مبانی نظری وپیشینه تحقیق تئوری پرتفوی ، تئوری مالی استاندارد

**[فصل دوم: مروری بر ادبيات تحقيق](#_Toc305737807)**

[1-2 مقدمه 18](#_Toc305737809)

[2-2. تئوری پرتفوی 19](#_Toc305737810)

[3-2. تئوری مالی استاندارد 21](#_Toc305737811)

[1-3-2. فرضیه بازار کارا 22](#_Toc305737812)

[2-3-2. نظریه بازار کارای سرمایه 22](#_Toc305737813)

[3-3-2. مدل قیمت گذاری دارائی های سرمایه ای (CAPM) 23](#_Toc305737814)

[4-3-2. مدل سه عاملی فاما – فرنچ 24](#_Toc305737815)

[4-2. استثناهای مالی 25](#_Toc305737816)

[1-4-2. اعلامیه های سود 25](#_Toc305737817)

[2-4-2. برگشت بلند مدت 26](#_Toc305737818)

[3-4-2. روندهای کوتاه مدت 26](#_Toc305737819)

[4-4-2. اثر اندازه 26](#_Toc305737820)

[5-4-2. قدرت پیش بینی قیمت با نسبت های مالی 27](#_Toc305737821)

[6-4-2. قدرت پیش بینی اخبار و وقایع شرکت ها 27](#_Toc305737822)

[7-4-2. فرض منطقی بودن سرمایه گذاران 28](#_Toc305737823)

[8-4-2. واكنش به اطلاعات غير اساسي 28](#_Toc305737824)

[9-4-2. اثر ژانويه 29](#_Toc305737825)

[10-4-2.-اثر روزهاي هفته 29](#_Toc305737826)

[5-2. مالی رفتاری 29](#_Toc305737827)

[1-5-2. محدودیت در آربیتراژ و تئوری انتظار 31](#_Toc305737828)

[1-1-5-2. زیان گریزی 34](#_Toc305737829)

[2-1-5-2. حسابداری ذهنی 34](#_Toc305737830)

[3-1-5-2. کنترل شخصی 34](#_Toc305737831)

[4-1-5-2. پشیمان گریزی 34](#_Toc305737832)

[2-5-2. روان شناسی شناختی و فرآیندهای تصمیم گیری فرا ابتکاری 35](#_Toc305737833)

[1-2-5-2. نمایندگی 36](#_Toc305737834)

[2-2-5-2.اطمینان بیش از حد 36](#_Toc305737835)

[3-2-5-2.لنگر اندازی 37](#_Toc305737836)

[4-2-5-2. سفسطه سفته بازان 37](#_Toc305737837)

[5-2-5-2. تورش در دسترس بودن 37](#_Toc305737838)

[6-2. مفاهیم ضمنی مالیه رفتاری در بازارهای مالی و فرضیه بازار کارا 38](#_Toc305737839)

[7-2. استراتژی های سرمایه گذاری مومنتوم و معکوس 39](#_Toc305737840)

[1-7-2. تعاریف و ادبیات موضوعی 39](#_Toc305737841)

[1-1-7-2. استراتژی معکوس 40](#_Toc305737842)

[2-1-7-2. استراتژی مومنتوم 41](#_Toc305737843)

[2-7-2. تجزیه بازده 42](#_Toc305737844)

[3-7-2. منابع سودهای مومنتوم و معکوس 44](#_Toc305737845)

[1-3-7-2. توضیحات رفتاری 44](#_Toc305737846)

[1-1-3-7-2. استراتژی معکوس 48](#_Toc305737847)

[2-1-3-7-2. استراتژی مومنتوم 50](#_Toc305737848)

[1-2-1-3-7-2. مومنتوم سود 50](#_Toc305737849)

[2-2-1-3-7-2. مومنتوم صنعت 51](#_Toc305737850)

[3-2-1-3-7-2. مومنتوم قیمت 52](#_Toc305737851)

[4-2-1-3-7-2. پوشش تحلیل گر 52](#_Toc305737852)

[5-2-1-3-7-2. اندازه 53](#_Toc305737853)

[6-2-1-3-7-2. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار 54](#_Toc305737854)

[7-2-1-3-7-2. حجم معاملات 55](#_Toc305737855)

[2-3-7-2. توضیحات مبتنی بر ریسک 56](#_Toc305737856)

[1-2-3-7-2. استراتژی معکوس 56](#_Toc305737857)

[1-1-2-3-7-2. تورش های ریز ساختار 57](#_Toc305737858)

[2-2-3-7-2.استراتژی مومنتوم 59](#_Toc305737859)

[8-2. تحقيقات داخلي مرتبط با موضوع تحقيق 60](#_Toc305737860)

[9-2. خلاصه فصل دوم 62](#_Toc305737861)

# مقدمه

**بر اساس فرضيه بازار كارا روند و الگوي خاصي در بازدهي اوراق بهادار وجود ندارد و رفتار قيمت ها تصادفي و غير قابل پيش بيني است و عملكرد پرتفوي مستقل از گذشته آن مي باشد. ليكن مطالعات متعدد اخير نشان داده اند كه در افق زماني ميان مدت (3-12 ماه) در بازده سهام مومنتوم** [[1]](#footnote-1)**وجود دارد، يعني عملكرد مطلوب برندگان** **گذشته و عملكرد ضعيف بازندگان گذشته در اين بازه زماني استمرار مي يابد.**

**جيگاديش و تيتمن** [[2]](#footnote-2) **(1993) اثبات كردند استراتژي كه مبادرت به خريد سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده قبلي مي نمايد تقريباً بازده اضافي ماهانه يك درصد در طي 6 ماه بعدي ايجاد مي نمايد. پس از ايشان محقيقين ديگري از جمله كونراد و كول** [[3]](#footnote-3) **(1998)، ماركوويتز و** [[4]](#footnote-4)**گرينبلات ، (1999)راون هورست** [[5]](#footnote-5) **(1998)، دوگز و مكنايت** [[6]](#footnote-6) **(2005) و... به اثبات سودمندي استراتژي مومنتوم در بازار سهام ايالات متحده آمريكا و اروپا پرداخته اند.** **در حاليكه وجود مومنتوم در بازده سهام، در نقاط مختلف جهان اثبات شده است و عليرغم اينكه به نظر مي رسد سودمندي مومنتوم چندان بحث انگيز نباشد، محرك هاي دقيق اين اثر به عنوان يك سوال تجربي باقي مانده است و اين مسئله كه چه عواملي مي توانند محرك هاي دقیق مومنتوم باشند چندان معلوم و آشكار نيست (مكنايت و هو** [[7]](#footnote-7) **،2006، ص228-227).**

**هنگ،ليم و استين** [[8]](#footnote-8) **فرض مي كنند كه مومنتوم از انتشار تدريجي اطلاعات خاص شركت ناشي مي شود.نتايج كار ايشان نشان داد استراتژي مومنتوم در خصوص سهام هاي داراي پوشش تحليلگر پايينتر موثرتر است و پوشش تحليلگر بيشتر از اندازه اثر مومنتوم را در بازار سهام انگلستان تحريك مي كند (هنگ و دیگران** [[9]](#footnote-9) **، 2000 ص 295).**

**مكنايت و هو (2006)سودهاي مومنتوم را با استفاده از متغيرهاي نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار ،پوشش تحليل گر و اندازه در بازار سهام انگلستان ارزيابي كردند، ايشان دريافتند كه سودهاي مومنتوم با هر سه عامل فوق رابطه معكوس دارند و به ترتيب BV/MV، پوشش تحليلگر و اندازه اهميت دارند. (مكنايت و هو** [[10]](#footnote-10) **2006 ، ص 227).**

**با توجه به توضيحات مذكور اين تحقيق به بررسي رابطه بين سودهاي مومنتوم با اندازه و نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار،در بازار سرمايه ايران مي پردازد.**

# 2-2. تئوری پرتفوی

در سالهای 1906و1907و1930 دانشمندی به نام فشیر به کارکردهای اصلی بازارهای اعتباری در فعالیتهای اقتصادی اشاره کرد. تخصیص منابع مالی در طی زمان یکی از کارکردها بود و این فرآیند موجب شناخته شدن اهمیت ریسک دراین بازارها شد. دردهه چهارم قرن بیستم نیز دانشمندان نظیر کنیز[[11]](#footnote-11)، جان هیکس[[12]](#footnote-12) ، نیکولارس کالدر[[13]](#footnote-13) دریافتند که در تئوری انتخاب پرتفوی، عدم اطمینان نقش بسیار مهمی ایفا می کند.

جان بور / ویلیامز[[14]](#footnote-14) ، یکی از نخستین افرادی بود که اعتقاد داشت قیمت دارائیهای مالی ودیگر دارائیها منعکس کننده ارزش ذاتی آنهاست که با اندازه گیری سود تقسیمی مورد انتظار درآینده محاسبه می شود. اما به طور کلی تا قبل از سال 1952، سرمایه گذاران اوراق بهارداری را انتخاب می کردند که زیر قیمت واقعی ، ارزش گذاری شده بودند و به ارتباط بین اوراق بهادار خود در داخل پرتفوی کاری نداشتند . پیدایش تئوری نوین سرمایه گذاری(مجموعه اوراق بهادار) به سال 1952 برمی گردد و زمانی که هری مارکویتز مقاله ای تحت عنوان انتخاب پرتفوی منتشر کرد. اوبا عقیده بنیادگرایان در مورد انتظارات آتی موافق بود اما برای اولین بار عامل ریسک را نیز درتجزیه وتحلیل های خود وارد نمود اوتوانست تئوری انتخاب پرتفوی رادرچارچوب تعاملات میان ریسک و بازده بهینه سازی کند. او به مسئله تنوع بخشی پرتفوی به عنوان یکی ازروشهای کاهش ریسک اشاره دارد. تئوری او با عنوان پرتفولیوی مدرن[[15]](#footnote-15) (MPT) شناخته میشود.(جونز [[16]](#footnote-16) ، 2003 ص220)

روش مارکویتز بااین فرض شروع می شود که سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در زمان حال مبلغ معینی پول در اختیار دارند این پول برای مدت زمان معینی سرمایه گذارای می شود که به آن دوره نگهداری گفته می شود. در پایان دوره نگهداری سرمایه گذاران، اوراق بهاداری را که در اول دوره خریداری کرده اند به فروش می رسانند. بنابراین روش مارکوتیز، روش یک دوره ای می باشد. در ابتدای دوره، سرمایه گذارمی تواند نرخ بازدهی مورد انتظار (یا میانگین) بازدهی اوراق بهادار مختلف مورد نظررا تخمین بزند و سپس دراوراق بهاداری سرمایه گذاری کند که بیشترین بازدهی مورد انتظاررا دارد. اما دراین جا، اطمینان از بازدهی مورد انتظار نیز مورد توجه قرار گرفت. بنابراین سرمایه گذاری درابتدای دوره دو هدف متضاد را مد نظرقرار می دهد. حداکثر رساندن بازدهی و حداقل رساندن عدم اطمینان . در روش مارکویتز هردو هدف مورد توجه قرارمی گیرد. مارکویتز ، انحراف معیار جریانهای نقدی را به عنوان کمیت سنجش ریسک معرفی نمود و ریسک کل پرتفوی مورد توجه قرار دارد.

مارکویتز بیان نمود تنوع بخشی زمانی موثر است که، پرتفوی ترکیبی ازاوراق بهاداری باشد که با یکدیگر کوواریانس منفی یا صفر داشته باشد مفروضات نظریه پرتفوی مارکویتزعبارتند از :

1. بر تصمیم گیری سرمایه گذاران ، تنها دو عامل ریسک و بازده مورد انتظار تاثیر دارند.
2. اصل ریسک گریز سرمایه گذاران : سرمایه گذاران از بین دو سبد سرمایه گذاری با بازده مساوی، سبدی را انتخاب می کنند که انحراف معیار کوچکتری داشته باشد .
3. اصل سیری ناپذیری سرمایه گذاران : سرمایه گذاران به دنبال حداکثر کردن بازده سرمایه گذارای خود با ریسک مشخصی هستند.
4. همه سرمایه گذاران انتظارات یکسانی راجع به بازده مورد انتظار، واریانس وکواریانس کلیه دارائی های ریسکی دارند.
5. همه سرمایه گذاران یک افق سرمایه گذاری یکسان دارند.

پرتفوی کارا از نظر مارکویتز، پرتفوی مطرح شده است. یکی از انتقادها، شکل محاسبه کوواریانس های اوراق بهادار با یکدیگرو به تبع آن محاسبه نرخ بازده پرتفوی می باشد. زیرا منتقدان این روش را، برای تمام سرمایه گذاران ، عملی نمی دانستند

# 3-2. تئوری مالی استاندارد

علم مالی استاندارد بدنه دانشی است که براساس اصول آربیتراژ میلر[[17]](#footnote-17) و مودیلیانی[[18]](#footnote-18)، اصول پرتفوی مارکویتز[[19]](#footnote-19)، تئوری قیمت گذاری دارایی سرمایه ای شارپ[[20]](#footnote-20)، لیتنر[[21]](#footnote-21) و بلک[[22]](#footnote-22) و تئوری قیمت گذاری اختیاری بلک، شولز[[23]](#footnote-23) و مرتن[[24]](#footnote-24) بنا نهاده شده است، این رویکردها بازار را کارآمد در نظر می گیرند و بسیار تحلیلی و دستوری می باشند.

تئوری اقتصادی مالی مدرن بر مبنای پذیرش این فرض استوار است که فعالان بازار به صورت منطقی عمل می کنند. فعالان بازار مطابق با اصول تئوری مطلوبیت مورد انتظار[[25]](#footnote-25) تصمیم گیری نموده و اقدام به پیش بینی های بی طرفانه در رابطه با آینده می نمایند. براساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار، اشخاص ریسک گریزند[[26]](#footnote-26) و تابع مطلوبیت یک فرد از پایین حالت مقعر دارد. به عبارتی، مطلوبیت نهایی ثروت، کاهش می یابد. قیمت دارایی ها توسط سرمایه گذاران عقلایی تعیین می شود و متعاقباً تعادل بازار براساس عقلانیت، حاصل می شود. در این تعادل، اوراق بهادار براساس فرضیه بازار کارا قیمت گذاری می شوند (جانسون و دیگران [[27]](#footnote-27) ، 2002، ص12).

طبق فرضیه بازار کارا، قیمت های دارایی های مالی، دربرگیرنده همه اطلاعات عمومی می باشد و قیمت ها را در هر زمان می توان به عنوان تخمین بهینه ای از ارزش واقعی سرمایه گذاری در نظر گرفت. این فرضیه بر این اساس قرار دارد که سرمایه گذاران رفتار عقلایی و منطقی دارند، بدین معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند، به بیان دیگر، دارایی های مالی همیشه به صورت عقلایی، قیمت گذاری می شوند. بنابراین، قیمتها زمانی که ظهور پیدا می کنند، حرکت ها و تغییرات بعدی آنها قابل پیش بینی نیست. زیرا تغییرات قیمت تنها به علت جريان اطلاعات جدید در بازار، اتفاق می افتد. در نتیجه کسی نمی تواند بازده غیرعادی و بالاتر از میانگین داشته باشد (همان منبع،ص12).

# 1-3-2. فرضیه بازار کارا

فرضيه بازار كارا وابسته به مكتب گشت تصادفي مي باشد ،منطق اين مكتب اين است كه اگر جريان اطلاعات آزاد باشد و اطلاعات فوراًدر قيمت سهام منعكس شود، آن گاه تغيير قيمت فردا فقط اخبار فردا را منعكس مي نمايد و از تغيير قيمت امروز مستقل خواهد بود. اخبار برطبق تعريف غير قابل پيش بيني ميباشند و از اين رو تغييرات قيمت غير قابل پيش بيني و تصادفي اند، نتيجتاً قيمت ها به طور كامل همه اطلاعات شناخته شده را منعكس مي نمايند وحتي سرمايه گذاران غير مطلع نيز مي توانند نرخ بازدهي مشابه سرمايه گذاران مجرب و متخصص كسب نمايند (بورتن و مالكيل[[28]](#footnote-28)،2003، ص3).

# 2-3-2. نظریه بازار کارای سرمایه

کارا بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است چرا که در صورت کارا بودن بازار سرمایه هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می شود و هم تخصیص سرمایه که مهم ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به صورت مطلوب و بهینه انجام شود.

**بر اساس انواع اطلاعات مربوط،کارایی بازار به سه شکل،طبقه بندی می گردد:**

- شکل ضعیف کارایی بازار[[29]](#footnote-29) **:قیمت ها تمام اطلاعات گذشته را منعکس می نمایند و اطلاعات مربوط به قیمت های گذشته در کسب بازده اضافی مفید و مربوط نمی باشد وجود کارایی ضعیف مانع کسب بازده اضافی از طریق به کارگیری استراتژی مومنتوم می گردد.**

- شکل نیمه قوی کارایی بازار[[30]](#footnote-30)**: قیمتها همه اطلاعات عمومی در دسترس را منعکس می نماید و تحلیل بنیادی منجر به کسب بازده اضافی نمی گردد.**

- شکل قوی کارایی بازار[[31]](#footnote-31)**:قیمت ها همه اطلاعات را منعکس می نماید و حتی افراد درون شرکت نیز نمی توانند بازده اضافی کسب نمایند (رينديس باچر**[[32]](#footnote-32)**،2002، ص2).**

**سطوح متراکم کارایی بازار و اطلاعات مرتبط با هر یک در شکل (2-1)نشان داده شده است:**

### شکل (1-2) سطوح متراکم كارايي بازار و اطلاعات مرتبط با هر یک

**شکل قوی**

**تمام اطلاعات**

**شکل نیمه قوی**

**اطلاعات عمومی**

**شکل ضعیف**

**اطلاعات بازار**

# 3-3-2. مدل قیمت گذاری دارائی های سرمایه ای (CAPM)

مدل **CAPM** ،شارپ- لیتنر بسط مدل های میانگین– واریانس پرتفوی مارکویتز [[33]](#footnote-33) (1959) و توبین [[34]](#footnote-34) (1958) با مفروضات ذیل می باشد:

1. سرمایه گذاران پرتفوی های سرمایه گذاری شان را بر اساس بازده مورد انتظار و واریانس بازده دوره ای منفرد انتخاب می نمایند.

2. سرمایه گذاران برآورد یکسانی ازمیانگین، واریانس و کوواریانس همه دارایی ها دارند.

3. هزینه معاملات در بازار سرمایه صفر است.

4. همه دارایی ها کاملاً قابل تقسیم می باشند.

5. هیچ محدودیتی در خصوص فروش های کوتاه مدت وجود ندارد.

6. سرمایه گذاران می توانند مبالغ نامحدودی را بدون تحمل ریسک قرض بگیرند و قرض بدهند.

معادله **CAPM** به صورت ذیل می باشد:

**(2-1)**

که در معادله فوق

) Rit E( : بازده مورد انتظار سهم i در مقطع زمانی t بر مبنای مدل مدل قیمت گذاری.

Rft : نرخ بازده بدون ریسک در مقطع زمانی t.

Rmt : بازده شاخص بازار در مقطع زمانی t.

و بتای بازار معیاری از ریسک سیستماتیک داراییهاست كه به صورت  بيان مي گردد.

سرمایه گذاران ریسک گریزند، سهام دارای ریسک بالا (بتای بازار بالا) بایستی بازده مورد انتظار بالاتری نسبت به سهام دارای ریسک کمتر (بتای بازار پایین) داشته باشد.اگرمدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای صحیح باشد، هزینه سرمایه از طریق پیش بینی بتای بازار βi) )، بازده بازار ((Rmt و نرخ بازده بدون ریسک (Rft)قابل پیش بینی می باشد.(کنز[[35]](#footnote-35)، 2005، صص8-7)

# 4-3-2. مدل سه عاملی فاما – فرنچ

مدل سه عاملی فاما – فرنچ بازده مورد انتظار را با توجه به سه عامل ریسک سیستماتیک (بتا) ، اندازه (ارزش بازار) و ارزش دفتری به ارزش بازار برآورد می نماید. بازده مورد انتظار و بازده غیرعادی بر اساس این روش برابر است با:

(2-2)

(2-3)

که در آن ) Rit E( : بازده مورد انتظار سهم i در مقطع زمانی t بر مبنای مدل مدل سه عاملی فاما- فرنچ

Rft: نرخ بازده بدون ریسک در مقطع زمانی t

Rmt بازده شاخص بازار در مقطع زمانی t

βit، βi1 و βi2 بر پایه برازش بازده اضافی مقطع زمانی t ( روزانه ، هفتگی یا ماهانه ) سهم i بر بازده اضافی بازار نسبت به بازده بدون ریسک ، ارزش دفتری به ارزش بازار و ارزش بازار برای دوره مورد نظر بدست می آیند . **HMLt** حاصل تفریق بزرگ ترین و کوچک ترین بازده ارزش دفتری به ارزش بازار در مقطع زمانی **t** و **SMB**t حاصل تفریق بزرگ ترین و کوچک ترین ارزش بازار در همان مقطع زمانی است.

**FFMAR**it : بازده غیر عادی سهم i در مقطع زمانی t که با استفاده ازمدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه می شود.

) Rit E( : بازده مورد انتظار سهم i در مقطع زمانی t بر مبنای مدل مدل سه عاملی فاما- فرنچ

Rit : بازده سهم i در مقطع زمانی t (همان منبع، ص9-8)

# 4-2. استثناهای مالی

برخی پژوهش ها به بعضي از الگوها دست يافتند كه اعتبار فرضیه بازار کارا و در نتیجه پژوهش های قبلي را زیر سؤال می برد برخی از اين استثنائات به شرح ذيل مي باشند:

#  1-4-2. اعلامیه های سود

این اعلاميه ها قیمت سهام را در مسیری که از طريق تغییر ناگهانی نشان داده شده منحرف می سازد، اما عملکرد غیرعادی سهام در مسیری مخالف سودهای بلندمدت تغییر می یابد.

جهت ارزیابی مسائل مربوط به اعلامیه های سود بایستی یک اعلامیه سودخالص رابه دو بخش قابل انتظار و غیرقابل انتظار تقسیم کنیم. بخش قابل انتظار آن قسمتی است که به وسیله سرمایه گذاران درهنگام اعلام ، پیش بینی گردیده ونیازبه تعدیل در قیمت سهام ندارد. در حالی که بخش غیرقابل انتظار به وسیله سرمایه گذاران پیش بینی نگردیده و نیاز به تعدیل درقیمت وجود دارد.

لاتان، تاتل و جونز [[36]](#footnote-36) ، در سال 1968 گزارشات فصلی سود را مطالعه کرده ودریافتند که آنها به شکل مثبتی با حرکات بعدی قیمتی در کوتاه مدت همبستگی دارند. این یافته ها نشان میدهد که تاخیری درتعدیل قیمتهای سهام نسبت به اطلاعات در این گزارشات وجود دارد. به دنبال چندین مقاله که ارزش سودهای فصلی را درانتخاب سهام ارزیابی می کرد، لاتان، جونز و ریکه در سال 1974 مفهوم سود های غیرمنتظره استاندارد شده یا sue را بعنوان ابزار بررسی شوک های درآمدی در اطلاعات فصلی ارائه کردند sue به صورت زیر تعریف می شود.

SUE= سودهای پیش بینی شده فصلی- سودهای واقعی فصلی/عامل استانداردسازی برای تعدیل تفاوتها ی اندازه ای

# 2-4-2. برگشت بلند مدت

دی بونت[[37]](#footnote-37) و تالر[[38]](#footnote-38)، شواهدی از برگشت بلندمدت بازده ها در بازارهای مالی ارائه کردند. آنها عملکرد دو گروه از شرکت ها را با هم مقایسه کردند، شرکت بازنده یعنی شرکت هایی که چندین سال اخبار بد داشتند و شرکت برنده یعنی شرکت هایی که چندین سال اخبار خوب داشتند.نتایج این مطالعه نشان داد که شرکت های بازنده (برنده) گرایش دارند متوسط بازده های بعدی بسیار بالاتری (نسبتاً ضعیف) کسب نمایند.

# 3-4-2. روندهای کوتاه مدت

جیگادش و تیتمن شواهدی از روند کوتاه مدت[[39]](#footnote-39) یا مومنتوم در قیمت بازار سهام ارائه کردند. آنها دریافتند که حرکات مقطعی در قیمت سهام که طی یک دوره 6 تا 12 ماهه ثابت باقی می ماند، به صورت نمونه ای به وسیله حرکات آتی در همان مسیر دنبال می شود.

# 4-4-2. اثر اندازه

از نظر تاریخی سهام منتشره توسط شرکت های کوچک، بازده های بالاتری نسبت به سهام منتشره توسط شرکت های بزرگ کسب می نماید. علاوه بر این، بازده بالاتر مربوط به سهام شرکت های کوچک در ژانویه هر سال متمرکز شده است. در یک مطالعه صورت گرفته، رولف بنز دریافت که سهام شرکتهای کوچک NYSE بازده تعدیل شده با ریسک بیشتری از شرکتهای بزرگ آن(به طور متوسط) بدست می آورند.

مارک رینگاتوم با استفاده از نمونه ایی از AMEX , NYSE نیز بازده متناسب با ریسک غیرعادی زیادی برای شرکتهای کوچک مشاهده نمود.(دونالد کیم [[40]](#footnote-40) ،1986)

هر دوی این محققین این نتایج، را به تعیین نادرست مدل قیمت گذاری و دارائی سرمایه ای به جای عدم کارائی بازار نسبت داده اند.

# 5-4-2. قدرت پیش بینی قیمت با نسبت های مالی

برخی از متغیرهای خاص شرکت ها، مثل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار **(BV/MV**) یا سود به قیمت (**E/P**) (که میزان ارزش ذاتی بوسیله قیمت سنجیده می شود)، با در نظر گرفتن متوسط بازده یک سهم، قابل پیش بینی است.

لاکونیشاک و دیگران، فاما و فرنچ، دی بونت ، تالر و فاما نشان دادند پرتفوی شرکت هایی که نسبت **(BV/MV**) پایین تری دارند، بازده بسیار پایین تری نسبت به شرکت هایی که نسبت (**BV/MV**) بالا داشتند، کسب می نمایند.نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار به عنوان ارزش دفتري حسابداري دارايي هاي شركت نسبت به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام شركت تعريف مي گردد.

باسواین مسئله را با رتبه بندی سهام براساس P/E آنها و مقایسه نتایج گروه با نسبت P/E بالا با گروه پایین P/E ، 12 ماه پس از خرید مورد توجه قرار داده است. ازآنجائیکه نسبت P/E جزءاطلاعات شناخته شده بود واحتمالاً در قیمت منعکس گردیده است . در صورت کارا بودن بازار نبایستی بین نسبت P/E بازدهی های بعدی رابطه ای وجودداشته باشد. نتایج مطالعات باسو نشان میدهد که سهام با P/E پایینی از سهام با P/E بالا عملکرد بهتری کسب می کنند.همچنین ریسک عامل اثر گذار نبوده است. پس ازانجام تعدیلات ریسک، سهام با نسبت P/E پایین همچنان عملکرد بهتری داشتند

باسو[[41]](#footnote-41) با مطالعه دیگری نیز در زمینه ارزیابی مجدد رابطه نسبت P/E و اثر اندازه و بازده سهام بورس نیویورک طی دوره 1963 تا 1980 انجام داد وی دریافت که سهم شرکتهای بانسبت P/E پایین عموماً بازده تعدیل شده با ریسک بیشتری درمقایسه با شرکتهای با P/E بالا به دست می آورند. (باسو، 1983) دانشمند دیگری بنام دریمنطی دوره بیست ساله منتهی به 1993 تحقیق را در نمونه ای متشکل از 1200 سهم کوچک انجام داد و دریافت که سهام دارای نسبت P/E پایین در طی دوره های زمانی بلندمدت از سهام دارای P/E بالا عملکرد بهتری دارد.(دریمن[[42]](#footnote-42) ،1994)

# 6-4-2. قدرت پیش بینی اخبار و وقایع شرکت ها

غالباً، افراد نسبت به وقایع و اطلاعیه های شرکت ها بیش از حد واکنش نشان می دهند (اعلامیه های سود یا درآمد، ، بازخرید سهام ، سودهای تقسیمی , باز خرید سهام ,هدایا و...). به نظر می رسد تاثیر یک اعلامیه یا رویداد در طی زمان تا هنگامی که باعث انحرافاتی در اعلامیه بعدی گردد، ثابت می ماند.

# 7-4-2. فرض منطقی بودن سرمایه گذاران

فاما در نظریه بازار کارای خود به فرض بسیار مهمی توجه کرد.

الف) سرمایه گذاران در تصمیم گیری های خود در بازار دارای رفتار منطقی هستند.

ب) آنها بر اساس آخرین اطلاعات و اخبار اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار نموده و در تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق بهادار درایت کافی دارند ( عبده تبریزی و گنابادی ، 1375، 14)

افراد زیادی فرض منطقی بودن سرمایه گذاران را مورد انتقاد قرار دادند. کان من و تیورسکی[[43]](#footnote-43) در سال 1973 دریافتند که افراد به اطلاعات جاری وزن بیشتری می دهند.

نیکولاس[[44]](#footnote-44) معتقد است که وضعیت وشرایط بازارها بسیار پیچیده تراز تعاریفی است که در نظریه های موجود در بازارهای مالی وجود دارد. برخی دیگر معتقدند که نمی توان برای تمامی افراد سرمایه گذار یک مدل تصمیم گیری ارائه نموده و یا تصمیمات آنان را به یک مدل کلی مطابقت داده و اگر بر اساس آن مدل تصمیم گیری نمودند آنها را منطقی دانست . زیرا هر فرد برای اطلاعات در دسترس خود اولویت خاصی قائل است.همچنین افراد دیگر معتقد هستند فرض منطقی بودن سرمایه گذاران، واقعی به نظر نمی رسد همه سرمایه گذاران ازاطلاعات دریافت شده برداشت یکسانی ندارند و آنها نسبت به روند، واکنش یکسانی نشان نمی دهند . آنها بیشتر بر اساس اطلاعات گذشته تصمیم گیری می کنند. نظریه های موجود بر مبنای بازارهای مالی بر مبنای روابط خطی بنا شده اند در حالی که تصمیمات مردم ماهیتی غیر خطی دارند.(مرادی ،1384،101)

تعدادی از طرفدراران بازار کار معتقدند که کارایی زیاد، به منطقی بودن همه سرمایه گذاران وابسته نیست. در بسیاری از سناریوها هنگامی که برخی از سرمایه گذاران منطقی نیستند بازار همچنان کارا می باشد. در یک سنایوی واحد، سرمایه گذاران غیر منطقی با یکدیگر در ارتباط نیستند. بنابر این معاملات آنها به صورت تصادفی و غیر همبسته است. به دلیل تعداد زیاد چنین سرمایه گذارانی، در نهایت معامله گران پر سر وصدا اثری بر روی قیمت اوراق بهادار نخواهد گذاشت (خواجوی قاسمی ،1385،55)

# 8-4-2. واكنش به اطلاعات غير اساسي

بر اساس فرضيه بازار كارا قيمتها فقط در پاسخ به اخبار اساسي و بنيادی مرتبط با شركت، منطقه و در مجموع اقتصاد تغيير مي كنند. اما به نظر مي رسد بسياري از تغييرات در قيمت سهام همراه با اخبار مهم پديدار نمي شوند. روي هم رفته به نظر مي رسد اغلب اطلاعات اساسي به منظور توضيح تغييرات قيمت كافي نباشند و قيمت سهام نسبت به ساير اخبارها نيز تغيير كند (تامیدیز [[45]](#footnote-45)،2003،صص5-4).

# 9-4-2. اثر ژانويه[[46]](#footnote-46)

كيم (1998) و ساير محققان نشان دادند كه 50 درصد از صرف اندازه[[47]](#footnote-47) سالانه در ايالات متحده آمريكا در ماه ژانويه رخ مي دهد، اين يافته در بازار سهام سرتاسر جهان تكرار شده است.بلوم و استمباق[[48]](#footnote-48) (1983) اثبات كردند بعد از تصحيح تورش رو به بالا در ميانگين بازده سهام هاي كوچك (مربوط به ميزان اختلاف قيمت پيشنهادي خريد و فروش[[49]](#footnote-49)) صرف ارزش فقط در ژانويه مشهود است(كيم،[[50]](#footnote-50)2006،ص9).

# 10-4-2.-اثر روزهاي هفته

با فرض اينكه در بورس،معاملات از روزهاي دوشنبه تا جمعه صورت بگيرد، اگر فرايند ايجاد بازده سهام مستمراً داير باشد به منظور جبران دوره نگهداري سه روزه، بازده دوشنبه بايستي سه برابر بازده مورد انتظار ساير روزهاي هفته باشد (دونالد كيم ،2006) فاما و فرنچ [[51]](#footnote-51) (1980) اثبات كردند كه بازده به طور معناداري در روزهاي دوشنبه بالاتر مي باشد.( بورتن و ماكليل [[52]](#footnote-52) ،2003،صص12-11)

# 5-2. مالی رفتاری

همان طور که در شکل ذیل مشاهده می گردد روابط میان رشته ای منجر به ایجاد مالی رفتاری[[53]](#footnote-53) گردیده است، درمطالعه مالی رفتاری مالیه سنتی در مرکزیت قرار دارد، لیکن جنبه های رفتاری جامعه شناسی[[54]](#footnote-54) و روانشناسی[[55]](#footnote-55) اجزای جدایی ناپذیر در مطالعه این رشته می باشند ( ريكاردي و سيمون[[56]](#footnote-56)**،2000، ص 2).**

### شكل (2-2) روابط میان رشته ای و مالی رفتاری

جامعه شناسی

روانشناسی

مالی

مالی رفتاری یک پارادیم جدید مالی می باشد که به دنبال تکمیل تئوری استاندارد از طریق معرفی جنبه های رفتاری فرآیند تصمیم گیری می باشد. در مقابل نگرش مارکویتز و شارپ، مالی رفتاری با اشخاص و روش های جمع آوری و به کارگیری اطلاعات سروکار دارد. این علم به دنبال درک و پیش بینی تأثیر فرآیندهای روانشناسی تصمیم گیری در بازار نظامند مالی می باشد. به علاوه این علم، بر روی کاربرد اصول روانشناختی و اقتصادی در بهبود تصمیم گیری های مالی تمرکز دارد، کارایی بازار به آن مفهوم که قیمت بازار خصوصیات بنیادی و اساسی بازار را منعکس می کند و بازده اضافی به طور متوسط در یک دوره طولانی تعدیل شده اند، به چالش کشیده شده است. مطالعات متعددی دال بر بی قاعدگی های بازار انجام شده است که به کمک تئوری استاندارد مالی قابل توضیح نیستند0(جانسون و دیگران [[57]](#footnote-57) ، 2002،ص12).

در ماليه رفتاري دو فرض اصلی رویکرد عقلانیت کامل شامل بیشینه سازی مطلوبیت نهایی و رفتار کاملاً عقلایی عامل اقتصادی کنار گذارده شده است. در اقتصاد کلاسیک فرض بر این است که افراد دارای انتظارات ثابت و قابل شناختی هستند و این افراد به دنبال به حداکثر رسانی انتظارات خود هستند (سعیدی، 1386،ص5).

در مباحث مربوط به ظهور علوم رفتاری در حوزه مالی و سرمایه گذاری سه زمینه اصلی معرفی می شود که عبارتند از:

**- آزمون، خطا و استفاده از تجربه و شهود**

اکثر مردم بر اساس قاعده سرانگشتی تصمیم گیری می کنند و تحلیل عقلایی دقیقی ندارند.

**- ایجاد چارچوب**

روشی که مشکل یا تصمیمات ارائه می شوند، بر عمل تصمیم گیرنده تأثیر می گذارد.

**- عدم کارایی بازار**:

 در این زمینه سعی بر توضیح و تبیین نتایجی از بازار است که مخالف انتظارات عقلایی و کارایی بازار است. این مسائل شامل قیمت گذاری غلط، تصمیم گیری غیر عقلایی و بی نظمی های مربوط به بازدهی است.

مالی رفتاری شامل دو بخش روانشناختی شناختی[[58]](#footnote-58) و محدودیت در آربیتراژ[[59]](#footnote-59) می باشد.

روانشناختی شناختی به طرز فکر افراد اشاره دارد ،بسیاری از تحقیقات روانشناسی نشان داده اندکه افراد درتصمیماتشان دچار اشتباهات سیستماتیک می گردند، بیش از حد به خود اطمینان دارند و ارزش زیادی برای تجربیاتشان قائلند که این ترجیحات ممکن است منجربه انحراف گردد.

محدودیت در آربیتراژ نیز به این امر می پردازد که تحت چه شرایطی نیروهای آربیتراژ در بازار مؤثر و در چه مواقعی مؤثر نخواهند بود (ریتر [[60]](#footnote-60) ،2003،ص 429).

# 1-5-2. محدودیت در آربیتراژ و تئوری انتظار

تئوری آربیتراژ یکی از جذاب ترین تئوریهای جانشین CAPM می باشد که توسط استیفن راس[[61]](#footnote-61) در سال 1976 ارائه شده است. این تئوری بیان میکند که بازده موردانتظار می بایست به شیوه ای با ریسک ارتباط پیدا کند. که هیچ سرمایه گذار منفردی نتواند از مجرای آربیتراژ به ثروت هنگفتی دست یابد دراین تئوری راس مدعی است که معادله تعیین بازده ورقه بهادار، بیشتر از یک متغییر مستقل دارد.

**آربیتراژ به دلیل اینکه اثر آن موجب بازگشت قیمت ها به ارزش پایه و حفظ کارایی بازار می شود، در** تجزیه و تحلیل بازارهای اوراق بهادار دارای نقش اساسی است. **آربیتراژ یک استراتژی سرمایه گذاری است که سود بدون ریسک ایجاد می نماید، تئوری مالی استاندارد اعتقاد دارد که قیمت گذاری نادرست معامله گران غیر منطقی در بازار، یک فرصت جذاب سرمایه گذاری برای معامله گران منطقی(آربیتراژها) ایجاد می نماید و قیمت گذاری نادرست**[[62]](#footnote-62) **از طریق معامله گران منطقی تصحیح خواهد شد. تئوری مالی رفتاری نشان می دهد که استراتژی های مستلزم تصحیح قیمت گذاری نادرست گران و ریسک دار میباشند**. اگر معامله گران عادی باعث انحراف هر دارایی از ارزش پایه شان شوند، معامله گران باهوش معمولاً نمی توانند کاری بکنند. زیرا به دلایل گوناگون اغلب فرصت های آربیتراژی بازارهای اوراق بهادار به شدت محدود می شوند. بازارهای دنیای واقعی از حالت بی نقص و کامل خود دور هستند، ناسازگاری های متعددی از قبیل هزینه های معاملات و نیز فقدان جانشین کامل برای بسیاری از اوراق بهادار کار تکرار هر دارایی را برای بازار دشوار می سازد، در این مورد آربیتراژها با خطر اساسی مواجه می شوند. به علت افق سرمایه گذاری کوتاه مدت و محدودیت های دیگری که آربیتراژها با آن مواجه اند، آربیتراژ تبدیل به یک فعالیت ریسک دار می شود و احتمالاً آربیتراژها مسئولیت آن را به عهده نخواهند گرفت (تامیدیز [[63]](#footnote-63) ،2003،ص9).

دسته دوم محدودیت ها اشاره به گروهی از محدودیت ها در فرآیندهای تصمیم گیری دارد که قابل تبیین با نظریه انتظارات بیان شده توسط کانمن وتورسکی[[64]](#footnote-64) (1979) است. تئوری انتظار جایگزین فرموله شده تئوری بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار می باشد. تئوری مطلوبیت تصویری از رفتار کاملاً منطقی تحت شرایط اطمینان می باشد، بر طبق این تئوری سرمایه گذاران ریسک گریزند[[65]](#footnote-65). ریسک گریزی معادل تعقر در تابع مطلوبیت می باشد. بدین معنی که مطلوبیت نهایی ثروت کاهش می یابد، هر واحد اضافی ثروت کمتر از واحد قبلی اضافه شده ارزش گذاری می شود. با وجود جذابیت آشکار تئوری مطلوبیت مورد انتظار، این تئوری به طور سیستماتیک در پیش بینی رفتارهای انسانی حداقل در شرایط اطمینان موفق نیست.

اصل دیگر تئوری انتظار تابع ارزش کانمن وتورسکی (1979) می باشد. تابع ارزش با تابع مطلوبیت در تئوری مطلوبیت مورد انتظار به واسطه نقطه عطفی که توسط برداشت ذهنی افراد تعیین می گردد، متفاوت می باشد. مطابق با تئوری مطلوبیت مورد انتظار تقعر نمودار مطلوبیت برای همه سطوح ثروت رو به پایین می باشد و بالعکس براساس تابع ارزش ضریب زاویه نمودار مطلوبیت برای سطوح سرمایه زیر نقطه عطف صعودی می باشد و برای سطوح سرمایه بالاتر از نقطه عطف نزولی است. نقطه مرجع برای هر فرد یک نقطه قیاس تلقی می گردد، برای مثال مقیاسی از سطح هدف ثروت تلقی می گردد. در سطح ثروت کمتر از نقطه مرجع سرمایه گذاران ریسک پذیرند یعنی آمادگی شرط بندی احتمالی به منظور اینکه ثروتی بالاتر از سطح ثروت مرجعشان داشته باشند را دارند. درحالیکه در سطح ثروت بالاتر از نقطه عطف تابع ارزش دارای شیب رو به پایین باشد و مطابق با تئوری های مرسوم، سرمایه گذاران ریسک گریزند (جانسون و دیگران [[66]](#footnote-66) ،2002 صص 14-13).

### نمودار (3-2) تابع ارزش کانمن وتورسکی

ثروت

نقطه عطف

کانمن وتورسکی در قالب این نظریه نشان دادند که افراد رضایت خاطری را که از یک مبلغ معین بدست می آورند کمتر از ناراحتی است که از همان مبلغ زیان بدست می آورند. تئوری انتظار درواقع آن حالتی از ذهن را بیان می کند که انتظار می رود فرآیندهای تصمیم گیری شخصی را تحت تأثیر قرار دهد. این نظریه 4 بخش مهم از ابعاد رفتاری سرمایه گذاران را در بر می گیرد که عبارتند از:

1 - زیان گریزی[[67]](#footnote-67)

2 - حسابداری ذهنی[[68]](#footnote-68)

3- کنترل شخصی[[69]](#footnote-69)

4- پشیمان گریزی[[70]](#footnote-70)

در ادامه به هر یک از ابعاد 4گانه نظریه انتظار پرداخته می شود:

# 1-1-5-2. زیان گریزی

کانمن وتورسکی قصد ارائه تئوری را داشتند که رفتار تصمیم گیرندگان در مواجهه با گزینه های مورد تردید را نشان دهد. تابع ارزش عدم تقارن آشکاری را بین مقادیری که افراد بدست می آورند و از دست می دهند نشان می دهد، این عدم تقارن زیان گریزی نامیده می شود. آزمون های تجربی نشان میدهد که تحمل زیان تقریباً دوبرابر سنگین تر از کسب سود می باشد. غم از دست دادن یک دلار تقریباً دوبرابر لذت بدست آوردن یک دلار است (همان منبع، ص14).

# 2-1-5-2. حسابداری ذهنی

حسابداری ذهنی بخشی از تئوری انتظار است، که تمایل افراد برای طبقه بندی وقایع خاص در حساب های ذهنی متفاوت براساس مشخصات ظاهری آنها منعکس می نماید. ایده اصلی مؤکد حسابداری ذهنی این است که تصمیم گیرندگان مایلند هر عنصر پرتفوی سرمایه گذاری خود را به حساب های جداگانه ای تفکیک کرده و سپس قوانین تصمیم گیری نظری را برای هر بخش با نادیده گرفتن تعاملات ممکن بین بخش ها به کار برند (همان منبع، ص 15).

# 3-1-5-2. کنترل شخصی

**همه سرمایه گذاران به منظور اجتناب از زیان و حفاظت از سرمایه گذاری هایشان نیازمند این پدیده می باشند. همان طور که تالر و شفرین اظهار نموده اند سرمایه گذاران در معرض وسوسه هستند وبه دنبال ابزاری برای بهبود کنترل خود می باشند. از طریق تفکیک ذهنی منابع مالی به اصل سرمایه وسرمایه آماده برای خرج می توانند میل به خرج زیاد را کنترل نمایند ( كاناداسون**[[71]](#footnote-71)،2003، **ص 6)**.

# 4-1-5-2. پشیمان گریزی

تئوری پشیمانی به توضیح این واقعیت کمک می کند که چرا سرمایه گذاران از فروش سهام هایی که افت ارزش دارند خودداری نموده، لیکن به فروش سهام هایی که ارزش آنها رو به فزونی است مبادرت می ورزند، تئوری انتظار اشاره به این مطلب دارد که سرمایه گذاران از فروش سهام هایی که ارزش آنها رو به کاهش است اجتناب می ورزند، به دلیل اینکه می خواهند ازاحساس پشیمانی به دور بمانند. آنها سهام هایی که ارزش آنها رو به رشد است را می فروشند تا از فروختن آن احساس پشیمانی نداشته باشد (جانسون و دیگران [[72]](#footnote-72) ،2002،ص16).

# 2-5-2. روان شناسی شناختی و فرآیندهای تصمیم گیری فرا ابتکاری

شناخت گرایی گرایشی از علم روانشناسی است که با نحوه کسب اطلاعات از دنیای پیرامون، شیوه بازنمایی این اطلاعات و تبدیل آن به دانش و تجربه، روش انباشت آن و شیوه به کارگیری آن به منظور جهت دهی به توجه و رفتار ما سروکار دارد. بازه عملیاتی فرآیندهای روان شناختی در رفتارهای زیر مورد مطالعه قرار می گیرند:

احساس[[73]](#footnote-73) تا ادراک[[74]](#footnote-74)، بازشناسی طرح و الگو[[75]](#footnote-75)، توجه[[76]](#footnote-76)، یادگیری[[77]](#footnote-77)، حافظه[[78]](#footnote-78)، تشکیل مفهوم[[79]](#footnote-79)، تفکر[[80]](#footnote-80)، تصویرسازی ذهنی[[81]](#footnote-81)، به خاطر سپردن[[82]](#footnote-82)، زبان[[83]](#footnote-83)، هیجان ها[[84]](#footnote-84) و فرآیندهای رشد[[85]](#footnote-85).

پس از مطالعه روانشناسی شناختی و آشنا شدن با نظریه های نوین درباره ذهن انسان، نگاه بسیاری از محققان کلاسیک اقتصاد و مالی در مورد ماهیت هوش انسان دستخوش تغییر عمیق خواهد شد (فرهانیان،1386،ص19).

تعریف لغوی واژه فرا ابتکاری[[86]](#footnote-86) اشاره به فرآیندی دارد که در آن افراد از طریق روش آزمون و خطا به حقیقت امور پی می برند. روش آزمون و خطا افراد را به انجام قاعده تجربی یا برآورد سرانگشتی هدایت می کند، اما این روش خود منجر به خطاهای دیگر می گردد این روش را غالباً استفاده از تجارب و تلاشهای عملی جهت پاسخگویی به سوالات و یا بهبود عملکرد تعریف می کنند. با عنایت به این واقعیت که هر چه اطلاعات بیشتر سریع تر پخش می شوند، فعالیت برای تصمیم گیرندگان پیچیده تر می شود. کاربرد روزافزون روش آزمون و خطا که غالباً یک نگرش اجتناب ناپذیر است، همیشه سودمند نیست. روش آزمون و خطا توضیح می دهد که چرا گاهی اوقات بازارها غیرمعقول عمل می نمایند که این مسئله مخالف مدل بازارهای کاملاً آگاه می باشد. تفسیر اطلاعات جدید نیازمند به کارگیری قوانین تصمیم گیری آزمون و خطا می باشد (جانسون و دیگران [[87]](#footnote-87) ، 2002، ص17).

تصمیم گیری های شهودی می توانند منجر به تصمیم گیری های غیر بهینه شوند. نمونه هایی از محدودیت های ناشی از قواعد فرا ابتکاری در ادامه بیان می شوند.

# 1-2-5-2. نمایندگی

سرمایه گذاران تصور می نمایند موفقیتهای اخیرشان در آینده نیز ادامه می یابد، این گرایش سرمایه گذاران به تصمیم گیری بر اساس تجربیات گذشته به عنوان کلیشه قرار دادن شناخته می شود .دی بونت در سال 1998 به این نتیجه رسید که تجزیه وتحلیل سرمایه گذاران براساس موفقیت یاشکست اخیرشان درپیش بینی سود اریب دار می باشد،که این امر از خصوصیات تصمیمات کلیشه ای می باشد.(كاناداسون [[88]](#footnote-88) ، 2003، ص 2).

# 2-2-5-2.اطمینان بیش از حد

افراد غالباً تمایل دارند در مورد استعدادها و تواناییهای خود اغراق نمایند و احتمال پیامدهای نامطلوبی که تحت کنترل ایشان نیست را کمتر برآورد کنند. تلفیق اطمینان بیش از حد[[89]](#footnote-89) و خوش بینی باعث می شود افراد نسبت به قابلیت اعتماد و اعتبار دانش خود مبالغه نموده، ریسک را کوچک شمرده و در مورد تواناییهایشان در حوادث اغراق نمایند. این امر منجر به افزایش حجم معاملات و حباب های سفته بازانه می گردد. با افزایش اعتماد به نفس ریسک پذیری در افراد بالاتر می رود ((جانسون و دیگران [[90]](#footnote-90) ، 2002، ص19).

# 3-2-5-2.لنگر اندازی

لنگر اندازی[[91]](#footnote-91) به نوعی از فرآیند تصمیم گیری اشاره دارد که نیازمند ارزیابی کمی است و این ارزیابی ها تحت تأثیر پیشنهادات قرار می گیرند. انسان در ذهن خود نقاط مرجع متعددی دارد. به عنوان مثال زمانی که اطلاعات جدید درخصوص سهام بدست می آورد، او این نقطه اتکا را به طور ناکافی و ضعیف نسبت به اطلاعات جدید تحصیل شده تعدیل می کند. یافتن نقطه اتکا تمایل افراد جهت تمرکز بر روی رفتار اخیر و عدم توجه به روندهای طولانی مدت را توضیح می دهد. در غیاب اطلاعات بهتر قیمت های قبلی برای قیمت های امروز نقش تعیین کننده دارند. بنابراین نقطه تثبیت قیمت های اخیر می باشد. تمایل سرمایه گذاران به استفاده از این نقاط تثبیت موجب شباهت قیمت حال سهام با آینده می شود (همان منبع، ص 20).

# 4-2-5-2. سفسطه سفته بازان

این حالت زمانی به وجود می آید که سرمایه گذاران به طور غیر مقتضی پیش بینی نمایند که روندها بر خواهند گشت ،که این مسئله ممکن است منجر به پیش بینی خاتمه یک بازده خوب یا بد توسط سرمایه گذاران گردد .سفسطه سفته بازان[[92]](#footnote-92) می تواند به عنوان منتهی الیه در برگشت بازده به میانگین مورد توجه قرار گیرد. برگشت به میانگین در بسیاری از سیستم های انسانی دیده می شود ونشان می دهد که یک روند نهایی در طی زمان گرایش به نزدیک شدن به میانگین را دارد. گاهی اوقات برگشت به میانگین به طور نادرستی به عنوان نشانه ی ضمنی، مثلاً روند رو به بالایی که با روندی رو به پایین برای برآورد سازی قاعده میانگین دنبال می گردد، تفسیر می شود (برابزون[[93]](#footnote-93)، 2000،ص3).

# 5-2-5-2. تورش در دسترس بودن

بر اساس تورش در دسترس بودن[[94]](#footnote-94) سرمایه گذاران برای اکثر اطلاعات در دسترس ارزش زیادی قائلند، که این منجر به بازده کمتر و در بعضی اوقات نتایج ضعیفتر می گردد (كاناداسون[[95]](#footnote-95)، 2003، صص 4-5).

اصول مالیه رفتاری درشکل (2-4) نشان داده شده است:

### شكل (2-4) اصول مالیه رفتاری

**روانشناسی شناختی**

**تئوری انتظار**

**خطاهای شناختی**

نمایندگی

اطمینان بیش از حد

لنگر اندازی

سفسطه سفته بازان

تورش در دسترس بودن

زیان گریزی

دوری از تاسف و پشیمانی

حسابداری ذهنی

کنترل شخصی

# 6-2. مفاهیم ضمنی مالیه رفتاری در بازارهای مالی و فرضیه بازار کارا

**شفرین**[[96]](#footnote-96) **در سال 2000ادعا نمود که تورش مبتنی بر شهود و اثرات چارچوبی موجب انحراف قیمتها از ارزش ذاتی شان می گردد. السن** [[97]](#footnote-97) **(1998) پیشنهاد نمود مالی رفتاری ممکن است توضیحی برای شواهد تجربی که درباره مدل های موجود تردید ایجاد می نمایند،ارائه کند.دی بونت و تالر** [[98]](#footnote-98) **(1985) استدلال می کنند به دلیل اینکه سرمایه گذاران بر نمایندگی تکیه می کنند، ایشان نسبت به برندگان گذشته بیش از حد خوش بین و نسبت به بازندگان گذشته بیش از حد بدبین می باشند، و این می تواند منجر به انحراف قیمت ها از ارزش بنیادی شان گردد. خوداتكايي و اطمينان بيش از حد ممكن است موجب شود تحليلگران برآوردهاي درآمدي را زماني كه شوك رخ مي دهد به قدر كافي تعديل ننمايند،كه اين مسئله وقتي كه تحليلگران برآوردهاي نادرستشان را اصلاح مي نمايند منجر به تعديلات قيمت بعدي مي گردد.**

**اگر ماليه رفتاري صحيح باشد اثرات ضمني متعددي با توجه به الگوهاي رفتاري ممكن در بازارهاي مالي رخ خواهد داد كه ممكن است به شرح موارد ذيل باشند:**

- **بیش واکنشی**[[99]](#footnote-99) **و کم واکنشی**[[100]](#footnote-100) **به تغييرات قيمت و يا اخبار در آمدها**

**- تعميم دهي**[[101]](#footnote-101) **روند گذشته به آينده**

**- فقدان توجه به اصول اساسي يك سهم**

**- چرخه هاي قيمت فصلي**

**در صورت وجود اين الگوها سرمايه گذاران فرصت خواهند داشت از استثنائات قيمت گذاري به وجود آمده به منظور كسب بازده تعديل شده با ريسك بيشتر بهره برداري نمايند. از ديدگاه نظري اگر استثنائات قيمت گذاري قابل بهره برداري وجود داشته باشد اعتبار فرضيه بازار كارا مورد ترديد است.(برابزون** [[102]](#footnote-102) **، 2000، ص5)**

# 7-2. استراتژی های سرمایه گذاری مومنتوم[[103]](#footnote-103) و معکوس[[104]](#footnote-104)

# 1-7-2. تعاریف و ادبیات موضوعی

استراتژی های مومنتوم و معکوس دو گزینه متقابل استراتژی های معامله می باشند. سودهای مومنتوم و معکوس توسط تفاوت های مقطعی[[105]](#footnote-105) بازده مورد انتظار اوراق بهادار و یا از طریق پیش بینی پذیری سری های زمانی[[106]](#footnote-106) بازده سهام قابل توضیح می باشند. به طور کلی ادبیات بر روی پیش بینی پذیری سری زمانی متمرکز بوده است، اما اخیراً الگوهای مقطعی بسیار مورد توجه بوده است (لو و مکینلی[[107]](#footnote-107)، 1990،ص177). توجه به این نکته حائز اهمیت است که صرف نظر از نوع استراتژی فرضیه مقدم این است که موفقیت این استراتژی ها مبتنی بر رفتار زمانی قیمت دارایی ها می باشد. عملکرد گذشته اوراق بهادار با برخی معیارها نظیر متوسط بازده پرتفوی مرتبط است که این امر بر خلاف مدل گشت تصادفی[[108]](#footnote-108) و کارایی بازار می باشد.

تفاوت اصلی بین استراتژی ها در افق زمانی بررسی و به کارگیری آنها می باشد، نتایج تحقیقات نشان می دهد که دوره های نگهداری متفاوت، استراتژی های متفاوت می توانند سودمند باشند. چنانکه در دوره های زمانی کوتاه مدت (کمتر از سه ماه) روندها بر می گردند و بنابراین استراتژی معکوس مناسب است. این خود می تواند به خاطر خودهمبستگی[[109]](#footnote-109) مقطعی و نیز هزینه های معامله باشد. در دوره زمانی میان مدت (سه تا دوازده ماهه) به نظر می رسد که برندگان گذشته نسبت به بازندگان گذشته بهتر عمل می کنند که این خود می تواند به خاطر عکس العمل کمتر از اندازه باشد. در نهایت در دوره زمانی بلندمدت (سه تا پنج سال) به نظر می رسد استراتژی معکوس سودمند است و بازندگان تاریخی نسبت به برندگان تاریخی بهتر عمل می کنند (لولن[[110]](#footnote-110)، 2002، ص 536).

# 1-1-7-2. استراتژی معکوس

در این استراتژی ادعا می شود که می بایستی برای غلبه بر بازار، سهام برنده قبلی[[111]](#footnote-111) را فروخت و سهام بازنده قبلی[[112]](#footnote-112) را خرید. بنابراین برای دستیابی به بازدهی اضافی باید صبور بود و در جهت مخالف بازار عمل کرد. موفقیت استراتژی معکوس به طور جدی از دهه 1970 بررسی شد. اساس این استراتژی بر مبنای نتایج روانشناسی آزمایشی می باشد. افراد در تصمیم گیری هایشان به طور عقلایی و منطقی رفتار نمی نمایند و تمایل به بیش واکنشی در برابر اخبار و وقایع غیرمنتظره و مهیج دارند که این امر منجر به فرضیه بیش واکنشی می گردد. مطابق با فرضیه بيش واکنشی، قیمت سهام مشخص در برابر اخبار و وقایع بد (خوب) مرتبط با سهام بیش از حد کاهش (افزایش) می یابند، اما سرانجام هنگامی که سرمایه گذار متوجه واکنش افراطی خود می گردد، قیمت ها به ارزش ذاتی شان برمی گردند و برگشت بازده[[113]](#footnote-113) رخ می دهد. بنابراین استراتژی های معکوس قادر به کسب بازده های غیرعادی[[114]](#footnote-114) می باشند، دی بونت و تالر از پیشکسوتان بررسی و نمایش برگشت بازده در بازار سهام بودند. ایشان در مطالعاتشان به بررسی سودمندی استراتژی معکوس بلندمدت، فرمولبندی فرضیه بيش واکنشی و بررسی اثر چنین رفتارهایی در قیمت سهام پرداختند. ایشان دوره های تشکیل و نگهداری 3-5 سال را به منظور مطالعاتشان بکار بردند. نتایج کار دي بونت و تالر مبنایی برای مطالعات بعدی گردید. از دهه 1990 استراتژی معکوس در دوره های نگهداری و تشکیل کوتاه تر نظیر یک هفته و یا یک ماه نیز آزمون گردید. در ابتدا خودهمبستگی منفی قیمت سهام به عنوان شرط اصلی برگشت بازده در نظر گرفته شد که این امر چالشی اساسی در برابر شکل نیمه ضعیف کارایی بازار تلقی می گردد، زیرا بدین معناست که بازده آتی سهام براساس بازده قبلی قابل پیش بینی می باشد. تحقیقات بعدی نشان دادند که اثرات تقدم و تأخر[[115]](#footnote-115) یعنی همبستگی سریالی مثبت در بازده ها نیز می تواند علت بخشی از برگشت بازده در کوتاه مدت باشد، البته نتایج هنوز بسیار بحث انگیز می باشد( هامالانينن[[116]](#footnote-116)، 2007،صص11-10). غالباً استراتژی معکوس به معنای استراتژی مبتنی بربازده های گذشته و نه قیمت ها یا سایر ارزش های ذاتی می باشد. در زمان t، در صورتی که روش میانگین موزون ثروت (**WRSS**) به منظور تشکیل پرتفوی بکار گرفته می شود، سود ناشی از بکارگیری استراتژی معکوس بدین صورت نمایش داده می شود:

(2-4)

که در معادله فوق N تعداد سهام، بازده سهام انفرادی، بازده شاخص وزنی با اوزان برابر در زمان **t-1** می باشد (جیگادیش و تیتمن[[117]](#footnote-117)، 1995،ص978).

# 2-1-7-2. استراتژی مومنتوم

استراتژی مومنتوم شامل سرمایه گذاری در جهت بازار می باشد و ادعا می نماید که بازدهی مثبت یا منفی گذشته در دوره مشخصی از آینده نیز همچنان تداوم خواهد داشت. در این استراتژی بازدهی اضافی با خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده گذشته قابل دستیابی می باشد (همان منبع،ص89)

اگر چه استراتژی معکوس، در ادبیات دانشگاهی خصوصاً در دهه 1990-1980 بسیار مورد توجه قرار گرفته است، لیکن ادبیات اخیر در مورد کارایی بازار بیشتر بر روی استراتژیی با نام استراتژی قدرت نسبی[[118]](#footnote-118) «مومنتوم» تأکید و تمرکز داشته است. دراین استراتژی سهام برنده قبلی خریداری و سهام بازنده گذشته فروخته می شود. تحقیق لوی[[119]](#footnote-119) در سال 1967 یکی از اولین مطالعات در زمینه مومنتوم می باشد، که نتایج مطالعات وی بسیار بحث انگیز می باشد. منازعات بین استراتژی های معکوس و قدرت نسبی منجر به مطالعه دقیق تر اثر مومنتوم توسط جیگادیش و تیتمن گردید. جیگادیش و تیتمن از پیشکسوتان اثبات توانایی مومنتوم در ایجاد بازده غیرعادی معنادار اقتصادی و آماری می باشند. مطالعات ایشان مبنا و پایه ای برای مطالعات بعدی گردید. از دهه 1990 تحقیقات در این زمینه به طور قابل توجهی افزایش یافته است و مومنتوم به عنوان یک استراتژی سرمایه گذاری به ویژه در میان سرمایه گذاران نهادی متداول تر شده است (جیگادیش و تیتمن[[120]](#footnote-120)، 1993، ص 66).

در ادبیات اثر مومنتوم به عنوان کواریانس مقطعی بازده های متوالی نمونه ای از سهام تعریف شده است. نوعاً اثر مومنتوم به عنوان رابطه مستقیم و مثبت بین بازده های سهام در یک دوره مشخص با بازده معوق آن تعریف می شود. تعریف مومنتوم سهام انفرادی را می توان به صورت ذیل نمایش داد:

(2-5)

در معادله فوق عبارتند از بازده سهام **i** در دوره **t**، میانگین بازده در دوره **t** و **N** تعداد سهام میباشند، استراتژی های مومنتوم بیشتر در دوره های تشکیل و نگهداری میان مدت 12-3 ماه بررسی و مشخص شده اند. (همان منبع ،ص 701)

# 2-7-2. تجزیه بازده

از دهه 1990 مطالعات متعددی در زمینه توضیح دترمینان های سودهای مومنتوم و معکوس از طریق تجزیه مقطعی بازده های پرتفوی صورت گرفته است.

یکی از روش های تجزیه سودهای **WRSS** به اجزای متشکله آن توسط لو و مکینلی [[121]](#footnote-121) (1990) به منظور بررسی منابع سودهای معکوس کوتاه مدت ارائه شده است. این مدل هم چنین توسط جیگادیش و تیتمن [[122]](#footnote-122) (2002)، کونراد و کول [[123]](#footnote-123) (1998) به منظور بررسی منابع سودهای مومنتوم بکار برده شده است. معادله مذکور عبارتند از:

(2-6)

این مدل تجزیه بیان می نماید که مومنتوم یا برگشت بازده می تواند از سه طریق ایجاد شود. اولین عبارت از سمت راست بیانگر منفی کوواریانس مرتبه اول بازده براساس پرتفوی وزن برابر بازار می باشد و اغلب به طور کامل از طریق کوواریانس های مقطعی بازده اوراق بهادار انفرادی تعیین می شود و اشاره به این مطلب دارد که بازده یک شرکت می تواند بازده سایر شرکت ها را تعیین نماید. دومین عبارت میانگین کوواریانس مرتبه اول مجموع اوراق بهادار انفرادی می باشد و اشاره به قابلیت پیش بینی بازده یک شرکت براساس عملکرد گذشته آن شرکت دارد. سومین عبارت واریانس مقطعی بازده مورد انتظار می باشد که اظهار می نماید سهام هایی با بالاترین بازده مطلق مورد انتظار دارای بالاترین بازده تحقق یافته نیز می باشد. مجموع دو جزء اول بیانگر اثر پیش بینی سری های زمانی می باشد و اگر برای بازده های مومنتوم (معکوس) معتبر باشند، شکل ضعیف کارایی بازار در معرض چالش قرار می گیرد.

لو و مکینلی [[124]](#footnote-124) (1990) و جیگادیش و تیتمن[[125]](#footnote-125) (1995) به منظور آزمون سودهای معکوس بر روی دو عبارت اول در معادله فوق تمرکز نمودند.

لولن[[126]](#footnote-126) (2002) به منظور تعیین منابع مومنتوم بر روی دو عبارت اول در معادله فوق تأکید داشته اند و ، جیگادیش و تیتمن به منظور بررسی اثر مومنتوم بر روی عبارت اول در معادله فوق تأکید داشته اند.

به طور کلی انحرافات متعددی از مدل تجزیه فوق وجود دارد و از این رو تفاسیر و تعاریف متعددند و تصمیم گیری راجع به منابع استراتژی های مومنتوم معکوس براساس تجزیه سود بسیار چالش انگیز می باشد( هامالانينن [[127]](#footnote-127) ، 2007، صص 18-17).

# 3-7-2. منابع سودهای مومنتوم و معکوس

در صورتی که توضیحات منطقی و معقولی برای سودمندی استراتژی معکوس و مومنتوم وجود نداشته باشد، ممکن است الگوهای سود مشاهده شده در گذشته، یک اتفاق (پیشامد) آماری باشد. در این صورت سودمندی استراتژی های معامله در آینده غیرمحتمل می باشد، و از سویی چنانچه الگوهای مشاهده شده ناشی از تفاوت در روش پردازش اطلاعات سرمایه گذاران یا جبران ریسک باشد، سودمندی این استراتژی ها بایستی ادامه داشته باشند. نتایج تجربی مدافع فرض اخیر می باشد. شناخت منابع بازده های اضافی ناشی از به کارگیری استراتژی های مومنتوم و معکوس ازاهمیت زیادی برخوردار است. به طور کلی توضیحات مرتبط با استراتژی های مومنتوم و معکوس را می توان به توضیحات رفتاری مبتنی بر مدلهای ناکارآمدی بازار و مدل های مبتنی بر ریسک که مدافع کارایی بازار می باشند، طبقه بندی نمود (هامالانينن [[128]](#footnote-128)، 2007، ص22).

# 1-3-7-2. توضیحات رفتاری

مطالعات اولیه به منظور توضیح اثر مومنتوم و معکوس، بر روی ناکارآمدی های بازار و معایب انتشار اطلاعات[[129]](#footnote-129) تمرکز یافته اند. مسئله عدم وجود مدل قیمت گذاری دارایی منطقی به منظور توضیح سودهای استراتژی های مومنتوم به خوبی درک و تشخیص داده شده است، هم چنین توانایی مدل سه عاملی فاما و فرنچ برای توضیح برگشت بازده توسط اندیشمندان بسیاری مورد سوال قرار گرفته است. این عوامل منجر به ایجاد شاخه ای از مدل های مبهم و متعدد شده است که این مدل ها سعی در توضیح سودهای غیرعادی ناشی از به کارگیری استراتژی های معامله مبتنی بر عملکرد گذشته دارند. همان گونه که عکس العمل بیش از حد به عنوان تورش رفتاری[[130]](#footnote-130) اصلی توضیح دهنده برگشت بازده مد نظر قرار می گیرد، واکنش کمتر از حد نیز، همراه با خود همبستگی مثبت به عنوان نیرو محرکه مومنتوم مد نظر قرار می گیرد. سه مدل رفتاری شناخته شده برای توضیح بيش واكنشي و كم واكنشي توسط باربریز[[131]](#footnote-131) و همکارانش (1998)، دنیل[[132]](#footnote-132) و همکارانش (1998) و هنگ و استین[[133]](#footnote-133) (1999) پیشنهاد شده است ( همان منبع، ص23).

باربریز و همكارانش مدلشان را براساس دو نوع فرایند فرا ابتکاری که فرض می کنند سرمایه گذاران به هنگام تصمیم گیری های مالی بکار می بندند، ایجاد نموده اند. این دو فرایند نمایندگی و محافظه کاری می باشد. نمایندگی[[134]](#footnote-134) بدین معناست که اشخاص وقایع را به عنوان نماینده ای از طبقات خاص در نظر میگیرند و قوانین احتمالات را نادیده می گیرند که این نوع رفتار منجر به بیش واکنشی و سودمندی استراتژی معکوس می گردد. از سوی دیگر می توان محافظه کاری را به عنوان به روز رسانی کند و تدریجی مدل در مواجهه با شواهد جدید تعریف نمود که منجر به کم واکنشی و سودمندی استراتژی مومنتوم می گردد. علاوه بر این مدل ایشان بیان می دارد که خود همبستگی منفی در بلندمدت منجر به بازگشت بازده و همبستگی مثبت در کوتاه مدت منجر به اثر مومنتوم می گردد. مدل ایشان با ادبیات قبلی سازگار می باشد (باربریز و دیگران، 1998، ص309) [[135]](#footnote-135) .

دنیل و همكاران [[136]](#footnote-136) (1998) مدلشان را براساس تورش های روانشناختی اطمینان بیش از حد نسبت به صحت اطلاعات محرمانه و موفقیت منتسب به خود[[137]](#footnote-137) پایه ریزی نمودند.

یکی از نظریه هایی که در روانشناسی مطرح است نظریه نسبیت نام دارد، طبق این نظریه افراد حوادثی که معتبر بودن اعمال آنان را تأیید می نماید را به توانایی های خود نسبت می دهند و رویدادهایی که اقدامات آنها را تأیید نمی کند، را به عوامل خارجی یا عوامل خرابکارانه محیطی منتسب می کنند. به عبارت دیگر آنها تلاش می کنند موفقیت های خود را به توانایی های خود نسبت دهند و شکست خود را به شانس بد خود نسبت داده و یا دیگران را مقصر قلمداد کنند (نیکبخت و مرادی،1384، ص 102).

این خود اسنادی اثر مومنتوم را در کوتاه مدت افزایش می دهد، لیکن در بلندمدت منجر به برگشت بازده می گردد.

مطالعات روانشناسی نشان می دهد که اکثر مردم اطمینان بالایی در مورد توانایی های خودشان دارند و به طور غیرمنطقی نسبت به آینده خوش بین هستند. اطمینان بیش از حد به حالتی گفته می شود که افراد توانایی های خود را بیشتر از واقعیت موجود برآورد می کنند و خود را در درک مسائل و تجزیه و تحلیل آنها بهتر از دیگران می دانند از اینرو آنان، خطای پیش بینی در برآوردهای خود را کمتر از واقع در نظر می گیرند (همان منبع، ص102).

 اطمینان بیش از حد به اطلاعات منجر به واکنش بیش از حد اولیه می گردد که این امر به مومنتوم در بازده سهام منتهی می گردد. سرمایه گذاران به سیگنال های آشکار و عمومی درباره ارزش شرکت واکنش کمتر از حد نشان می دهند و از این رو بعداً برگشت بازده رخ می دهد. مطابق با مدل دنیل و همكاران مومنتوم از طریق خود همبستگی مثبت در بازده سهام در کوتاه مدت توضیح داده می شود. ایشان نشان دادند که همبستگی مثبت بازده را می توان به عنوان ماحصل بیش واکنشی مداوم در نظر گرفت. بنابراین خود همبستگی مثبت کوتاه مدت می تواند با خودهمبستگی منفی بلندمدت سازگار باشد (دنیل و دیگران [[138]](#footnote-138) ، 1998،ص1884).

هنگ و استین [[139]](#footnote-139) (1999) مدلی مبتنی بر انتشار تدریجی اطلاعات ارائه دادند. آنها اقدام به توضیح استراتژیهای معامله غیرعادی از طریق آزمون تعامل متقابل بین عوامل متباین نمودند. مدل ایشان مبتنی بر سه فرض اصلی می باشد. پیش از هر چیز آنها اظهار می دارند که بازارها متشکل از دو گروه از نمایندگان و عوامل کرندار منطقی یعنی جستجوگران اخبار داخلي[[140]](#footnote-140) و معامله گران مومنتوم[[141]](#footnote-141) می باشند. جستجوگران اخبار براساس سیگنال هایی که به طور محرمانه درباره اصول آتی دریافت نموده اند پیش بینی می نمایند، لیکن آنها به منظور استخراج سایر اطلاعات از قیمت ها شکست می خورند. معامله گران مومنتوم براساس تغییرات گذشته قیمت ها عمل می نمایند و محدودیت آنها این است که پیش بینی هایشان بایستی ساده و مبتنی بر تابع تک متغیری از قیمت های تاریخی گذشته باشد و فرض آخر اینکه اطلاعات به تدریج توسط جستجوگران اخبار داخلي منتشر می گردد.

ایشان نشان دادند که تحت این مفروضات در صورتی که فقط جستجوگران اخبار داخلي فعال باشند، قیمت ها به کندی در برابر اطلاعات جدید تعدیل می شوند. از سوی دیگر معامله گران مومنتوم سعی در بهره برداری از این واکنش کمتر از حد با به کارگیری یک استراتژی آربیتراژ ساده دارند. ایشان اقدام به جذب واکنش کمتر از حد فقط به طور جزئی می نمایند و از این طریق یک مومنتوم بیش از حد در قیمتها ایجاد می نمایند که ناچاراً در بیش واکنشی به اوج خود می رسد.

بنابراین کم واکنشی و بیش واکنشی از یک نوعی شوک ابتدایی یعنی انتشار تدریجی اخبار مرتبط با اصول اساسی ناشی می شوند (هنگ و استین [[142]](#footnote-142) ، 1999،ص 2146).

هنگ، لیم و استین (2000) در مطالعه ای که اندازه شرکت[[143]](#footnote-143) و پوشش تحلیل گر را به عنوان نمایندگی نرخ انتشار اطلاعات بکار برند، نتایجی مشابه مطالعه فوق را نشان دادند. ایشان اظهار می نمایند که انتشار تدریجی اطلاعات درواقع نیرو محرکه اثر مومنتوم می باشد .

مدارک و شواهد حامی مدل های رفتاری توسط جیگادیش و تیتمن (2001) از طریق آزمون بازده های پس از نگهداری[[144]](#footnote-144) پرتفوی های مومنتوم ارائه شده است، ایشان بازده پرتفوی های برنده و بازنده را در 60 ماه پس از تاریخ تشکیل پرتفوی آزمون کردند و دریافتند که پرتفوی های مومنتوم بازده مثبت معناداری را در 12 ماه اول پس از تشکیل پرتفوی ایجاد می نماید. که نتایج با مدل های رفتاری که پیش بینی می نمایند سودهای مومنتوم سرانجام بر می گردند، سازگار می باشد. اما این نکته که شواهد برگشت بازده در شرکتهای کوچک قوی تر می باشد وغالباً در ژانویه رخ می دهد، در خور توجه می باشد. علاوه بر این برگشت بازده فقط در سال های 1981-1965 مهم و معنادار می باشد. در طی سال های 1997-1982 بازده های پس از نگهداری ناچيز می باشند. زمانی که بازده های مومنتوم در نظر گرفته میشود، چنین تفاوت هایی وجود ندارد. این حقایق بیانگر این موضوع می باشد که اگرچه نتایج کلی بازده های پس از نگهداری با مدل های رفتاری سازگار می باشد، مدارک بایستی با احتیاط تعدیل شوند (جیگادیش و تیتمن، 2001،ص670) [[145]](#footnote-145).

کوپر وهمكاران (2004) فهمیدند همانگونه که توسط تئوری های بیش واکنشی پیش بینی شده است، بازده مومنتوم در افق زمانی طولانی بر می گردد ( کوپر ودیگران [[146]](#footnote-146) ،2004،ص1362).

با وجود این بدون پیش بینی های آشکار درباره الگوهای معامله کشف شده یا پویایی قیمت که می تواند متعاقباً آزمون شود، شکاکیت درباره چگونگی مدل های رفتاری باقی خواهند ماند.

# 1-1-3-7-2. استراتژی معکوس

اگرچه مدل های رفتاری کاملی که بتواند اثر استراتژی معکوس را توضیح دهد وجود ندارد. لیکن تحقیقات بسیاری به منظور آزمون عناصر بازده های غیرعادی معکوس در راستای کشف شواهدی از ناکارآمدی بازار انجام شده است. در اصل سودمندی استراتژی معکوس به عنوان نتیجه ای از بیش واکنشي بازار سهام در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیقات اولیه نشان می دهد که تعدیلات سود به منظور مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه **((CAPM** قادر به توضیح بازده های غیرعادی نمی باشد و هم چنین پرتفوی های مبتنی بر بازده تعدیل شده بازار به طور سیستماتیک نسبت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، بازده تقسیم شده و یا اهرم مالی فرق نمی کند. بنابراین این نتایج فرضیه بازار کارا به شکل ضعیف را چالش انگیز می نمایند (هامالانينن،[[147]](#footnote-147)، 2007، ص 26).

لاکونیشاک و همكاران [[148]](#footnote-148) (1994) عقیده دارند زمانی که ریسک توسط روش های متعارف نظیر بتا یا انحراف معیار سنجیده می شود، بازندگان گذشته (سهام های ارزشی[[149]](#footnote-149)) نسبت به برندگان گذشته (سهام های رشدی[[150]](#footnote-150)) مخاطره آمیزتر نیستند. ایشان ادعا می نمایند که سودمندی استراتژی معکوس از طریق گرایش سرمایه گذاران به اشتباهات قضاوتی[[151]](#footnote-151) و یا شاید تمایل سرمایه گذاران بنگاهی به گزینش فعالانه سهام برنده «رشدی» گذشته قابل توضیح باشد، از این رو سهام های بازنده قبلی نسبت به ریسک و بازده آنها کمتر قیمت گذاری می شوند.

توضیح دیگر اینکه شرکت کنندگان در بازار به طور موافق نرخ رشد آتی سهام های برنده را نسبت به سهام های بازنده بیشتر برآورد می کنند. زیرا بازار به رشد گذشته سهام بیش واکنشي نشان می دهد و نتیجتاً سهام های ضعیف گذشته بازده آتی بالاتری را نسبت به سهام های قوی گذشته کسب می نمایند و سودهای معکوس کوتاه مدت در ابتدا به عنوان شواهدی که قیمت بازار به اطلاعات جدید بیش واکنشي حد نشان می دهند، در نظر گرفته شده اند (لاکونیشاک و دیگران [[152]](#footnote-152) ، 1994، ص1576-1575).

در سال 1990، لو و مکینلی[[153]](#footnote-153) سودهای معکوس کوتاه مدت را از طریق تجزیه مقطعی بازده سهام بررسی نمودند و بیان کردند که سودهای غیرعادی ناشی از به کارگیری استراتژی معکوس کاملاً ناشی از بیش واکنشي قیمت به اطلاعات نمی باشد. روش کاربردی و نتایج تحقیق ایشان از ادبیات قبلی متفاوت می باشد. ایشان اثبات کردند كم واکنشي برخی از سهام ها به اطلاعات جدید می تواند منجر به سودمندی استراتژی معکوس گردد. به نظر ایشان استخراج نتیجه نهایی درباره چگونگی واکنش قیمت سهام بر مبنای سودمندی استراتژی معکوس مشاهده شده غیرممکن می باشد. و از نظر تئوری، كم واکنشي و بیش واکنشي قیمت به اطلاعات جدید می تواند منجر به سودهای معکوس گردد (لو و مکینلی[[154]](#footnote-154)،1990، ص 196)

در سال 1995، جیگادیش و تیتمن شواهد دیگری که با فرضیات بیش واکنشي و كم واکنشي سازگار بود را ارائه دادند. روش ایشان به منظور تجزیه بازده ها اندکی از روش لو و مکینلی (1990) متفاوت بود. ایشان بازده های معکوس را به اجزای قابل انتساب به واکنش قیمت سهام به اطلاعات خاص شرکت[[155]](#footnote-155) و تحقق عناصر عادی[[156]](#footnote-156) تجزیه کردند. ایشان دریافتند قیمت سهام با یک تأخیر[[157]](#footnote-157) به عوامل عادی واکنش نشان می دهد، لیکن در برابر اطلاعات خاص شرکت بیش واکنشي نشان می دهد. زمانی که به صورت مجزا بررسی می گردد؛ منابع اولیه سودهای معکوس مشاهده شده گرایش قیمت های سهام به بیش واکنشي به اطلاعات خاص شرکت می باشد، این بیش واکنشي منجر به برگشت بازده مرتبط با عناصر خاص شرکت می گردد (جیگادیش و تیتمن[[158]](#footnote-158)، 1995،ص973).

آنتونیو و همکارانش به هنگام بررسی استراتژی معکوس کوتاه مدت در بازار بورس لندن، نتایج مشابهی را ارائه دادند. ایشان اظهار می دارند که اکثر سودهای معکوس به عکس العمل افراطی در برابر اطلاعات خاص شرکت وابسته اند، درحالیکه عوامل عادی نقش کمتر و یا حتی منفی دارند (آنتونیو و همكاران[[159]](#footnote-159)، 2006،ص839).

اما در سال 1999 بیز و كاكيسي[[160]](#footnote-160) نتایجی را ارائه نمودند که فرضیه بیش واکنشي را به چالش کشیده است. ایشان نشان دادند که در صورت بررسی سودهای معکوس با استفاده از اطلاعات بین المللی، استراتژی سرمایه گذاری مبتنی بر اندازه و به ویژه قیمت، بازدهی بالاتری از استراتژی های مبتنی بر عملکرد گذشته ایجاد می نماید. از آنجا که سهام های بازنده قیمت و ارزش بازار کمتری دارند، اثر قیمت و اندازه ممکن است برخی از برگشت های قیمت مشاهده شده در سهام های بازنده و برنده را توضیح دهد، بنابراین این مسئله فرضیه بیش واکنشي را دچار تردید می نماید

همچنین رابطه سودهای معکوس با اثر ژانویه می تواند به عنوان یک چالش در برابر فرضیه بیش واکنشي قرار گیرد ( بیز و كاكيسي [[161]](#footnote-161) ،1999،ص 1122).

همان گونه که مشاهده می شود، با توجه به مدل های رفتاری، نتایج تحقیقات بسیار بحث انگیز میباشند. روش مورد استفاده برای بررسی منابع متفاوت بازده دارای نقش اساسی می باشد و از این رو نتایج با به کارگیری روش های متفاوت تغییر می کنند. روی هم رفته اتفای آرای آشکاری در میان رفتارگرایان درباره منابع سودهای معکوس وجود ندارد.

# 2-1-3-7-2. استراتژی مومنتوم

علاوه بر مدل های کامل نظری رفتارگرایانه که به منظور توضیح اثر مومنتوم توسعه یافته اند، مطالعات ریشه ای متعددی وجود دارند که سعی در توضیح اثر مومنتوم به عنوان نتیجه ای از برخی خصوصیات خاص سهام دارند. استدلالات این تحقیقات رفتاری پشتوانه ای برای شواهدی که بیان می دارند سودهای مومنتوم وابسته به خصوصیات متعدد سهام می باشند و نوعاً مرتبط با ریسک قیمت گذاری شده در مدلهای استاندارد قیمت گذاری دارایی ها نمی باشند٬ فراهم می آورد.

برخی از این خصوصیات عبارتند از مومنتوم درآمد، عامل صنعت٬ پوشش تحلیل گر و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (هامالانین[[162]](#footnote-162)، 2007، ص 28).

# 1-2-1-3-7-2. مومنتوم سود

چن[[163]](#footnote-163)، جیگادیش[[164]](#footnote-164) و لاکونیشاک (1999 و 1996) اثبات کردند که كم واکنشي به اخبار درآمدی تا حدودی می تواند سودهای مومنتوم را توضیح دهد. در سال 1993 جیگادیش و تیتمن رابطه بین اعلامیه های سود با سودهای مومنتوم را با روش مطالعه واقعه[[165]](#footnote-165) بررسی کردند، و شواهد حامی این موضوع را یافتند.

چن [[166]](#footnote-166)و همکارانش در سال 1996 توانایی بازده های گذشته و شگفتی[[167]](#footnote-167) درآمدها را در پیش بینی بازده های بعدی در افق های زمانی 6 ماهه و یک ساله با استفاده از رگرسیون چند متغیره[[168]](#footnote-168) آزمون نمودند. ایشان مومنتوم درآمد را از طریق سه معیار از اخبار درآمدها آزمون کردند، که این معیارها عبارت بودند از:1) درآمدهای استاندارد شده غیرمنتظره[[169]](#footnote-169) 2) بازده غیرعادی پیرامون اعلامیه های سود و 3) تغییرات در پیش بینی های تحلیل گران درآمد از بازده مرکب گذشته و دریافتند که استراتژی های مبتنی بر بازده های گذشته یا درآمدها، سودهای معناداری ایجاد می نماید و تفاوت نهایی اندکی بین بازده های ناشی از به کارگیری این استراتژی ها وجود دارد. و همچنین هر یک از متغیرهای مومنتوم مورد مطالعه از كم واكنشي به بخش های مختلف اطلاعاتی بهره برداری می کنند و از این رو نمی توان یکی را از دیگری استنتاج نمود. یافته های ایشان مبتنی بر نمونه گیری انجام شده طی سال های 1993-1973 می باشند، لیکن در صورت تکرار مطالعات در دوره های زمانی کوتاه تر نظیر سال های 1994-1998 نتایج تقریباً مشابه خواهد بود این یافته ها با این عقیده که بازار اخبار را فوراً در قیمتها یا درآمدهای گذشته دخیل نمیکند، سازگار می باشد (همان منبع، ص 29).

# 2-2-1-3-7-2. مومنتوم صنعت

به طور کلی ادبیات سودهای مومنتوم را با بازده های شرکت معین مرتبط می نماید. لیکن نتایج مطالعه مارکویتز و گرینبلات هنگام به کارگیری پرتفوی های صنعت به منظور بررسی اثر مومنتوم در این زمینه چالش ایجاد نمود. نمونه ایشان متشکل از سهام بورسهای نیویورک[[170]](#footnote-170)، ایالات آمریکا[[171]](#footnote-171) و نزدك[[172]](#footnote-172) طی سالهای 1995-1963 می باشد، نتایج نشان می دهد که حتی پس از کنترل اثر سایز، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار[[173]](#footnote-173)، مومنتوم سهام انفرادی، انحراف مقطعی در میانگین بازده و اثرات بالقوه ريز ساختاری[[174]](#footnote-174) (نقدینگی، هزینه معاملات و...)، پرتفوی های مبتنی بر صنعت مومنتوم بازده معناداری حدود 43/0 درصد در هر ماه در صورت به کارگیری استراتژی 6 ماهه - 6 ماهه ایجاد می نماید. به اعتقاد ایشان استراتژی مومنتوم صنعت از استراتژی مبنی بر سهام انفرادی مفیدتر می باشند و یافته های ایشان نشان دهنده اثر مومنتوم قوی در بین صنایع می باشد. به این صورت که وقتی از صنایع برنده گذشته خریداری شود و صنایع بازنده گذشته فروخته شود، بازده اضافی ایجاد می گردد.

مطالعات متعددی نشان داده اند که نتایج مارکویتز و گرینبلات [[175]](#footnote-175) (1999) در صورتی که دوره تشکیل نزدیک به دوره سرمایه گذاری است، بدیهی تر می باشد. زیرا بسیاری از سودمندی های استراتژی مومنتوم صنعت در ماه هايی که بلافاصله بعد از دوره تشکیل می باشد نمودار می شوند. (همان منبع، ص30)

# 3-2-1-3-7-2. مومنتوم قیمت

 که در آن سهامی که بر مبناي شاخص قدرت نسبی، نسبت به بقیه عملکرد بهتري داشته اند انتخاب می شوند و در دوره مشخصی از زمان نگهداري می شوند. نتایج تحقیقات نشان می دهد که با این رویکرد بازدهی اضافی نسبت به بازار بدست می آید(همان منبع ، ،199)

# 4-2-1-3-7-2. پوشش تحلیل گر

هنگ، لیم و استین[[176]](#footnote-176) در سال 2000 به آزمون این موضوع پرداختند که آیا اثر مومنتوم معلول انتشار تدریجی اطلاعات خاص شرکت می باشد یا خیر؟ ایشان به منظور مطالعه شان اقدام به بررسی سهام های معامله شده در بورس سهام نیویورک[[177]](#footnote-177) وبورس نزدك[[178]](#footnote-178) طی سالهای 1996-1976 نمودند، و پوشش تحلیلگر را به عنوان شاخص نرخ جریان اطلاعات در نظر گرفتند و به این نتیجه رسیدند که در صورت ثابت نگهداشتن اندازه، در صورتی که پوشش تحلیل گر کمتر باشد، استراتژی مومنتوم مفیدتر می باشد. متغیرهای اندازه و پوشش تحلیل گر به صورت متقابل عمل می نمایند و در بین سهام های کوچکتر، اهمیت نهایی پوشش تحلیل گر بزرگتر است. به علاوه اثر پوشش تحلیل گر برای بازندگان گذشته نسبت به برندگان گذشته قوی تر است، از این رو شرکت های دارای پوشش تحلیل گر پایین با سرعت کندتری نسبت به اخبار بد در مقایسه با اخبار خوب واکنش نشان می دهند، که این امر با تئوری مبتنی بر جریان اطلاعات خاص سازگار می باشد (هنگ و دیگران[[179]](#footnote-179)، 2000،ص265)

مکنایت و هو[[180]](#footnote-180) (2006) پوشش تحلیلگر را به عنوان نماینده ای برای توضیح مومنتوم در بازار سهام انگلستان[[181]](#footnote-181) به کار بردند، به استدلال ایشان پوششش تحلیلگر به میزان یا درجه جریان اطلاعات اطلاق میشود و یا نمایانگر تعداد تحلیلگرانی است که اطلاعات آتی شرکت را اعلان می کنند. ایشان نشان دادند که هر چه تعداد تحلیلگران روی یک سهم بیشتر باشد تحقق سود مومنتوم برای آنها کمتر محتمل است (مكنايت و هو[[182]](#footnote-182)، 2006، ص229).

# 5-2-1-3-7-2. اندازه

در راستای بررسی اثر سایز شرکت بر روی پرتفوی های مومنتوم جیگادیش و تیتمن نشان دادند که اگرچه سودهای مومنتوم نسبت به اندازه از یک منحنی وارونه **u** شکل تبعیت می نمایند، لیکن تفاوت بازده نمونه های مبتنی بر سایز بسیار کوچک می باشد، که این امر ممکن است به این علت باشد که جیگادیش و تیتمن نمونه را فقط به سه طبقه از نظر اندازه طبقه بندی نمودند و همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نزدك[[183]](#footnote-183)را مستثنی نمودند.

هنگ، لیم و استین[[184]](#footnote-184) (2000) به منظور بررسی رابطه بین سایز و سودهای مومنتوم سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس سهام آمریکا[[185]](#footnote-185)و نیویورک[[186]](#footnote-186) را به 10 دسیل طبقه بندی نمودند، و گزارش کردند که وقتی سودهای مومنتوم در برابر اندازه ترسیم می شوند، یک منحی **u** شکل وارونه ایجاد می شود، در جایی که میانگین ارزش بازار سرمایه شرکت هفت میلیون دلار «سهام بسیار کوچک» است، سودهای مومنتوم منفی می باشند، در دسیل دوم و در جایی که میانگین ارزش بازار سهام شرکت تقریباً 45 میلیون دلار است، سودهای مومنتوم به اوج خود می رسند و تقریباً 43/1 درصد در هر ماه می باشند ((66/6 **t.value**))، پس از دسیل سوم سودها به طور یکنواخت کاهش می یابد و برای بزرگترین سهام ها سودهای مومنتوم نزدیک به صفر می باشند (هنگ و دیگران[[187]](#footnote-187)، 2000،ص275).

مکنایت و هو(2006) نشان دادند که اثر مومنتوم برای شرکت های کوچکتر که اطلاعات کمتری در دسترس دارند بیشتر می باشد (مکنایت و هو[[188]](#footnote-188)،2006،ص239).

هم چنین مطالعات متعدد دیگری نشان دادند که اثر استمرار محدود به برخی از طبقات سایزی خاص نمیشود، که این امر عدم توانایی سایز به عنوان عامل ریسک را در توضیح اثر استمرار «مومنتوم» تأیید میکند.

# 6-2-1-3-7-2. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

فاما و فرنچ[[189]](#footnote-189) (1996) دریافتند شرکت های با **(BV/MV)** بالاتر شرکت های ارزشی هستند که دارای صرف ارزش هستند و در آینده سودهای بالاتری نسبت به شرکت های با **(BV/MV)** پایین تر که شرکت های رشدی می باشند و دارای کسر رشد هستند ایجاد می کنند. بر مبنای این نتایج ایشان احتمال سود مومنتوم را برای سهام ارزشی محتمل تر می دانند. ولی در مقابل لاکونیشاک (1994) استدلال می کند که بازار سهام رشدی را بالای قیمت ارزیابی می کند و سهام ارزشی را زیر قیمت ارزیابی می کند و همین باعث ایجاد صرف ارزش برای سهام رشدی می شود و بر این مبنا برای سهام رشدی احتمال ایجاد سودهای مومنتوم بیشتر است مکنایت وهو[[190]](#footnote-190) (2005) به بررسی سودهای مومنتوم با استفاده از متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در بازار سهام انگلستان پرداختند و نتایج کار ایشان بر خلاف یافته های فاما وفرنچ [[191]](#footnote-191) (1996)بود و از یافته های لاکونیشاک[[192]](#footnote-192) (1994)حمایت می کرد.(همان منبع،ص 229)

به طور کلی، توافق آشکاری را نمی توان از نتایج فوق استخراج نمود، لیکن نتایج تحقیقات فوق نشان می دهد که عوامل بوجود آورنده اثر مومنتوم متنوع می باشند. این مسئله که آیا اثر مومنتوم می تواند به عنوان یک پدیده خاص شرکت در نظر گرفته شود و یا اینکه برخی عوامل عادی قادر به توضیح آن میباشند یا خیر هنوز لاینحل باقی مانده است، به طور کلی رفتارگرایان بیشتر به عناصر خاص شرکت گرایش دارند درحالیکه مدل های مبتنی بر ریسک حامی توضیحات عوامل عادی می باشند.

# 7-2-1-3-7-2. حجم معاملات

در مطالعات بروزینسکی [[193]](#footnote-193) و همکاران 2003 حجم معاملات نیز به عنوان متغیری برای پیش بینی اندازه و مقاومت مومنتوم معرفی شده است. تحقیقات اخیر قدرت پیش بینی زیادی را برای متغیر حجم معاملات در پیش بینی بازده های سهام تأیید کرده اند و هم چنین رابطه ای قوی بین حجم معاملات و مومنتوم گزارش شده است.

از ديدگاه کارپوف [[194]](#footnote-194) ( ١987) حداقل چهار دليل براي اهميت ارتباط حجم معاملات و قيمت سهام وجود دارد:

1) در بازار هاي مالي مدلهايي مورد بحث و بررسي قرار مي گيرند که روابط بين حجم معاملات و قيمت سهام را با توجه به ميزان ورود اطلاعات به بازار، چگونگي انتشار اطلاعات، اندازه بازار و شروط قيد شده درمعاملات کوتاه مدت پيش بيني مي کنند. به همين جهت روشن شدن نحوه ارتباط حجم معاملات و بازده سهام از طريق آزمون هاي مختلف، ديدگاه ها را نسبت به بازارهاي مالي و تشخيص (تمايز) فرضيه هاي متفاوت در مورد ساختار بازار شفاف مي کند.

2) آگاهي از نحوه ارتباط حجم معاملات و قيمت سهام درمطالعات واقعه نگر[[195]](#footnote-195)، که از ترکيبي از داده هاي مربوط به حجم معاملات و قيمت سهام جهت تفاسير خود استفاده مي کنند، حائز اهميت است. تعيين همزمان نوسانات قيمت و ميزان معاملات باعث افزايش قدرت تشخيص چنين آزمون هايی می شود. در ساير آزمون ها تغييرات قيمت متاثر از نحوه ارزش گذاری اخبارجديد توسط بازار است, ولی تغييرات حجم معاملات به معنی شدت توافق يا عدم توافق مبادله گران در مورد کيفيت اطلاعات جديد است. در هر صورت تهيه يک آزمون و اعتبار نتايج آن بستگی به توزيع مشترک نوسانات قيمت و حجم معاملات دارد.

3) رابطه حجم معاملات و قيمت سهام در مباحث مربوط به توزيع تجربی قيمتهاي سفته بازي[[196]](#footnote-196) نقشي اساسی دارد. هنگامي که در يک دوره مشخص از داده هايي در فواصل زمانی معين همچون روزانه نمونه گيري مي شود، نرخ بازده در مقايسه با توزيع نرمال، توزيعي کشيده تر دارد. اين موضوع هم می تواند به علت فرضيه توزيع نرخ بازدهی با واريانس نامحدود[[197]](#footnote-197) باشد و هم می تواند به آن علت باشد که آمار تهيه شده حاصل توزيع های متفاوت با واريانس های مختلف است.

4) چگونگی و کيفيت رابطه حجم معاملات و تغيير قيمت ها تبعات مهمی برای مطالعات بازارهاي آتي[[198]](#footnote-198) دارد. تغييرات قيمت، حجم معاملات قراردادهاي آتي را تحت تأثير قرار مي دهد و در واقع در برگيرنده اين نظريه است که آيا سفته بازي به عنوان يک عامل تثبيت کننده قيمت عمل مي کند يا اينكه ثبات قيمت هاي آينده را بر هم مي زند. زمان تحويل کالا در قرار دادهاي آتي حجم معاملات را تحت تأثير قرار مي دهد و از طريق اين تغيير،احتمالاً قيمت ها نيز تغييرخواهند کرد. (نجارزاده و زيودار،١٣٨۵،ص3)

# 2-3-7-2. توضیحات مبتنی بر ریسک[[199]](#footnote-199)

توضیحات مبتنی بر ریسک حامی کارایی بازار می باشند، و عقیده دارند که بازده های غیرعادی استراتژی های معامله از طریق مدل هایی نظیر مدل قیمت گذاری داریی ها قابل توضیح می باشند و حداقل اینکه به طور کامل از طریق رفتار غیرعقلایی سرمایه گذاران قابل توضیح نمی باشند، نتایجی که از بکارگیری مدل **CAMP** پس از اطلاع از همه کمبودهای این مدل کسب شده است، ماهیتاً چالش برانگیز می باشد. بنابراین نتایج ناشی از به کارگیری مدل سه عامل فاما و فرنچ بایستی به طور اهم در نظر گرفته شود. ( هامالانينن[[200]](#footnote-200) ،2007،ص32)

# 1-2-3-7-2. استراتژی معکوس

در سال 1998 چن از اولین کسانی بود که پیشنهاد نمود بازده غیرعادی کسب شده از طریق به کارگیری استراتژی معکوس فقط جبران عادی ریسک ناشی از به کارگیری استراتژی می باشد. به اعتقاد وی بازده های غیرعادی ناشی از استراتژی معکوس به مدل و روش برآورد استفاده شده بسیار حساس می باشند، در صورت به کارگیری مدل **CAPM** و یک روش تجربی فارغ از مشکلات ناشی از تغییرات ریسک،بازده های غیرعادی ناشی از بکارگیری این استراتژی ها بسیار کوچک و احتمالاً از نظر اقتصادی بی اهمیت خواهد بود. بعدها ایشان ثابت کردند که به دلیل افزایش بتای بازندگان پس از یک دوره زیان غیرعادی و کاهش بتای برندگان پس از یک دوره سود غیرعادی، بتای برآوردی گذشته نباید بکار برده شود.

همچنین دی بونت و تالر[[201]](#footnote-201) (1987) به این موضوع پی بردند که بازده های غیرعادی مرتبط با استراتژی معکوس، زمانی که بتاها مجاز به تغییر در طی زمان هستند ناپدید می شوند. زیرا ریسک استراتژی طی زمان ثابت نمی باشد و از اینرو برآورد بازده های غیرعادی به چگونگی ریسک برآوردی حساس میباشند (همان منبع، ص 33).

در سال 1996 فاما و فرنچ[[202]](#footnote-202) به منظور توضیح نتایج دی بونت و تالر [[203]](#footnote-203) (1985) مدلی سه عاملیشان را به کار بستند. ایشان دریافتند که برگشت بازده بلند مدت می توانند تحت تأثیر مدل قرار گیرد. وقتی پرتفوی ها براساس بازده شان در 30-60 ماه قبل از تاریخ تشکیل پرتفوی ایجاد گردند، برگشت بازده بلندمدت طی سال های 1993- 1939 توسط مدل سه عاملی قابل توضیح می باشد و این مدل به دلیل اینکه سهام های با بازده بلندمدت پایین قبلی گرایش به **SMB** و **HML** مثبت دارند مؤثر واقع می گردد.

به عبارتی سهام های بازنده همانند سهام مضطر[[204]](#footnote-204) کوچک رفتار می کنند و مدل پیش بینی می نماید که بازندگان بلندمدت قبلی میانگین بازده بالاتری دارند. بنابراین این شواهد ادعا می نمایند که استراتژی معکوس دلیلی برای ناکارآمدی بازار نمی باشند و متعاقباً ابزاری برای کسب برخی از بازده های اضافی بدون در نظر داشتن بعضی از ریسک های اضافی نمی باشد. (فاما و فرنچ[[205]](#footnote-205) ، 1996، ص 62).

اما در سال 2006 آنتونیاو همکارانش مدل سه عاملی فاما و فرنچ را به منظور توضیح سودهای معکوس در بازار سرمایه لندن بکار بردند و دریافتند که این مدل سودهای غیرعادی را فقط تا اندازه ای می تواند توضیح دهد (آنتونیا و دیگران[[206]](#footnote-206) ، 2006،ص 865).

# 1-1-2-3-7-2. تورش های ریز ساختار

اگرچه به اعتقاد برخی از محققین از جمله کونراد و کول[[207]](#footnote-207) (1998) استراتژی های معکوس در افق زمانی هفتگی در دوره زمانی 1989-1962 سودمند می باشند، تحقیقات اخیر نشان داده اند که سودمندی استراتژی های کوتاه مدت ممکن است ساختگی و نادرست باشند، زیرا این سودمندی ها توسط تورش های ریز ساختار بازار نظیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش[[208]](#footnote-208) ایجاد شده اند و معاملات در بورس اوراق بهادار به قیمت های پیشنهادی خرید یا فروش رخ می دهد.

بنابراین قیمت های ثبت شده دربرگیرنده یک اشتباه اندازه گیری به اندازه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می باشند و از آنجایی که قیمت ها بین قیمت های پیشنهادی خرید و فروش نوسان میکنند، بازده اوراق بهاداری که در فواصل زمانی نزدیک اندازه گیری شده اند، همبستگی سریالی منفی[[209]](#footnote-209) را نمایش خواهند داد.

کونراد، گوتکین و کول[[210]](#footnote-210) در سال 1997 نشان دادند که با به کارگیری بازده های قیمت پیشنهادی برای سهام های بورس نزدیك[[211]](#footnote-211) بخش اصلی برگشت قیمت کوتاه مدت می تواند توسط خطاهای قیمت های پیشنهادی خرید و فروش در معاملات که منجر به همبستگی سریالی منفی در بازده اوراق بهادار انفرادی می شود، قابل توضیح باشد. با وجود این فقط بخشی از برگشت بازده در سهام بورس هاي آمريكا، و نيويورك از طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می تواند قابل توضیح باشد.

همچنین فاما در سال 1991 نشان دادند که شواهد برگشت بازده کوتاه مدت جیگادیش[[212]](#footnote-212) (1990)،لهمن[[213]](#footnote-213) (1990)، لو و مکینلی [[214]](#footnote-214) (1990) ممکن است حداقل تا اندازه ای به علت اشتباهات اطلاعات مأخوذه از مرکز تحقیقات در قیمت های اوراق بهادار[[215]](#footnote-215) باشد.

لورن و ریتر[[216]](#footnote-216) (1996) نشان دادند که وقتی پرتفوی ها براساس یک متغیر نظیر عملکرد گذشته، قیمت یا اندازه تشکیل می شوند، اثر ترکیبی سایر متغیرها همبسته موجود، اثر آن متغیرها را اغراق آمیز[[217]](#footnote-217) می نماید لذا به سختی می توان گفت که چه میزان از استراتژی معکوس به علت تحمل ریسک و چه مقدار از آن به علت واکنش افراطی می باشد.

دیسناک[[218]](#footnote-218) در سال 1994 نشان داد که برآورد عملکرد پرتفوی به نحو چشمگیری به روش مورد استفاده برای محاسبه بازده های دوره های تشکیل و آزمون حساس می باشد. با وجود این می توان نتیجه گرفت که نتایج توضیحات مبتنی بر ریسک برای سودهای غیرعادی معکوس به دلیل توانایی توضیح مدل سه عاملی فاما و فرنچ خیلی بحث انگیز نمی باشد. البته تردید در مورد اینکه آیا مدل سه عاملی توصیف گر واقعیت می باشد یا خیر، می تواند علت برخی از مباحثات پیرامون منشاء استراتژی معکوس باشند. (هامالانينن[[219]](#footnote-219)، 2007، صص 33-34).

# 2-2-3-7-2.استراتژی مومنتوم

مدل سه عاملی فاما و فرنچ به منظور توضیح بازده های غیر عادی ناشی از به کارگیری استراتژی مومنتوم نیز به کار برده شده است . اما بر خلاف سودهای معکوس، این مدل قادر به توضیح سودهای مومنتوم نمی باشد.

 فاما وفرنچ [[220]](#footnote-220) (1996) دریافتند که الگوهای موقعیت بازندگان در برابر برندگان، نسبت به کوتاه مدت یا بلند مدت بودن عملکرد گذشته بی تفاوت می باشند، مدل سه عاملی برای بازده های پس از دوره تشکیل پرتفوهای بازنده و برنده کوتاه مدت برگشت را پیش بینی می نماید و استمرار مشاهده شده را نادیده می انگارد. در واقع فاما و فرنچ(1996) اظهار می نمایند که پس از تعدیل ریسک بر اساس مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای و مدل سه عاملی شان بازده های غیر عادی مومنتوم به طور حاشیه ای افزایش می يابد.

جیگادیش وتیتمن [[221]](#footnote-221) (1993) اثبات نمودند بتای پرتفوی های بازنده گذشته بالاتر از بتای پرتفوی های برنده قبلی می باشد لذا وقتی مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای یا مدل سه عاملی به کار می رود، به نظر می رسد هیچ پاداشی برای ریسک مرتبط با سودهای مومنتوم وجود ندارد (همان منبع،ص 35).

اگرچه شواهد تجربی بیانگر عدم توانایی مدل های قیمتگذاری موجود در توضیح سودهای غیر عادی مومنتوم می باشد، لیکن ادبیات اخیر بیشتر بر روی آزمون توضیحات مبتنی بر ریسک متمرکز بوده است. یکی از قدیمی ترین و مهمترین مطالعات در این زمینه توسط کارهرت[[222]](#footnote-222) (1997) انجام شده است، در این مطالعه مومنتوم به عنوان عامل مستقل ریسک درنظر گرفته شده است و از اینرو سود می تواند جبران ریسک بزرگتر باشد، کارهرت مومنتوم را به عنوان عاملی برای بررسی عملکرد صندوق های مشترک سرمایه گذاری به کار می برد و اقدام به ایجاد یک مدل چهار عاملی با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ و مومنتوم یکساله جیگادیش و تیتمن می نماید، این مدل را برای ارزیابی بازده های غیر عادی بدین صورت می توان نوشت:

(2-7)

نتایج این تحقیق بیانگر توانایی مدل فوق در توضیح تغییرات قابل ملاحظه بازده می باشد. همبستگی عوامل با یکدیگر و نماینده بازار بسیار پایین می باشد، یعنی مدل چهار عاملی قادر به توضیح واریانس سری های زمانی قابل ملاحظه می باشد. این مدل خطاهای مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای و مدل سه عاملی را به طورقابل توجهی بهبودمی بخشد. اشتباهات مدل سه عاملی فاما و فرنچ برای پرتفوی های بازنده سال قبل به شدت منفی و برای پرتفوی های برنده سال قبل به شدت مثبت می باشد٬ لذا با افزودن عامل مومنتوم این اشتباهات تنزل می یابد. این مطالعه نشان می دهد عامل مومنتوم معیاری از ریسک می باشد، زيرا با افزودن آن به مدل سه عاملی اشتباهات قیمت گذاری به طور اساسی کاهش می یابد، اما تفسیراین عامل ریسک همچنان لاینحل باقی می ماند (كارهرت [[223]](#footnote-223) ، 1997،ص61).

# 8-2. تحقيقات داخلي مرتبط با موضوع تحقيق

فدايي نژاد و صادقي(1385) به بررسی سودمندي استراتژي هاي مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران در طي سالهاي 1380 – 1384 پرداختند نتایج این تحقیق در بورس تهران حاکی از آن است که هر کدام از این رویکردها در یک دوره زمانی مشخصی برتر(سودمند) می باشند. به طوري که براي یک افق زمانی یک ماهه، سه ماهه و شش ماهه استراتژي مومنتوم می تواند خالق بازدهی اضافی باشد و براي افق هاي زمانی طولانی تر استراتژي معکوس سودمندتر می باشد.. همچنین با توجه به اینکه این استراتژي ها صرفا از اطلاعات گذشته به بازده اضافی دست می یابند، کارایی بورس تهران در سطح ضعف را رد می نمایند.(فدايي نژاد و صادقي، 1385، ص 1)

شفیعی (1386) به بررسی سودمندی راهبرد سرمایه گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای 1378 – 1383 با به کارگیری دوره های تشکیل و نگهداری 3، 6، 9 و 12 ماهه پرداخت، نتایج این تحقیق حاکی از آن است که راهبرد سرمایه گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران که جزء بازار های نوظهور به شمار می رود سودمند است.(شفیعی، 1386، ص 1)

محمدرضا نیکبخت و محمد مرادی (1384) به ارزیابی واکنش بیش اندازه سهامداران عادی دربورس سهام اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری تحقیق آنها شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است واطلاعات مورد نیازشان را از گزارشات ماهیانه و روزانه و هفتگی بورس جمع آوری کردند.شواهد به دست آمده از تحقیق ایشان نشان می دهد که سهامداران عادی نسبت به اطلاعات واکنش بیش اندازه نشان می دهند زیرا میانگین بازده غیرعادی پرتفوی برنده در دوره آزمون کم تر از میانگین بازده یر عادی انباشته در دوره تشکیل بوده است . هم چنین میانگین بازده غیر عادی انباشته پرتفوی بازنده در دوره آزمون بیشتر از میانگین بازده غیر عادی انباشته دردوره تشکیل بوده است از این رو اگر سرمایه گذاران سهامی را در گذشته زیانده بوده است خریداری کنند و سهامی که سوده آور بوده است را بفروشند سود بیشتری خواهند برد . براساس نتایج به دست آمده از تحقیق آنها می توان با به کارگیری راهبرد سرمایه گذاری معاملاتی معکوس بازده اوراق بهادار را افزایش داد. (نیکبخت ومرادی ، 1384، ص 1)

داريوش دموري ، سعيد سعيدا ، احمد فلاح زاده ابرقويي(1387) بررسي عكس العمل بيش از اندازة سرمايه گذاران به الگوهاي عملكرد گذشتة شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دورة زماني تحقيق هشت ساله از سال 1378 تا 1385 مي باشد. جامعة آماري تحقيق ، شر كت ها ي پذيرفته شده در بورس اوراق بهاد ار تهران است . روش تحقيق آزمون پرتفوليو مي باشد. شواهد بدست آمده در اين تحقيق حكايت از اين دارد كه سهامداران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به سه متغير فروش ، سود قبل از اقلام غير مترقبه و بازد ه سهام شركت ها ، عكس العمل بيش از اندازه نشان مي دهند ولي نسبت به جريان نقدي شركت ها، عكس العمل بيش از اندازه نشان نمي دهندانتظار مي رود كه سهام شركتي كه از لحاظ سود، فروش و بازده سهام عملكرد موفقي را در گذشته تجربه نموده است، ضرورتا فرصت مناسبي براي سر مايه گذاري نباشد زيرا قيمت اين سهام مي تواند بسيار بالا تعيين شده باشد به طوري كه ارزش ذاتي اين سهام پايينتراز قيمت بازار آن باشد. از طرف ديگر سهام شركتي كه به لحاظ ميزان فروش، سود و بازده سهام از موفقيت كم تري برخوردار بوده است، داراي قي متي پايين تر از ارز ش ذاتي است. در اين حالت هر چند اين شركت يك شركت موفق نيست ولي سهام آن فرصت خوبي براي سرمايه گذاري به حساب مي آيد. (دموري ، سعيدا، ابرقويي، 1387، ص 1)

حسن قاليباف اصل، شهاب الدين شمس ، محمدجواد سادهوند( 1389 ) در پژوهشی به بررسي سودآوري استراتژيهاي شتاب سود و قيمت در بورس اوراق بهادار تهران و ارزيابي اثر عوامل بازده غيرعادي، سود غيرمنتظره استاندارد شده، نسبت قيمت به سود هر سهم، ارزش دفتري به ارزش بازار هر سهم و همچنين اندازه شركت، بر روي بازده اين استراتژيها طي دوره زماني 1383-1387پرداختند مهم ترين آن ها اين است كه با استفاده از استراتژيهاي شتاب سود و قيمت ميتوان بازده اضافي در بورس اوراق بهادار تهران كسب كرد. نتايج آزمون فرضيه ها نشان داد، استراتژي شتاب قيمت در بازههاي زماني 3،6 و 12 ماهه و استراتژي شتاب سود در بازههاي زماني 3 و 6 ماهه در بورس اوراق بهادار تهران سودآور هستند؛ اما سودآوري استراتژي شتاب سود در دوره زماني يك ساله تأييد نشده است. در فرضيه سوم به اين نتيجه رسيديم كه در دوره زماني 3 و 6 ماهه متغيرهاي مستقل مدل توجيه كننده بازده اضافي ناشي از شتاب قيمت هستند اما در دوره زماني يك ساله عوامل ديگري غير از متغيرهاي مستقل ذكر شده در مدل، در كسب بازده اضافي حاصل از شتاب قيمت تأثيرگذار هستند. در فرضيه چهارم رابطه معنادار استراتژي شتاب سود و قيمت در بازه زماني 3 و 6 ماهه تأييد شده است؛ اما در بازه زماني يكساله رابطه معناداري بين اين دو متغير مشاهده نشد. (قاليباف ,شمس,سادهوند، 1389، ص 1)

ساسان مهراني ، علي اكبر نونهال نهردر پژوهشی به ارزيابي فرضيه واكنش كمتر از حد انتظار سرمايه گذاران كه توسط جگاديش و تيتمن ارايه گرديده با استفاده از بازده هاي كوتاه مدت سهام پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بين سال هاي 1378 تا 1385 پرداخته اند. نتايج حاصل از اين پژوهش برخلاف بسياري از پژوهش هاي خارجي، حاكي از عدم واكنش كُند و كمتر از حد انتظار سرمايه گذاران در دوره هاي زماني 6 ماهه مي باشد؛ بدين ترتيب نمي توان از طريق به كارگيري راهبرد سرمايه گذاري قدرت نسبي (مومنتوم ) در بورس اوراق بهادار تهران در دوره هاي زماني 6 ماهه به بازده مازاد بااهميتي دست يافت.

# 9-2. خلاصه فصل دوم

همانطور كه در اين فصل اشاره گرديد، ادبيات غني و قابل ملاحظه اي راجع به قابليت پيش بيني بازده سهام بر مبناي بازده هاي گذشته در ادبيات مالي مستند شده است، دو استراتژي مهم و پر كاربرد در ميان سرمايه گذاران استراتژي هاي مومنتوم و معكوس مي باشند، در اين استراتژي ها كه دو گزينه متقابل هستند، تلاش مي گردد با استفاده از عملكرد گذشته عملكرد آينده پيش بيني شود و بازده اضافي ايجاد گردد. در صورتي كه توضيحات منطقي و معقولي براي الگوهاي سود مشاهده شده وجود نداشته باشد ممكن است الگوهاي سود مشاهده شده در گذشته يك اتفاق آماري باشد، از اين رو شناخت منابع بازده اضافي ناشي از به كارگيري استراتژي هاي مومنتوم و معكوس از اهميت زيادي برخوردار است.

در اين تحقيق مدل هاي متفاوتي كه به منظور توضيح سودمندي استراتژي هاي مومنتوم و معكوس به كار گرفته شده اند به دو دسته توضيحات رفتاري مبتني بر ناكارآمدي بازار و مدل هاي مبتني بر ريسك كه مدافع كارايي بازار مي باشند طبقه بندي مي گردد.

توضيحات مبتني بر ريسك حامي كارايي بازار مي باشند و عقيده دارند كه بازده غير عادي ناشي از به كارگيري استراتژي ها ي معامله، از طريق مدل هايي نظير مدل هاي قيمت گذاري دارايي هاي سرمايه اي قابل توضيح مي باشند و حداقل اينكه به طور كامل از طريق رفتار غير عقلايي سرمايه گذاران قابل توضيح نمي باشند.

رفتارگرايان شديداً معتقدند بين بازده هاي ناشي از به كارگيري استراتژي هاي مومنتوم و معكوس، و کم واکنشی و بیش واکنشی رابطه وجود دارد و اين موضوع از طريق ناكارآمدي هاي بازار و رفتار سرمايه گذاران قابل توضيح است.

# منابع فارسي:

1. تلنگی،م، 1383 " **تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری**" مجله تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره 17 ص 25-3
2. تلنگی،م، علی راعی، 1383،"**مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته**"، مجله تحقیقات مالی دانشگاه تهران، ص112-120
3. دموري، د، سعيد سعيدا و احمد فلا حزاده ابرقويي،" **بررسي عكس العمل بيش از اندازه سرمايه گذاران به الگوهاي عملكرد گذشته شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"** , فصلنامه بررسي هاي حسابداري و حسابرسي , 1387, 54,15 , 47-62
4. سعيدي. ع، 1386،"**مالي رفتاري**" ،ماهنامه بورس، شماره 69، صفحه 9-4
5. شفیعی.ا، 1386،"**بررسی سودآوری راهبرد سرمایه گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران**"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
6. فدایی نژاد. م.ا،محمد صادقی. ،1389،" **بررسی سودمندي استراتژي های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران**"، صفحه 19-1، منبع سایت ([www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) )
7. فرهانيان. م.ج، 1386،"**نظريه پيش نگري**،"، ماهنامه بورس، شماره 69، صفحه23- 18.
8. قاليباف اصل, ح، شهاب الدين شمس, و محمدجواد ساده وند ،1389،" **بررسي بازده اضافي استراتژي شتاب سود و قيمت در بورس اوراق بهادار تهران**" , بررسي هاي حسابداري و حسابرسي,61,17, صص 99 تا 116
9. گجراتی، د، ترجمه حمید ابریشمی، 1385،"**مبانی اقتصاد سنجی**"،جلد دوم ، چاپ چهارم، انتشارات دانشگاه تهران.
10. مهراني، س، و علي اكبر نونهال نهر.، 1387،" **ارزيابي واكنش كمتر از حد مورد انتظار سرمايه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران".** فصلنامه بررسي هاي حسابداري و حسابرسي، 54,15, 117-136
11. نيك بخت.م، محمودمرادي. 1384**،" ارزيابي واكنش بيش از اندازه سهامداران عادي در بورس اوراق بهادار تهران،"**، بررسی های حسابداری وحسابرسی دانشگاه تهران، شماره ، 40 صفحه 122-97.
12. نيكبخت، م. ر،و مهدي مرادي،1384،" **ارزيابي واكنش بيش از اندازه سهامداران عادي در بورس اوراق بهادار تهران**"، بررسي هاي حسابداري و حسابرسي،شماره 40 ، صص 97-122

# منابع لاتین:

1. Antoniou A., Galariotis E. C., Spyros I. S. (2006), " ***Short-term Contrarian Strategies in the London Stock Exchange: Are they profitable? Which factors affect them?*** " Journal of Business Finance and Accounting, vol. 33. no. 5&6, p.p. 839–867.
2. Bachelor’s,( 2007),” ***Thesis, Momentum And Contrarian Investment Strategies”,*** Lapoeenranta University OF Technology School of BusinessFinance, Anomalies" The Journal of Finance, vol 51, no 1, p.p 55–84.
3. Barberis N., Schleifer A., Vishny R,( 1998), "***A Model of Investor Sentiment***", Journal of Financial Economics, vol. 49, no. 3, p.p. 307–343.
4. Baytas A., Cakici N, (1999), "***Do Markets Overreact: International Evidence***", Journal of Banking & Finance, vol. 23, no 7, p.p. 1121-1144.
5. Brabazon T,( 2000), " ***Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?***" Department of Accountancy University College Dublin, p.p 1-8 available in http://introduction.behaviouralfinance.net/Brab00.
6. Burton, G.Malkiel, (2003), "***The Efficient, Markett Hypothiesis and It’s critics,***" Journal of Economic Perspectives, vol. 17, no. 1, pp. 1-47.
7. Carhart M. M. (1997), "***on Persistence in Mutual Fund Performanc*** ," the Journal o f Finance, vol. 1, p.p. 57-82.
8. Conrad J., Kaul G. (1998): “***An Anatomy of Trading Strategies***”. The Review of Financial Studies, vol. 11, no. 3, p.p. 489–519.
9. Cooper M. C, Gutierrez R. C. JR., Hameed A, (2004), "***Market States and Momentum***," The Journal of Finance, vol. 59, no. 2, p.p 1345–1365.
10. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A.( 1998), "***Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions***," The Journal of Finance, vol. 53, no. 6, p.p 1839–1884.
11. David. Lesmond, Michael J. Schill, Chunsheng Zhou, (2004) “*The illusory nature of momentum profits*”, www.sciencedirect.com, Journal of Financial Economics 71 349–380
12. Donald.B.K.,( 2006), "***Financial Market Anomalies***", Working paper, p.p 1–14 available in <http://Finance> Wharton upenn edu.
13. Doukas J., & McKnight P. (2005), "***European momentum strategies, information diffusion, and investor conservatism***" European Financial Management, vol 11, no 3, p.p 313–338.
14. Fama E. F., French K. R, (1996), "***Multifactor Explanations of Asset Pricing*** ,The Journal of Finance , vol 54, no 6, pp. 2143-2184.
15. Grinblatt M., Titman S, (1989), “***Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings***” Journal of Business vol 62, no3, pp.394-415.
16. Hamalainen, J,( 2007), "***Momentum and Contrarian Investment Strategies***", Bachelor’s Thesis, pp1-51 available in <http://oa> dori.fi/ bitstream.
17. Hon, M.T., Tonks.I,( 2003), “***Momentum in the UK stock market***”, Journal of Multinational Financial Management vol 13, no (1), PP. 43–70.
18. Hong H., Lim T., Stein J. C. (2000): “***Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies***”. The Journal of Finance, vol. 55, no. 1, p. 265-295.
19. Hong H., Stein J.C, (1999), "***A Unified Theory of underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets*** ", The Journal of Finance , vol 54, no 6, pp. 2143-2184.
20. Jagadeesh N., Titman S., )1995(, "***Ovrreaction Delayed reaction, and Contrrian investment "***The Review of Financial Studies, vol 8, no 4, p.p 973–993.
21. Jagadeesh N., Titman S., )2001(, "***Profitability of Momentum Startegie:An Evaluation of Eeplanations***", The Journal of Finance, vol 50, no 2, pp. 699-720
22. Jagadeesh N., Titman S.,( 1993), "***Returns to Buying Winner and selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency***"The Journal of Finance, vol 48, no 1, p.p. 65-91.
23. John A. Doukas and Phillip J. McKnight, (2003) ,”**European Momentum Strategies**”, Information Diffusion, and Investor Conservatism,
24. Johnston, J, and Dinardo, J.) 1997(, "**Econometric Method**" th Edition
25. Jonson M, Linblom H, Platan P,) 2002(,***" BehavioralFinance and change of Investor Behavior During and after the speculative at the End of 1990***"s, Masters Thesis in finance, school of Economics and management, Lound, p.p 1–87.
26. Joseph Kang, Ming-Hua Liu, Sophie Xiaoyan Ni, (2002) ,” ***Contrarian and momentum strategies in the China stock market”:*** 1993–2000, www.elsevier.com, 10 243– 265
27. Kannadhasan M. )2003(, "***Role of Behavioural Finance in Investment Decisions***" available in www. Bim.edu.
28. Kenneth L,) 2005(, ***"Is The Ffma And French Three Factor Model Better Than The Ccpm***?" Master of ART in The Department of Economics, p.p 1–48 available in [http://](http://oa)ir.lib.sfu.ca.
29. Lakonishok J, Schleifer A, Vishny R. (1994): “***Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk***“. The Journal of Finance, vol. 49, no. 3, p.p. 1541–1578.
30. Laura Xiaolei Liu, Lu Zhang, (2008***),”Momentum Profits, Factor Pricing***”, and Macroeconomic Risk,( rfs.oxfordjournals.org)
31. Lewellen J. (2002): “***Momentum and Autocorrelation in Stock Returns***”. The Review of Financial Studies, vol. 15, no. 2, Special 2002, p.p 533–563.
32. Lo A. W., McKinlay, A. C.( 1990), "***When are contrarian profits due to stock overreaction?"*** Review of Financial Studies, vol. 3, no. 2, pp. 175–205.
33. McKnight.P.J, Hou.T.C.T, (2006), "***The determinantst of momentum in the United kingdom*** ", Quarterly Review of Economics And Finance,vol 46, no 2, pp (227-240).
34. Moskowitz T. J., Grinblatt M. (1999), "***Do Industries Explain Momentum?***" The Journal of Finance, vol. 54, no. 4, p.p. 1249–1290.
35. Nikos S Thomadis,( 2003),"***The Implications of Behavioral Finance for the Modeling of securities prices***", Financial Engineering & managment, p.p 1–18 available in [www.quantnotes](http://www.quantnotes) .com.
36. Patricia Chelley-Steeley, Antonios Siganos, (2008),”  ***Momentum profits in alternative stock market structures***”, www.sciencedirect.com, 131–144
37. Phillip J. McKnighta, , Tony C.T. Houb, (2006) , “***The determinants of momentum in the United Kingdom***”, The Quarterly Review of Economics and Finance ,46 227–240
38. Ricciardi.V and .simon K,( 2000), "***What is Behavioral Finance***?" Business Education and Technology, Journal, vol 2, no 2, p.p. 1-9.
39. Rindisbacher.M, (2002), "***Efficient Market Hypothesis Informational Effeciency of Financial Market***", p.p 1-6 available in [www.rotman.](http://www.rotman.) Utoronto.ca.
40. Ritter, Jay R,( 2003), "***Bihavioural Finance***" Finance Journal vol.11 No 4, p.p 429 – 437.
41. Rouwenhorst K. Geert (1998): “***International Momentum Strategies***”. The Journal of Finance, vol. 53, no. 1, p.p. 267–284.
42. Ying-Foon Chow, Ming Liu, Xinting Fan, (2008),”***Broad-market return persistence and momentum profits”,*** www.sciencedirect.com 181–188
1. momentum [↑](#footnote-ref-1)
2. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-2)
3. Conrad and Kaul [↑](#footnote-ref-3)
4. Markowitz& [↑](#footnote-ref-4)
5. Rouwenhorst [↑](#footnote-ref-5)
6. Doukas and McKnight [↑](#footnote-ref-6)
7. McKnight and Hou [↑](#footnote-ref-7)
8. Hong , Lim and [↑](#footnote-ref-8)
9. Hong et al [↑](#footnote-ref-9)
10. McKnight and Hou [↑](#footnote-ref-10)
11. 3Keynes [↑](#footnote-ref-11)
12. 4John hicks [↑](#footnote-ref-12)
13. 5Nicholas kaldor [↑](#footnote-ref-13)
14. 6John burwilleams [↑](#footnote-ref-14)
15. 1Modern portfolio theory [↑](#footnote-ref-15)
16. Johns [↑](#footnote-ref-16)
17. Miller [↑](#footnote-ref-17)
18. Modiyliani [↑](#footnote-ref-18)
19. Markowitz [↑](#footnote-ref-19)
20. Sharp [↑](#footnote-ref-20)
21. Lintner [↑](#footnote-ref-21)
22. Black [↑](#footnote-ref-22)
23. Scholes [↑](#footnote-ref-23)
24. Merton [↑](#footnote-ref-24)
25. expected utility theory [↑](#footnote-ref-25)
26. Risk averse [↑](#footnote-ref-26)
27. Jonson et al [↑](#footnote-ref-27)
28. Bourton and Malkiel [↑](#footnote-ref-28)
29. week form efficiency [↑](#footnote-ref-29)
30. semi strong form efficiency [↑](#footnote-ref-30)
31. strong form efficiency [↑](#footnote-ref-31)
32. Rindisbacher [↑](#footnote-ref-32)
33. Markowitz [↑](#footnote-ref-33)
34. Tobin [↑](#footnote-ref-34)
35. Kenneth [↑](#footnote-ref-35)
36. Jonson M, Linblom H, Platan [↑](#footnote-ref-36)
37. Debonte [↑](#footnote-ref-37)
38. Thaler [↑](#footnote-ref-38)
39. short term trends (momentum) [↑](#footnote-ref-39)
40. Donald kim [↑](#footnote-ref-40)
41. Basu [↑](#footnote-ref-41)
42. Dreman [↑](#footnote-ref-42)
43. Kahneman & Tversky [↑](#footnote-ref-43)
44. Nicholas [↑](#footnote-ref-44)
45. Tomaidis [↑](#footnote-ref-45)
46. January effect [↑](#footnote-ref-46)
47. Size premium [↑](#footnote-ref-47)
48. Blume and Stambaugh [↑](#footnote-ref-48)
49. Bid – ask spread [↑](#footnote-ref-49)
50. Donald Keim [↑](#footnote-ref-50)
51. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-51)
52. Burton, G.Malkiel [↑](#footnote-ref-52)
53. Behavioral Finance [↑](#footnote-ref-53)
54. sciology [↑](#footnote-ref-54)
55. pychology [↑](#footnote-ref-55)
56. Riccardi & Smon [↑](#footnote-ref-56)
57. Johnston et al [↑](#footnote-ref-57)
58. cognitive Phsycology [↑](#footnote-ref-58)
59. limit to Arbitrage [↑](#footnote-ref-59)
60. Ritter [↑](#footnote-ref-60)
61. Stiffen ross [↑](#footnote-ref-61)
62. Miss-pricing [↑](#footnote-ref-62)
63. Timediz [↑](#footnote-ref-63)
64. Kahneman and Tversky [↑](#footnote-ref-64)
65. Risk averse [↑](#footnote-ref-65)
66. Johnston [↑](#footnote-ref-66)
67. Loss Aversion [↑](#footnote-ref-67)
68. Mental Accounting [↑](#footnote-ref-68)
69. Self Control [↑](#footnote-ref-69)
70. Regret Aversion [↑](#footnote-ref-70)
71. Kannadhasan [↑](#footnote-ref-71)
72. - Jonson [↑](#footnote-ref-72)
73. sensation [↑](#footnote-ref-73)
74. perception [↑](#footnote-ref-74)
75. pattern recognition [↑](#footnote-ref-75)
76. attention [↑](#footnote-ref-76)
77. learning [↑](#footnote-ref-77)
78. memory [↑](#footnote-ref-78)
79. concept formation [↑](#footnote-ref-79)
80. thinking [↑](#footnote-ref-80)
81. imaging [↑](#footnote-ref-81)
82. remembering [↑](#footnote-ref-82)
83. language [↑](#footnote-ref-83)
84. emotion [↑](#footnote-ref-84)
85. development process [↑](#footnote-ref-85)
86. heuristic [↑](#footnote-ref-86)
87. Johnston [↑](#footnote-ref-87)
88. Kannadhasan [↑](#footnote-ref-88)
89. Overconfidence [↑](#footnote-ref-89)
90. Johnston [↑](#footnote-ref-90)
91. Anchoring [↑](#footnote-ref-91)
92. gamblers fallacy [↑](#footnote-ref-92)
93. Brabazon [↑](#footnote-ref-93)
94. availability bias [↑](#footnote-ref-94)
95. Kannadhasan [↑](#footnote-ref-95)
96. Shefrin [↑](#footnote-ref-96)
97. ELsen,1998 [↑](#footnote-ref-97)
98. Debonet&Taler [↑](#footnote-ref-98)
99. over reaction [↑](#footnote-ref-99)
100. under reaction [↑](#footnote-ref-100)
101. extrapolation [↑](#footnote-ref-101)
102. Brabazon [↑](#footnote-ref-102)
103. momentum strategy [↑](#footnote-ref-103)
104. contrarian strategy [↑](#footnote-ref-104)
105. cross-sectional differences [↑](#footnote-ref-105)
106. time series [↑](#footnote-ref-106)
107. Lo and Mckinlay [↑](#footnote-ref-107)
108. walk model [↑](#footnote-ref-108)
109. Autocorrelation [↑](#footnote-ref-109)
110. Lewellen [↑](#footnote-ref-110)
111. Past Winner [↑](#footnote-ref-111)
112. Past Loser [↑](#footnote-ref-112)
113. return reversal [↑](#footnote-ref-113)
114. abnormal return [↑](#footnote-ref-114)
115. lead-lag [↑](#footnote-ref-115)
116. Hamalainen [↑](#footnote-ref-116)
117. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-117)
118. relative strength strategy [↑](#footnote-ref-118)
119. Levy [↑](#footnote-ref-119)
120. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-120)
121. Levy&Mkeleni [↑](#footnote-ref-121)
122. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-122)
123. Levy&Mkeleni [↑](#footnote-ref-123)
124. Levy&Mkeleni [↑](#footnote-ref-124)
125. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-125)
126. Lewellen [↑](#footnote-ref-126)
127. Hamalainen [↑](#footnote-ref-127)
128. Hamalainen [↑](#footnote-ref-128)
129. Information Diffusion [↑](#footnote-ref-129)
130. Behavioral Bias [↑](#footnote-ref-130)
131. Barberis [↑](#footnote-ref-131)
132. Daniel [↑](#footnote-ref-132)
133. Hong and Stein [↑](#footnote-ref-133)
134. Representativeness [↑](#footnote-ref-134)
135. Barberis et al [↑](#footnote-ref-135)
136. - Daniel et al [↑](#footnote-ref-136)
137. Self-Attribution [↑](#footnote-ref-137)
138. - Daniel et al [↑](#footnote-ref-138)
139. Hong & Stein [↑](#footnote-ref-139)
140. news watchers [↑](#footnote-ref-140)
141. momentum traders [↑](#footnote-ref-141)
142. Hong & Stein [↑](#footnote-ref-142)
143. firm size [↑](#footnote-ref-143)
144. post holding return [↑](#footnote-ref-144)
145. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-145)
146. - Cooper et al [↑](#footnote-ref-146)
147. Hamalainen [↑](#footnote-ref-147)
148. Lakonishok et al [↑](#footnote-ref-148)
149. value stock [↑](#footnote-ref-149)
150. glamour stock [↑](#footnote-ref-150)
151. Judgmental Error [↑](#footnote-ref-151)
152. Lakonishok et al [↑](#footnote-ref-152)
153. Lo and Mckinlay [↑](#footnote-ref-153)
154. Lo and Mckinlay [↑](#footnote-ref-154)
155. Firm Specific Information [↑](#footnote-ref-155)
156. Common Factor [↑](#footnote-ref-156)
157. Delay [↑](#footnote-ref-157)
158. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-158)
159. Antoniou [↑](#footnote-ref-159)
160. Baytas And Cakici [↑](#footnote-ref-160)
161. Baytas A., Cakici [↑](#footnote-ref-161)
162. Hamalainen [↑](#footnote-ref-162)
163. Chan [↑](#footnote-ref-163)
164. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-164)
165. event study [↑](#footnote-ref-165)
166. Chan [↑](#footnote-ref-166)
167. surprise [↑](#footnote-ref-167)
168. multiple regression [↑](#footnote-ref-168)
169. Standard Unexpected Earnings [↑](#footnote-ref-169)
170. New York Exchange [↑](#footnote-ref-170)
171. American Stock Exchange [↑](#footnote-ref-171)
172. National Association of Securities Dealers Automated Quatations [↑](#footnote-ref-172)
173. Book-to-Market Equity [↑](#footnote-ref-173)
174. Potential Microstructure Influence [↑](#footnote-ref-174)
175. Markowitz and Grinblatt [↑](#footnote-ref-175)
176. Hong ,Lim and Stein [↑](#footnote-ref-176)
177. AMEX [↑](#footnote-ref-177)
178. National Association of Securities Dealers Automated Quatations [↑](#footnote-ref-178)
179. Hong et al [↑](#footnote-ref-179)
180. McKnight and Hou [↑](#footnote-ref-180)
181. United kingdom [↑](#footnote-ref-181)
182. McKnight and Hou [↑](#footnote-ref-182)
183. National Association of Securities Dealers Automated Quatations [↑](#footnote-ref-183)
184. Hong ,Lim and Stein [↑](#footnote-ref-184)
185. NYSE [↑](#footnote-ref-185)
186. AMEX [↑](#footnote-ref-186)
187. Hong et al [↑](#footnote-ref-187)
188. Macknight and Hou [↑](#footnote-ref-188)
189. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-189)
190. Macknight and Hou [↑](#footnote-ref-190)
191. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-191)
192. Lakonishok [↑](#footnote-ref-192)
193. [↑](#footnote-ref-193)
194. karoif [↑](#footnote-ref-194)
195. Event Studies [↑](#footnote-ref-195)
196. Speculative prices [↑](#footnote-ref-196)
197. Distribution of Infinite Variances [↑](#footnote-ref-197)
198. Future Markets [↑](#footnote-ref-198)
199. Risk-Based Explanations [↑](#footnote-ref-199)
200. Hamalainen [↑](#footnote-ref-200)
201. Debonet&Taler [↑](#footnote-ref-201)
202. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-202)
203. Debonet&Taler [↑](#footnote-ref-203)
204. Distressed Stock [↑](#footnote-ref-204)
205. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-205)
206. Antoniou [↑](#footnote-ref-206)
207. Conrad and Kaul [↑](#footnote-ref-207)
208. Bid-Ask Bounce [↑](#footnote-ref-208)
209. Negative Serial Correlation [↑](#footnote-ref-209)
210. Conrad and Kaul [↑](#footnote-ref-210)
211. National Association of Securities Dealers Automated Quatations [↑](#footnote-ref-211)
212. Jagadeesh [↑](#footnote-ref-212)
213. lehman [↑](#footnote-ref-213)
214. Lo and Mckinlay [↑](#footnote-ref-214)
215. CRSP [↑](#footnote-ref-215)
216. Loughran and Ritter [↑](#footnote-ref-216)
217. Overstate [↑](#footnote-ref-217)
218. Dissanike [↑](#footnote-ref-218)
219. Hamalainen [↑](#footnote-ref-219)
220. Fama E. F., French [↑](#footnote-ref-220)
221. Jagadeesh and Titman [↑](#footnote-ref-221)
222. carhart [↑](#footnote-ref-222)
223. carhart [↑](#footnote-ref-223)