

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

بررسی رابطه بین بازده حاصل از استراتژی شتاب و نقدشوندگی

دکتر رضا تهرانی^۱، حجت اله انصاری^۲ و علیرضا سارنج^۳

چکیده

مالی رفتاری حوزه جدیدی در تئوری های مالی است که با کنار نهادن مفروضات تئوریهای مدرن مالی مبنی بر عقلانیت کامل عوامل اقتصادی و کارایی بازار، سعی در تبیین ناهنجاریهای بازارهای مالی دارد. اثر شتاب به معنای تداوم روند قیمت ها در میان مدت از جمله این ناهنجاریهاست. تبیین این پدیده و بررسی متغیرهای موثر بر آن، موضوع پژوهش های زیادی بوده است. هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین بازدهی حاصل از استراتژی شتاب و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران است. به این منظور در تشکیل پرتفوی از روش جیگادیش و تیمن (۱۹۹۱) استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که در دوره زمانی پژوهش، رابطه ای بین نقدشوندگی سهام و بازده پرتفوی های شتاب وجود ندارد.

واژه های کلیدی: مالی رفتاری، شتاب، بازگشت به میانگین، نقدشوندگی، نسبت گردش

طبقه بندی موضوعی: G10، G14

۱. دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ، rtehrani@ut.ac.ir

۲. دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

۳. دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

مقدمه

یکی از ناهنجاریهای رایج در بازارهای سهام شتاب است. شتاب را می‌توانه عنوان تمایل قیمت سهام به تداوم روند حرکت خود در میانمدت تعریف کرد. به طور کلی اثر شتاب عبارت از تداوم روند قیمت‌ها در دوره زمانی یک ماه تا یک سال است. برخی از پژوهشگران نظیر بالورز و هو این دوره زمانی را کوتاهمدت و برخی نظیر لی و سوامیناتان این دوره زمانی را میانمدت تلقی میکنند. بر این اساس، استراتژی شتاب نوعاً شامل تشکیل پرتفوهایی بر اساس رتهبندی سهام از نظر بازدهی در دوره زمانه (یا دوره رایجتر ۳ ماهه) تا ۱۲ ماه و نگهداری آنها در دوره زمانی ۱ ماه (یا ۳ ماه) تا ۱۲ ماه می‌باشد (بالورز، ۲۰۰۶ و لی ۲۰۰۷). اثر شتاب و بازگشت به میانگین از جمله ناهنجاریهایی هستند که ناقض فرضیه بازار کارا می‌باشند. بنابراین تایید وجود آنها معادل تایید ناکارایی در بازارهای سهام است. از طرفی کاربرد تایید وجود چنین ناهنجاریهایی برای مدیران سرمایه‌گذاری آن است که امکان طراحی استراتژیهای مبتنی بر این ناهنجاریها، برای کسب بازده بالاتر از میانگین بازده بازار وجود دارد. این ناهنجاریها از منظر علوم رفتاری نیز قابل تبیین هستند. فرضیه واکنش بیش از اندازه دیبانت و تالر که توسط دیلانگ و سایرین رسمیت یافتو تنوریهای رفتاری دانیل و سایرین، باربریز و سایرین و آنگ و استین دلالت بر الگوی شتاب در افقهای زمانی کوتاهمدت و بازگشت به میانگین در بلند مدت دارند (باربریز و همکاران، ۱۹۹۸، دانیل و همکاران، ۱۹۹۸، دی بانت و تالر، ۱۹۸۵ و ۱۹۸۷، دی لانگ و همکاران، ۱۹۹۰، آنگ و استین، ۱۹۹۹). یکی از نکات حائز اهمیت در این خصوص آن است که نقدشوندگی به عنوان یکی از متغیرهای مهم تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، چه تاثیری بر بازده حاصل از استراتژی شتاب دارد. بررسی سابقه پژوهش‌های انجام گرفته در ایران نشان می‌دهد که پژوهش‌های درباره

4. Anomaly
5. Momentum
6. Balvers
7. Lee
8. Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R
9. Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A
10. DeBondt, W., Thaler, R
11. DeLong, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., Waldmann, R.J
12. Hong, H., Stein, J.C

وجود اثر شتاب در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است و به طور عمده وجود این پدیده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تایید قرار دادیم. نکته حایز اهمیت در این خصوص آن است که دلایل و ریشه‌های سودآوری استراتژی مبتنی بر اثر شتاب و نیز متغیرهای موثر بر آن مورد بررسی و شناسایی قرار گیرد. نقدشوندگی یکی از عوامل بدست آمده از پژوهش‌های پیش‌تر انجام شده در خارج از ایران است که بر بازدهی استراتژی مبتنی بر اثر شتاب موثر تشخیص داده شده است. بر این اساس پژوهش حاضر بررسی اثر نقدشوندگی در این پدیده است. در این پژوهش نسبت گردش به عنوان معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی در نظر گرفته شده است. دلیل انتخاب این معیار برای سنجش میزان نقدشوندگی، سادگی محاسبه، رایج بودن استفاده از آن و در دسترس بودن داده‌های مربوط به آن نسبت به سایر معیارهای نقدشوندگی است. معیارهای گوناگون اندازه‌گیری نقدشوندگی، ویژگیها، محاسن و معایب آنها نسبت به یکدیگر در قسمتهای بعدی مقاله مورد بررسی قرار می‌گیرند. بر این اساس پرسش اصلی این پژوهش آن است که آیا اثر شتاب در بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر نقدشوندگی سهام قرار می‌گیرد یا خیر؟ این پژوهش در راستای تکمیل پژوهش‌های پیشین رابطه عامل نقدشوندگی و بازده استراتژی شتاب را بررسی می‌نماید. نقدشوندگی به عنوان یکی از ریزساختارهای بازارهای مالی در ادبیات موضوع دارای اهمیت فراوانی است. این مقاله در بخشهای بعد، ابتدا به توضیح اثر شتاب از دیدگاه مالی رفتاری می‌پردازد. سپس نقدشوندگی و اهمیت آن را مورد بررسی قرار می‌دهد. بخش دیگر مقاله به بررسی سابقه تحقیقات انجام گرفته در خصوص اثر شتاب و نیز رابطه آن با حجم معاملات می‌پردازد. سپس روش و نمونه پژوهش و تجزیه و تحلیل دادهها مورد نظر قرار می‌گیرد. بخش پایانی این مقاله نیز به بحث، نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاد اختصاص خواهد یافت.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

شتاب و مالی رفتاری

مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تأثیرگذاری روانشناسی بر رفتار فعالین حوزه مالی و اثر متعاقب آن بر بازارهای مالی میباشد. مالی رفتاری در سالیان اخیر به عنوان مهمترین مبحث در حوزه تئوریهای مالی مطرح

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

بوده است. در سالهای اخیر تعداد بیشتری از صاحبانظران مالی پذیرفته‌اند که انتظارات سرمایه‌گذاران از بازار به طور کامل عقلایی نیست (شلیفر،^{۱۳} ۲۰۰۱).

در مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان به طور کامل عقلایی عمل نموده و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر دو پایه اصلی در پارادایم مالی سنتی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم‌گیرهای مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار است. این در حالی است که مطالعات سالیان اخیر نشان می‌دهد که مالی سنتی نقش محدودی در درک موضوعاتی از قبیل (چرا سرمایه‌گذاران حقیقی معامله می‌کنند؟) (۲) عملکرد آنها چگونه است؟ (۳) پرتفویهایشان را چگونه انتخاب مینمایند؟ (۴) چرا بازده سهام مختلف به دلایلی غیر از ریسک آنها متغیر هستند؟ و موضوعاتی از این قبیل دارد. بنابراین مالی رفتاری به ما کمک مینماید که چرایی و چگونگی ناکاراییها و پدیده‌های غیرعادی بازارهای مالی را بهتر درک نماییم. یکی از این ناکاراییها که تئوریهای سنتی قادر به توضیح آن نمیشاند، پدیده شناخته شده شتاب در بازارهای مالی است. شتاب در ادبیات مالی به معنای تداوم روند گذشته قیمت‌ها در میان مدت تعریف شده است. بر اساس وجود این پدیده، استراتژی مبتنی بر خرید برندگان گذشته و فروش باگفته گذشته، سودآور خواهد بود. از طرف دیگر بازگشت به میانگین یعنی معکوس شدن روند گذشته قیمت‌ها در دوره‌های بلند مدت آتی نیز به عنوان یکی از پدیده‌های غیرعادی و ناقض کارایی بازار قلمداد می‌شود. بر این اساس، استراتژی خرید بازندگان گذشته و فروش برندگان گذشته سودآور خواهد بود. اساس دیدگاههای رایج در ادبیات مالی، بازگشت به میانگین در نتیجه واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به اطلاعات منتشره است (دی بانت و تالر^{۱۴}، ۱۹۸۵، کانمان و تورسکی^{۱۵}، ۱۹۸۲، شیلر^{۱۶}، ۱۹۸۱). دی بانت و تالر بر این اساس در پژوهش خود نتیجه می‌گیرند که کاربرد استراتژی معکوس می‌تواند بازده غیرعادی ایجاد نماید. آنها در پژوهش خود نشان دادند که نگهداری پرتفوهایی متشکل از سهام بازنده ۳ تا ۵ سال گذشته، در دوره ۳ تا ۵ سال آتی بازده بیشتری نسبت به سهام برنده خواهد داشت (دی بانت و تالر^{۱۷}، ۱۹۸۷، ۱۹۸۵). اما جیگادیش و تیتمن در سال ۱۹۹۱ در پژوهش خود یافته‌های پژوهش دی بانت و تالر را مورد تردید قرار دهند. آنها در پژوهش خود شواهدی

13. Hirshleifer, D
14. DeBondt, W., Thaler, R
15. Kahneman, D. and A. Tversky
16. Shiller, Robert J

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

ارائه کردند که بازگشت کوتاه مدت روند گذشته قیمت‌ها بیشتر با تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش مرتبط است تا واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران (جیگادیش و تیمن^{۱۷}، ۱۹۹۳). همچنین جیگادیش و تیمن در سال ۱۹۹۳ نشان می‌دهند که بازده اضافی حاصل از تشکیل پرتفویهای معکوس در پژوهش دی بانت و تالر را می‌توان به وسیله ریسک سیستماتیک این پرتفوی و نیز اثر اندازه توضیح د(جیگادیش و تیمن^{۱۸}، ۱۹۹۳). این دو پژوهشگر در سال ۲۰۰۱ با انجام پژوهش دیگری ضمن تایید سودآوری مثبتی بر استراتژی شتاب در فاصله سالهای ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸، ایده برخی مدل‌های رفتاری را محتاطانه مورد تایید قرار می‌دهند که بر اساس آنها بازدهی استراتژی شتاب حاصل از عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران است (جیگادیش و تیمن^{۱۹}).

به طور کلی تبیین منابع ایجاد کننده بازدهی استراتژی مثبتی بر اثر شتاب و نیز تفسیر شواهد پژوهشی موجود، موضوع مورد بحث در بسیاری از پژوهش‌های انجام شده در این حوزه بوده است. برخی از پژوهشگران نظیر باربریز، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۸)، دانیل، شلیفر و سابراهامانیان (۱۹۹۸) و آنگک و استین (۱۹۹۹) مدل‌هایی ارائه می‌کنند که بر اساس ایده اصلی آنها بازدهی استراتژی مثبتی بر شتاب از ارباب‌های ذاتی در روش‌های تفسیر اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران سرچشمه می‌گیرد. برخی از پژوهشگران چنین استدلال می‌کنند که بازدهی حاصل از این استراتژی پاداشی در مقابل پذیرش ریسک است. یکی از مهمترین تفسیرها درباره اثر شتاب توسط کنراد و کاول (۱۹۹۸) ارائه شده است. آنها اعتقاد دارند که سودآوری استراتژی شتاب حاصل از تغییرات برش مقطعی بازده مورد انتظار است و هرگونه تغییرات قابل پیش‌بینی در سری‌های زمانی بازده سهام در این خصوص بی‌تاثیر هستند. این دو پژوهشگر به طور مشخص همانند پژوهش‌های لو و مک کینلی (۱۹۹۰)، جیگادیش و تیمن (۱۹۹۳) نتیجه می‌گیرند که از سهام با نرخهای بازدهی مورد انتظار غیر شرطی بالا (پایین) در دوره‌های زمانی مجاور، نرخهای بازدهی واقعی بالا (پایین) در هر دو دوره زمانی انتظار می‌رود. بنابراین تحت مفروضات کنراد و کاول استراتژی‌های شتاب به طور میانگین دارایی‌بازدهی مثبت حتی با ثابت بودن بازدهی مورد انتظار سهام در طول زمان هستند (کنراد و کاول^{۱۸}، ۱۹۹۸).

17. Jegadeesh, N and Sheridan Titman

18. Conrad, J., Kaul, G

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

مدل‌های رفتاری و استدلالات کنراد و کاپلیش بین‌های متناقضی درباره بازدهی برندگان و بازندگان گذشته در طول دوره بعد از دوره نگهداری اولیه ایجاد می‌کنند. مدل‌های رفتاری، بازدهی غیرنرمال دوره نگهداری را نتیجه عکس‌العمل بیش اندازه و با تاخیر سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی می‌دانند که قیمت‌های برندگان (بازندگان) را به سمت مقادیر بالا (پایین) تر از ارزشهای بنیادی بلندمدت‌شان سوق می‌دهند. این مدل‌ها پیش‌بینی می‌کنند که در دوره‌های زمانی متوالی، وقتی قیمت سهام برندگان و بازندگان به سمت‌های زشادی‌شان باز می‌گردند، بازدهی بازندگان باید از برندگان بیشتر شود. در مقابل، کنراد و کاول اعتقاد دارند که بازدهی بیشتر برندگان در دوره‌های نگهداری نشان دهنده نرخ‌های بازدهی مورد انتظار غیرشرطی است و بنابراین پیش‌بینی می‌کنند که بازدهی پرتفوی شتاب به طور متوسط در هر یک از دوره‌های پس از دوره رتبه بندی مثبت خواهد بود (جیگادایش و تیتمن، ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۸ پرتفوی‌های شتاب سال ۱۹۹۳ آنها در ۱۲ ماه اول پس از دوره تشکیل پرتفوی مثبت است و بازدهی تجمعی آنها در ماه‌های ۱۳ تا ۶۰ منفی است (بازگشت به میانگین بلند مدت). اگرچه این نتیجه به ظاهر تاییدکننده پیش‌بینی‌های مدل‌های رفتاری است، اما جیگادایش و تیتمن اعتقاد دارند که در این زمینه باید احتیاط نمود. زیرا آنها اولاً شواهد محکمی یافتند که بازگشت به میانگین در سهام شرکت‌های کوچک وجود دارد و درباره شرکت‌های کوچک در این خصوص شواهد اندکی وجود داشت. همچنین آنها استدلال می‌کنند که اگرچه شواهد محکمی درباره وجود بازگشت به میانگین در دوره ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۱ وجود دارد، اما این شواهد در دوره ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۸ ضعیف‌تر هستند. این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که هیچ تفاوت قابل تشخیصی بین مقدار و معنی داری سودهای شتاب در دو زیردوره وجود ندارد (جیگادایش و تیتمن، ۲۰۰۱). چن و آنگ در پژوهش خود بر خلاف کنراد و کاول، تفاوت‌های برش مقطعی بازدهی مورد انتظار را در ایجاد سودآوری شتاب بی‌اهمیت می‌دانند. همچنین آنها بر خلاف برخی پژوهش‌های (نظیر پژوهش آسنس، پورتر و استیون (۲۰۰۰)، لی و سامیناتان (۲۰۰) یا گروندی و مارتین (۲۰۰۱) اثر صنعت را در ایجاد سود استراتژی شتاب بی‌تاثیر می‌دانند. این دو پژوهشگر، اثر شتاب در قیمت سهام را با شتاب سود (تداوم اعلامیه‌های شگفت‌آور سود در دوره‌های متوالی) مرتبط می‌دانند. اما آنها بازدهی گذشته و اصلاحیه‌های شگفتی آور سود را همراه

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

هم و در یک رگرسیون چندگانه برای پیش‌بینی بازده‌های متوالی در شش ماه تا یک سال بعد لازم می‌دانند (چن و آنگ^{۱۹}، ۲۰۰۲).

برخی پژوهش‌ها، اثر شتاب را با نقدشوندگی سهام مرتبط می‌دانند. پژوهش حاضر نیز بر این اساس در پی یافتن رابطه‌ای بین اثر شتاب و نقدشوندگی است. پژوهش‌های پیشین در این خصوص، در بخش پیشینه پژوهش به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

نقدشوندگی

مطالعات نشان می‌دهند که نقدشوندگی یکی از عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات پرتفوی سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران منطقی صرف، ریسک بالاتری برای نگهداری اوراق بهادار با نقدشوندگی کمتر انتظار دارند و در عمل به هنگام تشکیل پرتفوی خود، میزان نقدشوندگی آنها را مد نظر قرار می‌دهند. سرمایه‌گذاران از آنجا که بازده مورد انتظار دارایی‌ها را در دوره نگهداری، بدون هزینه‌های معاملاتی مورد توجه قرار می‌دهند، بازده ناخالص بالاتری از دارایی‌های با نقدشوندگی کمتر در مقایسه با دارایی‌های با نقدشوندگی بیشتر مطالبه می‌نمایند. تعاریف گوناگونی از نقدشوندگی ارائه شده است. تعریف رایج نقدشوندگی عبارت از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی^{۲۰} کم است (ویمین^{۲۱}، ۲۰۰۶). در حالی که تعریف نقدشوندگی به نسبت آسان است، اندازه‌گیری آن مشکل است. نقدشوندگی مفهومی چند وجهی دارد و شامل چندین ویژگی متمایز است. هنوز متغیری وجود ندارد که بتواند گویای همه ویژگی‌های نقدشوندگی باشد. معیارهای موجود به طور معمول بر یک معیار بعد از نقدشوندگی تمرکز دارند. به طور کلی، معیارهای نقدشوندگی به دو گروه اصلی، طبقه بندی می‌شوند: معیارهای مبتنی بر معامله و معیارهای مبتنی بر سفارش (آیتکن و کامرتون فورده^{۲۲}، ۲۰۰۳).

19. Chen, J, and Hong, H

۲۰. تأثیر قیمتی (Price Impact) کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد.

21. Weimin, L

22. Aitken, M., & Comerton-Forde, C

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

معیارهای مبتنی بر سفارش^{۲۳}: ظهور سیستمهای معاملاتی خودکار که به طیف وسیع تری از اطلاعات دسترسی دارند، امکان محاسبه معیارهای نقدشوندگی مبتنی بر سفارش را فراهم کرده است. تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش^{۲۴} از جمله معیارهای مبتنی بر سفارش محسوب می شود. این معیار نشان دهنده هزینههای است که سرمایهگذار باید به منظور معامله سریع تحمل کند. به این معنی که سرمایهگذاران باید برای خرید (فروش) یک سهم، از این تفاوت عبور کرده و سفارشیهای فروش (خرید) موجود در جدول زمانی را پشت سر بگذارند. معیار معروف دیگر این گروه، هزینه مبادله است. تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش، یک کاندیدای طبیعی برای این حالت است. تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش کوچکتر معرف هزینههای پایینتر معامله (نقدشوندگی بالاتر) است، در حالی که تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش بیشتر تا حدی قابل استناد به یک صرف نقدشوندگی مورد تقاضا به وسیله بازارسازان برای بازارسازی در اوراق بهادار غیرنقد می باشد. اندازه بازار به عنوان یک نماینده مهم نقدشوندگی دیگر معیار این گروه است. مبالغ بزرگتر سهام منتشره تمایل دارند که با فراوانی بیشتر و در یک هزینه پایین تری معامله شوند. زیرا بازار بزرگتری برای آن وجود دارد. البته باید توجه داشت که ممکن است حجم بزرگی از سهام منتشره در بین تعداد کمی از سهامداران مهم توزیع شود. این موضوع می تواند باعث کاهش نقدشوندگی سهام شود. اما این امر یک استثنا به نظر می رسد تا یک قانون.

معیارهای مبتنی بر معامله^{۲۵}: معیارهای مبتنی بر معامله عبارتند از ارزش معامله^{۲۶}، حجم معامله^{۲۷}، تعداد معامله^{۲۸} و نسبت گردش^{۲۹}. این معیارها بسیار جذاب و نحوه محاسبه آنها آسان است. دادههای مورد نیاز آنها به طور معمول در بورس های جهان وجود داشته و از پذیرش گستردهای برخوردار هستند معیارهای مبتنی بر معامله، میزان معامله را نشان میدهند، در حالی که معیارهای مبتنی بر سفارش، هزینه را اندازه گیری میکنند.

23. Order-based measures
24. Bid-Ask spread
25. Trade-based measures
26. Trading value
27. Trading volume
28. Frequency volume
29. Turnover ratio

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

شاید مرسوم ترین معیار نقدشوندگی یک ورقه‌دار، حجم معامله آن باشد. به عبارتی میتوان گفت که ورقه بهاداری نقدتر است که با فراوانی بیشتر و در کمیت بیشتری معامله شود. بر این اساس در پژوهش حاضر از حجم معامله به عنوان شاخص اندازه گیری نقدشوندگی استفاده میشود (آیتکن و کامرتون فورد).

پیشینه پژوهش

تاکنون پژوهش‌های زیادی درباره وجود اثر شتاب و نیز رابطه آن با حجم معاملات انجام شده است. جیگادیش و تیمن در پژوهش خود با استفاده از سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا^{۳۰} و بورس اوراق بهادار نیویورک^{۳۱} در دوره زمانی ۱۹۲۷ تا ۱۹۸۹ به بررسی بازدهی استراتژی‌های مبتنی بر خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته (۳ تا ۱۲ ماه گذشته) و نگهداری آنها در دوره‌های ۳ تا ۱۲ ماه آتی پرداختند. آنها به طور کلی در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که استراتژی‌های فوق، بازدهی غیرنرمال قابل ملاحظه‌ای ایجاد می‌کند. علاوه بر این آنها با وارد کردن بتا به عنوان شاخص ریسک سیستماتیک و اندازه شرکتها در تحلیل خود به این نتیجه رسیدند که سودآوری این استراتژی‌ها را نمی‌توان به ریسک سیستماتیک یا واکنش‌های با تاخیر قیمت سهام به عوامل عام نظیر آنچه در پژوهش لو و مک کینلی (۱۹۹۰) عنوان شده، نسبت داد. آنها چنین استدلال می‌کنند که معاملات سرمایه‌گذارانی که برندگان گذشته را می‌خرند و بازندگان گذشته را می‌فروشند، باعث می‌شود قیمت سهام به طور موقت از ارزشهای بنیادی بلندمدت‌شان فاصله بگیرند و در نتیجه واکنش بیش از اندازه را موجب می‌شوند. این نتیجه با نتایج پژوهش دی لانگ، شیلر، سامرز و والدمن (۱۹۹۰) مطابقت دارد. آنها به این نتیجه رسیدند که بازندگان دوره‌های بلندمدت گذشته، در سه تا پنج سال آتی از برندگان در دوره‌های بلندمدت گذشته بازدهی بیشتری دارند. خود پژوهش‌ها، بازگشت قیمتی در بلندمدت را مورد تایید قرار دادند (دی بانت و تالر، ۱۹۸۵ و ۱۹۸۷، جیگادیش و تیمن، ۱۹۹۳). لی و سوامیناتان در پژوهش خود رابطه بین حجم معاملات گذشته سهام و شتاب را مورد مطالعه قرار دادند. نمونه آنها متشکل از تمام سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک و بازار

30. Amex

31. Nyse

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

سهام آمریکا در دوره زمانی ژانویه ۱۹۶۵ تا دسامبر ۱۹۹۵، به استثنای صندوقهای سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^{۳۲}، صندوقهای سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، گواهی سپرده آمریکایی^{۳۳} یا شرکتهای خارجی و شرکتهایی با قیمت سهام کمتر از یک دلار بود. آنها با استفاده از دادههای ماهانه قیمت سهام دریافتند که حجم معاملات گذشته مقدار و پایداری شتاب را پیش‌بینی میکند. آنها به این نتیجه رسیدند که پرتفویهای بازنده دارای حجم معاملات بالا و پرتفویهای برنده با حجم معاملات پایین، اثر شتاب و پرتفویهای بازنده دارای حجم معاملات کم و پرتفویهای برنده دارای حجم معاملات زیاد الگوی بازگشت به میانگین را در خود دارند(لی و سوامیناتان^{۳۴}، ۲۰۰۰).

گروایس و همکاران در پژوهش خود از بورس سهام نیویورک در دوره زمانی سالهای ۱۹۶۳ تا ۱۹۹۶، شواهدی دال بر وجود صرف بازده در سهام دارای حجم معاملات زیاد یافتند. آنها نشان دادند که پرتفویهای بازنده دارای حجم معاملات زیاد نسبت به پرتفویهای بازنده دارای حجم معاملات کم، بازده بیشتری داشتند و پرتفویهای برنده دارای حجم معاملات کم، نسبت به پرتفویهای برنده دارای حجم معاملات زیاد، بازده بیشتری داشتند(گروایس و همکاران^{۳۵}، ۲۰۰۱).

کنراد و همکاران در پژوهشی با استفاده از دادههای هفتگی قیمت سهام در دوره زمانی ۱۹۸۳ تا ۱۹۹۰ به این نتیجه رسیدند که برای پرتفویهای بازنده حجم معاملات زیاد پیش‌بینی کننده بازدههای بالاتر در آینده است. اما این رابطه برای برندگان کمتر آشکار است. به عبارت دیگر حجم زیاد معاملات در بازندگان گذشته با الگوی بازگشت قیمت همراه است. در حالیکه بازندگان دارای حجم معاملات کمتر، اثر شتاب را در خود دارند(کنراد و همکاران^{۳۶}، ۱۹۹۴).

بلوم و همکاران در پژوهشی، رابطه بین حجم معاملات و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که با یک وقفه زمانی، ارتباط معنی‌داری بین حجم معاملات و بازده سهام (بلوم و همکاران^{۳۷}، ۱۹۹۴).

32. Real Estate Investment Trust(REIT)

33. American Deposit Receipt(ADR)

34. Lee, C. M. C., and Swaminathan

35. Gervais, S., R. Kaniel and D. Mingelgrin

36. Conrad, J.S., A. Hameed, C. Niden

37. Blume, L., D. Easley, and M. O'Hara

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

کمپل و همکاران در پژوهش خود، ارتباط بین حجم معاملات و بازده را مورد بررسی قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که حجم زیاد معاملات با بازگشت قیمتی همراه است (کمپل و همکاران، ۱۹۹۸). پاریسی و اسویدودر پژوهشی، رابطه بین حجم معاملات و اتوکواریانس بازده سهام را در دوره زمانی ۱۹۹۲-۱۹۹۸ در بازار سهام شیلی مورد بررسی قرار دادند. آنها همانند کنراد و همکارانش ارتباط قوی بین فعالیت معاملاتی و اتوکواریانس بازده هفتگی سهام را مورد تایید قرار دادند. اما در پژوهش کنراد و همکارانش این ارتباط را در مورد سهام برنده و پرمعامله مورد تایید قرار ندادند (پاریسی و لیلیو، ۲۰۰۹). چنگ و وو در پژوهشی سودآوری استراتژیهای معاملاتی شتاب را در بازار سهام هنگ کنگ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها حاکی از سودآوری معنیدار در پرتفویهای شتاب میباشد (چنگ و وو، ۲۰۰۹). هان و کاکس استراتژیهای سرمایهگذاری سه نوع سرمایهگذار نهادی آلمان (صندوقهای بازنشستگی، بیمهگران عمر و بیمهگران غیرعمر) را در دوره ۲۰۰۵-۱۹۹۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج بررسی آنها نشان داد که هر سه نوع سرمایهگذار از استراتژی معکوس استفاده نمودند. به این معنی که بازندههای گذشته را خریده و برندههای گذشته را میفروشند (هان و کاکس، ۲۰۱۱). لیوو همکاران، مطالعه جامعی بر روی استراتژی شتاب هفته بالا در بازار اصلی سهام انجام دادند. آنها هفته بالا را به صورت نسبت قیمت جاری به حداکثر قیمت هفته گذشته تعریف نمودند. نتایج بررسی آنها نشان داد که این استراتژی ۵٪ بازار از ۲۰٪ بازار مورد بررسی سودآور بوده (همکاران، ۲۰۱۱).

چیانگ و هیوانگ، عملکرد پیش‌بینی مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار معامله گارچ را از دیدگاه شتاب بازار مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد شتاب بازار بر عملکرد پیش‌بینی مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار معامله گارچ تأثیرگذار میباشد. همچنین آنها نشان دادند که مدل گارچ نمایی در

38. Campbell, J. Y., S. J. Grossman, and J. Wang

39. Parisi, F. and Acevedo, C

40. Cheng, J., W., Wu

41. Liu, M., Liu, Q., Ma, T

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

شتاب بازار به سمت پایین، عملکرد بهتری دارد، در صورتی که مدل گارچ استاندارد در شتاب بازار به سمت بالا، عملکرد بهتری دارد (چیانگ و هوآنگ^{۴۲}، ۲۰۱۱).

بررسی سابقه پژوهش‌های انجام شده در ایران نشان می‌دهد که در خصوص رابطه نقدشوندگی و اثر شتاب بررسی‌های زیادی انجام نشده است.

فاستر و خرازی بازده استراتژیهای سرمایه‌گذاری معکوس و شتاب را در دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۷ (مهرماه ۱۳۷۶ تا آبان ماه ۱۳۸۱) مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در پژوهش خود، بازده هفتگی و روزانه شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران را مورد استفاده قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که تنها استراتژی شتاب در میانمدت، بازده اضافی ایجاد کرده است. ولی استراتژیهای سرمایه‌گذاری معکوس چنین نبود. همچنین آنها الگوی مشخصی در مورد حجم معامله و خودهمبستگی بازده سهام را تایید نکردند و حجم معاملات را به عنوان معیار نقدشوندگی در تجزیه و تحلیل خود مورد استفاده قرار دادند (فاستر و خرازی^{۴۳}، ۲۰۰۶).

نजारزاده و زیودار در پژوهشی، ارتباط بین حجم معامله و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش ۱۴ شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران در دروه زمانی ۸۳/۱/۸ تا ۸۴/۳/۱۱ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این بررسی نشان داد که ارتباط مثبتی بین حجم معاملات و قدرمطلق تغییر قیمت وجود دارد (نजारزاده و زیودار، ۱۳۸۴).

فدایی نژاد و صادقی در پژوهشی، سودمندی استراتژیهای شتاب و معکوس را مورد بررسی قرار دادند. آنها نمونه‌ای متشکل از ۳۵ سهم در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این بررسی نشان داد که هر یک از این استراتژی‌ها در دوره‌های زمانی مشخصی سودمند است. برای افق‌های زمانی یک تا شش ماهه استراتژی شتاب و برای افق‌های زمانی طولانی‌تر، استراتژی معکوس می‌تواند بازدهی اضافی ایجاد نماید (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵).

روش پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها

42. Chiang, M., H., Huang, H., Y

43. Foster, K.R. and Kharazi, A

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

جامعه آماری مورد استفاده در این پژوهش، همه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراقبهدار تهران میباشد. نمونه پژوهش شامل ۹۹ شرکت از بین شرکتهای دارای بیشترین روزهای معاملاتی طی سال در بورس اوراقبهدار و با اولویتهای زیر انتخاب شدهاند:

در ابتدا تنها شرکتهایی انتخاب شدند که در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۸ عضو بورس اوراقبهدار تهران بوده‌اند. سپس از میان شرکتهای دارای اولویت اول، ۹۹ شرکت با بالاترین روزهای معاملاتی انتخاب شدند.

در این پژوهش به منظور بررسی اثر نقدشوندگی بر بازدهی استراتژی شتاب ابتدا در هر یک از دورههای تشکیل پرتفوی، سهام نمونه بر اساس نسبت گردش در دوره گذشته رتبه بندی و در سه طبقه قرار گرفتند. طبقه نخست، نماینده سهام با نرخ گردش بالا (نقدشوندگی بیشتر) و طبقه سوم نماینده سهام با نرخ گردش پایین (نقدشوندگی کمتر) میباشند. نسبت گردش نیز از تقسیم حجم معاملات دوره گذشته هر سهم بر میانگین تعداد سهام منتشره آن در دوره مورد نظر به دست آمده است. سپس اثر شتاب در این دو طبقه مورد آزمون قرار گرفته است. روش مورد استفاده برای آزمون اثر شتاب در سهام با نرخ گردش بالا و نرخ گردش پایین با الگوگیری از روش جیگادیش و تیمن طراحی شده است. به این ترتیب که در ابتدا سهام هر یک از دو طبقه مورد اشاره بر اساس بازده دوره ۳ و ۶ ماه گذشته مرتب و در سه گروه ۱۱ سهمی طبقه بندی شده‌اند. در این حالت پرتفوی برنده شامل ۱۱ سهم دارای بیشترین بازدهی در دوره های ۳ و ۶ ماه گذشته و پرتفوی بازنده شامل ۱۱ سهم دارای کمترین بازدهی در دوره های ۳ و ۶ ماه گذشته میباشند. سپس بازدهی پرتفویهای شتاب یعنی پرتفوهایی بر اساس خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته در دوره های آتی محاسبه شده است و میانگین بازدهی این پرتفوها با استفاده از آزمون t مورد بررسی قرار گرفته است. بر این اساس برای هر یک از طبقات پرتفویهای با نرخ گردش بالا و پایین در مجموع چهار فرضیه پژوهشی به شرح زیر طراحی و مورد آزمون قرار گرفته است:

- ۱ - میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش بالا، بزرگتر از صفر است.

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

- ۲- میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش پایین، بزرگتر از صفر است.
- ۳- میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی شش ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش بالا، بزرگتر از صفر است.
- ۴- میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی شش ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش پایین، بزرگتر از صفر است.
- بر اساس فرضیات پژوهشی فوق، چهار فرضیه آماری به شرح زیر مورد آزمون قرار گرفته اند:

۱- فرضیه اول:

$$\begin{cases} H_0 = \mu_{HV3} \leq 0 \\ H_1 = \mu_{HV3} > 0 \end{cases}$$

در فرضیه فوق μ_{HV3} بیانگر میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش بالاست.

۲- فرضیه دوم:

$$\begin{cases} H_0 = \mu_{LV3} \leq 0 \\ H_1 = \mu_{LV3} > 0 \end{cases}$$

در فرضیه فوق μ_{LV3} بیانگر میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش پایین است.

۳- فرضیه سوم:

$$\begin{cases} H_0 = \mu_{HV6} \leq 0 \\ H_1 = \mu_{HV6} > 0 \end{cases}$$

در فرضیه فوق μ_{HV6} بیانگر میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی شش ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش بالاست.

۴- فرضیه چهارم :

$$H_0 = \mu_{LV6} \leq 0$$

$$H_1 = \mu_{LV6} > 0$$

در فرضیه فوق μ_{LV6} بیانگر میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی شش ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش پایین است. جدول صفحه بعد نتایج حاصل را نشان می دهد:

جدول ۱: آمار توصیفی و خلاصه نتایج آزمون مقایسه میانگین

بازدهی دوره بعد					بازدهی دوره گذشته	نسبت گردش	دوره تشکیل پرتفوی
آماره t	انحراف معیار استاندارد	حداقل	حداکثر	میانگین			
۱.۹۹	۰.۱۵۹۴	-۰.۱۸۷۹	۰.۴۸۳۷	۰.۰۵۳۷	برنده	سه ماهه	
۱.۴۱	۰.۰۸۶۰	-۰.۲۱۶۳	۰.۲۴۶۷	۰.۰۲۰۵	بازنده		
۱.۳۲	۰.۱۴۸۸	۰.۱۵۴۵-	۰.۴۶۶۹+	۰.۰۳۳۱+	ترکیب برنده-بازنده		
-۱.۳۲	۰.۱۴۹۴	-۰.۴۴۶۶	۰.۲۸۵۴	-۰.۰۳۳۴	برنده	نسبت گردش بالا	
-۰.۱۴	۰.۱۰۵۵	-۰.۲۶۳۹	۰.۲۳۸۷	-۰.۰۰۲۶	بازنده		
-۱.۱۶	۰.۱۵۸۲	۰.۴۱۵۹-	۰.۳۰۱۵+	۰.۰۳۰۹+	ترکیب برنده-بازنده		
-۲.۰۷	۰.۱۹۲۱	-۰.۲۷۶۵	۰.۲۳۳۷	-۰.۰۹۶۴	برنده	نسبت گردش بالا	
-۱.۹۳	۰.۲۲۵۷	-۰.۶۱۶۰	۰.۲۱۴۵	-۰.۱۰۵۶	بازنده		
۰.۲۲	۰.۱۷۴۷	۰.۳۳۸۹-	۰.۲۹۵۹+	۰.۰۰۹۲+	ترکیب برنده-بازنده		
-۰.۹۴	۰.۱۵۶۷	-۰.۳۴۱۵	۰.۲۲۳۷	-۰.۰۳۵۸	برنده	نسبت گردش پایین	
-۱.۵۲	۰.۲۰۷۵	-۰.۳۱۸۰	۰.۴۰۴۸	-۰.۰۷۶۷	بازنده		
۰.۷۲	۰.۲۳۲۴	۰.۵۱۸۵-	۰.۳۲۱۱+	۰.۰۴۰۸+	ترکیب برنده-بازنده		

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

همانطور که در جدول فوق مشاهده میشود، تنها فرضیه اول مبنی بر بزرگتر از صفر بودن میانگین بازدهی پرتفوی حاصل از خرید برندگان گذشته و فروش بازندگان گذشته با دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه در سهام طبقه با نسبت گردش بالا از نظر آماری معنادار میباشد و در سایر حالات یعنی فرضیه‌های ۲ تا ۴ از نظر آماری مورد تایید قرار نمیگیرند. در خصوص دوره های یک ماهه نیز نتایج مشابه به دست آمد.

بحث و نتیجه گیری

شتاب و بازگشت به میانگین از جمله ناهنجاریهای ناقص کارایی بازار محسوب می شوند. عوامل موثر بر بازدهی استراتژی مبتنی بر شتاب، موضوع پژوهش‌های متعددی بوده است. پژوهش‌های پیشین انجام شده در ایران پیرامون پدیده شتاب به طور عمده، وجود این پدیده را در بورس اوراق بهادار تهران مورد تایید قرار داده‌اند. بنابراین، نکته حایز اهمیت در این خصوص آن است که دلایل و ریشه های سودآوری استراتژی مبتنی بر اثر شتاب و نیز متغیرهای موثر بر آن مورد بررسی و شناسایی قرار گیرد. تاکنون متعیرهایی نظیر اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار، اثر صنعت و نقدشوندگی در پژوهش‌های گوناگون و به طور عمده در سایر بازارهای مالی مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نقدشوندگی، یکی از عواملی است که در بعضی بررسی‌های پیشین انجام شده، بر بازدهی حاصل از استراتژی مبتنی بر اثر شتاب موثر تشخیص داده شده است. بر این اساس، پژوهش حاضر، یافتن الگویی را مورد هدف قرار داد که رابطه اثر شتاب و نقدشوندگی را تبیین نماید. برای این منظور، پژوهش حاضر با هدف دست یابی به الگویی مشخص، دوره های تشکیل پرتفوی سه ماهه و شش ماهه را همراه با دخالت دادن عامل مهم نقدشوندگی (نسبت گردش) مورد استفاده قرار داد. نتایج بررسی نشان داد که تنها با احتساب دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه و فقط در حالت نسبت گردش بالا، استراتژی شتاب دارای بازدهی معنادار است و در سایر موارد، این استراتژی بازدهی مثبت با معنایی نداشته است. این نتیجه نشان می دهد که وقتی عامل نقدشوندگی مورد توجه قرار میگیرد، استراتژی شتاب برای دوره تشکیل پرتفوی

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

شش ماهه، استراتژی مناسبی نمیباشد. در واقع برای این دوره تشکیل پرتفوی پدیده بازگشت میانگین رخ داده است. ولی برای دوره تشکیل پرتفوی سه ماهه و تنها برای پرتفوی با نسبت گردش بالا، این استراتژی مناسب بوده است. پیشنهاد میشود رابطه اثر شتاب با متغیرهایی نظیر اندازه شرکتها، صنعت مربوطه در پژوهش های آتی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- فدایی نژاد، محمد اسماعیل و صادقی، محسن (۱۳۸۵) «بررسی سودمندی استراتژیهای مومنتوم و معکوس»، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸.
- نجارزاده، رضا و وزیودار، مهدی (۱۳۸۴) «بررسی ارتباط تجربی بین حجم معاملات و نوسانات بازده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۴.
- Aitken, M., & Comerton-Forde, C. (2003). How should liquidity be measured? Pacific-Basin Finance Journal, vol. 11, pp. 45° 59.
- Balvers, R., Wu, Y. (2006), Momentum and mean reversion across national equity markets, Journal of Finance, Vol. 13, pp. 24-48.
- Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., (1998), A model of investor sentiment Journal of Financial Economics, vol. 49, pp. 307° 343.
- Blume, L., D. Easley, and M. O'Hara, (1994), Market statistics and technical analysis: The role of volume. Journal of Finance, Forthcoming.
- Campbell, J. Y., S. J. Grossman, and J. Wang, (1993), Trading volume and serial correlation in stock returns Quarterly Journal of Economics 108, 905-940.
- Chen, J, and Hong, H. (2002) Momentum and Autocorrelation in Stock Returns", The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 2.

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

- Cheng, J., W., Wu, H. (2010), The profitability of momentum trading strategies: Empirical evidence from Hong Kong, *International Review of Economics & Finance*, Volume 19, Issue 4, pp. 527-538.
- Chiang, M., H., Huang, H., Y., (2011) Stock market momentum, business conditions, and GARCH option pricing models *Journal of Empirical Finance*, Volume 18, Issue 3, pp. 488-505
- Conrad, J., Kaul, G., (1998), An anatomy of trading strategies , *Review of Financial Studies* 11, 489° 519.
- Conrad, J.S., A. Hameed, C. Niden, 1994, Volume and Autocovariances in Short-Horizon Individual Security Returns , *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, pp. 1305-1329.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., (1998), Investor psychology and security market under- and over-reactions *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1839° 1886.
- DeBondt, W., Thaler, R., (1985), Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 793° 805.
- DeBondt, W., Thaler, R., (1987), Further evidence of overreaction and stock market seasonality *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 557° 581.
- DeLong, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., Waldmann, R.J., (1990), Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 379° 395.
- Foster, K.R. and Kharazi, A. (2006), "Contrarian and momentum returns on Iran s Tehran Stock Exchange", *Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money*, vol. 18, pp. 16-30.
- Gervais, S., R. Kaniel and D. Mingelgrin, 2001, The High-Volume Return Premium *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 877-919.

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

- Haan, L., D., Kakes, J., (2011), Momentum or contrarian investment strategies: Evidence from Dutch institutional investors, *Journal of Banking & Finance*, Volume 35, Issue 9, September 2011, pp. 2245-2251.
- Hirshleifer, D.,(2001),"Investor Psychology and Asset Pricing".*The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4.
- Hong, H., Stein, J.C.,(1999), A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets ,*Journal of Finance*,vol. 54, pp.2143° 2184.
- Jegadeesh, N, and Sheridan Titman S. (1993), Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency , *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 65° 91.
- Jegadeesh, N and Sheridan Titman, 1991, Short horizon return reversals and the bid-ask spread, Working paper, University of California at Los Angeles.
- Jegadeesh.N.,Titman.S.,(2001), Profitability of momentumstrategies: an evaluation of alternative explanations , *Journal of Finance*56, 699° 720.
- Kahneman, D. and A. Tversky, 1982, Intuitive prediction: Biases and corrective procedures, in D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky, eds.: *Judgementunder Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, London).
- Lee, C. M. C., and Swaminathan, B. (2000), Here Momentum and Trading Volume , *Journal of Finance*, Vol. LV, No. 5, pp. 2017-2069.
- Liu, M., Liu, Q., Ma, T., (2011), "The 52-week high momentum strategy in international stock markets" *Journal of International Money and Finance* 30 (2011) 180° 204.

سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

- Parisi, F. and acevedo, C.,(2001), Volume and autocovariance in short-horizon stock returns, Evidence from 1992 to 1998 in Chile international review of financial analysis , vol 10, pp. 275-285.
- Shiller, Robert J., 1981, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? American Economic Review 71, 421-436
- Weimin, L.,(2006), A liquidity-augmented capital asset pricing model Journal of Financial Economics, vol. 82,631-671.



سال اول ، شماره ۲	فصلنامه راهبرد مدیریت مالی	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۳
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۲/۵/۷

The Momentum Return and the Liquidity at the Tehran Stock Exchange

Reza Tehrani⁴⁴

Hojatollah Ansari⁴⁵

Alireza Saranj⁴⁶

Abstract

Behavioral finance is a new field in financial theories that seeks to explain stock market anomalies by putting aside the assumptions of modern financial theories about rationality of the economic agents and efficiency of the markets. The effect of the momentum that is the continuation of price trend in medium term is one of these anomalies. To explain this subject, as stated above, there have been many investigations conducted on behavioral finance and the related influencing variables. The present article investigates the relationship between the momentum return and liquidity at the Tehran stock exchange. The findings of the study reveal that there is no specific pattern to affirm.

Keywords: Behavioral Finance; Momentum; Momentum Return; Liquidity

JEL: G10 G14

44. Associate Professor, Faculty of Management, University of Tehran,
Email : fathiresearch@yahoo.com

45. PhD in Financial Management, University of Tehran

46. PhD in Financial Management, University of Tehran