

اثر گذاری عوامل رفتاری و انعکاس سوگیری دیر پذیری در رفتار معاملاتی سرمایه گذاران

دکتر محمد اسماعیل فدائی نژاد

(دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی)

Email: m-fadaei@sbu.ac.ir

محمد رضا مایلی

(کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی) (نویسنده مسئول)

Email: reza.mayeli@gmail.com

مصطفی امام دوست

(کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه تهران)

Email: emamdoost@ut.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۷/۱۶ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۱/۱۴

چکیده

دیر زمانی مفاهیم مالی کلاسیک و فرض انسان عقلانی زیربنای علم مالی و تئوری‌های آن قرار داشت. مالی کلاسیک در بستری ایده‌آل، به توصیف قواعدی می‌پرداخت که سرمایه‌گذاران در یک بازار عقلانی می‌بایست بدان‌گونه رفتار کنند. فرض عقلانی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، از پایه‌های اصلی مالی کلاسیک محسوب شده و تقریباً تمامی نظریه‌های آن متأثر از این فرض بوده است. اما در سالیان اخیر، ظهور پدیده‌هایی همچون حباب قیمتی در بازار سهام، واکنش بیش یا کمتر از اندازه سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید و بسیاری موارد دیگر که در تقابل با نظریه بازار کارای سرمایه قرار دارد، باعث تشکیک در مفروض اصلی مالی کلاسیک، انسان عقلانی، و ایجاد پارادایم جدیدی تحت

عنوان مالی رفتاری گردیده است. مدل‌های رفتاری، تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در واکنش به واقعیات را بررسی کرده و بیان می‌کنند که در شرایط مختلف عکس‌العمل سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات می‌تواند متفاوت باشد. مقاله حاضر به مرور تحقیقات انجام شده در زمینه یکی از عوامل رفتاری موثر بر راهبرد معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌پردازد و هدف آن ایجاد بینشی در خصوص تداوم یا برگشت روند در قیمت سهام است.

واژگان کلیدی: سوگیری‌های رفتاری، راهبرد مومنتوم و معکوس، فرضیه کارائی بازار

A study of behavioral factors and the effect of conservatism bias on investors' trading behaviors.

Mohammad Esmail Fadaie Nezhad¹, Mohammad Reza Mayeli², Mostafa Emamdoost³

Abstract

Implication of classic finance and rational investors had been the crucial basics of finance. The context of Classic finance explains rules which investors were dealt with in a rational market.

The assumption of rational investors, as a simple model of human behavior, is the main foundation of classic finance and almost all the classic financial theories such as portfolio theory, capital asset pricing model, efficient market theory, agency theory and etc., are affected by.

But in recent years, the emergence of phenomena such as speculative bubbles in the stock market, excessive price volatility, as investors over react or under react to new information, and many other anomalies that are against efficient market theory, create a new paradigm known as "behavioral finance ". Behavioral models investigate investor's bias in response to the reality and suggest that the reaction of investors to the information can be different.

This research studies one of the effective behavioral factors on trading strategies with the aim of knowledge for understanding momentum or reversing prices.

Keywords: behavioral biases; Momentum & reversal strategy; Efficient market hypothesis.

¹ Assistant Professor, Shahid Beheshti University

² MA In finance, Shahid Beheshti University (Corresponding Author)
E-mail: Reza.mayeli@gmail.com

³ MA In finance, Tehran University

مقدمه

درک عوامل روانشناختی و احساسی سرمایه‌گذاران و تأثیرپذیری قیمت سهام از این عوامل، در چند دهه اخیر موجب تحول چشمگیری در مبانی ارزشی نظریه‌های مالی شده است. وجود سوگیری‌های رفتاری بسیاری در نظریه‌های مالی به اثبات رسیده که در چهارچوب نظریات مالی کلاسیک قابل توصیف نبوده و رفتار سرمایه‌گذاران را به عللی خارج از مباحث عقلانی کلاسیک تحت تأثیر قرار داده است.

این سوگیری‌های رفتاری که ناشی از عوامل انسانی است و در دو دسته سوگیری‌های شناختی و احساسی طبقه‌بندی می‌گردند در مباحث نظری کلاسیک جایی نداشته و خود پایه‌گذار پارادایمی جدید در دانش مالی شده است. مطالعه و شناخت این احساسات و اثرات آنها در تحقیقات مالی و روندهای قیمت و بازدهی در بازارهای مختلف به دانش مالی رفتاری شهرت یافته است [۳].

مالی رفتاری با تکیه بر دستاوردهای روانشناسی شناختی، در پی کشف رفتارهای غیرعقلانی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و توضیح‌دهندگی علل این رفتارهاست. در دانش رفتاری، واکنش‌های طبیعی رفتار انسان، نه لزوماً عقلانی، به عنوان متغیری اثرگذار در مواجهه با شرایط و اطلاعات جدید مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

تفاوت اصلی و اولیه مالی کلاسیک و مالی رفتاری در این است که مالی کلاسیک سرمایه‌گذاران را منطقی می‌انگارد، اما در مالی رفتاری آنها نرمال در نظر گرفته می‌شوند. به بیان دیگر مالی کلاسیک اصولاً بر پایه توصیف قواعدی است که حکم می‌کند سرمایه‌گذار چگونه باید رفتار کند، اما مالی رفتاری سعی دارد که پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده و از آنها بیاموزد [۳].

گرچه تاکنون تعاریف متعددی از مالی رفتاری شده است، اما نقاط مشترک قابل توجهی میان آنها وجود دارد. تالر مالی رفتاری را به عنوان "به طور ساده مالی روشنفکرانه" تعریف کرده و مدعی است که گاهی اوقات برای یافتن راه حلی برای یک معمای تجربی لازم است

این امکان را در نظر بگیریم که برخی مواقع بعضی از عامل‌ها در اقتصاد کمتر از خردمندی کامل پیروی می‌کنند [۱].

لیتنتر^۱ (۱۹۹۸) مالی رفتاری را مطالعه چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات، برای انجام تصمیمات ساختاریافته سرمایه‌گذاری توسط افراد تعریف می‌کند [۱].

نافسینگر^۲ (۲۰۰۱) تعریف نسبتاً جامعی از گستره مطالعات مالی رفتاری ارائه کرده است. وی بیان می‌دارد که مالی رفتاری مطالعه تأثیرات روانشناسی بر تصمیم‌گیری مالی، شرکت‌ها و بازارهای مالی است. به عقیده نافسینگر، مطالعه سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران تنها یکی از زیرمجموعه‌های مالی رفتاری است [۱].

اگر به سایر تعاریف مالی رفتاری نیز نگاهی بیاندازیم، متوجه خواهیم شد که همگی بر این نکته اتفاق نظر دارند که مالی رفتاری تلفیقی از دانش روانشناسی، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری است و به دنبال کشف علل ناکارایی بازار است.

اگرچه مالی رفتاری از گستره‌های جدید دانش مالی و سرمایه‌گذاری می‌باشد، اما تأثیر مسائل روانشناختی و اشتباهات انسانی در تصمیم‌گیری‌های مالی از مدت‌ها پیش مورد توجه بوده است. سلدن^۳ در کتاب معروف خود، روانشناسی بازار سهام، در سال ۱۹۱۲ تأکید می‌کند که تفکر افراد در مورد سرمایه‌گذاری در روند قیمت‌ها در بورس تأثیرگذار است. کینز هم معتقد بود که عوامل روان‌شناختی در رفتارهای اقتصادی افراد نقشی اساسی ایفا می‌کنند.

پیدایش مالی رفتاری

موضوع تأثیر مسایل روانشناختی در رفتارهای اقتصادی به سال‌های آغازین قرن بیستم باز می‌گردد. تئوری ناهجاری‌های شناختی نیز در سال ۱۹۵۶ توسط روانشناس آمریکایی، لئون فستینگر، مطرح شد. اما پس از کینز، که معتقد بود عوامل روانشناختی در رفتارهای اقتصادی نقشی اساسی ایفا می‌کنند، در دهه ۴۰ و ۵۰ میلادی تئورهای بازار عقلایی که بر اساس رفتارهای عقلایی افراد بنا شده بودند، دوباره ظهور پیدا کردند. تا آن‌که در دهه ۵۰، سایمون مفهوم انسان اقتصادی را زیر سوال برد و مدلی برای تصمیم‌گیری افراد طراحی کرد. سایمون نشان داد که تصمیم‌گیری افراد بر اساس یک سری محدودیت‌هایی صورت می‌گیرد که ممکن

است مفهوم انتخاب عقلایی را زیر سوال ببرد و این انتخاب بر اساس منحنی مطلوبیت صورت نگیرد. سایمون همچنین اشاره می‌کند که این محدودیت‌ها ممکن است بیرونی باشد و یا از سوگیری‌های درون سرمایه‌گذار نشأت بگیرد. این سوگیری‌ها هم برگرفته از نقطه مرجع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار و یا دانش اوست [۴].

تیورسکی و کانمن نیز طی سلسله مقالاتی به توسعه کاربردهای دانش روانشناسی در علوم مالی و اقتصاد پرداختند و نتیجه تلاش‌های آنان به دریافت جایزه نوبل اقتصاد توسط کانمن در سال ۲۰۰۲ منتهی شد. آن‌ها در مقاله سال ۱۹۷۴ خود، سه عامل شهودی را ذکر کردند که در شرایط عدم اطمینان می‌تواند بر تصمیم‌گیری افراد تاثیر بگذارد. این سه عامل نمایندگی، دردسترس بودن و تکیه‌گاه و تطبیق هستند. این دو در سال ۱۹۷۹ در مقاله‌ای در نشریه اکونومتریکا، انتقاداتی بر تئوری مطلوبیت انتظاری وارد کردند و مدل جایگزینی را توسعه دادند که آن را تئوری چشم‌انداز^۴ نام نهادند. تئوری مطلوبیت انتظاری توانایی توضیح رفتارهایی همچون سرمایه‌گذاری هم‌زمان در قمار و بیمه را نداشت، اما در تئوری چشم‌انداز ارزش‌ها به سودها و زیان‌ها داده می‌شود نه به مجموعه دارایی‌ها و همچنین احتمال وقوع رخدادها با وزن تصمیم‌جایگزین می‌شود. تابع ارزش نیز بر اساس انحراف از نقطه مرجع تعیین می‌شود و نسبت به سود مقعر و معمولاً نسبت به زیان محدب است. تیورسکی و کانمن نشان دادند که وزنی که به اتفاقات داده می‌شود، کمتر از احتمال واقعی رخداد وقایع است [۳].

سوگیری‌های رفتاری^۵

چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات دریافتی، نقش اصلی در تعیین میزان کارآیی بازار اوراق بهادار دارد. اگر واکنش سرمایه‌گذاران صحیح و سریع باشد، بازار اوراق بهادار به سمت کارایی میل می‌کند، در غیر این صورت، یعنی وجود هرگونه تاخیر و یا اختلال در واکنش سرمایه‌گذاران، فاصله از بازار کارآ بیشتر می‌شود. واقعیت این است که سرمایه‌گذاران با توجه به قرار گرفتن در شرایط احساسی امکان واکنش متناسب را ندارند و تصمیمات آنها با سوگیری همراه است [۴].

سوگیری‌های رفتاری به عنوان اشتباهات سیستماتیک در قضاوت تعریف می‌شوند. محققین فهرست بلندی از انواع سوگیری را شناسایی و ارائه نموده‌اند. مطالعات اخیر بیش از ۵۰ نوع سوگیری رفتاری شناخته شده در مورد سرمایه‌گذاران را معرفی کرده و این در حالی است که بسیاری از تمایلات رفتاری هنوز به روشنی مورد شناسایی قرار نگرفته است. تاکنون تئوری منسجمی نیز در مورد چرایی ایجاد سوگیری‌های رفتاری، ارائه نشده است. اما به جای یک تئوری جهان شمول، تحقیقات مالی رفتاری به مجموعه وسیعی از شواهد تکیه می‌کند که بر بهینه نبودن تصمیمات افراد در شرایط مختلف اقتصادی صحنه می‌گذارد. سوگیری‌های رفتاری در دو طبقه اصلی قرار می‌گیرند؛ سوگیری‌های شناختی و احساسی، هر دو گونه می‌تواند قضاوت‌های غیرعقلایی را موجب شود. از آنجایی که منشاء تمایلات شناختی استدلال‌های نادرست است، غالباً اطلاعات بیشتر و مشاوره می‌تواند آن را تصحیح کند. در مقابل تمایلات احساسی، نه از محاسبات آگاهانه، که از شهود یا انگیزش نشات می‌گیرد؛ بنابراین تصحیح آنها مشکل است. از جمله تمایلات شناختی می‌توان به سوگیری آشناگرایی، نماگری و دیرپذیری اشاره نمود. از تمایلات احساسی نیز می‌توان به داشته بیش‌نگری^۶، زیان‌گریزی^۷، کوتاه‌نگری^۸ و تمایلات رفتاری دیگر است [۳].

از جمله مهمترین سوگیری‌های رفتاری، سوگیری دیرپذیری است، که منشاء شناختی داشته و سبب ایجاد برخی عکس‌العمل‌ها در رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌شود. در ادامه ضمن معرفی این سوگیری به تشریح اثرگذاری آن در راهبرد سرمایه‌گذاری و مطالعات انجام شده در این حوزه خواهیم پرداخت.

سوگیری دیرپذیری^۹

سوگیری دیرپذیری نوعی فرآیند ذهنی است که موجب می‌شود افراد به دیدگاه‌ها یا پیش‌بینی‌های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد لازم به آن‌ها واکنش نشان دهند [۳].

به عبارت دیگر، سوگیری دیرپذیری به لختی افراد در به‌روز رسانی باورهای خود اشاره دارد. افراد در زمان دریافت اطلاعات جدید، تمایلی برای تعدیل باورهای قبلی خود ندارند و

البته ممکن است این تعدیل به کندی انجام شود. به عنوان مثال اگر سرمایه‌گذاری اخبار نامطلوبی درباره سود یک شرکت دریافت کند که با پیش‌بینی سودی که در ماه قبل اعلام شده است تناقض دارد، سوگیری دیرپذیری می‌تواند موجب شود سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر از حد ممکن واکنش نشان داده و به جای اقدام بر اساس اطلاعات به روز شده، تصورات و ذهنیت‌های قبلی خود را حفظ کند [۳].

دیرپذیری موجب می‌شود افراد برای تخمین‌های اولیه، بیش از اندازه اهمیت قائل شوند، در نتیجه نمی‌توانند به عنوان یک فرد منطقی در مواجهه با مدارک و شواهد جدید از خود عکس‌العمل نشان دهند [۴].

سوگیری دیرپذیری موجب می‌شود سرمایه‌گذاران به یک نظر یا پیش‌بینی چسبندگی پیدا کنند و هنگام مواجهه با اطلاعات جدید، غیرمنعطفانه رفتار کنند. دیرپذیری می‌تواند با دشواری پردازش اطلاعات جدید در ارتباط باشد. از آنجا که افراد هنگام مواجهه با داده‌های پیچیده، دچار فشار ذهنی می‌شوند، بنابراین یک گزینه آسان این است که به عقیده قبلی خود متمسک شوند [۴].

در پاسخ به این که چرا این پدیده رخ می‌دهد، برخی معتقدند نحوه تلقی سرمایه‌گذاران از میزان اعتبار اطلاعاتی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری از آن استفاده می‌کنند، منبع وجود این پدیده است. به بیان دیگر اگر سرمایه‌گذاران اعتبار اطلاعات کم‌اعتبار را بیش از حد تخمین بزنند (بیش‌اطمینانی به اعتبار اطلاعات)، پدیده بیش‌واکنشی روی خواهد داد و بالعکس اگر اعتبار اطلاعات معتبر را کمتر از حد تخمین بزنند، پدیده کم‌واکنشی روی خواهد داد [۱۵].

هیرشلیفر^{۱۰} نیز بیان می‌کند که یک استدلال برای دیرپذیری این است که پردازش اطلاعات جدید و به‌روز کردن عقاید و نظرات از نظر شناختی هزینه‌بر است. او معتقد است به اطلاعاتی که از نظر شناختی به شکل هزینه‌بری ارائه می‌شود، مانند اطلاعات آماری، اهمیت و وزن کمتری داده می‌شود. اما افراد به اطلاعاتی مانند سناریوها و مثال‌های ملموس که به راحتی پردازش می‌شوند، عکس‌العمل افراطی نشان می‌دهند. این توضیح و استدلال در مورد پردازش

هزینه بر را، می‌توان بسط داد. اگر فرد به اطلاعات جدید، اهمیت و وزن ناکافی بدهد، در این صورت این رویداد در واقع گونه‌ای از دیرپذیری است. در حقیقت زمانی به اطلاعات جدید اهمیت داده می‌شود که اطلاعات در یک شکل برجسته و چشم‌گیر یا به طریقی ارائه شود که بر رابطه علی با مسئله تصمیم‌گیری تاکید دارد. به هر حال افراد به عقیده پیشین خود که در درون آن نهادینه شده است بیش از حد لازم اهمیت و وزن می‌دهد [۳].

سوگیری دیرپذیری به کم‌واکنشی در قبال اطلاعات منتشر شده منجر می‌شود. این سوگیری برخلاف شهود نمایندگی که به بیش‌واکنشی منجر می‌شود، عمل می‌کند. به همین علت است که سرمایه‌گذاران توان بالقوه بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی را هم‌زمان دارند. اگر اطلاعات منتشر شده با یکی از طبقات نسبت داشته باشد و سرمایه‌گذاران آن را به عللی متناسب احساس کنند، شهود نمایندگی رخ داده و بیش‌واکنشی پدید می‌آید. در شرایطی که اطلاعات اخیر متناسب تشخیص داده نشود، سوگیری دیرپذیری خود را نمایان کرده و کم‌واکنشی اتفاق می‌افتد [۴]. در نتیجه، سوگیری دیرپذیری در سرمایه‌گذاران باعث می‌شود آنان به سرعت نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان ندهند و از بازار عقب بمانند و در نتیجه شاهد پدیده کم‌واکنشی در بازارهای مالی و قیمت سهم باشیم [۴].

کم‌واکنشی یکی از ریشه‌های توالی حرکت قیمت‌ها یا به اصطلاح مومنتوم است که سرمایه‌گذاران ادامه روند گذشته را حداقل برای مدت کوتاهی در آینده نیز در نظر می‌گیرند و در بسیاری موارد به دوره‌های بلند مدت در تصمیم‌گیری اهمیت نمی‌دهند. در حالی که دوره‌های بلندمدت از جمله دوره‌های تجاری از موضوعات مهمی است که باید توسط سرمایه‌گذاران لحاظ شود [۴].

تا بدین جا در مورد عوامل رفتاری، سوگیری دیرپذیری، پدیده کم‌واکنشی و ایجاد مومنتوم سخن گفته شد و سعی شد توالی ایجاد هر یک به ترتیب توضیح داده شود. در ادامه تحقیق تلاش می‌شود به مطالعات خارجی و داخلی انجام شده در حوزه مومنتوم یا همان استراتژی توالی حرکت قیمت‌ها پرداخته شود.

مطالعات تجربی در زمینه توالی حرکت قیمت^{۱۱}

ادبیات غنی و قابل ملاحظه‌ای راجع به قابلیت پیش‌بینی بازده مقطعی سهام بر مبنای بازده‌های گذشته در ادبیات مالی مستند شده است. به علاوه مطالعات دانشگاهی و آکادمیک، مدیران پرتفوی و مشارکت‌کنندگان حرفه‌ای بازار نیز اعتقاد دارند که خرید و فروش بر مبنای استراتژی مومنتوم می‌تواند منجر به بازده اضافی گردد. این استراتژی‌ها امروزه از استراتژی‌های غالب سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام دنیا می‌باشند و به صورت گسترده‌ای توسط سرمایه‌گذاران فردی و نهادی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

پدیده مومنتوم برای اولین بار توسط جگادیش و تیمن^{۱۲} (۱۹۹۳) مورد مطالعه و بررسی قرار گرفت. در یک مقاله برجسته، جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) استراتژی مومنتوم را در بازار سهام آمریکا در دوره زمانی مابین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹ مورد آزمون قرار دادند و دریافتند که خرید سهام دهک برنده، فروش استقراضی سهام دهک بازنده، و سپس نگهداری این پرتفوها برای دوره‌ای ۳ تا ۱۲ ماهه، سودهای غیر عادی معنی‌داری را بدست می‌دهند. روش کار آنها به این صورت بود که ابتدا سهام را بر اساس بازدهی سه تا دوازده ماه گذشته در دهک طبقه‌بندی کرده و سپس با استفاده از این سهام ده پرتفوی با وزن برابر تشکیل دادند و استراتژی خود را خرید دهک برنده و فروش دهک بازنده قرار دادند و نشان دادند که این استراتژی می‌تواند منجر به کسب بازده اضافی شود. به عنوان مثال، نتایج آنها نشان داد که دوره تشکیل ۶ ماهه بازده حدود ۱٪ در ماه، صرف‌نظر از دوره نگهداری، ایجاد می‌کند. آنها نشان دادند که بازده‌های سهام در طی دوره‌های چهار ماهه اعلان سود قابل پیش‌بینی هستند [۱۸].

جگادیش و تیمن (۲۰۰۱) به بررسی مجدد این موضوع پرداختند که آیا استراتژی مومنتوم در طی دهه نود همچنان سودآور بوده یا نه؟ به طور خاص آنها در تحقیق خود به بررسی این موضوع پرداختند که آیا سودآوری استراتژی مومنتوم مستند شده توسط جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) را می‌توان به سوگیری‌های ناشی از داده‌کاوی^{۱۳} نسبت داد یا نه. برای یافتن پاسخ این سوال، آنها سودآوری استراتژی مومنتوم را برای نمونه‌ای متشکل از تمامی سهام معامله شده در بازارهای سهام نیویورک، بازار سهام آمریکا و نزدک، هم در دوره مورد بررسی جگادیش و

تیتمن (۱۹۹۳)، یعنی بازه زمانی مابین سال های ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹ و هم در دوره‌ای متعاقب دوره مورد بررسی جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳)، یعنی در فاصله زمانی ۸ ساله مابین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸ مجدداً مورد بررسی قرار دادند. از آنجایی که نمونه مورد بررسی آنها سهام بازار نزدیک را نیز شامل می‌شود و همچنین در این نمونه سهام مربوط به شرکت‌های دارای نقدینگی پایین و سهام کوچک حذف شدند، نمونه مورد بررسی آنها اندکی با نمونه مورد بررسی جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) متفاوت بود، ولی این تفاوت تأثیر کمی بر نتایج داشت. شواهد بدست آمده از مطالعه آنها نتایج بدست آمده توسط جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) را تأیید کرد. به طوری که اختلاف بازده میان پرتفوی برنده و بازنده در طول دوره مابین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹ برابر با ۱/۱۷٪ بدست آمد که به طور قابل ملاحظه‌ای معنادار بود. همچنین نتایج تحقیق ایشان نشان داد که این الگوی استمرار بازده (مومنتوم) در دوره‌های اخیر (مابین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸) نیز ادامه‌دار بوده است، به گونه‌ای که در این دوره برنده‌های گذشته نسبت به بازنده‌های گذشته بهبود عملکردی برابر با ۱/۳۹٪ داشتند که این میزان اختلاف بازده نزدیک به بازده‌های متناظر بدست آمده در دوره نمونه مورد بررسی توسط جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) بود. به طور کلی آنها نشان دادند که سودهای مومنتوم در طی ۸ سال بعد از دوره مورد بررسی جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) نیز به طور قابل ملاحظه‌ای مشابه سودهای بدست آمده توسط ایشان در دوره مورد بررسی اولیه می‌باشد. این نتایج شواهدی ارائه داد مبنی بر اینکه سودهای مومنتوم اولیه بدست آمده در تحقیق جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) ناشی از سوگیری‌های مرتبط با داده کاوی نبوده است. همچنین شواهد بدست آمده از این تحقیق نشان داد که تأثیر پرتفوی‌های برنده و بازنده بر سودهای مومنتوم به یک اندازه است [۱۹].

تیتمن و جگادیش (۱۹۹۳ و ۲۰۰۱) ظهور مومنتوم را دلیلی بر فروواکنشی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات عنوان می‌کنند. شلیفر و ویشنی^{۱۴} (۱۹۹۸) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران باورهای خود را به آرامی نسبت به اطلاعات جدید منتشره تعدیل می‌کنند و در نتیجه این عمل منجر به فروواکنشی آنان و ایجاد خودهمبستگی مثبت در بازده سهام می‌گردد [۲۰].

به دنبال کارهای جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) در راستای معرفی استراتژی مومنتوم و اثبات سودآوری آن در بازار آمریکا محققان دیگری به بررسی این موضوع در بازارهای سهام آمریکایی پرداختند.

چان، جگادیش و لاکونیشوک (۱۹۹۶) با بررسی نمونه‌ای متشکل از کلیه سهام پذیرفته شده در بورس های نیویورک، امکس و نزدک در بازه زمانی مابین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ قدرت کسب سود استراتژی مومنتوم را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آنها نیز سودآوری قابل ملاحظه و معنی‌دار استراتژی مومنتوم قیمت میان‌مدت را برای بازار سهام آمریکا در طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۱۹۹۳ تأیید کرد. به عنوان مثال با استفاده از یک استراتژی ۶×۶ (دوره تشکیل و دوره نگهداری ۶ ماهه)، اختلاف بازدهی برابر با ۸/۸٪ میان پرتفوی برنده و بازنده بدست آمد [۱۱].

اسچریک، دی‌بونت و وبر (۱۹۹۹) سودآوری استراتژی‌های مومنتوم را در کوتاه مدت با استفاده از داده‌های قیمتی مربوط به نمونه‌ای متشکل از کلیه سهام پذیرفته شده بازار اوراق بهادار فرانکفورت در بازه زمانی ۱۹۶۱ تا ۱۹۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعات آنها شواهد محکمی مبنی بر سودآوری استراتژی مومنتوم را بدست آورد. نتایج مطالعات انجام شده در زمینه استراتژی مومنتوم نه تنها بزرگی و معنی‌داری سودهای ناشی از به کارگیری این استراتژی را در بازارهای سهام کشورهای مختلف تأیید کرده‌اند، بلکه وجود این پدیده را به عنوان یک پدیده بین‌المللی به اثبات رسانده‌اند [۲۵].

راون هورست (۱۹۹۸) الگوی استمرار بازده پرتفوی‌های مومنتوم بین‌المللی را در نمونه‌ای متشکل از ۱۲ کشور اروپایی، در دوره‌ای مابین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد که پرتفوی متنوع مومنتوم بین‌المللی که در برنده‌های میان مدت سرمایه‌گذاری کرده و بازنده‌های میان مدت را به فروش می‌رساند، به طور تقریبی بازده ماهانه ای برابر با ۱٪ کسب می‌کند. این بازده مومنتوم در هر ۱۲ کشور مورد بررسی مشاهده شد. در نهایت این که نتایج این تحقیق نشان داد که استراتژی‌های مومنتوم در آمریکا و اروپا دارای

مؤلفه‌های مشترکی هستند به طوری که آنها پیشنهاد کردند که ممکن است حضور یک عامل عمومی باعث سودآور بودن استراتژی مومنتوم در سطح بین‌المللی باشد [۲۴].

علاوه بر این راون هورست (۱۹۹۹) بازده‌های مقطعی سهام را در ۲۰ بازار نوظهور با استفاده از داده‌های مربوط به بازده ۱۷۵۰ سهم منفرد، مورد بررسی قرار داد و وجود اثر مومنتوم را در بازارهای سهام نوظهور تأیید کرد. همچنین سایر نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که فاکتورهایی که در بازارهای نوظهور منجر به ایجاد اختلاف بازده‌های مقطعی در بازده‌های مورد انتظار می‌شوند، از نظر کیفی مشابه با فاکتورهای مشاهده شده در بازارهای توسعه یافته می‌باشند، به طوری که سهام کوچک نسبت به سهام بزرگ عملکرد بهتری داشتند و سهام ارزشی نسبت به سهام رشدی در بازارهای نوظهور نیز بهتر عمل می‌کنند [۲۵].

چان، حمید و تونگ (۲۰۰۰) سودآوری به کارگیری استراتژی‌های مومنتوم را بر روی شاخص‌های ۲۳ بازار سهام بین‌المللی مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های ایشان نشان داد که سودهای مومنتوم مربوط به پرتفوی‌های مومنتوم بین‌المللی هم از نظر آماری و هم از نظر اقتصادی، به خصوص در دوره‌های نگهداری کوتاه مدت (کمتر از ۴ هفته) قابل ملاحظه و معنی‌دار هستند [۱۰].

چوی، تیتن و وی (۲۰۰۰) با بررسی نمونه‌ای متشکل از ۸ کشور آسیایی، سودآوری استراتژی مومنتوم را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج یافته‌های آنها نشان داد که استراتژی مومنتوم، شامل خرید برنده‌های گذشته و فروش بازنده‌های گذشته، به طور قابل ملاحظه‌ای در بازارهای سهام آسیایی خارج از ژاپن سودآور هستند، هر چند که اندازه و استمرار این سودها، در مقایسه با نتایج مشابه در بازارهای آمریکا و اروپا اندکی ضعیف‌تر بودند. علاوه بر این آنها دریافتند که اثر مومنتوم در ژاپن بسیار کوچک بوده و از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. همچنین استراتژی مومنتوم در کره و اندونزی نیز سودآور نمی‌باشد [۱۲].

حمید و کوسنادی (۲۰۰۲) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶ بازار سهام نوظهور آسیایی وجود سودهای مومنتوم قیمت را برای برنده‌ها و بازنده‌های گذشته مورد بررسی قرار دادند. بر

خلاف نتایج بدست آمده در بازارهای آمریکا و اروپا، آنها شواهد اندکی مبنی بر وجود مومنتوم قیمت در بازارهای آسیایی، با استفاده از استراتژی‌های معاملاتی مومنتوم که شامل اتخاذ موقعیت خرید بر روی سهام برنده گذشته و فروش استقراری سهام بازنده گذشته می‌شد، بدست آوردند. با این وجود با تشکیل پرتفوی‌های متنوع شده مومنتوم متشکل از سهام کشورهای نمونه مورد بررسی سودهای مومنتوم کوچک و معنی‌داری بدست آمد. به عنوان مثال برای پرتفوی متنوع مومنتوم در دوره نگهداری ۶ ماهه میانگین بازده مثبتی برابر با ۰/۳۷٪ بدست آمد. به طور کلی نتایج این محققان سودآوری استراتژی مومنتوم را در بازارهای سهام آسیایی تأیید کرد [۱۷].

گرنیدی و مارتین^{۱۵} (۲۰۰۱) با مطالعه سهام پذیرفته شده در بازار نیویورک و امکس در طی دوره ۱۹۲۶ تا ۱۹۹۵ و استفاده از دوره تشکیل و آزمون ۱ ماهه، نشان دادند که سودهای مومنتوم حتی بعد از تعدیل نسبت به ریسک نیز پایدار هستند. آنها همچنین نشان دادند که استراتژی مومنتوم در ماه ژانویه بازدهی منفی با میانگین ۰/۵۸۵٪- بدست می‌دهد [۱۶].

پدیده مومنتوم از ابتدای معرفی آن توسط جگادیش و تیمن (۱۹۹۳)، به طور کامل در بازارهای سهام آمریکا مورد مطالعه قرار گرفت. با این وجود در سال‌های اخیر این پدیده در سایر بازارهای دنیا نیز مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته است. در ادامه نتایج چند مورد از این تحقیقات را مرور می‌کنیم.

گریفین، جی و مارتین (۲۰۰۳) با مطالعه ۴۰ بازار مختلف، پدیده مومنتوم را در سطح جهانی مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که سودهای مومنتوم در بسیاری از بازارهای دنیا، هم در شرایط رونق و هم در شرایط رکود، از نقطه نظر اقتصادی بزرگ و از نظر آماری معنی‌دار می‌باشند. هر چند که سودآوری این استراتژی در بازارهای نوظهور کمتر بود [۱۵].

مگا و سانتاماریا^{۱۶} (۲۰۰۷) دریافتند که استراتژی‌های مومنتوم بازده‌های مازادی را در بازارهای نوظهور آمریکای لاتین بدست می‌دهند. نتایج آنها همچنین نشان می‌دهد که اثر مومنتوم در آمریکای لاتین نسبت به بازارهای توسعه‌یافته قوی‌تر است [۲۱].

نقتون، ترانگ و ورااقاوان^{۱۷} (۲۰۰۷) با استفاده از متدولوژی مورد استفاده جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) برای تشکیل پرتفوی‌های برنده-بازنده، سودمندی استراتژی سرمایه‌گذاری مومنتوم را در بورس اوراق بهادار شانگهای در طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعات آنها شواهد محکمی مبنی بر وجود سودهای قابل ملاحظه و معنی‌دار ناشی از به کارگیری استراتژی مومنتوم در دوره مورد بررسی بدست آورد. علاوه بر این آنها گزارش کردند که سودهای مومنتوم یکی از ویژگی‌های بارز بازار سهام مورد بررسی می‌باشد و اینکه سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق به کارگیری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری غیر مرتبط با تحرکات بازار بازده‌های بالایی بدست آورند. سایر نتایج مطالعه آنها مؤید این بود که در محدوده زمانی اعلان سود، استراتژی مومنتوم سودهای کوتاه‌مدت بالایی را بدست می‌دهد، با این وجود چنین سودهایی در مقایسه با کل سودهای کسب شده در دوره‌های نگهداری ماهانه مختلف به نسبت کوچک هستند [۲۲].

افرادی مانند آورامو، کریدا، جورتوا و فیلیپو (۲۰۰۷) به ارتباط بین مومنتوم و ریسک اعتباری شرکت اشاره و بیان می‌کنند که مومنتوم تنها در شرکت‌های با رتبه اعتباری پایین ایجاد می‌شود. استدلال آنها این است که عملکرد ضعیف (کمتر از اندازه) شرکت‌های با رتبه اعتباری پایین به علت تداوم بازده پایین برای بازندگان خواهد بود [۹].

همچنین شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که دچار درمانگی مالی هستند بازده کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها کسب می‌کنند. دیچو^{۱۸} (۱۹۹۸) نشان داد شرکت‌های با احتمال بالای ورشکستگی در طی بازه زمانی ۱۹۹۵ - ۱۹۸۰ به طور متوسط ماهانه ۱/۲ درصد عملکرد پائین‌تری نسبت به سایرین داشته‌اند، استدلال وی برای این اتفاق قیمت‌گذاری نادرست توسط سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های درمانده بود [۱۳].

در راستای بررسی سودآوری این پدیده در سال‌های اخیر تحقیقات چندی در بازار سهام ایران نیز صورت گرفته است.

فدایی‌نژاد و صادقی (۱۳۸۵) سودآوری استراتژی مومنتوم را در بازار اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده و دریافته‌اند که برای افق‌های زمانی یک تا شش ماهه استراتژی مومنتوم می‌تواند بازدهی اضافی ایجاد نماید [۵].

همچنین کمالی (۱۳۸۶) در راستای بررسی شکل ضعیف کارایی بازار به بررسی سودآوری استراتژی مومنتوم و مقایسه آن با استراتژی معکوس^{۱۹} در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق وی نشان دادند که استراتژی مومنتوم ۴ ماهه بازده‌های غیر عادی مثبتی را بدست می‌دهند، با این وجود این سودها از نظر آماری معنادار نبودند. او در تحقیق خود نتیجه‌گیری کرد که اثر مومنتوم در دوره کوتاه مدت در ایران وجود دارد، و از این طریق کارایی بازار سرمایه ایران را در سطح ضعیف رد کرد [۷].

مهرانی و نونهال‌نهر (۱۳۸۶) به بررسی امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده غیرعادی از طریق به‌کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. شواهد بدست آمده از این تحقیق وجود واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران را در بازار اوراق بهادار تهران تأیید و نشان داد به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس هم برای دوره‌های سرمایه‌گذاری ۳ ساله و هم در دوره‌های سرمایه‌گذاری ۲ ساله بسیار سودمند و مؤثر است. به علاوه نتایج به دست آمده از این تحقیق بیانگر این بود که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران ایرانی به اخبار بد بسیار بیشتر از واکنش آنها نسبت به اخبار خوب می‌باشد [۸].

فوستر و خرازی (۲۰۰۷) سودآوری استراتژی‌های مومنتوم و معکوس را در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲ مورد بررسی قرار دارند. آنها در تحقیقات خود شواهد محکمی دال بر وجود اثر معکوس بدست نیاوردند، با این وجود نتایج یافته‌های آنها وجود اثر مومنتوم را در افق زمانی میان‌مدت (۳ تا ۱۲ ماهه) تأیید کرد [۱۴].

امینی (۱۳۸۸) بر اساس نمونه‌ای مشتعل بر سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۵ ساله از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ سودمندی استراتژی مومنتوم را مورد بررسی قرار داد. نتایج بررسی‌های وی نشان داد که با استفاده از استراتژی مومنتوم قیمت در افق

زمانی یکساله، می‌توان بازده غیر عادی کسب نمود. علاوه بر این، او عامل اصلی سودهای مومنتوم را واکنش کمتر از اندازه سرمایه‌گذاران معرفی کرد [۲].

در نهایت قالیباف‌اصل و همکاران (۱۳۸۹) طی پژوهشی به بررسی سودآوری استراتژی‌های شتاب سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران و ارزیابی اثر عوامل بازده غیر عادی، سود غیر منتظره استاندارد شده، نسبت قیمت به سود هر سهم، ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم و همچنین اندازه شرکت، بر روی بازده این استراتژی‌ها طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که با استفاده از استراتژی‌های شتاب سود و قیمت می‌توان بازده اضافی در بورس اوراق بهادار تهران کسب کرد. آن‌ها بیان داشتند استراتژی شتاب قیمت در بازه‌های زمانی ۳، ۶ و ۱۲ ماهه و استراتژی شتاب سود در بازه‌های زمانی ۳ و ۶ ماهه در بورس اوراق بهادار تهران سودآور هستند؛ اما سودآوری استراتژی شتاب سود در دوره زمانی یک ساله تأیید نشده است [۶].

نتیجه‌گیری

در این مقاله سعی بر آن بود تا به بُعد نوینی از علم مالی، مالی رفتاری، که در دو دهه گذشته ذهن اندیشمندان مالی را به خود معطوف ساخته، اشاره و ضمن ترسیم کلیات موضوع، به تشریح مطالعات انجام شده در زمینه یکی اصلی‌ترین سوگیری‌های رفتاری، یعنی سوگیری دیرپذیری و انعکاس آن در رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی پرداخته شود. در بخش مطالعات تجربی در زمینه توالی حرکت قیمت نیز، مطالعات انجام شده در خارج و داخل کشور به ترتیب تاریخ اشاره و نتایج آنها بیان گردید. همان‌طور که مشاهده شد اغلب تحقیقات حاکی از ظهور پدیده تداوم روند در فواصل زمانی کوتاه مدت یا بلند مدت بودند. کاربرد این نتایج برای سرمایه‌گذاران آگاهی از روندهای معاملاتی و دستیابی به سود غیرنرمال می‌باشد، زیرا با آگاهی از وجود چنین پدیده‌ای در یک بازار مالی، آنها قادر خواهند بود با خرید سهام برنده و فروش سهام بازنده به بازده غیرعادی دست یابند.

¹ Lintner

² Nafsinger

³ selden

⁴ Prospect Theory

⁵ Behavioral biases

⁶ Endowment bias

⁷ Loss aversion bias

⁸ Self-control bias

⁹ Conservatism bias

¹⁰ Hirshleifer

¹¹ Momentum

¹² Jegadeesh and Titman

¹³ Data Mining

¹⁴ Shleifer and Vishney

¹⁵ Grandy and Martin

¹⁶ Muga & Santamaria

¹⁷ Naughton, Trong and Veeraraghavan

¹⁸ Dichev

¹⁹ Reversal Strategy

منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا. (۱۳۸۸). **مباحثی در تئوری و مدیریت مالی**. انتشارات ترمه
۲. امینی، نقی (۱۳۸۸). "بررسی پدیده های نیروی حرکت قیمت و نیروی حرکت عایدات و رابطه آنها با هم در بورس اوراق بهادار تهران". **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه شهید بهشتی.
۳. بدری، احمد. (۱۳۸۸). **دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی**. انتشارات کیهان
۴. سعیدی، علی، فرهانیان. (۱۳۹۰) سید محمد جواد. **مبانی اقتصاد و مالی رفتاری**. انتشارات بورس
۵. فدایی نژاد، محمد اسماعیل و صادقی، محسن (۱۳۸۵). "بررسی سودمندی استراتژی-های مومنتوم و معکوس". **پیام مدیریت**، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۳۱-۷.
۶. قالیباف اصل، حسن و شمس، شهاب الدین و ساده وند، محمد جواد (۱۳۸۹). "بررسی بازده اضافی استراتژی شتاب سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی-های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۶۱، صص ۹۹-۱۱۶.
۷. کمالی، هاجر (۱۳۸۶). "بررسی استراتژی شتاب و مقایسه آن با استراتژی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران". **پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی**، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهراء.
۸. مهرانی، ساسان و نونهایل نهر، علی اکبر (۱۳۸۶). "بررسی امکان به کار گیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۰، صص ۴۶-۲۵.
9. Avramov, D., T. Chordia, G. Jostova, and A. Philipov, 2007a, "Momentum and Credit Rating." **Journal of Finance**, 62, 2503-2520.

10. Chan, L. K., A. Hameed, and W. Tong. (2000). "Profitability of Momentum Strategies in the International equity Markets". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 35, 2, 153-172.
11. Chan, L.K.C., Jegadeesh, N. and Lakonishok, J. (1996). "Momentum Strategies". **Journal of Finance**, 11, 5, 1681-1713.
12. Chui A., S. Titman, and K. C. Wei. (2000). "Momentum, Legal Systems and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets", Working paper, SSRN.
13. Dichev, I.D., 1998, "Is the Risk of Bankruptcy a Systematic Risk?" **Journal of Finance**, 53, 1131-1147.
14. Foster, K.R. Kharazi, A. (2008). "Contrarian and Momentum Returns on Iran's Tehran Stock Exchange". **The Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 17, 5.
15. Griffin, J., Ji, X., Martin, S. (2003). "Momentum investing and business cycle risk: evidence from pole to pole". **Journal of Finance**, 58, 2515-547
16. Grundy, B. D. and J. S. Martin. (2001). "Understanding the Nature of the Risks and the Sources of the Rewards to Momentum Investing". **Review of Financial Studies**, 14, 1, 29-78.
17. Hameed, A. and Kusnadi, Y. (2002), "Momentum Strategies: Evidence from Pacific Basin Stock Markets". **The Journal of Financial Research**, 25, 383-397.
18. Jegadeesh, N. and S. Titman. (1993). "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency". **Journal of Finance**, 48, 1, 65-91.
19. Jegadeesh, N. and S. Titman. (2001). "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations". **Journal of Finance**, 56, 2, 699-720.

20. Lakonishok, Joseph, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. (1994). "Contrarian investment, extrapolation, and risk". **Journal of Finance**, 49, 1541-1578.
21. Muga, Luis and Santamaria, Rafael. (2007). "New Economy Firms and Momentum". **Journal of Behavioral Finance**, 8, 2, 1-12.
22. Naughton T., Truong C. & Veeraraghavan M.(2007). "Momentum Strategies and Stock Return: Chinese Evidence". **Pacific-Basin Finance Journal**, 16, 476-492.
23. Rouwenhorst, K. G. (1998). "International Momentum Strategies". **Journal of Finance**, 53, 1, 267-284.
24. Rouwenhorst, K.G. (1999). "Local return factors and turnover in emerging stock markets". **Journal of Finance**, 54, 1439-1464.
25. Schiereck, D., W. De Bondt, and M. Weber. (1999). "Contrarian and Momentum Strategies in Germany". **Financial Analysts Journal**, 55, 6, 104-116.