

## چگونگی تأثیر عامل روند حرکت بر بازده سهام

داریوش فروغی\*

عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

بهاره خورسندی فر

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

### چکیده

نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه‌ی بازدهی به دست آمده، با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می‌افزایش ثروت سهامداران به عنوان هدف اصلی واحد تجاری مطرح گردیده است لذا یک واحد تجاری باید به گونه‌ای عمل کند که با کسب بازده مناسب، ثروت سهامداران را افزایش دهد. بازده در فرایند سرمایه‌گذاری نیروی محرکه‌ای است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بنابراین بازده سهام و عوامل اثرگذار بر آن، از جمله موضوعاتی است که مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. عوامل متعددی می‌تواند بر بازده سهام اثرگذار باشد که از آن جمله می‌توان به روند حرکت سهام اشاره نمود. در این راستا مقاله حاضر به تشریح مبانی نظری مربوط به روند حرکت سهام می‌پردازد.

**واژه‌های کلیدی:** روند حرکت قیمت سهام، پرتفوی برنده، پرتفوی بازنده

### مقدمه

روند حرکت سهام مفهومی در علم فیزیک است که بیان می‌دارد که یک جسم در حال حرکت گرایش دارد که همچنان در حرکت باقی بماند مگر اینکه نیرویی از خارج بر آن وارد شود (قانون اول نیوتن). به عبارت دیگر مصداق این قانون در بازار این است که یک روند قیمتی تمایل دارد که باقی بماند تا زمانی که یک نیروی خارجی جلوی آن را بگیرد.

این نوع تداوم قیمت سهام موجب می‌شود که دو نوع استراتژی در خرید و فروش سهام توسط سرمایه‌گذاران به کار گرفته شود: استراتژی روند حرکت سهام و استراتژی روند معکوس سهام

الف) استراتژی‌های روند حرکت سهام: این استراتژی با بهره‌گیری از خود همبستگی مثبت در بازدهی اوراق بهادار به کار می‌رود. منظور از خود همبستگی مثبت این است که در معادله‌ی عوامل موثر بر بازده سهام بین اجزا اختلال (یعنی عوامل دیگری که بر بازده سهام موثر است اما به آن‌ها توجه نشده است) همبستگی مثبت وجود دارد، برای از بین بردن این همبستگی باید وقفه (متغیر وابسته تاخیری) ایجاد شود که این متغیر وابسته تاخیری همان بازدهی اوراق بهادار در یک دوره قبل از دوره فعلی می‌باشد که در کنار سایر عوامل موثر بر بازده سهام به عنوان متغیر مستقل بر بازدهی اوراق بهادار در دوره فعلی تأثیر مستقیم دارد و سرمایه‌گذاران بر این مبنای خرید و فروش سهام می‌پردازند. (چانگک چر\_ ۲۰۰۸).

در این استراتژی بازدهی اضافی با خرید سهام برنده گذشته (یعنی سهامی که در دوره زمانی مشخص در گذشته دارای بازدهی بالا بوده است) و فروش سهام بازنده گذشته (یعنی سهامی که در دوره زمانی مشخص در گذشته دارای بازدهی پایین بوده است) به دست می‌آید. (جاگادیش و تیتمن- ۱۹۹۳).

ب) استراتژی روند معکوس سهام: مبنای اساسی این استراتژی این است که اکثریت سرمایه‌گذاران در بازار اشتباه می‌کنند و روندهای اخیر بازدهی در بازار معکوس خواهند شد. در واقع این استراتژی بر مبنای بهره‌گیری از خود همبستگی منفی در بازدهی اوراق بهادار می‌باشد. منظور از خود همبستگی منفی این است که در معادله‌ی عوامل موثر بر بازده سهام بین اجزا اختلال همبستگی منفی وجود دارد که برای از بین بردن آن وقفه، متغیر وابسته تاخیری، ایجاد می‌شود که این متغیر

تأخیر همان بازدهی دوره قبل می‌باشد که بر بازدهی فعلی سهام تأثیر معکوس دارد. (چانگ و چر -۲۰۰۸).

در این استراتژی بازدهی اضافی با خرید سهام بازنده گذشته و فروش سهام برنده گذشته به دست می‌آید. تمپلتون اعتقاد دارد که این خیلی صبر و حوصله می‌خواهد که وقتی همه می‌خرند بفروشی و وقتی که تب فروش بالا است بخری. بر اساس این استراتژی وقتی که غالب بازار به یک شکل فکر و عمل می‌کنند، به احتمال زیاد اکثر آن‌ها اشتباه می‌کنند، بنابراین باید به جایی رفت که جمعیت وجود ندارد. (هان و تانکز -۲۰۰۳).

با توجه به اینکه در حال حاضر در بازارهای سرمایه دنیا این دو استراتژی معامله و مدیریت پرتفوی به صورت گسترده ای مورد استفاده قرار می‌گیرند و نیز در تحقیقات متعدد اخیر سودمندی آن‌ها در ایجاد بازدهی اضافی تایید شده است، روند حرکت سهام موضوع مورد بررسی در مقاله حاضر است. به همین منظور در ادامه به بیان انواع روند حرکت سهام، پژوهش‌های مرتبط با روند حرکت سهام، دلایل پدیده روند حرکت سهام پرداخته می‌شود.

## انواع روند حرکت سهام

روند حرکت سهام شامل: روند حرکت سود، روند حرکت صنعت و روند حرکت قیمت است.

### الف) روند حرکت سود:

در این نوع تداوم روند استدلال می‌شود سهامی که به تازگی شگفتی در سود داشته‌اند، در آینده نزدیک نیز در همان جهت عمل خواهند کرد. شگفتی در سود (SUE) تفاوت بین آن چیزی که بازار انتظار دارد که شرکت به دست آورد از آنچه شرکت واقعاً به دست می‌آورد تعریف شده است و به صورت رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

رابطه (۱)

$(EPS) / \text{پیش بینی شده سه ماهه} - EPS \text{ واقعی سه ماهه} (= \text{شگفتی در سود})$

(انحراف استاندارد سودهای غیرمنتظره در ۸ فصل پیش (یعنی دوره زمانی کوتاه مدت گذشته)

یک شگفتی سود مطلوب که در آن سود واقعی از انتظار بازار بالاتر است، موجب می شود سرمایه گذاران پیرامون باورهای سوددهی شرکت تعدیلاتی به وجود آورند که این تعدیلات در قیمت سهم منعکس می شود و باعث افزایش قیمت سهام می شود و در نتیجه در آینده نیز این روند مطلوب ادامه می یابد و سهم بازدهی خوبی خواهد داشت، بر عکس یک شگفتی سود نامطلوب که در آن سود واقعی از انتظار بازار پایین تر است منجر به کاهش در قیمت سهم می شود در نتیجه این روند نامطلوب ادامه می یابد و سهم بازدهی خوبی نخواهد داشت.

ب) روند حرکت صنعت:

یکی دیگر از انواع روند حرکت، روند حرکت صنعت است که ادعا می کند صنایعی که در گذشته نزدیک عملکرد و بازدهی خوب یا بدی داشته اند، در آینده نیز این بازدهی را ارایه خواهند کرد. به عنوان مثال گرینبلات و مارکوویتز (۱۹۹۹) یک اثر روند حرکت قوی را در بین صنایع کشف کردند. به این صورت که وقتی از صنایع برنده گذشته خریداری شد و صنایع بازنده گذشته فروخته شد بازدهی اضافی ایجاد گردید. (دو و دیننگ، ۲۰۰۵).

ج) روند حرکت قیمت سهام:

نوع دیگر روند حرکت، روند حرکت قیمت سهام است که در آن سهامی که نحوه عملکرد آن ها در مقایسه با بازده بازار نسبت به بقیه سهام عملکرد بهتری داشته اند انتخاب می شوند و در دوره مشخصی از زمان نگهداری می شوند، با این رویکرد بازدهی اضافی به دست می آید. در واقع طبق این رویکرد سهامی که در دوره زمانی گذشته بازده غیرعادی بالاتری داشته اند در آینده نیز بازده بالاتری خواهند داشت. بازده غیرعادی تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار سهم می باشد.

بازده واقعی هر سهم عادی با توجه به موارد زیر تعیین می‌شود: الف) نوسان قیمت سهم در طول دوره سرمایه‌گذاری، ب) سود نقدی هر سهم، پ) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام، ت) سود سهمی یا سهام جایزه.

معمولاً مدل‌های متفاوتی جهت محاسبه بازده مورد انتظار سهم استفاده شده است. محققان مالی و سرمایه‌گذاری برای شرایط خاص مدل‌های خاصی را توصیه کرده‌اند. در اکثر تحقیقات مربوط به واکنش بیش از اندازه و یا کمتر از حد مورد انتظار از دو مدل بازده تعدیل شده بازار و مدل بازار استفاده شده است.

به عنوان مثال آلبرت، هندرسون، کلر، توماس، کرایزنوسکیو، زنگ از مدل بازده تعدیل شده بازار استفاده کرده‌اند. در روند حرکت قیمت سهم نیز از مدل بازده تعدیل شده بازار استفاده شده است. طبق این مدل فرض می‌شود که بازده مورد انتظار برای تمامی اوراق بهادار مشابه است و بازده هر ورقه بهادار مشابه بازده بازار است. از این رو خواهیم داشت:

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

$$E(R_{it}) = \text{بازده مورد انتظار سهم } i \text{ در دوره } t$$

$$R_{mt} = \text{بازده بازار در دوره } t$$

در نتیجه بازده غیرعادی برای تک سهم به صورت رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

رابطه (۲)

$$it = Rit - R_{mt}$$

$$R_{mt} = \text{بازده در دوره } t$$

$$R_{it} = \text{بازده واقعی سهم در دوره } t$$

سپس بازده غیر عادی تجمعی تعدیل شده نسبت به بازده بازار (CAR) در دوره مشاهده یعنی دوره ای که اثر آن بر بازدهی فعلی سهم مورد بررسی قرار می‌گیرد به صورت رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

رابطه (۳)

$$CAR = \sum_{i=1}^t \mu_{it}$$

بر مبنای این رویکرد، سهامی که از CAR بالاتری در یک دوره برخوردار بوده‌اند در آینده نیز بازدهی بالاتری خواهند داشت. (بالکلی و نواسها، ۲۰۰۵، نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴).

### پژوهش‌های مرتبط با روند حرکت سهام

سودآوری استراتژی روند حرکت سهام برای اولین بار توسط جاگادیش و تیتمن در سال ۱۹۹۳ کشف شد. آن‌ها نشان دادند که استراتژی خرید سهام برنده و فروش سهام بازنده که بر مبنای عملکرد سهام در ۳ تا ۱۲ ماه گذشته (دوره تشکیل) تعیین می‌شود می‌تواند بازده معناداری (در حدود ۱ درصد) در هر ماه در ۳ تا ۱۲ ماه آینده (دوره آزمون) ایجاد کند.

آن‌ها این نتیجه را بر اساس تشکیل پرتفوی‌های بر مبنای بازدهی گذشته در دوره ۱۹۸۹-۱۹۶۵ کشف کردند. روش کار آن‌ها به این صورت بود که سهام را بر اساس بازدهی ۳ تا ۱۲ ماه گذشته در ده پرتفوی با وزن مساوی طبقه بندی کردند و استراتژی خود را خرید پرتفوی برنده یعنی پرتفوی متشکل از سهامی با بازدهی بالا در این دوره و فروش پرتفوی بازنده یعنی پرتفوی متشکل از سهامی با پایین‌ترین بازده در این دوره قرار دادند و نشان دادند با این استراتژی بازدهی اضافی ایجاد می‌شود. پژوهش‌های بعدی به منظور بررسی دقیق‌تر پدیده‌ی روند حرکت سهام در دوره‌های زمانی مختلف و با تشکیل پرتفوی‌های مختلف در کشورهای متفاوت انجام شد که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود.

راون هورست در سال ۱۹۹۸ سودمندی استراتژی روند حرکت یا استمرار بازدهی میان مدت را در بازارهای بین‌المللی بررسی کرد. برای این پژوهش از بازدهی دوازده کشور اروپایی استفاده شد تا ده پرتفوی بر مبنای بازدهی دوره سه تا دوازده ماه گذشته تشکیل شود. در این پژوهش نتیجه گیری شد که پرتفوی برنده نسبت به پرتفوی بازنده با بیش از یک درصد بازده در ماه بهتر

عمل می‌کند. استدلال آن‌ها این گونه بود که غیر ممکن است که سودهای ناشی از پدیده‌ی روند حرکت ناشی از شانس باشد.

در پژوهش‌های دیگر پدیده روند معکوس که دقیقاً مخالف پدیده‌ی روند حرکت سهام است کشف شده است که در آن توصیه می‌شود سهامی که در گذشته عملکرد خوبی داشته‌اند به فروش رسند و سهامی که عملکرد ضعیفی داشته‌اند خریداری شوند.

در پژوهش دی بونت و تالر (۱۹۸۵، ۱۹۸۷) وجود روند حرکتی معکوس اثبات شد که در آن پیشنهاد می‌شد خرید سهام بازنده گذشته و فروش سهام برنده گذشته می‌تواند منجر به بازدهی اضافی در طول سه تا پنج سال آینده گردد. این دو پژوهش گر کار خود را با این سؤال آغاز کردند که آیا قیمت سهام از خود واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهد. در این پژوهش شرکت‌های که سهام آن‌ها در قلمرو زمانی سال‌های ۱۹۶۲ تا ۱۹۸۲ در NYSE مبادله می‌شوند انتخاب شدند و بر اساس بازده غیر عادی تجمعی سه ساله رتبه بندی شدند سپس سهام رتبه بندی شده در هر سه سال در قالب دو پرتفوی دسته بندی شدند. یکی پرتفوی برنده متشکل از ۳۵ سهم که در دوره تشکیل بازدهی بالایی داشته‌اند و دیگری پرتفوی بازنده متشکل از ۳۵ سهم که در دوره تشکیل بدترین عملکرد را داشتند. سپس بازدهی هر یک از پرتفوی برنده و بازنده در سه سال بعدی (دوره آزمون) اندازه گیری شد و نتیجه گیری شد که در این مدت متوسط بازده پرتفوی بازنده سالیانه حدود ۸ درصد از متوسط بازده پرتفوی برنده بیشتر بوده است. آن‌ها نشان دادند که بازندگان تاریخی نسبت به برندگان تاریخی گذشته بهتر عمل خواهند کرد.

لهمن (۱۹۹۰) روند معکوس بازده را برای یک دوره یک هفته‌ای در بورس نیویورک بررسی کرد. وی با تشکیل پرتفوهای بازنده و برنده یعنی پرتفوهایی که در یک هفته بازده غیرعادی پایین یا بالایی داشته‌اند دریافت که پرتفوی بازنده در هفته بعد، بازده غیرعادی مثبت و پرتفوی برنده، بازده غیرعادی منفی داشته است. (چانگ چر، ۲۰۰۸).

### دلایل پدیده روند حرکت سهام

از زمانی که جاگادیش و تیمن در سال ۱۹۹۳ پدیده روند حرکت سهام را مشخص کردند بسیاری از پژوهش‌ها در پی یافتن دلیلی برای این پدیده بودند. بعضی از این دلایل مطابق با فرضیه

بازار کارا و برخی مخالف با آن می‌باشند. در بازار کارای سرمایه جریان ورود اطلاعات با حجم بسیار زیاد به طور مرتب تداوم داشته و سرمایه گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. واکنش منطقی سرمایه گذاران موجب تعدیل قیمت اوراق بهادار برای رسیدن به ارزش‌های واقعی (ذاتی) می‌شود. به دلیل وجود شرایط رقابتی، دست‌اندرکاران بازار نمی‌توانند به اتکای اطلاعات گذشته و یا مهارت شخصی خود، بازدهی بیشتر از بازده بازار کسب کنند. از طرفی چون اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می‌شود؛ پیش بینی روند قیمت اوراق بهادار حتی در آینده نزدیک امکان پذیر نیست. از این رو، سرمایه گذاران با به‌کارگیری راهبردهای سرمایه گذاری مشخصی از قبیل راهبردهای روند حرکت و روند معکوس سهام نمی‌توانند بازده سرمایه گذاری خود را افزایش دهند. در چنین بازاری به‌کارگیری راهبردهای سرمایه گذاری مشخص برای شناسایی سرمایه گذاری‌های سودآور، با شکست مواجه می‌شوند ولی در یک بازار غیر کارا اولاً اطلاعات به وفور و به سرعت در بازار پخش نمی‌شوند. ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی تفاوت بوده و یا ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد مورد انتظار باشد. بعضی از اوقات ممکن است بازار واکنش کم‌تری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد. در این گونه بازارها، تحلیل گران قوی وجود ندارند که اطلاعات را دریافت و درست ارزیابی کرده و تصمیم بگیرند. بنابراین قیمت به درستی تعیین نمی‌شود. از این رو کسی احساس امنیت نمی‌کند. زیرا وی اطمینان ندارد؛ قیمتی را که برای یک ورقه بهادار دریافت یا پرداخت می‌کند عادلانه است. (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴).

با توجه به مفهوم بازار کارا دلایل و استنباط در مورد پدیده روند حرکت سهام به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند: دلایل مدافع مفهوم بازار کارا، دلایل نقض کننده‌ی بازار کارا.

الف) به دلیل اینکه استراتژی روند حرکت سهام در تقابل مستقیم با مفاهیم پذیرفته شده کارایی بازار قرار می‌گیرد، زیرا فرضیه بازار کارا ادعا می‌کند روند و الگوی خاصی در بازدهی و قیمت اوراق بهادار وجود ندارد و رفتار قیمت‌ها تصادفی و غیرقابل پیش‌بینی می‌باشد. مطابق فرضیه کارایی بازار عملکرد پرتفوی مستقل از عملکرد گذشته آن است. بنابراین تایید سودمندی این استراتژی‌ها می‌تواند چالشی اساسی در مقابل تئوری نوین مالی و بحث کارایی بازار ایجاد نماید. (هان و تانکز، ۱۹۹۳).



لذا در این دسته تلاش می‌شود که از مفهوم کارایی بازار دفاع شود. رویکرد آن‌ها سود حاصل از پدیده روند حرکت را به عواملی چون جبران منصفانه ریسک، خود همبستگی بین بازده‌ها، همبستگی سریالی بین بازده‌ها و تفاوت‌های مقطعی بازده مورد انتظار نسبت می‌دهد. در ادامه به بیان بعضی از این دلایل پرداخته می‌شود.

فاما و فرنچ (۱۹۹۶) در بررسی تأثیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازاری و بازده بازار بر بازده مورد انتظار سهام دریافتند که سهامی که اندازه کوچک و نسبت ارزش دفتری به بازاری بالا دارند سهام بازنده فعلی هستند لذا این عوامل سبب ایجاد ریسک بالاتر برای این سهام می‌گردد و سرمایه گذاران بازده مورد انتظار خود از این سهام را افزایش می‌دهند. با این استدلال بازدهی گذشته یک سهم تأثیر معکوس بر بازدهی مورد انتظار آینده سرمایه گذاران دارد و پدیده روند معکوس سهام تایید می‌گردد ولی هیچ دلیلی برای پدیده روند حرکت سهام توسط فاما و فرنچ ارائه نشد.

کرناند و کاول (۱۹۹۸) معتقد بودند که موفقیت استراتژی‌های روند حرکت و روند معکوس به افق زمانی مورد نظر بستگی دارد. آن‌ها با یک بررسی بلند مدت موفقیت استراتژی روند حرکت سهام را در بلند مدت و استراتژی روند معکوس را در کوتاه مدت نشان دادند. آن‌ها استدلال کردند که سودهای روند حرکت سهام فقط به خاطر تفاوت‌های مقطعی در بازدهی مورد انتظار به جای الگوی سری زمانی بازده ایجاد می‌شود. آن‌ها استدلال کردند که سودهای روند حرکت سهام می‌تواند ناشی از این امر باشد که بعضی از سهام به خاطر وجود یک سری از عوامل ریسک ناشناخته ریسکی تر می‌شوند، که این عوامل ریسکی هم در گذشته و هم در آینده وجود دارد. به عبارتی اگر بازدهی اضافی به خاطر عوامل ریسک غیر سیستماتیک ناشناخته بالاتر (پایین تر) ایجاد شود چنین سهامی قادر خواهند بود در آینده نیز به این بازدهی بالاتر (پایین تر) دست یابند. با این نگرش دیگر سودهای روند حرکت سهام با بحث کارایی نیز سازگار می‌شود و تناقض از بین می‌رود.

جاگادیش و تیتمن (۲۰۰۱) دریافتند که عملکرد سهام بعد از گذشت یک سال معکوس می‌گردد. آن‌ها معتقد بودند که پدیده روند معکوس به دلیل واکنش‌های بیش از اندازه یا کمتر از اندازه سرمایه گذاران می‌باشد و تنها با استفاده از مدل‌های رفتاری قابل توجیه می‌باشد و با کارایی

بازار در تناقض است و این انتقادی بر پژوهش کنراند و کاول بود. جاگادیش و تیمن استدلال می‌کنند که اگر سودهای روند حرکت به خاطر تفاوت مقطعی در بازدهی به دلیل عوامل ریسک ناشناخته باشد این عوامل ریسک همیشه وجود دارند، پس برندگان گذشته (بازندگان گذشته) بایستی بازدهی بالاتر (پایین‌تر) خود را به طور نامحدود در آینده ادامه دهند. ولی آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بازدهی مازاد بازار پرتفوی‌های روند حرکت (برندگان منهای بازندگان) فقط برای دوازده ماه اول بعد از تشکیل پرتفوی مثبت است و اگر اتفاق خاصی نیفتد بازدهی مازاد بعد از دوازده ماه منفی است.

برک و دیگران (۱۹۹۹) یک مدل بر مبنای ارتباط بین سرمایه‌گذاری‌های شرکت، دارایی‌ها و نرخ رشد شرکت با بازده مورد انتظار مقطعی ایجاد کردند. که از نظر آن‌ها این عوامل در کوتاه مدت پدیده روند معکوس را تایید می‌کرد یعنی سهام بازنده گذشته سرمایه‌گذاری، دارایی و نرخ رشد نامطلوب داشته که در آینده کوتاه مدت این عوامل سبب می‌شود افراد بازده مورد انتظار خود را به دلیل افزایش ریسک ناشی از این عوامل افزایش دهند پس روند بازدهی معکوس می‌گردد، ولی در آینده بلند مدت انتظار می‌رود که این شرکت‌ها بتوانند این گزینه‌ها را بهبود بخشند یعنی سرمایه‌گذاری‌ها، دارایی‌ها و نرخ رشد مطلوب ایجاد کنند و این باعث کاهش نرخ بازده مورد انتظار آینده خواهد شد. یعنی بازده پایین در گذشته تأثیر مستقیم بر بازده مورد انتظار در آینده بلند مدت دارد و در نتیجه پدیده روند حرکت سهام تایید می‌شود.

جانسن (۲۰۰۲) مدل ساده‌ای را ایجاد کرد که در آن نشان داد پدیده روند حرکت سهام از ارتباط مثبت بین نرخ رشد شرکت و رشد سود تقسیمی مورد انتظار سهام حاصل می‌شود.

گراندی و مارتین (۲۰۰۱) با استفاده از بازدهی تعدیل شده بر اساس ریسک (ضریب آلفا، عرض از مبدأ) در مدل سه عاملی فاما و فرنچ، سودمندی استراتژی روند حرکت سهام را تایید کردند. آن‌ها بیان کردند که قسمت زیادی از نوسان‌های عملکرد پرتفوی برنده و بازنده با استفاده از فاکتورهای ریسک در مدل سه عاملی فاما و فرنچ مشخص می‌شود یعنی این فاکتورها باعث افزایش بازده مورد انتظار پرتفوی برنده گذشته و کاهش بازده مورد انتظار پرتفوی بازنده گذشته در آینده می‌باشد.

سایر دلایل مبتنی بر ریسک برای بررسی سود ناشی از پدیده‌ی روند حرکت سهام حول متغیرهای خرد اقتصادی و وضعیت بازار می‌باشد.

لیو و دیگران (۲۰۰۵) دریافتند که یکی از این متغیرها، نرخ رشد تولید صنعتی است که می‌تواند پدیده روند حرکت سهام را توجیه کند.

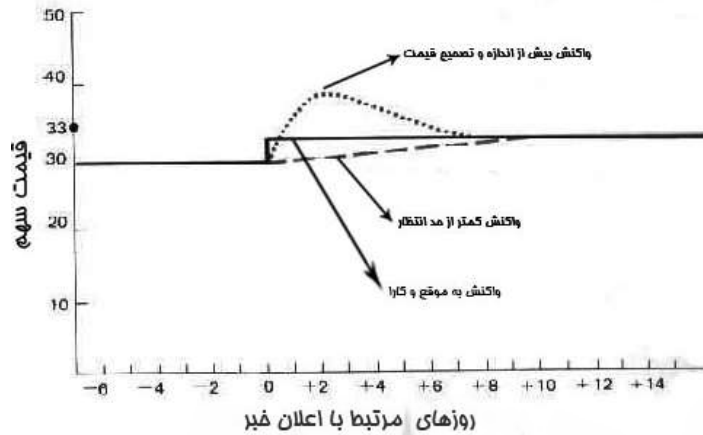
گریفین و مارتین (۲۰۰۳) بیان کردند که سود ناشی از پدیده روند حرکت نمی‌تواند از طریق فاکتورهایی که کردیا و شیواکومار بیان کردند توضیح داده شود. آن‌ها بیان داشتند که پدیده روند حرکت بدون توجه به موقعیت اقتصادی وجود دارد و چرخه ریسک تجاری نمی‌تواند پدیده‌ی روند حرکت را توجیه کند. آن‌ها استراتژی‌های روند حرکت سهام را در چهل کشور در دورترین نقاط جهان بررسی کردند. در این مطالعه این نتیجه حاصل شد که استراتژی‌های روند حرکت سهام در آمریکای شمالی، اروپا و امریکای لاتین سودآور هستند. اما در آسیا سودآوری قابل ملاحظه‌ای ندارند.

ب) دسته دوم پدیده‌ی روند حرکت سهام را در مقابل فرضیه کارایی بازار می‌دانند. به اعتقاد فاما در بازار کارآمد سرمایه، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود دارای رفتار منطقی هستند و قیمت سهام به طور منطقی تعیین شده و منعکس‌کننده تمام اطلاعات در دسترس در بازار است. اما شواهد بسیار زیادی از رفتار غیر عادی قیمت سهام به دلیل واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و یا واکنش کم تر از حد مورد انتظار آنان در دوره‌های زمانی کوتاه مدت و بلند مدت در بازارهای بورس اوراق بهادار دنیا وجود دارد. (چانگک چر\_ ۲۰۰۸).

به طور کلی در نگاره شماره (۱) حالات مختلف واکنش بازار اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید نشان داده شده است. فرض کنید زمان صفر اعلام رویداد (اطلاعات جدید) است. اطلاعات جدید باعث افزایش قیمت بازار اوراق بهادار می‌شود. اگر بازار کارا باشد؛ در زمان اعلام خبر قیمت ورقه از ۳۰ دلار به ۳۳ دلار افزایش می‌یابد. ولی حالات مختلف دیگری نیز ممکن است اتفاق افتد. ممکن است در موقع اعلام خبر بازار نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از حد مورد انتظار نشان دهد و قیمت ورقه بهادار طی چند روز تعدیل شده و به قیمت واقعی نزدیک شود؛ که در این صورت بازار از کارایی لازم برخوردار نیست. هم چنین ممکن است

مدت زمانی طول بکشد تا قیمت بازار اوراق بهادار مرتباً افزایش یافته و به سطح واقعی آن برسد. که در این صورت نیز بازار از کارایی لازم برخوردار نیست. (هاگن - ۱۹۹۷).

#### نگاره شماره (۱)



بنابراین سرمایه گذاران رفتارهای غیر منطقی و غیر عقلایی شامل عکس العمل بیش از اندازه و یا کمتر از حد مورد انتظار خواهند داشت. پس تلاش می شود بر مبنای دلایل رفتاری و روانشناسی به توجیه پدیده روند حرکت سهام پرداخته شود.

در این زمینه گریفین و تیورس کی (۱۹۹۲) نقش اطلاعات را در بازارهای مالی مورد بررسی قرار دادند آن‌ها در بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که افراد اطلاعات را از دو جنبه‌ی قوت/شدت و وزن مورد بررسی قرار می دهند.

قوت یا شدت دلالت می کند به این که اطلاعات چقدر مطلوب (خوشایند) و چقدر نامطلوب (ناخوشایند) هستند. وزن هم به این معناست که اطلاعات چقدر واقعیت دارند. بررسی آن‌ها نشان داد که افراد بیشتر به قوت توجه می کنند تا وزن؛ بنابراین در واکنش بیش از حد، این افراد به سیگنال‌های اطلاعاتی وزن کم و قوت بالا می دهند و بالعکس در واکنش کمتر از حد به اطلاعات وزن زیاد و قوت پایین می دهند. بنابراین اگر اطلاعات دارای قوت بالا باشد سریعاً در قیمت‌ها

منعکس شده و بازدهی سهم را تحت تأثیر قرار می‌دهد و باعث ایجاد بازدهی مزاد بازار مثبت یا منفی می‌گردد و اگر اطلاعات دارای قوت پایین باشد به تدریج در قیمت‌ها منعکس شده و بازدهی سهم را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در واقع طبق فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه، قیمت سهام در نتیجه خوش بینی یا بدبینی بیش از اندازه سرمایه‌گذاران، دور از ارزش واقعی خود تعیین می‌شود و حرکات معکوس قیمت سهام در بلند مدت از عملکرد گذشته شرکت قابل پیش‌بینی است. (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴).

فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه بر خلاف فرضیه بازار کارا که بخش جدایی‌ناپذیر اقتصاد مالی مدرن است، در حقیقت کارایی بازار سهام را حتی در شکل ضعیف آن نیز نقض می‌کند، زیرا طبق فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه، قیمت‌های سهام بر اساس ارزیابی منطقی از سود سهامی که انتظار می‌رود در آینده تقسیم شود، تعیین نمی‌گردد زمانی که چندین رخداد مثبت و منفی به صورت متوالی رخ می‌دهد، در این حالت بازار اعتقاد می‌یابد که این روند در بلند مدت نیز ادامه می‌یابد. بنابراین، نسبت به قیمت سهام عکس‌العمل بیش از اندازه نشان می‌دهد؛ مثلاً اگر سود هر سهم شرکتی در سه فصل گذشته رشد خوبی را نشان دهد، بازار به اشتباه تصور می‌کند که این موفقیت در آینده نیز همچنان ادامه خواهد داشت. بنابراین، قیمت سهام بر پایه این انتظار دچار تورم می‌شود. زمانی که این مسئله برای بازار مشخص می‌شود، کاهش تورم موجود در قیمت سهام آغاز می‌شود؛ یعنی الگوی معکوس شدن قیمت سهام قابل مشاهده می‌باشد. بنابراین در کوتاه مدت استراتژی روند حرکت و در بلند مدت استراتژی روند معکوس سهام وجود دارد. (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۷).

باربریز و دیگران (۱۹۹۸) روند حرکت سهام را نتیجه عکس‌العمل بیش از اندازه می‌دانند. یعنی قیمت سهام بیش از آنچه باید افزایش یا کاهش می‌یابد. آن‌ها عنوان کردند که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات شخصی خود اعتماد بیش از حد دارند به ویژه اگر این اطلاعات را با تلاش بیش از حد به دست آورده باشند. اگر این اطلاعات شخصی بیان‌گر پیش‌بینی‌های مثبت در مورد آینده شرکت باشد، اعتماد بیش از حد باعث می‌شود قیمت سهام در بازار بسیار افزایش یابد و بالعکس اگر این پیش‌بینی‌های منفی باشد، این اعتماد بیش از حد باعث می‌شود که قیمت سهام در بازار بسیار کاهش یابد. عامل دیگری که می‌تواند باعث واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران

شود؛ خوش بینی افراد است. خوش بینی افراد باعث می شود که آن ها به اخبار بی نهایت خوب، واکنش بیش از حد و به اخبار بی نهایت بد واکنش کمتر از حد نشان می دهند. بنابراین افراد واکنش اشتباهی به اخبار از خود نشان می دهد که حداقل به طور مقطعی می تواند از واکنش منطقی آن ها نسبت به عدم اطمینان درآمدهای بالاتر نشأت گرفته باشد. هم چنین گاهی ممکن است سرمایه گذاران وزن کمتری به اخباری که در یک یا دو روز اعلام شده اند بدهند اما در مقابل به اخباری که برای چندین روز تکرار شده اند وزن بیشتری بدهند.

زانگ (۲۰۰۶) بیان می کند که اگر دلایل ایجاد پدیده روند حرکت سهام به دلیل تمایلات روانی مانند اعتماد به نفس بیش از حد باشد، این تمایلات در شرایط عدم اطمینان، شدیدتر نیز خواهد شد. او شش عامل ریسک را برای تعیین عدم اطمینان معرفی می کند که شامل: سرمایه گذاری شرکت، عمر شرکت، تعداد تحلیل گرانی که شرکت را پوشش می دهند، تفاوت در پیش بینی های سود تحلیل گران، انحراف استاندار بازده ضعیف نسبت به بازده بازار در سال گذشته، نوسانات وجه نقد شرکت می گردد. از نظر زانگ سهامی با اخبار خوش و بازدهی بالا در گذشته باعث ایجاد دید خوش بینانه می شود و در نتیجه سهام با عدم اطمینان بالاتر بهتر از سهام با عدم اطمینان پایین تر عمل می کند. در حالی که سهام با اخبار بد و بازدهی پایین در گذشته باعث ایجاد دید بدبینانه می شود و نتیجه سهام با عدم اطمینان پایین تر بهتر از سهامی با عدم اطمینان بالاتر عمل خواهد کرد. (چانگ چر، ۲۰۰۸).

در فرضیه ی عکس العمل کمتر از اندازه بیان می شود که سرمایه گذاران بنا به دلایلی قیمت های اوراق بهادار را بر اثر واکنش های کمتر از حد مورد انتظار نسبت به اطلاعات جدید به طور صحیح تعیین نکرده اند و می توان در دوره های کوتاه مدت (حداکثر تا یک سال) بعدی از طریق خرید و یا نگهداری سهام برنده و فروش سهام بازنده به بازده مازاد با اهمیتی دست یافت. در رابطه با دلایل این واکنش یک سری عوامل روان شناختی به شرح زیر مطرح شده است:

(۱) تورش محافظه کاری: این تورش که توسط ادواردز مطرح شد، بیا نگر این است که سرمایه گذاران به صورت کُند خود را با اخبار جدیدی که وارد بازار می شوند، وفق داده و انتظارات خود را آرام آرام در قیمت های بازار وارد می کنند. محافظه کاری باعث می شود تا اشخاص به آخرین اخبار مربوط به سودآوری، وزن کمتری بدهند.

۲) نظریه لنگر انداختن: این نظریه بیان گر این است که افراد برای شروع فرآیند تصمیم گیری و تجزیه و تحلیل از بخشی خاص از اطلاعات استفاده می کنند و برای پیش بینی خود اطلاعات موجود را بر آن اساس تعدیل می نمایند. به اعتقاد تیورسکی و کانمن تکیه گاه در واقع نوعی محافظه کاری محسوب می شود.

۳) اطمینان بیش از حد اندازه: بیانگر تمایل به برآورد بیش از حد توانایی و خلاقیت های خود می باشد. این تورش باعث می شود تا معامله گران در بازارهای اوراق بهادار، به اطلاعات و اعمال دیگران محل و وزن کمتری قائل شوند. اطمینان بیش از حد، باعث می شود تا اشخاص اقدام به انجام معاملات بیشتری نمایند و به دلیل تحمل هزینه های معاملات و نیز انتخاب های نادرست، بازده کمتری کسب نمایند.

۴) موفقیت متناسب به خود: این تورش که یکی از عوامل اصلی خود فریبی سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه می باشد، ناشی از نظریه نسبیت در روان شناسی می باشد. در این نظریه، افراد رویدادهایی را که معتبر بودن اعمال آنها را تایید می کند به توانایی های بالای خود و رویدادهای را که اعمال آنها را تایید نمی کنند، به شانس و اقبال بد خود و عوامل بیرونی نسبت می دهند. (مهرانی و نونهال نهر، ۱۳۸۷).

دانیل و دیگران (۱۹۹۸) روند حرکت سهام را نتیجه عکس العمل کمتر از اندازه می دانند. به عبارتی دیگر قیمت ها خیلی کند به اطلاعات واکنش نشان می دهند.

هانگک و استین (۱۹۹۹) روند حرکت سهام را نتیجه عکس العمل کمتر از اندازه می دانند.

هیر شفیر (۲۰۰۲) بیان می کند که زمانی که عدم اطمینان افزایش می یابد گرایش به سمت تمایلات روانی در رفتار سرمایه گذاران افزایش می یابد. (چانگک چر، ۲۰۰۸).

## نتیجه گیری

بازده به عنوان یکی از مهم ترین عوامل در بازار سرمایه همواره مورد توجه سرمایه قرار داشته است. به دلیل اهمیت بازده تأثیر عوامل مختلفی در ایجاد بازده مورد بررسی قرار گرفته است. این موضوع سبب طرح عواملی مانند اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازاری و بازده بازار شده است

که بر بازده سهام تأثیر گذار هستند. هم چنین عامل روند حرکت سهام به عنوان یکی دیگر از عامل اثر گذار بر بازده مطرح گردیده است. در این راستا عامل روند حرکت سهام و انواع آن، پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با عامل روند حرکت سهام و دلایل پدیده‌ی روند حرکت سهام تشریح گردید.

## منابع و مأخذ

۱. فدایی نژاد، محمد و محسن صادقی (۱۳۸۵)، "بررسی سودمندی استراتژی‌های کوانتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران"، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، ۷-۳۱.
۲. قالیباف اصل، حسن، شمس، شهاب‌الدین و محمد جواد ساده وند (۱۳۸۹)، "بررسی بازه اضافی استراتژی سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۶۱، ص ۹۹-۱۱۶.
۳. مهران‌ی ساسان، علی اکبر نونهال نهر (۱۳۸۷). "ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۴، ص ۱۱۷-۱۳۶.
۴. نیکبخت، محمد رضا و مهدی مرادی (۱۳۸۴)، "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری، ش ۴۰، ص ۹۷-۱۲۲.
5. Albert ,R. L. and G. V. Henderson (1995). Firm size , overreaction , and return reversals . *Quarterly Journal of Business and Economics* , 34 ,pp 60-80.
6. Berk,J. B. (1997). "Does Size Really Matter?". *Financial Analysts Journal*,32,pp 50-68.
7. Chang Cher, N. L. (2008). " Information Uncertainly & The Momentum Effect". Sangapore Management University.
8. Clare, A. and S. Thomas (1995) The Overreaction Hypothesis and the UK Stock Market *Journal Of Business Finance & Accounting*, 22,pp73-961.
9. Conrad, J. , Kaul, G. , (1998) , *A anatomy of trading strategies* Review of Financial.



10. DeBondt, W. F. M. , Thaler, R. H. (1987) , Further evidence of investor overreaction and stock market Seasonality *Journal of Finance*, 42, PP. 557° 581.
11. Fama,E. F. French,K. R. (1996) , Multifactor explanations of asset pricing anomalies”
12. Griffin J. M. , X. Ji and J. S. Martin (2003). "Momentum investing and business cycle risk: evidence from pole to pole". *Journal of Finance*. 58. pp2515-2547
13. Grinblatt,M. , Titman,S. , (1989) , Mutual fund performance: an analysis of quarterly ,*Finance* 54, PP. 1212° 1249.
14. Grinblatt. M. , Moskowitz. T. , (1999) , Does industry explain momentum?
15. Grundy. B. D. , Martin. J. S. , (2001) , Understanding the nature of risks and the sources of rewards tomomentum investing *Review of Financial Studies* 14, PP. 29° 78.
16. Haugen , R. A. (1997). "Modern Investment Theory" Prentic-Hall. inc. USA. 650-652.
17. Hirshleifer , D. and Theo, S. (2003). " Limited Attention, Information Disclosure and Financial Reporting". *Journal of Accounting & Economics*. 35. pp 337-386.
18. Hon,M. T. , Tonks. I. (2003) , Momentum in the UK stock market *Journal of Multinational Financial Management* 13 (1) , PP. 43° 70.
19. Hong, H. and J. C. Stein (1999). "A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets. " *Journal of Finance*. 54. pp2143-2184.
20. implications for stock market efficiency *Journal of Finance* 48, pp. 65\_/91.
21. Jegadeesh. N. , Titman. S. , (1993) , Returns to buying winners and selling losers.
22. Jegadeesh. N. , Titman. S. , (2001) , Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations *Journal of Finance* 56, 699° 720.
23. *Journal of Finance*, 51, PP. 55° 84. portfolio holdings *Journal of Business* 62, pp. 394\_/415. *Studies* 11,pp 489° 519.
24. Lehmann, B. N. (1990). "Fads, martingales, and market efficiency. " *The Quarterly Journal of Economics*. 105. pp 1-28.
25. Liu, W. , Norman, S. , Xu, X. , (1999) , The profitability of momentum investing *Journal of Business Financeand Accounting*. 26, PP. 1043\_/1091.
26. Rouwenhorst. K. , (1998) , International momentum strategies *Journal of Finance* 53,PP. 267\_284.

27. Zhang, X. F. (2006). "Information uncertainty and stock returns". *Journal of Finance*. 61. pp 105-137.

