) و پژوهش‌های عمیقی را در مورد شرکت‌های تحت نظارت خود انجام می‌دهند و توصیه‌های خرید و فروش را منتشر می‌کنند تا به سرمایه‌گذاران در انتخاب سرمایه‌گذاری کمک کنند (باربر، لیهاوی، مک نیکولز، و ترومن^۶، ۲۰۰۱؛ بنر و رانگاناتان^۷، ۲۰۱۲؛ برائر و ویرسما^۸، ۲۰۱۸؛ ووماک^۹، ۱۹۹۶).

کارشناسان مالی و تحلیلگران بازار سهام توصیه‌های خرید و فروش را برای سهام به صورت جداگانه ارائه می‌کنند که توسط تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران فردی و نهادی دنبال می‌شوند (چاترجی، کومار و چاترجی^{۱۰}، ۲۰۱۹). از طرفی در سالیان گذشته محتوای اطلاعاتی و واکنش‌های بازار به توصیه‌های تحلیلگران توجه دانشگاهیان را به طرز قابل توجهی به خود جلب کرده است (وومک، ۱۹۹۶؛ مایکلی و ووماک^{۱۱}، ۱۹۹۹، ۲۰۰۵؛ چنگ و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۶؛ فرانکل و همکاران^{۱۳}، ۲۰۰۶؛ جگادیش و همکاران^{۱۴}، ۲۰۰۶؛ جگادیش و کیم، ۲۰۱۰؛ لو و استولز^{۱۵}، ۲۰۱۱؛ جای و همکاران^{۱۶}، ۲۰۱۷). با این حال، تنها شواهد محدود و تا حدی ترکیبی از ارتباط بین توصیه‌های تحلیلگران و رفتار معاملاتی انواع

1. Rational Economic Man

2. Jegadeesh and Kim

3. Womack

۴. در ایران معادل شرکت‌های تأمین سرمایه است.

5. Brauer & Wiersema

6. Barber, Lehavy, McNichols, & Trueman

7. Benner & Ranganathan

8. Brauer & Wiersema

9. Womack

10. Chatterjee, Kumar and Chatterjee

11. Michaely and Womack

12. Chang et al

13. Frankel et al

14. Jegadeesh et al

15. Loh and Stulz

16. Jia et al

مختلف سرمایه‌گذاران ارائه شده است (مالمندیر و شانثیکومار^۱، ۲۰۰۷؛ میکائیل و همکاران^۲، ۲۰۰۷؛ براون و همکاران^۳، ۲۰۱۳). توصیه‌های تحلیلگران، ارزیابی‌های تخصصی به‌روز از شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد و مرجعی برای معامله‌گران ناآگاه در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری‌شان است. همچنین گزارش‌های آن‌ها اغلب نقش کاهش عدم اطمینان بازار و عدم تقارن اطلاعاتی در میان معامله‌گران آگاه و ناآگاه را ایفا می‌کند (اسکوئیت و همکاران^۴، ۲۰۰۵؛ هیلی و پالپو^۵، ۲۰۰۱؛ پرمتی و همکاران^۶، ۲۰۱۷؛ یزگل^۷، ۲۰۱۵). از طرف دیگر برخی از مطالعات کاملاً برعکس نشان می‌دهند که گزارش‌های تحلیلگران، اطلاعات داخلی شرکت‌ها را منتقل نمی‌کند، بلکه صرفاً اطلاعات عمومی را جمع‌آوری می‌کند که قبلاً منتشر شده است (باربر و همکاران^۸، ۲۰۱۰؛ لنگ و لاندهوم^۹، ۱۹۹۶). هر چند که مطالعات دیگری وجود دارد که نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران اغلب بر اساس احساسات خود به جای تکیه بر اطلاعات (لوح^{۱۰}، ۲۰۱۰؛ سئوک و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۹) معامله می‌کنند و به اندازه کافی و یا بلافاصله اطلاعات اعلام شده را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود منعکس نمی‌کنند (میکائیل و همکاران، ۲۰۰۷؛ ژنگ^{۱۲}، ۲۰۰۶). علی‌رغم این موضوع، سرمایه‌گذاران اغلب برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به توصیه تحلیلگر در سمت فروش متکی هستند. به‌عنوان مثال، تحلیلگران مالی که به‌طور قابل توجهی از توانایی‌های پیشرفته به دست آوردن اطلاعات و پردازش آن اطلاعات برخوردار هستند، به وضوح نقش مهمی در فرآیند انتشار اطلاعات برای سرمایه‌گذاران ایفا خواهند کرد (وو، تی‌سای، لو و ژانگ^{۱۳}، ۲۰۲۲). در پژوهش‌های صورت گرفته در بازارهای مختلف از جمله بازار سهام آمریکا، استرالیا، بریتانیا، تایوان، فلسطین، کره و فنلاند وجود اثر تمایل^{۱۴} در سطح سرمایه‌گذاران خرد به اثبات رسیده است (گرینبلات و کلوهارجو^{۱۵}، ۲۰۰۰؛ باربر، لی، لیو و اودین^{۱۶}، ۲۰۰۷). اثر تمایل به معنای تمایل سرمایه‌گذاران به فروش سهام برنده (افزایش قیمت یافته) و نگهداری سهام بازنده (کاهش قیمت یافته) برای مدت طولانی است (فریس و همکاران^{۱۷}، ۱۹۹۸؛ لاکونیشوک و اسمیت^{۱۸}، ۱۹۸۶؛ اودین^{۱۹}، ۱۹۹۸؛ استاتمان و شفرین^{۲۰}، ۱۹۸۵؛ ویبیر و کامیریر^{۲۱}، ۱۹۹۸). بر اساس اثر تمایل مبتنی بر نظریه چشم انداز^۱

1. Malmendier and Shanthikumar
2. Mikhail et al
3. Brown et al
4. Asquith et al
5. Healy and Palepu
6. Premti et al
7. Yezege
8. Barber et al
9. Lang and Lundholm
10. Loh
11. Seok et al
12. Zhang
13. Wu, Tsai, Lu and Zhang
14. Disposition Effect
15. Grinblatt, Keloharju
16. Barber, Lee, Liu and Odean
17. Ferris et al
18. Lakonishok, Smidt
19. Odean
20. Shefrin and Statman
21. Weber and Camerer

سرمایه‌گذاران در سود ریسک‌گریز و در ضرر به‌دنبال ریسک هستند. بنابراین، آن‌ها سهام سودده را می‌فروشند تا سود قطعی خود را به‌دست آورند و سهام زیان‌ده را نگهداری می‌کنند تا از ضرر جلوگیری کنند (تورسکی و کانمن^۲، ۱۹۷۹). از طرف دیگر نظریه چشم‌انداز پیش‌بینی می‌کند که تصمیم‌گیرندگان در سرمایه‌گذاری نتایج را به‌صورت سود یا زیان نسبت به یک نقطه مرجع که معمولاً قیمت خرید سهام فرض می‌شود، کدگذاری (ارزیابی) می‌کنند (استاتمان و شفرین، ۱۹۸۵؛ ویبیر و کامیریر، ۱۹۹۸). همچنین از سوی دیگر سرمایه‌گذاران به‌طور مستقیم در اداره شرکت‌ها و تخلیه اطلاعات مالی آن‌ها نقش نداشته و معمولاً قادر به تحلیل و درک صحیح از صورت‌های مالی نیستند و در بیشتر مواقع نظر تحلیلگران را به‌عنوان افراد متخصص در سرمایه‌گذاری‌های خود در نظر می‌گیرند (آقایی و مختاریان، ۱۳۹۷). گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی با کیفیت‌های متفاوتی از تحلیلگران دریافت می‌کنند، بنابراین تفاوت بین ویژگی‌های این گروه‌ها و اطلاعات در دسترس آن‌ها باعث بروز رفتاری متفاوت از هر یک می‌شود. شناخت بنیه رفتار جمعی گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران می‌تواند موجب فهم بهتر نوسان قیمت‌ها شود، زیرا هر کدام از این گروه‌ها ممکن است به‌گونه‌ای مجزا به بازار وابسته باشند. میزان اثرپذیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاران از توصیه‌های تحلیلگران با توجه به شرایطی که سرمایه‌گذار در آن قرار دارند و همچنین با توجه به فاکتورهای مالی، اقتصادی و روانشناسی کاملاً می‌تواند متفاوت باشد. موقعیت فعلی سهام در پرتفوی سرمایه‌گذاران و توصیه‌های قوی و ضعیف تحلیلگران میل سرمایه‌گذاران را به فروش هر یک از سهام در پرتفوی در آینده تحت تأثیر قرار می‌دهد. اما میزان اثرپذیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاران از هر یک از تحلیل‌های ضعیف و قوی تحلیلگران مشخص نیست. به عبارت دیگر این پژوهش بر آن است تا میزان اثرپذیری تصمیم‌ها و رفتارهای سرمایه‌گذاران به فروش سهام در بورس اوراق بهادار در استان فارس را از توصیه‌های تحلیلگران بنیادی مورد بررسی قرار دهد. به‌طور خاص این پژوهش درصدد است تا اثر موقعیت سود یا زیان سرمایه‌گذاران را در پرتفوی جاری (فعلی) آن‌ها به میل استفاده از توصیه‌های تحلیلگران بررسی نماید. به‌طور خاص در چه شرایطی سرمایه‌گذاران اقدام به فروش سهام موجود در پرتفوی خود و در چه شرایطی اقدام به نگهداری این سهام می‌نمایند؟ در چه شرایطی توصیه قوی تحلیلگران در مقابل توصیه ضعیف آن‌ها منجر به فروش سهام پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود؟ این دغدغه‌ها پژوهشگران را بر آن نمود تا اثرات وضعیت موجود سهام و ماهیت و محتوای اطلاعات گزارش‌های پیشنهادی خلاصه تحلیلگران در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را به‌طور سیستماتیک بررسی نمایند. همچنین پژوهش حاضر، کمک به تصمیم‌گیرندگان مالی، برنامه‌ریزان مالی و سرمایه‌گذاران است؛ به‌گونه‌ای که با تشریح میزان اثرگذاری توصیه تحلیلگران بر معاملات سهام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۴۰۰، امکان اتخاذ تصمیم مناسب در رابطه با چگونگی معاملات فراهم شود.

در ادامه، این مقاله بدین شکل ساختار بندی شده است. در اولین بخش، ادبیات و پیشینه پژوهش در خصوص تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، توصیه‌های تحلیلگران و اثر تمایل با تلخیصی از مطالعات داخلی و خارجی ارائه شده است. در پایان این بخش فرضیه‌های پژوهش نیز مطرح شده است. پس از آن روش‌شناسی پژوهش با تکیه بر معرفی روش

1. Prospect Theory

2. Tversky and Kahneman

پژوهش و همچنین توضیح کامل جامعه و نمونه و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها ارائه شده است. سپس داده‌های جمع‌آوری شده تجزیه و تحلیل شده و در بخش بعدی نتیجه‌گیری از تحلیل‌های صورت گرفته و پاسخ به سؤالات پژوهش ارائه شده است. در آخرین بخش نیز نتایج مورد بحث قرار گرفته و محدودیت‌ها و پیشنهادها پژوهش مطرح شده است.

پیشینه نظری پژوهش

جدول ۱ تعاریف مفهومی متغیرهای پژوهش را ارائه کرده است.

جدول ۱. تعاریف مفهومی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعریف مفهومی
تحلیلگر	تحلیلگرها افرادی هستند که با هدف کمک به شرکت‌ها و صنایع، پیگیری روند بازار، توسعه بودجه و... اقدام به جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل فعالیت‌ها و داده‌های مالی و غیرمالی می‌کنند. این افراد سعی می‌کنند با تجزیه و تحلیل تمامی هزینه‌ها، منابع مالی موجود و... بهترین پیش‌بینی‌ها و زمان‌بندی‌ها را جهت سودآوری و سرمایه‌گذاری مناسب تعیین نمایند.
موقعیت فعلی سهام	آنالیز کردن سهام یا اوراق بهادار به واسطه محاسبه ارزش ذاتی آن است هدف اصلی چنین تحلیل‌هایی، کشف ارزش خاصی است که بتوان آن را با قیمت فعلی مقایسه کرد و در نتیجه مقایسه، یک سرمایه‌گذار بتواند برای خرید یا فروش و یا نگهداری سهام و اوراق بهادار تصمیم‌گیری کند.
گزارش توصیه تحلیلگر	گزارش‌های لازمی که به شرکت‌ها و افراد در خصوص تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ارائه می‌شود. آن‌ها سرمایه‌گذاری در سهام، اوراق قرضه، طلا، مسکن و سایر انواع سرمایه‌گذاری را ارزیابی می‌کنند و به کارفرما یا مشتریان خود مشورت لازم را ارائه می‌دهند (راجان و وینتون، ۲۰۰۲)
سود یا زیان تحقق نیافته	سود یا زیانی است که با فروش نماد بر اساس قیمت آخرین معامله تابلوی معاملات، نصیب مشتری خواهد شد. بنابراین این سود یا زیان هنوز حاصل نشده و مقدار آن بر اساس تغییرات قیمت آخرین معامله، تغییر می‌کند. بنابراین ممکن است یک سال بعد، قیمت سهام از این کمتر شده و معامله با ضرر همراه باشد.
توصیه مطلوب	گزارش پیشنهادی تحلیلگر با خلاصه مطلوب، موردی است که اکثر تحلیلگران توصیه به خرید کنند و هیچ کدام از آن‌ها پیشنهاد فروش را نمی‌دهند.
توصیه نامطلوب	گزارش پیشنهادی تحلیلگر خلاصه نامطلوب گزارشی است که در آن بیشتر تحلیلگران توصیه به فروش می‌کنند و هیچ یک توصیه به خرید نمی‌کنند.
اثر گرایش یا تمایل	یک ناهنجاری است که در مالی رفتاری کشف شده است. این امر به تمایل سرمایه‌گذاران به فروش دارایی‌هایی که ارزش آن‌ها افزایش یافته مربوط می‌شود. اثر گرایش به عنوان یکی از مهم‌ترین واقعیات حول سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و همچنین بورس است؛ زیرا سرمایه‌گذاران سهامی را که ارزش خود را از دست داده و زیان‌ده می‌باشند به مدت طولانی نگهداری کرده و سهامی را که سودده بوده به سرعت می‌فروشند.

پیشینه تجربی

تمایل سرمایه‌گذاران برای حفظ سهام از دست رفته می‌تواند با استفاده از هزینه از دست رفته^۲ و نظریه تشدید تعهد^۳ توضیح داده شود. منطق عقلانی پیشنهاد می‌کند که در صورت مواجهه با سهامی با انتظارات نامطلوب در آینده، افراد باید

1. Rajan and Winton
2. Sunk Cost
3. Escalation of Commitment Theory

سهام را بدون در نظر گرفتن سود یا ضرر فعلی خود بفروشند. با این حال، پژوهش‌های قبلی درباره هزینه‌های از دست رفته و تشدید تعهد نشان می‌دهد، افراد ممکن است ترجیح دهند سهام زیان‌ده خود را در اختیار داشته باشند و در آینده اقدام به فروش نمایند تا اینکه الان آن سهام را بفروشند و زیان مطمئنی را متحمل شوند و حتی ممکن است به ننگ داشتن سهام متعهدتر شوند (ارکس و بلومر^۱، ۱۹۸۵؛ بروکنر^۲، ۱۹۹۲؛ استو و هوآنگ^۳، ۱۹۹۵). باید توجه داشت که هزینه از دست رفته، تشدید تعهد و نظریه چشم‌انداز پیش‌بینی‌های مشابهی برای از دست دادن سهام دارند.

در بازار سهام، برخی پژوهش‌ها به بررسی اثر تمایل و استفاده از توصیه تحلیلگران در بازارهای مالی پرداخته‌اند. به عبارت دیگر پژوهش‌های مختلفی در راستای پژوهش حاضر در داخل و خارج از کشور انجام گرفته است. در این بخش تلاش شده است تا به مهم‌ترین پژوهش‌های مرتبط با این پژوهش اشاره شود. لذا در ادامه ترکیبی از مرتبط‌ترین پژوهش‌های خارجی و داخلی مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

نخستین بار شفرین و استاتمن^۴ (۱۹۸۵) اثر تمایل را بصورت تجربی معرفی کردند. آن‌ها با مطالعه داده‌های ماهانه تجمیع شده معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آمریکایی^۵ برای دوره ژانویه سال ۱۹۶۱ تا دسامبر سال ۱۹۸۱، شواهدی را در تأیید اثر تمایل یافتند. پژوهش آن‌ها نشان داد که سهام برنده زودتر از سهام بازنده به فروش می‌رود. لاکونیشوک و اسمیت^۶ (۱۹۸۶) در پژوهش خود رابطه بین موقعیت سود و زیان سرمایه‌گذاران و تمایل به نگهداری یا فروش سهام را تأیید می‌کنند. پژوهش آن‌ها بر اساس تجزیه و تحلیل قوی و بر روی سهام معامله شده در دو بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس سهام آمریکا بود. آن‌ها دریافتند سهامی که قیمت آن‌ها در ۵، ۱۱، ۲۳ و ۳۵ ماه گذشته (برندگان) افزایش یافته بود، دارای حجم غیرطبیعی بالاتری نسبت به سهامی که قیمت آن‌ها در این دوره‌ها کاهش یافته (بازنده‌ها) بود.

به همین ترتیب، فریس و همکاران^۷ (۱۹۸۸) بین تغییرات قیمت و حجم معاملات همبستگی مثبتی پیدا و پیشنهاد کردند که خریداران سهام برنده را بفروشند و سهام بازنده را نگه دارند. وبر و کامرر^۸ (۱۹۹۸) با انجام مطالعه تجربی در شرایط آزمایشگاهی روی افرادی که تمایل به خرید و فروش شش دارایی ریسکی در ۱۴ دوره زمانی داشتند، اثر تمایل را بار دیگر تأیید کردند. یافته‌های آنان حاکی از آن بود که افراد هنگام افزایش قیمت، بیشتر تمایل به فروش داشتند تا خرید.

اودین^۹ (۱۹۹۸) با مطالعه داده‌های بیش از ۱۰ هزار حساب نزد کارگزاری، به این نتیجه رسید که احتمال فروش یک سهم با بازده مثبت، ۱/۵ برابر احتمال فروش یک سهم با بازده منفی است و این نتیجه مستقل از شمول یا عدم شمول

1. Arkes and Blumer
2. Brockner
3. Staw & Hoang
4. Shefrin & Statman

۵. داده‌ها به تفکیک صندوق نیست.

6. Laknoishok and Smith
7. Ferris et al
8. Weber and camerer
9. Odean

مالیات و کارمزد معاملات بود. وی همچنین نشان داد که اثر تمایل در ماه دسامبر ناپدید می‌گردد و سرمایه‌گذاران در این ماه تمایل بیشتری به فروش سهام با بازده منفی دارند.

مطالعات بسیاری همچون دیل^۱ (۱۹۷۷)، لاکنیشوک و اسمینت^۲ (۱۹۸۶)، بدرینات و لولن^۳ (۱۹۹۱) و ایوکویچ، پاتربا و ایزنبر^۴ (۲۰۰۵)، نیز فروش سهام بازنده و کاهش سود مشمول مالیات در ماه دسامبر را تأیید کرده‌اند. بجرینگ و همکاران^۵ (۱۹۸۳) طی پژوهشی ثابت نمودند که سرمایه‌گذاران، گزارش‌های تحلیلگران را برای تصمیم‌گیری در مورد پورتفوی خود مؤثر می‌دانند.

بنیش^۶ (۱۹۹۱) طی پژوهش خود نشان داد که توصیه‌های تحلیلگر بر رفتار سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد. وی متوجه شد که خرید (فروش) توصیه‌های منتشر شده (در ستون «Heard on the Street» در ژورنال وال استریت) با عملکرد مثبت یا منفی سهام غیرعادی (منفی)، در روز انتشار مرتبط است.

هرست و همکاران^۷ (۱۹۹۵) در مطالعه خود به بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در استفاده از گزارشات تحلیلگران پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد رفتار سرمایه‌گذاران تابعی از ویژگی‌های تحلیلگران و نوع گزارش‌های آنان است. همچنین آن‌ها دریافتند که افراد در هنگام نامساعد بودن توصیه به قدرت استدلال در توصیه تحلیلگر توجه بیشتری نشان می‌دهند.

بیخچاندانی، هیرشفر و ولج^۸ (۱۹۹۲) به این نتیجه رسیدند که موج حساسیت سرمایه‌گذار می‌تواند باعث حرکت قیمت بازار سهام شود، همانطور که رفتارهای توده‌وار می‌تواند توازن اجتماعی را بر هم زند. حرکت‌های قیمت بازار منجر به حباب‌سازی یا سقوط می‌شود که می‌تواند به شدت برای سرمایه‌گذاران پرهزینه باشد.

بیخچاندانی و شارما^۹ (۲۰۰۱) دو نوع رفتار توده‌وار را از هم متمایز کرده‌اند: فریبنده و تعمدانه. رفتار توده‌وار فریبنده به واکنش مشابه فعالان بازار اما ناهماهنگ نسبت به اطلاعات جدید مانند انتشار آخرین سود شرکت اشاره دارد. رفتار توده‌وار تعمدانه به رفتارهای تقلیدی و هدفمند فعالان بازار اشاره دارد. رفتار توده‌وار فریبنده معمولاً منجر به نتایج خوب و اثربخش می‌شود، در حالی که رفتار توده‌وار تعمدانه منجر به افزایش نوسان و ریسک سیستمی به بازار می‌شود، رفتار توده‌وار زمانی در بازارهای سهام ظاهر می‌شود که بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌طور هم‌زمان فعالیت‌های سایر سرمایه‌گذاران را بدون داشتن دانش درست و با وجود اطلاعات محدودی که در اختیار دارند، تکرار و تقلید کنند. رفتارهای توده‌وار می‌تواند توازن اجتماعی را بر هم زند. منجر به افزایش نوسان و ریسک سیستمی به بازار می‌شود. حرکت‌های قیمت بازار منجر به حباب‌سازی یا سقوط می‌شود که می‌تواند به شدت برای سرمایه‌گذاران پرهزینه باشد.

1. Dyl

2. Lakonishok and Smith

3. Bardrinath and Lewelln

4. Ivković, Poterba and Weisbenner

5. Bjerring et al

6. Beneish

7. Hirst et al

8. Bikhchandani, Hirshleifer & Welch

9. Bikhchandani & Sharma

استاتمن و وود^۱ (۲۰۱۷) گزارش کردند که پیشنهادها و گزارش‌های تحلیلگران یکی از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاران است. تحلیلگران در این گزارش‌ها، تلاش می‌کنند تا وقایع مهم را به روشی ارائه دهند که برای سرمایه‌گذاران حاوی اطلاعات مفید و آموزنده باشد (بلوک، کاتل و مورای^۲، ۱۹۸۸).

مشیریان، نگ، و وو^۳ (۲۰۰۹) به‌طور تجربی خرید و حفظ بازده غیرعادی را بر روی نمونه‌ای از ۱۳ کشور نوظهور در طول یک دهه از ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۵ با استفاده از توصیه‌های تحلیلگران بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان داد قیمت سهام به شدت به توصیه‌ها و تجدید نظرهای تحلیلگران سهام واکنش نشان می‌دهد. همچنین آن‌ها دریافتند که در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، سوگیری مثبت قوی‌تری در توصیه‌ها و بازنگری‌های تحلیلگران در بازارهای نوظهور وجود دارد. در پژوهشی دیگر، گانت و رایت^۴ (۲۰۱۳) با مطالعه بیش از ۱۰ هزار حساب سرمایه‌گذاران خرد در کارگزاری‌های استرالیا، وجود اثر تمایل را در سطح تمامی سرمایه‌گذاران تأیید کردند. آن‌ها دریافتند که عواملی مانند جنسیت، نژاد و سن، در کنار مشخصات معاملاتی سرمایه‌گذار، مانند فرکانس معاملات^۵ و تعداد سهام موجود در سبد، روی شدت اثر تمایل تأثیر می‌گذارند.

سات^۶ (۲۰۱۷) در پژوهشی تأثیر تعطیلات (عید مولود النبی، عید فطر و عید قربان) را بر توصیه‌های تحلیلگران در بازارهای سهام کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا بین سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۱۵ بررسی کرد. یافته‌های وی نشان داد که در روزهای قبل از تعطیلات، تحلیلگران به توصیه‌های بدبینانه تمایل دارند و در روزهای پس از تعطیلات توصیه‌های خوش‌بینانه صادر می‌کنند. زیرا تحلیلگران می‌توانند از روند رو به بالا در قیمت سهام، طی تعطیلات و بعد از تعطیلات، سود ببرند. همچنین تحلیلگران با ارائه توصیه‌های بدبینانه در روزهای قبل از تعطیلات، از روند نزولی قیمت سهام، سود کسب می‌کنند.

کونگ، لین، لیو و تان^۷ (۲۰۲۱)، در پژوهشی تأثیر توصیه‌های تحلیلگران بر روی معاملات سرمایه‌گذاران فردی و نهادی در بورس شانگهای را مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج آنان حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران نهادی، واکنش‌های غیرعادی مثبتی را به توصیه‌های «خرید قوی» و «خرید» و همچنین واکنش غیرعادی منفی به توصیه‌های «نگهداری» و «فروش» نشان دادند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی معاملات خود را بر اساس فشار سمت خرید تحلیلگران، پیش‌بینی می‌کنند. در واقع این بدین معناست که سرمایه‌گذاران نهادی در واکنش‌های تجاری خود به توصیه‌های تحلیلگران (فشار سمت خرید تحلیلگران)، بازده غیرعادی کسب می‌کنند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران فردی واکنش‌هایی برخلاف واکنش‌های سرمایه‌گذاران نهادی از خود نشان می‌دهند.

1. Statman & Wood
2. Block, Cottle, Murry
3. Moshirian, Ng and Wu
4. Gong and Wright
5. Trading Frequency
6. Harit
7. Kong, Lin, Liu and Tan

تینیچ، تانیری و بودورج^۱ (۲۰۲۱) طی پژوهشی واکنش بازار به توصیه‌های تحلیلگران داخلی و تحلیلگران کارگزاری‌های خارجی، برای سهام مبادله شده از سپتامبر ۲۰۱۶ تا اکتبر ۲۰۱۹، در بورس استانبول را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند ملیت بانک سرمایه‌گذاری صادر کننده توصیه بر میزان واکنش بازار سهام تأثیر می‌گذارد. این بدین معنا است که در بازار در حال توسعه ترکیه، سرمایه‌گذاران زمانی که منبع اطلاعات خارجی باشد (به جای محلی) توجه بیشتری نشان می‌دهند، زیرا سرمایه‌گذاران خانه‌های کارگزاری خارجی را معتبرتر و بی‌طرف‌تر می‌دانند.

شمس و یحیی‌زاده‌فر (۱۳۹۰) با بررسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، در حوزه سرمایه‌گذاران نهادی، مقدار متوسط اثر تمایل را ۱۹ درصد تخمین زدند. در پژوهش دیگری، رضازاده و فلاح شمس (۱۳۹۲) وجود اثر تمایل را بر اساس حجم معاملات عرضه‌های اولیه در بورس تهران بررسی کردند و به‌طور شهودی نشان دادند که وجود اثر تمایل در میان سرمایه‌گذاران اولیه تأیید می‌گردد.

رستمی نوروزآباد، صداقت و حبیبی (۱۳۹۳) در پژوهش خود تحت عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران)» نشان دادند عوامل مختلفی شامل قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری، مکان سرمایه‌گذاری، موقعیت و امنیت سرمایه‌گذاری و در نهایت سودآوری و نقدینگی سرمایه‌گذاری رفتار سرمایه‌گذاران را در جهت مثبتی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

جلیلوند، رستمی نوروزآباد و رحمانی نوروزآباد (۱۳۹۵) و جلیلوند، رستمی نوروزآباد و سوییتزر^۲ (۲۰۱۸) نشان دادند که سه گروه شامل عوامل رفتاری، عوامل عقلایی و سایر عوامل، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

نتایج مطالعات جلیلوند و رستمی نوروزآباد (۱۳۹۶) نشان داد که بر خلاف مطالعات قبلی، شواهدی در مورد تأثیر سواد مالی بر روی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در ایران مشاهده نمی‌شود. از سوی دیگر، سواد مالی، ادراک ریسک و احساسات به‌صورت جمعی و به‌طور قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارند.

عرب‌صالحی نصر آبادی (۱۳۹۷) پژوهشی با عنوان «نقش اعتماد در روابط بین تحلیلگران مالی و مدیران شرکت‌ها در بازار بورس تهران» انجام داده است. داده‌های اولیه از مصاحبه‌های عمیقی با ۲۰ تحلیلگر مالی در ایران به‌دست آمد. بیات و آب‌چهر (۱۳۹۷) به بررسی میزان ارتباط بین سبک‌های شناختی تحلیلگران مالی و انتظارات سرمایه‌گذاران از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد، بین حرفه‌ای‌گرایی سرمایه‌گذاران و ادراک ریسک و تمایل به ریسک رابطه معنادار و مثبت و بین بازده مورد انتظار و ادراک ریسک نیز رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین شواهد نشان می‌دهد تفاوتی بین الگوهای رفتاری مردان و زنان در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

توکلی محمدی و قاضی‌زاده (۱۳۹۷) پژوهشی با عنوان «بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیلگران مالی در

1. Tiniç, Tanyeri and Bodur

2. Jalilvand, Rostami Noroozabad & Switzer

مورد پیش‌بینی بازار و سرمایه‌گذاری» انجام دادند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تحلیلگران و مدیران سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران تأکید بیشتری بر تکنیک‌های سنتی یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکال نسبت به تکنیک‌های جدید یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل پرتفوی دارند. همچنین استفاده از نظرات و گزارش‌های کارشناسان و تحلیلگران مالی دارای اهمیت نسبی خوبی می‌باشد. پس از آن، از تکنیک کدگذاری الگو که توسط مایلز و هوبرمن^۱ (۱۹۹۴) طرح شده برای خلاصه سازی و تحلیل داده‌های مصاحبه مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های اصلی این پژوهش نشان داد اعتماد در روابط تحلیلگران مالی و مدیران شرکت‌ها نقش مهمی دارد.

فلاح‌پور و عبداللهی (۱۳۹۰)، طی پژوهشی به شناسایی و وزن‌دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس تهران پرداختند و با توجه به اولویت بالای تورش‌های گروه «شناختی و عاطفی»، نتیجه‌گیری کردند که در بورس اوراق بهادار تهران روابط متقابل قوی بین شخصیت با تورش‌های رفتاری^۲ سرمایه‌گذاران وجود دارد. آن‌ها دریافتند عوامل مختلفی در بروز یک تورش رفتاری خاص در سرمایه‌گذاران تأثیرگذار هستند و ممکن است این عوامل در ایجاد سایر تورش‌ها نیز دخیل باشند. قرار گرفتن تورش «تمایل به دیدگاه کوتاه‌مدت به جای بلندمدت» در رتبه چهاردهم پژوهش آن‌ها، نشان دهنده این بود که سهام‌داران بورس اوراق بهادار تهران تصمیم‌گیری‌های بلندمدت ندارند. به عبارتی دیگر، سهام‌داران توجه بیش از حد به شرایط کوتاه‌مدت دارند. دلایل آنان حاکی از آن بود که این امر به واسطه گذشته پرفراز و نشیب اقتصاد کشور، عدم ثبات در شرایط اقتصادی کشور و عدم انتظار از آینده اقتصادی روشن برای کشور است. همچنین آن‌ها بیان داشتند فراوانی زیاد در وقوع معاملات صوری در بورس توسط اشخاص حقیقی صاحب نفوذ به منظور تغییر لحظه‌ای شاخص‌ها باعث می‌شود تا افراد به سمت تصمیم‌گیری‌های موقتی و بر اساس شرایط حال روی آورند. از سوی دیگر در پژوهش آنان قرار گرفتن تورش «غریزه گله‌ای (رفتار جمع‌گرایی)» در رتبه دهم، نشان دهنده این است که در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاران و سهام‌داران، بیشتر دنباله‌رو گروه‌اند تا توانمندی‌های فردی خود. این امر نیز به نوعی نشان دهنده عدم اطمینان آن‌ها به توانمندی‌های فردی خودشان است. عده‌ای دیگر نیز که می‌خواهند به توانمندی‌های فردی خود تکیه کنند بر اثر تورش «اطمینان بیش از حد» (رتبه بیست و یکم)، با اعتماد بیش از اندازه به خود، تصمیمات را دچار خطا می‌کنند. در نتیجه این افراط و تفریط‌ها در اتکاء به تصمیمات دیگران و اطمینان به توانمندی‌های خود، تصمیم‌های سهام‌داران دچار تورش می‌شود. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود را در محیط پر از ریسک و نااطمینان می‌گیرند. بازارهای سهام مطمئن نیستند و سرمایه‌گذاران نیز در مقابل همین نااطمینانی رفتاری توده‌وار^۳ داشته و دست به فعالیت‌های توده‌وار می‌زنند و تصمیم‌های خود را بر اساس فعالیت‌های دیگران اتخاذ می‌کنند. رفتار توده‌وار زمانی در بازارهای سهام ظاهر می‌شود که بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌طور هم‌زمان فعالیت‌های سایر سرمایه‌گذاران را بدون داشتن دانش درست و با وجود اطلاعات محدودی که در اختیار دارند، تکرار و تقلید کنند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران زمانی که رفتار سایر سرمایه‌گذاران دیگر را تقلید می‌کنند، باورهای شخصی و

1. Miles and Huberman
2. Behavioral Biases
3. Herding Behavior

اطلاعات خود را نادیده می‌گیرند. رفتار توده‌وار می‌تواند به صورت تقلید از رفتار دیگران بر اثر فاکتورهای جامعه‌شناختی در بین فعالان بازار به دلیل نااطمینانی باشد. در نهایت آن‌ها به این نتیجه رسیدند که تورش «ضرر و زیان‌گریزی» در اقتصادهای متلاطم و بی‌ثبات نمود بیشتری دارد. بنابراین، در اولویت اول قرار گرفتن این تورش می‌تواند نشان‌دهنده فضای بی‌ثبات بورس اوراق بهادار تهران باشد که خود نیز از فضای اقتصاد کلان کشور نشئت گرفته است و بر آن تأثیر می‌گذارد. آن‌ها همچنین به سرمایه‌گذارانی که دچار این تورش هستند پیشنهاد کردند سهامی که دچار ضرر شده است را به شرطی نگاه دارند که مطمئن باشند در آینده قیمت این سهام بالا خواهد رفت و در صورت پیشنهاد مشاور اینگونه سهام را به سرعت به فروش برسانند تا بیشتر ضرر نکنند. همچنین به سرمایه‌گذاران توصیه کردند که در فروش سهام سودآور خود قدری تأمل کرده تا آن را در بهترین زمان ممکن به فروش رسانند.

حیدری‌فر و کیقبادی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران خرد، بر اثر تمایل پرداختند. آن‌ها نشان دادند که اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران، بر اثر تمایل تأثیر مستقیمی دارد.

جمشیدی، قالیباف اصل و فدایی نژاد (۱۳۹۸) با استفاده از داده‌های صورت وضعیت پورتهوی سرمایه‌گذاران حقیقی، به بررسی سوگیری‌ها فرااعتمادی، نماگری و اثر تمایل میان سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها نشان دادند که سوگیری‌های فرااعتمادی، نماگری و اثر تمایل، بین سرمایه‌گذاران رایج است. به علاوه، میان سوگیری‌های فرا اعتمادی و نماگری با عملکرد سرمایه‌گذاران، ارتباط معناداری وجود دارد، در حالی که این ارتباط برای اثر تمایل معنادار نیست.

ابراهیمی، دستگیر و لطیفی (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «ارزیابی اهمیت ویژگی‌های شخصیتی تحلیلگران بازار سرمایه به عنوان بعد سوم موفقیت آن‌ها» انجام دادند. نتایج پژوهش بیانگر وجود ارتباط معنادار بین ویژگی‌های برون‌گرایی، سازگاری، مسئولیت‌پذیری و کنترل شخصی با درجه ریسک‌گریزی تحلیلگران بوده اما هیچ ارتباط معناداری بین ویژگی‌های شخصیتی و بازده پورتهوی تحلیلگران مشاهده نشد. علاوه بر آن بین نوع تحلیل بنیادی یا تکنیکال تحلیلگران و درجه ریسک‌گریزی آن‌ها نیز ارتباط معناداری مشاهده نشده است.

ابراهیم‌نژاد، برکچیان و نشاط امیدواران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران پرداختند. بر اساس یافته‌های آنان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس تهران، به طور قاعده‌مندی تمایل دارند سهامی که افزایش قیمت یافته را بفروشند و سهامی که کاهش قیمت داشته را نگه دارند. به بیان دقیق‌تر، احتمال فروخته شدن یک سهم با بازده مثبت $1/46$ برابر احتمال فروخته شدن سهمی با بازده منفی است. چنانچه مالیات و کارمزد معاملات را در محاسبه سود دخالت ندهیم، این نسبت به $1/51$ افزایش می‌یابد.

استناد پژوهش‌های فوق و علی‌رغم اینکه پژوهش‌های مختلفی در ارتباط کلی با این پژوهش انجام گرفته است، وجه تمایز و نوآوری این پژوهش نسبت به تمام پژوهش‌هایی که اشاره شد این است که در این پژوهش اثرات توصیه‌های تحلیلگران بنیادی بر تصمیم‌گذاران به فروش سهام مورد بررسی قرار گرفته است و نه تحلیلگران تکنیکال. همچنین برای بررسی بهتر و تمایز اثرات توصیه‌های تحلیلگران بنیادی بر تصمیم‌گذاران به فروش سهام، نمونه

مورد بررسی به دو گروه آزمایش و کنترل تقسیم شده است تا بتوان نتایج قابل استنادتری را به دست آورد. همچنین در این پژوهش از محیط آزمایشگاهی استفاده شده است این کار به منظور دستکاری بهتر متغیرهای مورد نظر هست، یعنی موقعیت فعلی سود یا زیان تحقق نیافته سهام در داده‌های بایگانی شده در دسترس نیست و همچنین در محیط آزمایشگاهی نوع توصیه مطلوب (نگهداری) و نامطلوب (فروش) و قدرت استدلال‌های پشتیبانی کننده را می‌توان دستکاری کرد. احتمال فروش و نگهداری سهام سرمایه‌گذاران از دیگر مواردی است که مورد بررسی قرار گرفته و در داده‌های بایگانی شده نمی‌توان آن را به دست آورد.

فرضیه‌های پژوهش

شرایط مطلوب و تصمیم به فروش سهام

با توجه به یافته‌های تجربی قبلی در مورد اثر تمایل (اودین، ۱۹۹۸؛ وبر و کامر، ۱۹۹۸) و نظریه چشم‌انداز (تورسکی و کاهنمن^۱، ۱۹۹۲)، سرمایه‌گذاری که سود تحقق نیافته دارد و اطلاعات مطلوبی در مورد آینده سهام دریافت می‌کند، پیش بینی می‌شود که سهام خود را فروخته و سود مطمئنی را دریافت نماید. بنابراین:

فرضیه اول: در شرایط مطلوب بازار (در صورت افزایش سود تحقق نیافته (۶۰ درصد) در برابر زیان تحقق نیافته (۴۰ درصد)^۲ سرمایه‌گذاران به فروش سهام مبادرت می‌ورزند.

شرایط نامطلوب و عدم تصمیم به فروش سهام

با این حال، نظریه چشم‌انداز همچنین پیش‌بینی می‌کند که سرمایه‌گذار با ضرر تحقق نیافته که اطلاعات نامطلوب در مورد آینده دریافت می‌کند، ترجیح می‌دهد سهام را نگه دارد و در ضرر قمار کند تا اینکه در فروش سهام زیان قطعی داشته باشد. بنابراین:

فرضیه دوم: در شرایط نامطلوب بازار (در صورت افزایش زیان تحقق نیافته (۶۰ درصد) در برابر سود تحقق نیافته (۴۰ درصد)) سرمایه‌گذاران با احتمال کمتری مبادرت به فروش سهام می‌نمایند.

شرایط مطلوب و عدم تصمیم به فروش سهام

هنگامی که سرمایه‌گذاران در شرایط مطلوب بازار بوده و سود تحقق نیافته دارند، از طرفی اطلاعات مطلوبی در مورد آینده سهام دریافت کنند و همچنین گزارش توصیه مطلوب تحلیلگر مبنی بر نگهداری سهام باشد، اگر استدلال‌های حمایتی جهت نگهداری بسیار قوی باشد، احتمال فروش آن سهام کمتر می‌شود. با توجه به موارد فوق می‌توان این گونه بیان داشت که:

فرضیه سوم: در شرایط مطلوب بازار (در صورت افزایش سود تحقق نیافته (۶۰ درصد) در برابر زیان تحقق نیافته

1. Tversky and Kahneman

۲. در آزمایش‌های این پژوهش، شرایط مطلوب ۶۰ درصد سود در مقابل ۴۰ درصد زیان و شرایط نامطلوب ۴۰ درصد سود در مقابل ۶۰ درصد زیان در نظر گرفته شده است.

(۴۰ درصد) سرمایه‌گذاران در صورتی که در موقعیت سود باشند در صورت ارائه توصیه قوی تحلیلگران (بر خلاف توصیه ضعیف تحلیلگران) با احتمال کمتری مبادرت به فروش سهام می‌نمایند.

شرایط نامطلوب و تصمیم به فروش سهام

به‌طور مشابه هنگامی که سرمایه‌گذاران در شرایط نامطلوب بازار بوده و با زیان تحقق نیافته مواجه شده و اطلاعات نامطلوبی در مورد آینده سهام دریافت نمایند و همچنین گزارش توصیه نامطلوب تحلیلگر مبنی بر فروش سهام باشد، در صورتی که استدلال‌های حمایتی جهت فروش سهام قوی باشد، احتمال فروش بیشتر می‌شود. بنابراین:

فرضیه چهارم: در شرایط نامطلوب بازار (در صورت افزایش زیان تحقق نیافته (۰ درصد) در برابر سود تحقق نیافته (۴۰ درصد) سرمایه‌گذاران در صورتی که در موقعیت زیان باشند در صورت ارائه توصیه قوی تحلیلگران (بر خلاف توصیه ضعیف تحلیلگران) با احتمال بیشتری مبادرت به فروش سهام می‌نمایند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش با رویکرد کیفی و با استفاده از پرسش‌نامه به جمع‌آوری داده‌های پژوهش پرداخته است. همچنین از لحاظ روش پژوهش توصیفی، از نظر هدف کاربردی و به لحاظ زمانی، پژوهشی چند مقطعی در کوتاه مدت است. پرسش‌نامه مورد استفاده شامل سه بخش بود که بخش اول شامل اطلاعات دموگرافیک (جنسیت، سن، سطح تحصیلات، رشته تحصیلی، رشته مرتبط با بورس، سابقه فعالیت در بورس، میزان سرمایه‌گذاری، میانگین درآمد از فروردین تا مرداد و میانگین درآمد شهريور تا اسفند)، بخش دوم در آزمایش ۱ از اعضای مورد مطالعه در پژوهش درخواست شد که برآورد احتمال فروش یا نگهداری سهام شرکت پتروشیمی زاگرس را در این وضعیت‌ها ارائه دهند: ۱. موقعیت سود تحقق نیافته دارند؛ ۲. موقعیت زیان تحقق نیافته دارند، و هنگامی که انتظار می‌رود بازار در آینده ۱. مطلوب و ۲. نامطلوب باشد. (پرسش‌نامه ۱ مقادیر احتمال فروش یا نگهداری را به‌عنوان تابعی از موقعیت سهام و شرایط بازار مورد بررسی قرار داده و به آن‌ها پاسخ می‌دهد). در بخش سوم در آزمایش دو، اطلاعات دیگری به شرح ذیل در اختیار مجموعه دیگری از افراد قرار گرفت: ۱. توصیه‌های خلاصه تحلیلگران^۱ برای فروش یا نگهداری؛ ۲. قیمت بازار فعلی سهام؛ ۳. قیمت خرید اصلی؛ ۴. توزیع احتمال برای محاسبه ارزش پیش‌بینی شده سهام.

ارزش پیش‌بینی شده سهام شرکت پتروشیمی زاگرس برای هر یک از چهار سناریو (بازار مطلوب/سهام سودآور، بازار مطلوب/سهام زیان‌ده، بازار نامطلوب/سهام سودآور، بازار نامطلوب/سهام زیان‌ده) با آنچه در آزمایش ۱ ارائه شده بود یکسان بود. این امر به جداسازی اثرات ناشی از گزارش‌های پیشنهادی خلاصه تحلیلگران و قدرت استدلال کمک می‌کند. برای آزمایش ۲، از طرح $2 \times 2 \times 2$ بین اعضای نمونه استفاده شد. متغیرهای مستقل عبارت بودند از: ۱. موقعیت

۱. شایان ذکر است تحلیلگران در این پژوهش، اشخاصی که در حال حاضر در نهادهای مالی اتم از شرکت‌های کارگزاری، شرکت‌های تأمین سرمایه، سیدگردان‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری و ... مشغول فعالیت هستند و به تحلیل سرمایه در بازار سرمایه ایران اشتغال دارند و از تجربه کافی در تحلیل این بازار در ایران برخوردار هستند، در نظر گرفته شده‌اند.

فعلی سهام (سود یا زیان تحقق نیافته)؛ ۲. نوع گزارش توصیه‌ی تحلیلگر (مطلوب (نگهداری) یا نامطلوب (فروش))؛ ۳. قدرت استدلال (قوی یا ضعیف)^۱. بر این اساس از اعضای نمونه درخواست شد تا برآورد احتمال فروش یا نگهداری سهام را ارائه دهند. جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار دارای کد بورسی در استان فارس در سال ۱۴۰۰ بوده که در طی ۵ سال اخیر به صورت فعال به سرمایه‌گذاری در بورس مشغول بوده‌اند. با توجه به نامحدود بودن تعداد جامعه آماری، تعداد نمونه بر اساس جدول مورگان (برگرفته از فرمول کوکران برای جامعه نامحدود) ۳۸۴ نفر برآورد گردید که برای رفع اثرات آزمایش‌های ناقص و پرسش‌نامه‌های تکمیل نشده و یا ناقص به این تعداد، ۱۵ درصد اضافه شد که در نهایت ۴۴۲ نفر در گروه‌های مختلف آزمایش و کنترل بررسی شدند که پژوهشگران موفق به دریافت بازخورد مناسب و قابل تحلیل از ۳۱۵ سرمایه‌گذار شدند. لازم به ذکر است، با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران مورد بررسی شخصاً به معاملات سهام می‌پرداختند و در طی ۵ سال اخیر جزو سرمایه‌گذاران فعال در بورس بوده‌اند، سطح سواد سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازار سرمایه بالاتر از متوسط در نظر گرفته شده است. از نظر توزیع جغرافیایی سرمایه‌گذاران مورد بررسی بر اساس شهرستان محل زندگی، جدول ۲ خلاصه‌ای از این آمار را نشان می‌دهد.

جدول ۲. توزیع افراد نمونه در شهرستان‌های استان فارس

جمع (نفر)	طبقه‌بندی نمونه			شهرستان
	گروه آزمایش ۲	گروه آزمایش ۱	گروه کنترل	
۲۱۶	۹۵	۹۳	۲۸	شیراز
۴	۱	۲	۱	آباده
۱۰	۵	۳	۲	استهبانان
۹	۳	۴	۲	چهرم
۵	۲	۲	۱	لار
۷	۳	۲	۲	فسا
۱۵	۵	۶	۴	فیروزآباد
۱۲	۴	۵	۳	کازرون
۱۰	۴	۳	۳	داراب
۱۲	۳	۴	۵	مرودشت
۱۵	۵	۶	۴	نی‌ریز
۳۱۵	۱۳۰	۱۳۰	۵۵	جمع (نفر)

۱. به‌طور مشخص شیوه انجام آزمون به این صورت بوده است که آزمایش یک مخصوص گروه کنترل بوده و تمرکز این آزمایش روی سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت جهت فروش یا نگهداری سهام بوده است. گروه آزمایش شامل دو دسته (گروه آزمایش ۱ و ۲) بوده‌اند که گروه آزمایش ۱ سوالات با استدلال قوی و گروه آزمایش ۲ سوالات با استدلال ضعیف یعنی بدون توصیه‌ی تحلیلگر است. برای استدلال قوی روی تاریخچه قیمت سهام شرکت و صنعت در بازه‌های سه، شش و دوازده ماهه به همراه موارد مندرج در صورت‌های مالی شرکت شامل مبلغ فروش، درآمد و نرخ سود سهام شرکت در دوازده ماه گذشته و رشد کل در پنج سال گذشته و همچنین نرخ رشد صنعت در پنج سال گذشته ارائه شده است. برای استدلال ضعیف نیز موارد صرفاً بر اساس تجزیه و تحلیل تاریخچه قیمت سهام بدون ذکر سایر جزئیات بوده است.

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، ۵۵ سرمایه‌گذار در گروه کنترل و ۲۶۰ سرمایه‌گذار در دو گروه ۱۳۰ نفری آزمایش مورد بررسی قرار گرفتند. برای سنجش روایی پرسش‌نامه از روایی محتوا و نظر خبرگان استفاده شد. بدین منظور جهت تعیین نسبت روایی محتوی^۱، پرسش‌نامه بین خبرگان که متشکل از متخصصین سرمایه‌گذاری، مدیریت مالی و حسابداری بود، توزیع و از آن‌ها خواسته شد تا به سؤالات پرسش‌نامه که بر اساس طیف لیکرت ۷ گزینه‌ای بود، پاسخ دهند. روایی محتوایی پرسش‌نامه با استفاده از بارهای عاملی در تحلیل عاملی تأییدی مورد بررسی و تأیید قرار گرفت. همچنین برای بررسی و آزمون پایایی پرسش‌نامه نیز از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد که میزان پایایی کل پرسش‌نامه بر اساس این روش مقدار ۰/۷۷۳ به دست آمد.

برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، پرسش‌نامه تدوین شده بین سرمایه‌گذاران توزیع گردید. در آزمایش اول پرسش‌نامه بین ۵۵ نفر برای بررسی اثر تمایل (گرایش) توزیع شد. افراد مورد مطالعه افرادی بودند که قبلاً کد بورسی داشته و در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۴۰۰ فعالیت و سرمایه‌گذاری کرده‌اند. اطلاعات پرسش‌نامه به صورت حضوری جمع‌آوری گردید. برای آزمایش دوم پرسش‌نامه تدوین شده بین دو گروه ۱۳۰ نفره از سرمایه‌گذاران (آزمایش شونده مختلف) توزیع گردید که در آن همان اطلاعات آزمایش اول را دریافت کردند با این تفاوت که نیمی از افراد اطلاعات را در قالب گزارش توصیه تحلیلگر همراه با (استدلال ضعیف) جهت پشتیبانی توصیه دریافت نموده و نیمی دیگر اطلاعات را در قالب گزارش توصیه تحلیلگر که حاوی استدلال‌های پشتیبانی کننده دیگری بود، دریافت نمودند (استدلال قوی). جلسه آزمایشی حدود ۳۰ دقیقه به طول انجامید و به افراد توضیح داده شد تمرکز خود را بر تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت جهت فروش و نگهداری قرار دهند و بر اساس آن به پرسش‌ها پاسخ داده و پرسش‌نامه‌ها گردآوری گردید. برای طراحی گزارش توصیه تحلیلگران از خدمات «شرکت تحلیل پارسه» که متشکل از ۳۷ تحلیلگر خبره بود استفاده شد و شرکت مذکور همکاری و تعامل با تحلیلگران دو کارگزاری بورس بیمه ایران و بورسیران نیز داشتند. همچنین رتبه بندی تحلیلگران شرکت تحلیل پارسه توسط سایت صد تحلیل نیز تأیید شده است. یک گزارش پیشنهادی تحلیلگر خلاصه مطلوب موردی بود که اکثر تحلیلگران توصیه کردند خرید کنند و هیچ کدام از آن‌ها پیشنهاد فروش را نداشتند. گزارش پیشنهادی تحلیلگر خلاصه نامطلوب گزارشی است که در آن بیشتر تحلیلگران توصیه به فروش کرده‌اند و هیچ یک توصیه به خرید نکرده‌اند. احتمال فروش یا نگهداری سرمایه‌گذاران بررسی شد، اما برای اطمینان از اینکه افراد شرایط بازار آینده را مطلوب تلقی می‌کنند، توصیه تحلیلگر خلاصه مطلوب، به عنوان گزارش «خرید» ارائه شد. در مقابل این دستکاری شرایط مطلوب از طریق گزارش «نگهداری» فقط یک شرایط حاشیه‌ای بازار را برای سهام ایجاد کرد. قدرت استدلال پشتیبانی کننده توصیه تحلیلگران از طریق یک پاراگراف اضافی که یا از اطلاعات پشتیبانی شده برای توصیه (قوی) ارائه شده یا هیچ جزئیاتی برای توصیه (ضعیف) ارائه نشده بود، دستکاری شده بود (مراجعه به پرسش‌نامه دوم). بررسی دستکاری [اطلاعات] برای قدرت استدلال در پرسش‌نامه دوم گنجانده شد. برای هر دوی این آزمایش‌ها، بر اساس مشارکت در آزمایش، به افراد امتیاز داده شد. همه افراد یک پرسش‌نامه خروج را برای اندازه‌گیری متغیرهای

کنترل احتمالی تکمیل کردند. متغیرهای کنترلی شامل تجربه و قرار گرفتن در معرض تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، معدل کل و اطلاعات دموگرافیک است. برای آزمایش ۲، پرسش‌نامه خروج نیز شامل سؤالاتی برای اندازه‌گیری بررسی دستکاری [اطلاعات] بود. بررسی دستکاری [اطلاعات] شامل نوع گزارش، موقعیت سهام و قدرت ادله قابل درک در گزارش خلاصه بود.

یافته‌های پژوهش

نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی پژوهش بر مبنای سؤالات پرسش‌نامه به شرح جدول ۳ است. در این جدول متغیرهای جنسیت، سن، سطح تحصیلات، رشته تحصیلی، رشته مرتبط با بورس، سابقه فعالیت در بورس، میزان سرمایه‌گذاری، میانگین درآمد از فروردین تا مرداد و میانگین درآمد شهریور تا اسفند بررسی و گزارش شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی پاسخ‌دهندگان به پرسش‌نامه

متغیر	سطح بندی	پرسش‌نامه ۱ (اثر تمایل)		پرسش‌نامه ۲ (استدلال قوی)		پرسش‌نامه ۳ (استدلال ضعیف)	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۳۹	۷۰/۹	۸۰	۶۱/۵	۷۶	۵۸/۵
	زن	۱۶	۲۹/۱	۵۰	۳۸/۵	۵۴	۴۱/۵
سن	بین ۱۸ تا ۳۵	۱۶	۲۹/۱	۲۷	۲۰/۸	۳۱	۲۳/۸
	بین ۳۵ تا ۵۵	۲۴	۴۳/۶	۸۹	۶۸/۵	۸۳	۶۳/۸
سطح تحصیلات	بیش از ۵۵	۱۵	۲۷/۳	۱۴	۱۰/۸	۱۶	۱۲/۳
	دیپلم و کمتر	۷	۱۲/۷	۱۵	۱۱/۵	۱۹	۱۲/۶
	کاردانی و کارشناسی	۲۳	۴۱/۸	۵۳	۴۰/۸	۴۹	۳۷/۷
	کارشناسی ارشد	۹	۲۹/۱	۴۴	۳۳/۸	۴۶	۳۵/۴
رشته تحصیلی	دکتری و بالاتر	۱۶	۱۶/۴	۱۸	۱۳/۸	۱۶	۱۲/۳
	علوم انسانی	۱۷	۳۰/۹	۴۴	۳۳/۸	۳۷	۲۸/۵
	علوم پایه	۱۰	۱۸/۲	۱۳	۱۰	۲۰	۱۵/۴
	کشاورزی	۱۲	۲۱/۸	۳۰	۲۳/۱	۳۲	۲۴/۶
رشته مرتبط با بورس	فنی مهندسی	۱۱	۲۰	۳۵	۲۶/۹	۳۴	۲۶/۲
	مدیریت کلیه گرایش‌ها	۲۰	۳۶/۴	۵۴	۴۱/۵	۵۲	۴۰
	مدیریت مالی	۱۶	۲۹/۱	۳۶	۲۷/۷	۳۸	۲۹/۲
سابقه فعالیت در بورس	حسابداری	۱۴	۲۵/۵	۲۹	۲۳/۳	۳۴	۲۶/۲
	سایر	۵	۹/۱	۱۱	۸/۵	۶	۴/۶
	کمتر از ۱ سال	۱۵	۲۷/۳	۲۰	۱۵/۴	۱۸	۱۳/۸
	بین ۱ تا ۳ سال	۱۷	۳۰/۹	۲۴	۱۸/۵	۲۶	۲۰

متغیر	سطح بندی	پرسش نامه ۱ (اثر تمایل)		پرسش نامه ۲ (استدلال قوی)		پرسش نامه ۳ (استدلال ضعیف)	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
	بین ۳ تا ۶ سال	۱۰	۱۸/۲	۶۴	۴۹/۲	۶۸	۵۲/۳
	بین ۶ تا ۱۲ سال	۸	۱۴/۵	۱۶	۱۲/۳	۱۰	۷/۷
	بیش از ۱۲ سال	۵	۹/۱	۶	۴/۶	۸	۶/۲
میزان سرمایه گذاری	کمتر از ۵ میلیون	۷	۱۲/۷	۷	۵/۴	۹	۶/۹
	بین ۵ تا ۲۰	۸	۱۴/۵	۱۸	۱۳/۸	۱۹	۱۴/۶
	بین ۲۰ تا ۱۰۰	۲۸	۵۰/۹	۱۸	۱۳/۸	۲۳	۱۷/۷
	بین ۱۰۰ تا ۵۰۰	۹	۱۶/۴	۶۴	۵۲/۳	۶۶	۵۰/۸
	بیش از ۵۰۰ میلیون	۳	۵/۵	۱۹	۱۴/۶	۱۳	۱۰
	بیش از ۳۰ درصد	۹	۱۶/۴	۱۰	۷/۷	۱۰	۷/۷
	بین ۱۵ تا ۳۰ درصد	۲۴	۴۳/۶	۹۲	۷۰/۸	۸۵	۶۵/۴
فروردین تا مرداد	بین ۰ تا ۱۵ درصد	۱۹	۳۴/۵	۲۲	۱۶/۹	۲۷	۲۰/۸
	بین ۱۵ تا ۳۰ درصد	۳	۵/۵	۶	۴/۶	۸	۶/۲
	بین ۳۰ تا ۴۵ درصد	۴	۷/۳	۳۷	۲۸/۵	۳۵	۲۶/۹
میانگین درآمد شهریور تا اسفند	بین ۰ تا ۱۵ درصد	۲۳	۴۱/۸	۳۸	۲۹/۲	۳۶	۲۷/۷
	۱۵ < درآمد < ۳۰	۲۰	۳۶/۴	۲۹	۲۲/۳	۳۰	۲۳/۱
	بیش از ۳۰ درصد	۸	۱۴/۵	۲۶	۲۰/۰	۲۱	۱۶/۲

همچنین تجزیه و تحلیل استنباطی پژوهش نیز در خصوص آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به شرح جدول ۴ است. در آزمایش ۱، از ۵۵ نفر خواسته شد که برآورد احتمال فروش یا نگهداری سهام خود را در صورت داشتن موقعیت سود و موقعیت زیان، هنگامی که انتظار می‌رود بازار در آینده مطلوب یا نامطلوب باشد، ارائه دهند. اثر گرایش پیش‌بینی می‌کند افرادی که در شرایط مطلوب بازار هستند و سود تحقق نیافته دارند بیشتر به فروش سهام و کسب سود قطعی در مقایسه با افراد در موقعیت زیان تحقق نیافته می‌پردازند. با مقایسه میانگین احتمال فروش برای شرایط سود و زیان برای سناریوی بازار مطلوب، این مورد آزمایش شد. میانگین احتمال فروش افراد در بازار مطلوب و شرایط سهام سودآور ۴/۴۰ بود که بالاتر از میانگین احتمال فروش ۴/۰۳۶ برای افراد در شرایط مطلوب بازار و شرایط سهام زیان ده بود (آماره t، ۴/۱۴۵ و سطح معناداری ۰/۰۰۰). بنابراین فرضیه اول با سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شده و در شرایط مطلوب بازار، در صورت افزایش سود تحقق نیافته در برابر زیان تحقق نیافته، سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد به فروش سهام مبادرت می‌کنند.

جدول ۴. آزمون T زوجی برای مقایسه بین شرایط مطلوب و نامطلوب

متغیر	گروه	تعداد نمونه	میانگین	انحراف معیار	آماره t	درجه آزادی	سطح معناداری
شرایط مطلوب	سود	۵۵	۴/۴۰۰	۱/۷۰۶	۴/۱۴۵	۵۴	۰/۰۰۰
	زیان	۵۵	۴/۰۳۶	۱/۳۰۴			
شرایط نامطلوب	سود	۵۵	۳/۵۸۱	۱/۲۷۲	۴/۳۶۱	۵۴	۰/۰۰۰
	زیان	۵۵	۲/۵۰۹	۱/۱۸۴			

اثر تمایل همچنین پیش‌بینی می‌کند افرادی که در شرایط نامطلوب بازار قرار دارند به دلیل عدم تمایل به پذیرش زیان مطمئن، اگر زیان تحقق نیافته داشته باشند احتمال فروش کمتری دارند. بنابراین، افراد در شرایط زیان ترجیح می‌دهند در زیان قمار کنند. با مقایسه میانگین احتمال فروش برای شرایط سود و زیان برای سناریوی نامطلوب بازار، این مورد مورد آزمایش قرار گرفت. میانگین احتمال فروش افراد در بازار نامطلوب با شرایط سودآور سهم ۳/۵۸۱ بود که به‌طور قابل توجهی بالاتر از میانگین احتمال فروش ۲/۵۰۶ برای افراد در شرایط نامطلوب بازار با شرایط سهم زیان‌ده بود. آماره آزمون T، ۴/۳۶۱ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است، بنابراین فرضیه دوم با سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده و در شرایط نامطلوب بازار، در صورت افزایش زیان تحقق نیافته در برابر سود تحقق نیافته، اشخاص احتمال کمتری دارد به فروش سهام بپردازند. نتایج آزمون تی مستقل برای فرضیه سوم و چهارم به شرح جدول (۴) است.

در شرایط مطلوب بین استدلال ضعیف و بدون استدلال در آزمایش ۱ سطح معناداری ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین در شرایط مطلوب بین استدلال ضعیف و بدون استدلال تحلیلگر تفاوت معناداری وجود دارد و میانگین بدون استدلال (۴/۴۰۰) بیشتر از میانگین استدلال ضعیف (۲/۷۳۰) می‌باشد. در شرایط مطلوب بین استدلال قوی و بدون استدلال در آزمایش ۱ (با سطح معناداری ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است)، بنابراین در شرایط مطلوب بین استدلال قوی و بدون استدلال تحلیلگر، تفاوت معناداری وجود دارد و میانگین بدون استدلال (۴/۴۰۰) بیشتر از میانگین استدلال قوی (۳/۳۳۸) می‌باشد. در شرایط مطلوب بین استدلال قوی و استدلال ضعیف سطح معناداری ۰/۰۰۱ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین در شرایط مطلوب بین استدلال قوی و استدلال ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد و میانگین استدلال قوی (۳/۳۳۸) بیشتر از میانگین استدلال ضعیف (۲/۷۳۰) می‌باشد.

در شرایط نامطلوب و استدلال ضعیف و بدون استدلال در آزمایش ۱ سطح معناداری ۰/۹۳۳ و بزرگ‌تر از ۰/۰۵، بنابراین در شرایط نامطلوب بین استدلال ضعیف و بدون استدلال تحلیلگر تفاوت معناداری وجود ندارد. در شرایط نامطلوب بین استدلال قوی و بدون استدلال در آزمایش ۱ سطح معناداری ۰/۰۰۱ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین در شرایط نامطلوب بین استدلال قوی و بدون استدلال تحلیلگر تفاوت معناداری وجود دارد و میانگین بدون استدلال (۳/۴۳۶) بیشتر از میانگین استدلال قوی (۲/۸۰۰) می‌باشد. در شرایط نامطلوب و استدلال قوی و استدلال ضعیف سطح معناداری ۰/۰۰۲ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین در شرایط نامطلوب بین استدلال قوی و استدلال ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد و میانگین ضعیف (۳/۴۱۵) بیشتر از میانگین قوی (۲/۸۰۰) می‌باشد. همچنین در آزمایش دوم، ۱۳۰

آزمایش شونده مختلف با ۱. سهمی که در آن سود یا زیان تحقق نیافته داشتند و ۲. اطلاعات در مورد ارزش بازار آینده سهام در قالب گزارش توصیه تحلیلگر به آن‌ها ارائه گردید، آزمایش شدند. همچنین مقادیر پیش‌بینی شده سهام برای هر شرایط در آزمایش ۲ (بازار مطلوب/سهام سودده، بازار نامطلوب/سهام زیان‌ده، بازار نامطلوب/سهام سودده، بازار نامطلوب/سهام زیان‌ده) با ارزش پیش‌بینی شده سهام ارائه شده به افراد در آزمایش ۱ یکسان بود. نیمی از افراد همان اطلاعات آزمایش ۱ را دریافت کردند با این تفاوت که اطلاعات در قالب گزارش توصیه تحلیلگر همراه با قدرت استدلال ضعیف به آن‌ها ارائه شد. نیمی دیگر از افراد گزارشی از توصیه تحلیلگر را دریافت کردند که حاوی استدلال‌های پشتیبانی‌کننده دیگری بود (قدرت استدلال قوی).

جدول ۵. آزمون T مستقل برای مقایسه بین شرایط مطلوب و نامطلوب

شرایط بازار	موقعیت سهام	موفه‌های توصیفی			آزمون لوین		آزمون تی مستقل	
		تعداد	میانگین	انحراف معیار	آماره F	سطح معناداری	درجه آزادی	سطح معناداری
مطلوب	ضعیف	۱۳۰	۲/۷۳۰	۱/۴۳۴	۵/۸۱۱	۰/۰۱۷	۱۸۳	۰/۰۰۰
	بدون استدلال	۵۵	۴/۴۰۰	۱/۷۰۶				
	قوی	۱۳۰	۳/۳۳۸	۱/۵۹۷	۰/۵۹۴	۰/۴۴۲	۱۸۳	۰/۰۰۰
	بدون استدلال	۵۵	۴/۴۰۰	۱/۷۰۶				
نامطلوب	قوی	۱۳۰	۳/۳۳۸	۱/۵۹۷	۴/۹۳۵	۰/۰۲۷	۲۵۸	۰/۰۰۱
	ضعیف	۱۳۰	۲/۷۳۰	۱/۴۳۴				
	ضعیف	۱۳۰	۳/۴۱۵	۱/۶۳۶	۳/۳۷۱	۰/۰۶۸	۱۸۳	۰/۹۳۳
	بدون استدلال	۵۵	۳/۴۳۶	۱/۳۱۶				
	قوی	۱۳۰	۲/۸۰۰	۱/۲۷۲	۰/۴۷۱	۰/۴۹۳	۱۸۳	۰/۰۰۲
	بدون استدلال	۵۵	۳/۴۳۶	۱/۳۱۶				
	قوی	۱۳۰	۲/۸۰۰	۱/۲۷۲	۱۰/۳۶۶	۰/۰۰۱	۲۵۶	۰/۰۰۱
	ضعیف	۱۳۰	۳/۴۱۵	۱/۶۳۶				

گزارش‌های جدول ۵ نشان می‌دهد افرادی که در شرایط مطلوب بازار و در موقعیت سود قرار داشته و استدلال (قوی) دریافت کرده‌اند احتمال فروش کمتری در آزمایش ۲ نسبت به آزمایش ۱ دارند (میانگین ۳/۳۳۸ در مقابل میانگین ۴/۴۰۰). همچنین میانگین احتمال فروش برای شرایط استدلال ضعیف نیز ۲/۷۳۰ در مقابل ۴/۴۰۰ در آزمایش ۱ است و اختلاف از نظر آماری معنادار است (آماره t، ۴/۰۴۸ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ کمتر از ۰/۰۵، در آزمون t دو گروه مستقل است) بنابراین، وجود حتی یک گزارش استدلال ضعیف تحلیلگر و بدون هیچ استدلال پشتیبانی، تمایل افراد به فروش زودهنگام سهام سودده را کاهش می‌دهد. ارزش احتمال فروش برای افرادی که در گزارش مطلوب بازار بوده و موقعیت سود دارند و یک فرم قوی از گزارش توصیه خلاصه تحلیلگر به آن‌ها ارائه شده، برابر با ۳/۳۳۸ است. این بیشتر از

میانگین احتمال فروش $2/730$ برای آزمودنی‌های دارای استدلال ضعیف است (آماره t ، $3/227$ و سطح معناداری $0/001$ کمتر از $0/05$). بنابراین فرضیه سوم را پشتیبانی می‌کند و اشخاصی که در شرایط مطلوب بازار قرار دارند و موقعیت سود دارند، در صورت ارائه توصیه قوی تحلیلگر (بر خلاف توصیه ضعیف تحلیلگر)، کمترین احتمال فروش سهام را دارند و اگر پیشنهادی از طرف تحلیلگر وجود نداشته باشد، به احتمال زیاد می‌فروشند.

از سوی دیگر افرادی که در شرایط نامطلوب بازار قرار دارند و موقعیت زیان داشته و توصیه تحلیلگر قوی دریافت کرده‌اند احتمال فروش کمتری در آزمایش ۲ نسبت به آزمایش ۱ دارند و تفاوت معناداری با افرادی که توصیه تحلیلگر ندارند دارد. با توجه به میانگین فروش افراد دارای توصیه تحلیلگر قوی که $2/800$ محاسبه گردیده و افراد که توصیه تحلیلگر ندارند $3/436$ محاسبه گردیده بنابراین فرضیه چهارم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و عکس آن تأیید می‌گردد (آماره t ، $3/078$ و سطح معناداری $0/002$ کمتر از $0/05$ در آزمون t دو گروه مستقل). همچنین تفاوت معناداری بین شرایط نامطلوب و موقعیت زیان به همراه توصیه تحلیلگر ضعیف با افرادی که استدلال دریافت نکردند وجود دارد. میانگین فروش افراد دارای توصیه تحلیلگر ضعیف که $3/415$ محاسبه شده و افراد که توصیه تحلیلگر ندارند $3/436$ محاسبه گردیده و اختلاف از نظر آماری معنادار نیست (آماره t ، $-0/084$ و سطح معناداری $0/933$ بیشتر از $0/05$ در آزمون t دو گروه مستقل).

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش به بررسی اثرات توصیه‌های تحلیلگران بنیادی بر تصمیم به فروش سهام توسط سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در استان فارس پرداخت. به همین منظور تعداد 315 سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران از شهرهای مختلف استان فارس در دو گروه آزمایش (هر گروه شامل 130 نفر) و یک گروه کنترل (شامل 55 نفر) مورد بررسی قرار گرفتند. در خصوص آزمون فرضیه اول، میانگین احتمال فروش افراد در بازار مطلوب و شرایط سهم سودآور $4/400$ بود که بالاتر از میانگین احتمال فروش $4/036$ برای افراد در شرایط مطلوب بازار و شرایط سهم زیان‌ده با آماره T ، $4/145$ و سطح معناداری $0/000$ بود. بنابراین فرضیه اول با سطح اطمینان 99 درصد تأیید شده و در شرایط مطلوب بازار، در صورت افزایش سود تحقق نیافته در برابر زیان تحقق نیافته، سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد به فروش سهام می‌پردازند. بر این اساس در بازار سهام ایران اثر تمایل وجود دارد یعنی سرمایه‌گذاران سهام سودده خود را فروخته و سهام زیان‌ده خود را نگهداری می‌کنند. با مقایسه میانگین احتمال فروش برای شرایط سود و زیان برای سناریوی نامطلوب بازار، این مورد مورد آزمایش قرار گرفت. در خصوص آزمون فرضیه دوم، میانگین احتمال فروش افراد در بازار نامطلوب با شرایط سهم سودآور $3/581$ بود که به‌طور قابل توجهی بالاتر از میانگین احتمال فروش $2/506$ برای افراد در شرایط نامطلوب بازار با شرایط سهم زیان‌ده با آماره آزمون T ، $4/361$ و سطح معناداری $0/000$ بود. بنابراین فرضیه دوم با سطح اطمینان 95 درصد تأیید شده و در شرایط نامطلوب بازار، در صورت افزایش زیان تحقق نیافته در برابر سود تحقق نیافته، اشخاص با احتمال کمتری به فروش سهام می‌پردازند. به عبارت دیگر نتایج آزمایش دوم گویای این مطلب بود که فقط در موقعیت

سود، سرمایه‌گذاران مبادرت به نگهداری سهام مطابق با توصیه تحلیلگران می‌نمایند. این موضوع موجب کاهش اثر تمایل در موقعیت سود می‌گردد. اما در موقعیت زیان سرمایه‌گذاران رفتاری متفاوت با توجه به نوع توصیه و قدرت استدلال از خود نشان می‌دهند. بنابراین فرضیه سوم با آماره T، ۳/۲۲۷ و سطح معناداری ۰/۰۰۱ مورد تأیید قرار گرفته است و اشخاصی که در شرایط مطلوب بازار و موقعیت سودده قرار دارند با ارائه توصیه قوی در مقابل توصیه ضعیف تحلیلگر، احتمال پابینی در فروش سهام را دارند و اگر پیشنهادی از طرف تحلیلگر وجود نداشته باشد، به احتمال زیاد سهام خود را می‌فروشند. از سوی دیگر سرمایه‌گذارانی که در شرایط نامطلوب بازار و در موقعیت زیان قرار دارند احتمال فروش کمتری دارند. در فرضیه چهارم با توجه به میانگین فروش افراد دارای توصیه تحلیلگر قوی برابر ۲/۸۰۰ و افراد برون توصیه تحلیلگر برابر ۳/۴۳۶ محاسبه گردیده بنابراین فرضیه چهارم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و عکس آن تأیید می‌گردد. همچنین تفاوت معناداری بین شرایط نامطلوب و موقعیت زیان به همراه توصیه تحلیلگر ضعیف با افرادی که استدلال دریافت نکردند با آماره T، ۰/۰۸۴- و سطح معناداری ۰/۹۳۳ وجود دارد.

در کل یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که در شرایط مطلوب بازار و موقعیت سهم سودده، هم با توصیه قوی و هم با توصیه ضعیف تحلیلگر (مبنی بر نگهداری سهم)، افراد از فروش آن خودداری نموده و مبادرت به نگهداری سهم می‌نمایند. همچنین در شرایط نامطلوب بازار و موقعیت سهم زیان‌ده، با وجود توصیه قوی تحلیلگر (با اطلاعات تکمیلی برای پشتیبانی از توصیه مبنی بر فروش سهام)، افراد از فروش خودداری نموده و مبادرت به نگهداری سهم می‌نمایند که بر خلاف توصیه تحلیلگر عمل می‌نمایند. نکته جالب توجه این که در شرایط نامطلوب بازار و موقعیت سهم زیان‌ده، با توجه به توصیه ضعیف تحلیلگر (بدون اطلاعات تکمیلی برای پشتیبانی از توصیه مبنی بر فروش سهام)، افراد به فروش سهم می‌پردازند و احتمال فروش به شدت بالا رفته و رفتاری در راستای توصیه تحلیلگران انجام می‌دهند. در مقایسه یافته‌های این پژوهش با سایر پژوهش‌ها می‌توان اشاره نمود که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش کریشان (۲۰۰۲) در یک راستا قرار دارد و نتایج این دو پژوهش با هم سازگار می‌باشد. کریشان (۲۰۰۲) نیز دریافت که سرمایه‌گذاران در شرایط سود به توصیه تحلیلگران توجه نموده و در موقعیت زیان رفتاری متفاوت از خود نشان می‌دهند. همچنین بر اساس پژوهش فلاح‌پور و عبداللهی (۱۳۹۰)، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود میل به پیروی از دیگران دارند. این نتایج از این جهت که در این پژوهش توصیه تحلیلگران مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران قرار گرفته است، با نتایج این پژوهش در یک راستا قرار دارد. همچنین نتایج این پژوهش در راستای نتایج پژوهش داک ورث و ویر^۱ (۲۰۱۹) قرار دارد که اثرات ویژگی‌های تحلیلگران را بر عملکرد سرمایه‌گذاران بررسی نمودند.

در پایان، پیشنهادهای پژوهش به شرح ذیل مطرح می‌شود:

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از آموزش‌های عمومی و همچنین تخصصی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بهره برده تا با شناخت بهتر بازار و رفتار آن در شرایط مختلف اقتصادی، استرس و هیجان در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را کاهش داده و در توصیه‌های تحلیلگران به خرید و یا فروش، به دور از هیجان رفتار نمایند. از سوی دیگر به

شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در بورس عرضه و خرید و فروش می‌شود، توصیه می‌گردد در جهت کاهش اریب‌های تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، تا بالاترین حدی که نیاز به افشای اطلاعات وجود دارد، خوراک و اطلاعات تحلیلی لازم برای استفاده تحلیلگران را فراهم نموده و در اختیار بازار قرار دهند و بدین صورت هم به افزایش شفافیت و کارایی بازار کمک نمایند و هم شرایط اخذ تصمیم‌های پایدار را توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران فراهم آورند. همچنین به سرمایه‌گذارانی که در معرض سوگیری رفتاری تصمیم‌گیری هیجانی قرار دارند توصیه می‌شود پس از انجام آزمون‌های شخصیت‌شناسی لازم، در صورت داشتن این سوگیری رفتاری با بررسی‌ها و مطالعات لازم درباره سهام مختلف در شرایط زمانی مقتضی تصمیم‌گیری نمایند و صرفاً به دلیل سودده بودن سهام در یک زمان خاص، آن‌ها را سریع‌تر نفروشد تا در صورت داشتن تحلیل قوی نسبت به احتمال سوددهی بیشتر سهام در آینده اقدام نمایند و یا در هنگام ضرر، از نگهداری بی‌مورد سهام برای جلوگیری از زیان بیشتر اجتناب نمایند. به تحلیلگران و مشاوران سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نیز پیشنهاد می‌شود قبل از ارائه مشاوره مالی و سبب‌گردانی اختصاصی برای سرمایه‌گذاران، میزان ریسک‌پذیری و یا ریسک‌گریزی آن‌ها را سنجش و همچنین نسبت به شناخت سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرایط رونق و یا رکود بازار مؤثر است، شناخت لازم را کسب نمایند.

منابع

- ابراهیم نژاد، علی؛ برکچیان، سید مهدی؛ نشاط امیدواران، نوید (۱۴۰۰). بررسی اثر تمایلی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲۲۲-۲۴۸.
- ابراهیمی، خدیجه؛ دستگیر، محسن و لطیفی، زهره (۱۳۹۸). ارزیابی اهمیت ویژگی‌های شخصیتی تحلیلگران بازار سرمایه به‌عنوان بعد سوم موفقیت آن‌ها. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۶(۲۲): ۴۱-۶۰.
- بیات، علی؛ آب‌چهر، بهجت (۱۳۹۴). ارتباط بین الگوهای تصمیم‌گیری و انتظارات سرمایه‌گذاران از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی بر اساس مدل مارکویتز. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۴(۱۶)، ۱۷۳-۱۹۰.
- بیات، علی؛ آب‌چهر، بهجت (۱۳۹۷). بررسی میزان ارتباط بین سبک‌های شناختی تحلیلگران مالی و انتظارات سرمایه‌گذاران از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۴(۱۶)، ۱۷۳-۱۹۰.
- توکلی محمدی، محمد و قاضی‌زاده، مصطفی (۱۳۹۷). بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیل‌گران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق. *فصلنامه دانش‌سور رفتار*، ۱۶(۳۵)، ۴۵-۵۶.
- جلیلود، ابوالحسن؛ رستمی نوروزآباد، مجتبی و رحمانی نوروزآباد، سامان (۱۳۹۵). شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده. *تحقیقات مالی*، ۱۸(۱)، ۹۵-۱۲۵.
- جلیلود، ابوالحسن؛ رستمی نوروزآباد، مجتبی (۱۳۹۷). سواد مالی، احساسات، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه‌گذاری: مطالعه‌ای بین‌جنسیتی از سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۷): ۱۴۱-۱۷۰.
- جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۹۸). بررسی سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۲)، ۱۴۳-۱۶۴.

- حیدری فر، محمد، کیقبادی، امیررضا (۱۳۹۷). تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد مالی*، ۱۲(۴۴)، ۱۲۳-۱۴۲.
- رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ صداقت، پرستو؛ حبیبی، فاتح (۱۳۹۴). بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران). *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۰، ۶۹-۹۴.
- رضازاده، الهه؛ فلاح شمس، میرفیض (۱۳۹۲). اثر تمایلی زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران بر اساس حجم معاملات IPO در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶(شماره ۱)، ۷۵-۸۶.
- شمس، شهاب‌الدین؛ یحیی‌زاده‌فر، محمد (۱۳۸۹). بررسی رابطه اثر تمایلی با جریان‌ات نقدی و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۲(۳۰)، ۹۵-۱۱۶.
- عرب صالحی نصرآبادی، مهدی (۱۳۹۷). *نقش اعتماد در روابط بین تحلیلگران مالی و مدیران شرکت‌ها در بازار بورس تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشکده حسابداری و مدیریت. دانشگاه تهران.

References

- Arab Salehi Nasrabadi, Mehdi (2017). *The Role of Trust in the Relationship Between Financial Analysts and Companies' Managers in the Tehran Stock Market*. Master's Thesis in the Field of Financial Management, Faculty of Accounting and Management. University of Tehran. (in Persian)
- Arkes, H. & Blumer, C. (1985). The Psychology of Sunk Cost. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 35, 124-140.
- Asquith, P., Mikhail, M.B., Au, A.S. (2005). Information content of equity analyst reports. *J. Financ. Econ.*, 75, 245-282.
- Badrinath, S.G. & Lewellen, W.G. (1991) Evidence on Tax-Motivated Securities Trading Behavior. *The Journal of Finance*, 46, 369-382.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. J. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *Journal of Finance*, 56(2), 531-563. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00336>.
- Barber, B.M., Lehavy, R., McNichols, M., Trueman, B., (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *J. Finance*, 56 (2), 531-563.
- Barber, B.M., Odean, T., (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Rev. Financ. Stud.*, 21, 785-818.
- Bayat, A., Abchar, B. (2015). The relationship between decision-making Models and investors' expectations of risk and return invest in financial tools: The Markuitz model Approach. *Journal of Investment Knowledge*, 4(16), 173-190. (in Persian)

- Beneish M.D. (1991). Beneish, m, d. Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations. *The Journal of Business*, 64(3), 393-416
- Benner, M. J., & Ranganathan, R. (2012). Offsetting illegitimacy? How pressures from securities analysts influence incumbents in the face of new technologies. *Academy of Management Journal*, 55(1), 213–233. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.0530>.
- Bikhchandani S., Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets, *IMF Staff Papers*, 47, 1.
- Bikhchandani, S. & Hirshleifer, D. & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026. 10.1086/261849.
- Boivie, S., Graffin, S. D., & Gentry, R. J. (2016). Understanding the direction, magnitude, and joint effects of reputation when multiple actors' reputations collide. *Academy of Management Journal*, 59(1), 188–206. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0521>
- Brauer, M., & Wiersema, M. (2018). Analyzing analyst research: A review of past coverage and recommendations for future research. *Journal of Management*, 44(1), 218–248.
- Brauer, M., & Wiersema, M. (2018). Analyzing analyst research: A review of past coverage and recommendations for future research. *Journal of Management*, 44(1), 218–248.
- Brockner, J. (1992). The escalation of commitment to a failing course of action: Toward theoretical progress. *Academy of Management Review*, 17 (1), 39-61
- Brown, N. C., Wei, K. D., Wermers, R. (2013). Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices. *Manage. Sci.*, 60, 1–20.
- Chang, X., Dasgupta, S., Hilary, G., (2006). Analyst coverage and financing decisions. *J. Finance*, 61, 3009–3048.
- Chatterjee, D. & Kumar, S. & Chatterjee, P. (2020). Time to Payoff: Efficacy of Analyst Recommendations in the Indian Stock Market, *IIMB Management Review*, 32(2), 153-165. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.10.002>
- Cottle, F. E., Murray, S. & Block, R. F. (1988). *Security Analysis Unknown Binding*. McGraw-Hill Publication.
- Dyl, E.A. (1977) Capital Gains Taxation and Year-End Stock Market Behavior. *Journal of Finance*, 32, 165-175.
- Ebrahim Nejad, A., Barakchian, S., Neshat Omidvaran, N. (2021). The Disposition Effect in Mutual Funds: Evidence from Iran. *Financial Research Journal*, 23(2), 222-248. doi: 10.22059/frj.2021.297422.1006993 (in Persian)
- Ebrahimi, K., Dastgir, M., Latifi, Z. (2017). Evaluate Capital market analyst's personality traits as a third dimension to their success. *Journal of Investment Knowledge*, 6(22), 87-100. (in Persian)
- Ferris, S.P., Haugen, R.A. & Makhija, A.K. (1988). Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect.

- The Journal of Finance*, 43: 677-697. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04599.x>
- Ferris, S.P., Haugen, R. A. Makhij, A. K. (1998) Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: evidence supporting the disposition effect. *Journal of Finance*, 43, 677-697.
- Frankel, R., Kothari, S.P., Weber, J. (2006). Determinants of the informativeness of analyst research. *J. Account. Econ.*, 41, 29–54.
- Gong, G., & Wright, D. (2013). Investor characteristics and the disposition effect. *Working paper*, University of Sydney.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *J. Account. Econ.*, 31 (1-3), 405–440.
- Heydarifar, M. & Keyghobadi, A. (2018). The effect of investors' overconfidence on the sentiment effect in the Tehran Stock Exchange. *Financial Economics*, 12(3), 123-142. (in Persian)
- Hirst, E. K. & Simok, P.J. (1995). Investor reactions to financial analysts' research reports. *Journal of accounting research*, 33, 335-351.
- Ivković, Z., James Poterba, and Scott Weisbenner. (2005). Tax-Motivated Trading by Individual Investors. *American Economic Review*, 95 (5), 1605-1630.
- Jalilvand, A., Rostami Noroozabad, M. (2018). Dynamics of Investors' Financial Literacy, Risk Perceptions and Emotions: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(27), 141-170. (in Persian)
- Jalilvand, A., Rostami Noroozabad, M., Rahmani, S. (2016). Recent Evidence on Investors' Behavior in the Tehran Stock Exchange: Preliminary Evidence and Future Insights. *Financial Research Journal*, 18(1), 95-125. doi: 10.22059/jfr.2016.59622 (in Persian)
- Jalilvand, Abolhassan; Rostami Noroozabad, Mojtaba; Switzer, Jeannette (2018). Informed and Uninformed Investors in Iran: Evidence from the Tehran Stock Exchange, *Journal of Economic and Business*, 95(C), 47-58.
- Jamshidi, N., Ghalibaf Aslf Asl, H., Fadaie Nejad, M. (2019). Studying the Overconfidence and Representativeness Biases of Individual Investors in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 143-164. doi: 10.22059/frj.2019.266852.1006745 (in Persian)
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S.D., Lee, C.M.C., (2004). Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *J. Finance*, 59, 1083–1124.
- Jegadeesh, N., Kim, W., (2010). Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions. *Rev. Financ. Stud.*, 23, 901–937.
- Jia, C.X., Wang, Y.P., Xiong, W., (2017). Market segmentation and differential reactions of local and foreign investors to analyst recommendations. *Rev. Financ. Stud.*, 30, 2972–3008.

- Kong, Dongmin and Lin, Chen and Liu, Shasha and Tan, Weiqiang and Tan, Weiqiang. (2021). Whose Money is Smart? Individual and Institutional Investors' Trades Based on Analyst Recommendations. *Journal of Empirical Finance*, 62, 234-251.
- LaknoishoK, J. & Smith, S. (1986). Voulme for winner and losers: taxation and other motives for stock trading. *The journal of finance*, 41:951-947.
- Lang, M.H., Lundholm, R.J., (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Account. Rev.*, 71 (4), 467-492.
- Loh, R.K., 2010. Investor inattention and the underreaction to stock recommendations. *Financ. Manage.*, 39 (3), 1223-1252.
- Loh, R.K., Stulz, R.M. (2011). When are analyst recommendation changes influential? *Rev. Financ. Stud.*, 24, 593-627.
- Malmendier, U., Shanthikumar, D. (2007). Are small investors naive about incentives? *J. Financ. Econ.*, 85, 457-489.
- Michaely, R., Womack, K.L. (1999). Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Rev. Financ. Stud.* 12 (4), 653-686.
- Michaely, Roni, Womack, Kent L., (2005). Brokerage recommendations: Stylized characteristics, market responses, and biases. *Adv. Behav. Finance II*, 38, 9-422.
- Mikhail, M.B., Walther, B.R., Willis, R.H. (2007). When security analysts talk, who listens? *Account. Rev.*, 82, 1227-1253.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative Data Analysis: An Expanded Sourcebook*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Moshirian, F. & Ng, D. & Wu, E. (2009). The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets, *International Review of Financial Analysis*, 18(1-2), 74-83.
- Odean, T. (1998). are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of finance*, 53(october), 1775-1798.
- Premti, A., Garcia-Feijoo, L., Madura, J., (2017). Information content of analyst recommendations in the banking industry. *Int. Rev. Financ. Anal.*, 49, 35-47.
- Rajan, R. and Winton, A. (2002). Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, *Journal of Finance*, 50, 1113-1146.
- Rezazadeh, E. & Fallahshams, M. (2013). The effect of investors' loss aversion tendency based on the volume of IPO transactions in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(1), 75-86. (in Persian)
- Rostami Noroozabad, M., Sedaghat, P. & Habibi, F. (2015). Survey Effective Factors on Investor's Behavior at Willing to Reinvestment (Case Study: Tehran Stock Exchange Investors). *Journal of Financial Management and Accounting Perspective*, 5(1), 69-94. (in Persian)

- Satt, H. (2017). Eid Mawlid al-Nabi, Eid al-Fitr and Eid al-Adha; optimism and impact on analysts' recommendations: Evidence from MENA region. *Arab Economic and Business Journal*, 12, 57-67.
- Seok, S.I., Cho, H., Ryu, D. (2019). Firm-specific investor sentiment and the stock market response to earnings news. *North Am. J. Econ. Financ.*, 48, 221-240.
- Shams, S., Yahyazadeh Far, M. (2011). The Survey of the relationship between Disposition Effect and Cash flows and Investment Companies Performance in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 12(30), 95-116. (in Persian)
- Shefrin, Hersh & Statman, Meir, (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance, American Finance Association*, 40(3), 777-790.
- Statman, M. & Klimek, G. & Wood, V. & Cfa, (2004). Investment Temperament. *Journal of Investment Consulting*, 7.
- Staw, B. M., & Hoang, H. (1995). Sunk Costs in the NBA: Why Draft Order Affects Playing Time and Survival in Professional Basketball. *Administrative Science Quarterly*, 40(3), 474-494.
- Tavakkoli Mohammadi, M., Ghazizadeh, M. (2020). An Investigation on the Investment Managers and Financial Analysts Behavior in Market Forecast and Stock Selection in Tehran Stock Exchange. *Commercial Strategies*, 7(35), 1-11. (in Persian)
- Tiniç, M. & Tanyeri, B. & Bodur, M. (2021). Who to trust? Reactions to analyst recommendations of domestic versus foreign brokerage houses in a developing stock market, *Finance Research Letters*, 43(C).
- Tversky A., & Kahneman, D. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under ris. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.
- Weber, M. and camerer C.F. (1998). the dispoition effect in securities trading: an expermental analysis. *Journal of economic behavior and organizations*, 33:167-184.
- Womack, K. L. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance*, 51(1), 137-167.
- Wu, Ming-Hung., Tsai, Wei-Che., Lu, Chia-Chi., Zhang, Hang. (2022). Google searches around analyst recommendation revision announcements: Evidence from the Taiwan stock market, *International Review of Economics & Finance*, 81: 75-97.
- Yezege, A., (2015). Why do analysts revise their stock recommendations after earnings announcements? *J. Account. Econ.*, 59 (2-3), 163-181.
- Zhang, X.F., 2006. Information uncertainty and stock returns. *J. Finance*, 61 (1), 105-137.