



ارائه الگوی مفهومی عوامل موثر استراتژی معاملاتی معکوس در تشکیل پرتفوی سودآور با کاربست نظریه داده بنیاد

ابراهیم قشقایی^۱

اله کرم صالحی^{۲*}

علی محمودی‌راد^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۷/۰۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۱۰

چکیده

تشکیل سبد سرمایه‌گذاری سودآور یک مساله مهم پیش‌روی سرمایه‌گذاران بازار است. برخلاف فرضیه بازار کارا دستیابی به بازده اضافی محتمل است در صورتی که انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری به شکل مناسب انجام شود. هدف اصلی این پژوهش ارائه الگوی مفهومی عوامل موثر استراتژی معاملاتی معکوس در تشکیل پرتفوی سودآور با استفاده از نظریه داده بنیاد در بازار سرمایه ایران است. در راستای هدف پژوهش، داده‌ها از طریق مصاحبه با ۱۲ نفر از اساتید و خبرگان دانشگاهی که به روش نمونه‌گیری نظری با تکنیک گلوله برفی انتخاب شده بودند، جمع‌آوری شد. نتایج با استفاده از نظریه داده بنیاد نشان داد که مقوله‌های اصلی از نوع شرایط علی شامل ویژگی‌های سرمایه‌گذاران، از نوع مداخله‌گر شامل عوامل کلان اقتصادی، عوامل بازار سرمایه، عوامل شرکتی و عوامل مدیریتی، از نوع زمینه‌ای شامل نارسایی‌های بازار و فرآیندهای نظارتی، از نوع راهبرد شامل خبرهای منتشرشده و ویژگی‌های صورت مالی و از نوع پیامد شامل بازده سهام و معیارهای عملکرد بازار می‌باشد که در تشکیل پرتفوی سودآور در بازار سهام موثر هستند.

واژگان کلیدی: استراتژی معاملاتی معکوس، فرضیه بازار کارا، پرتفوی سودآور، نظریه داده بنیاد

^۱ دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران. eqashqaidr@gmail.com

^۲ استادیار، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران. a_k_salehi@yahoo.com

^۳ دانشیار، گروه ریاضیات کاربردی، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران. alimahmoodirad@gmail.com

۱- مقدمه

از زمان آغاز معاملات دارایی‌های مالی، سرمایه‌گذاران در تلاش برای عملکرد بهتر نسبت به روند بازار، استراتژی‌های معاملاتی را انتخاب و اجرا می‌کردند که ظاهراً بازار را شکست بدهند. این اقدام سرمایه‌گذاران برای کسب بازدهی بیش از متوسط بازار برخلاف نظریه بازار کارا است که بیان کرد تمام اطلاعات گذشته در قیمت منعکس شده است و هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند به سود اضافی دست یابد. برآورد بانک جهانی از ارزش بازار شرکت‌های لیست شده در بورس‌های جهانی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران سالانه ۶۷ درصد از ارزش کل بازار را صرف جستجوی بازدهی برتر می‌کنند و هزینه سرمایه‌ای کشف قیمت حداقل ۱۰ درصد از ارزش فعلی بازار است (بانک جهانی، ۲۰۱۶). این گرایش به سودآوری بیشتر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در مواجهه با اطلاعات جدید واکنش غیرمعتاد و غیرعقلایی ابراز می‌کنند. یعنی آنها وزن و اهمیت بیشتری به اطلاعات جدید می‌دهند و دچار خطای محاسباتی در برآورد قیمت واقعی سهام می‌شوند (جعفرزاده و همکاران، ۱۳۹۳). این انحراف به وجود آمده در ارزش‌گذاری سهام که بازتاب تصمیم‌گیری بر مبنای احساسات است فرصت کسب بازدهی بیشتر را از طریق بکار بردن استراتژی معاملاتی معکوس فراهم می‌آورد. دلیل انتخاب کردن این استراتژی در چنین شرایطی فشار قیمتی ناشی از اشتباه ارزیابی است که برای خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده گذشته وارد می‌شود. در واقع اساس استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس بر این اصل استوار است که بازار سرمایه نسبت به اخبار و اطلاعات جدید، واکنش بیش از حد نشان می‌دهد و در چنین شرایطی قیمت سهام مستعد انحراف از ارزش واقعی خود است. به طور خاص بازنده‌های گذشته کم ارزش می‌شوند و برنده‌های گذشته بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شوند. در بلندمدت یک حرکت قیمتی در جهت مخالف آن انجام می‌شود و این قیمت‌گذاری نادرست

اصلاح می‌گردد. یعنی با بازگشت تعادل به بازار، حرکت قیمتی سهام بازنده گذشته اصلاح می‌گردد و عملکرد هیجانی سهام برنده تعدیل می‌شود و این تغییرات احتمال دستیابی به بازدهی اضافی را ایجاد می‌کند.

برای آنکه خطای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بازار را در تشکیل سبد سهام سودآور کاهش داد و نسبت به پیش-بینی دقیق عملکرد آتی با استراتژی معاملاتی معکوس اطمینان بیشتری بدست آورد در نبود سابقه علمی پیرامون این موضوع در کشور لازم است محققین عوامل و مولفه‌هایی که می‌توانند بر کاربرد استراتژی معاملاتی معکوس موثر باشند را در قالب یک الگوی مفهومی شناسایی کنند، این هدف پژوهش مذکور است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- ادبیات استراتژی معاملاتی معکوس

سرمایه‌گذاران اغلب خواستار دستیابی به بالاترین میزان بازده در کمترین سطح ممکن از ریسک می‌باشند. نقش بازارهای مالی و سرمایه‌ای، جذب نقدینگی بخش خصوصی در قالب پس اندازهای اندک و یا عمده و هدایت آنها به درون بخش تولیدی است. صرف‌نظر از نوع و روش سرمایه‌گذاری، روش پیش‌بینی سرمایه‌گذار نسبت به عوامل قابل بازیافت سرمایه‌گذاری و منافع واقعی حاصل از سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین ابعاد تصمیم‌گیری، در بازارهای مالی و سرمایه‌ای محسوب می‌شود (متاوا و همکاران^۱، ۲۰۱۹). یکی از استراتژی‌های پیش‌بینی بازده آتی سهام که توسط درمان^۲ (۱۹۷۰) معرفی گردید استراتژی معاملاتی معکوس است که در تشکیل پرتفو توصیه می‌کند، سهام دارای عملکرد خوب در گذشته به فروش برسد و سهام با عملکرد ضعیف انتخاب و خریداری شود؛ یعنی سهامی خریداری شود که در حال حاضر بازار نسبت به آن بدبین است و سهامی فروخته شود که بازار نسبت به آن بسیار خوش‌بین است (فدایی‌نژاد و همکاران، ۱۴۰۰) در مطالعه بوینتون و اوپنهايمر^۳ (۲۰۰۶) استراتژی معکوس به این صورت تعریف گردید: کسب

انفرادی، \bar{r} بازده شاخص وزنی در زمان $t-1$ می‌باشد به صورت به صورت ذیل نمایش داده می‌شود:

$$\pi_t = -\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (r_{it-1} - \bar{r}_{t-1}) r_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

پژوهش جیگادیش و تیمن^۴ (۲۰۰۲) در زمینه منابع سوده‌های ایجاد شده در استراتژی معکوس یک مدل سه بخشی را ارائه کردند که مبتنی بر واریانس و کوریانس بازده است.

$$\pi = -cov(\bar{r}_t, \bar{r}_{t-1}) + \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N cov(r_{it}, r_{it-1}) + \sigma_M^2 \quad \text{رابطه (۲)}$$

اولین بخش مدل بیانگر منفی کواریانس مرتبه اول بازده براساس پرتفوی وزن برابر بازار می‌باشد و اغلب به طور کامل از طریق کواریانس‌های مقطعی بازده اوراق بهادار انفرادی تعیین می‌شود و اشاره به این مطلب دارد که بازده یک شرکت می‌تواند بازده سایر شرکت‌ها را تعیین نماید. دومین بخش میانگین کواریانس مرتبه اول مجموع اوراق بهادار انفرادی می‌باشد و اشاره به قابلیت پیش‌بینی بازده یک شرکت براساس عملکرد گذشته آن شرکت دارد. سومین بخش مدل واریانس مقطعی بازده مورد انتظار می‌باشد که بیان می‌کند سهم‌هایی با بالاترین بازده مطلق مورد انتظار دارای بالاترین بازده تحقق یافته نیز می‌باشند. مجموع دو جزء اول بیانگر اثر پیش‌بینی سری‌های زمانی است و اگر برای بازده معکوس معتبر باشند، شکل ضعیف کارایی بازار در معرض چالش قرار می‌گیرد.

۲-۲- استراتژی معاملاتی معکوس و عوامل بازار

بررسی مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که از مدل‌های اولیه پیش‌بینی بازده یعنی مدل قیمت-گذارای دارای سرمایه‌ای^۵ (۱۹۶۴) و مدل لینتنر^۶ (۱۹۶۵) تا آخرین آن یعنی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ^۷ (۲۰۱۵)، ریسک سیستماتیک را به عنوان یکی از عوامل بازار در تبیین بازده سهام معرفی کردند. ریسک به عنوان عدم اطمینان از شانس یا شدت زیان درک می‌شود. اندازه-گیری ریسک سیستماتیک در نظریه مدرن پرتفوی توسط کواریانس انجام می‌گیرد. ریسک سیستماتیک اغلب از

بازدهی اضافی از طولانی بودن دوره زمانی بازندگان گذشته و کوتاه بودن دوره زمانی برندگان گذشته که در فاصله ۳ تا ۵ سال قرار می‌گیرند. این تعریف به این معنی است که سهامی که در ۳ تا ۵ سال گذشته عملکرد ضعیفی داشته است در دوره‌های نگهداری ۳ و ۵ ساله بعدی (نسبت به سهامی که در همان دوره عملکرد خوبی داشته‌اند) بازده بهتری کسب می‌کنند. درک عمومی در استراتژی معکوس این است که سرمایه‌گذاران وزن بیشتری به اطلاعات زمان حال نسبت به اطلاعات زمان گذشته می‌دهند که باعث ایجاد نوعی خوش‌بینی کاذب و انحراف در ارزش‌گذاری سهام می‌شود (رحمانی و سرهنگی، ۱۳۹۰). این رفتار غیرمنطقی می‌تواند تا زمانی که اصلاح قیمت به میانگین آن انجام می‌شود سود اضافی ایجاد کند. با گذشت زمان بازار در پی برطرف کردن اشتباه خود در قیمت‌گذاری بر می‌آید تا قیمت‌ها به حالت تعادل برگردد که در ادبیات مالی به این اثرات بازگشتی که در دوره بلندمدت اتفاق می‌افتد اثرات بیش واکنشی می‌گویند (مهرآرا و محمدیان، ۱۳۹۹).

بنابراین تحت استراتژی معکوس، پرتفوی سرمایه‌گذاری از سهامی تشکیل می‌شود که برخلاف حرکت بازار عمل می‌کند. رفتار مبتنی بر استراتژی معکوس نقطه مقابل رفتار توده‌وار در مباحث مالی رفتاری است که وضعیتی را نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بنا به دلایل متعدد رفتارهای مشابه و هم‌جهتی انجام می‌دهند و باعث به هم خوردن قواعد ریسک و بازده می‌شوند (میرهاشمی‌نسب و همکاران، ۱۳۹۸). ایجاد ناراکاری بازار در پی وقوع چنین تصمیمات و رفتارهای غیرعقلایی باعث انحراف و تاخیر در تحقق بازده مورد انتظار برخی سهام می‌شود که استراتژی خرید بازندگان و فروش برندگان منجر به ایجاد بازده اضافی می‌شود. یکی از روش‌های محاسبه بازده ناشی از بکارگیری استراتژی معکوس روش میانگین موزون ثروت است. بازده استراتژی معکوس طبق این روش در زمان t هنگامی که N تعداد سهام، r_i بازده سهام

(بالا) دارد به بازدهی اضافی منجر گردد. توقف و وقفه معاملاتی نماد از عوامل بازار است که در استفاده استراتژی معاملاتی نقش دارد. توقف نماد که یک رویه کنترل قیمت در بازار سهام محسوب می‌شود مانع از انجام معامله نماد در زمان و شرایط مشخص براساس نظر مسئولان بازار است (دموری و خشنود، ۱۳۹۸). انجام وقفه‌های معاملاتی نوعی امتیازدهی به سرمایه‌گذاران است تا زمان بیشتری برای ارزیابی اطلاعات جدید داشته باشد و به نوعی عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد. انتظار می‌رود توقف معاملات کارایی استراتژی معکوس در کسب بازده اضافی را کاهش دهد زیرا پیش‌بینی بازده سهام براساس اطلاعات کامل-تری انجام می‌شود و تلاطم بازده را تقلیل می‌دهد. افشای اطلاعات ابزاری برای انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد شرکت به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی است. ارائه اطلاعات به موقع و مناسب منجر به کاهش هزینه مبادلاتی و تخصیص بهینه منابع می‌گردد. یعنی با ارائه اطلاعات با کیفیت اتخاذ تصمیمات صحیح در راستای تخصیص بهینه منابع صورت می‌گیرد و کارایی بازار را افزایش می‌دهد (رشیدی‌باغی، ۱۳۹۸). بنابراین افزایش افشا اطلاعات فرصت کسب بازده مازاد را از طریق اعمال استراتژی معکوس کاهش می‌دهد.

۳-۲- استراتژی معاملاتی معکوس و ویژگی سرمایه‌گذاران

بررسی ادبیات نقش ویژگی‌های سرمایه‌گذار برای بدست آوردن سود در بازارهای مالی نشان می‌دهد که افق سرمایه‌گذاری، سواد مالی، تجربیات و انتظارات آنها نقش برجسته‌ای را در اخذ تصمیم سرمایه‌گذاری دارند. افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سرمایه‌گذاران می‌تواند مدیریت را برای دستیابی به سود کوتاه مدت تحت فشار قرار دهد و احتمال بروز رفتار نادرست مدیر را افزایش دهد. پیامدهای این رفتار تشدید تفاوت بین اطلاعات واقعی و اطلاعات گزارش شده است که کیفیت اطلاعات را کاهش می‌دهد (رشیدی‌باغی، ۱۳۹۸). در چنین شرایطی انحراف از تصمیم‌گیری بهینه برای استفاده‌کنندگان صورت‌های

سیاست‌های دولت، نیروهای اقتصادی بین المللی یا بلایای طبیعی ناشی می‌شود و علاوه بر گستردگی تاثیر آن با تنوع سبد سهام حذف نمی‌شود (عباد^۸، ۲۰۲۱). چنان، بال و کوتاری بیان کردند که بتای سهام بازندگان گذشته (برندگان) به دلیل اثر اهرم مالی بالاتر (کمتر) می‌تواند انتظار بازده سهم را تغییر دهد. یعنی در شرکت-هایی که بین نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌شان و نرخ بهره قابل پرداخت به طلبکاران تفاوت زیادی باشد بتای سهام-شان فرصت ایجاد بازدهی اضافی برای سرمایه‌گذارانی که از استراتژی معکوس استفاده می‌کنند را فراهم می‌آورد (رحیم و همکاران^۹، ۲۰۱۶). نتایج پژوهش چانکارت و سینلاپتس^{۱۰} (۲۰۲۱) نشان داد بازده سبد سهام سرمایه-گذارانی که از استراتژی معکوس استفاده می‌کنند با کنترل کردن ریسک سیستماتیک براساس مدل پنج عاملی فاما و فرنچ از بین می‌رود. در مطالعه عمران هنجرا و همکاران^{۱۱} (۲۰۲۰) تاثیر ریسک بر استراتژی مومنتوم و استراتژی معکوس در بازارهای آسیای جنوبی بررسی شد. سبدهای سهام براساس سه سطح ریسک اعتباری کم، متوسط و زیاد تشکیل شد. نتایج نشان داد بازده مومنتوم و معکوس در سبدهای با ریسک زیاد و متوسط زیاد است اما در سبد با ریسک کم شواهدی مبنی بر بازده اضافی دیده نشد.

یکی دیگر از عوامل بازار که در پیش‌بینی بازده و کاربرد استراتژی‌های معاملاتی استفاده می‌شود حجم معاملات است که سرعت واکنش بازار نسبت به جریان اطلاعاتی را نشان می‌دهد. تغییر در حجم معاملات تصویر شفاف از رفتارهای هیجانی ناشی از اخبار مثبت و منفی را به نمایش می‌گذارد (حاج خان میرزای صراف و همکاران، ۱۳۹۹). انتظارات سرمایه‌گذاران با ورود اطلاعات جدید تغییر می‌کند که موجب افزایش حجم و گردش معاملات می‌شود. تصمیمات شتاب‌زده سرمایه‌گذاران در برآورد بازده آتی منجر به افزایش واریانس توزیع بازده می‌شود. در چنین شرایطی استفاده از استراتژی معکوس می‌تواند از طریق خرید (فروش) سهامی که حجم معاملاتی پایین

معاملاتی معکوس به دلیل تقابل داشتن با انتظارات سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز می‌تواند کاهش یابد.

۴-۲- استراتژی معاملاتی معکوس و عوامل شرکتی

برخی عوامل و اصول شرکت می‌توانند پیش‌بینی بازده مورد انتظار برای تصمیم‌گیری مطلوب را تحت تاثیر قرار دهند. طبق مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۵) شرکت‌هایی که در درمادگی مالی قرار دارند، به دلیل ریسک ورشکستگی بالا، نرخ بازده مورد انتظار بالاتری دارند. در این مدل بیان گردید که شرکت‌هایی با اثر اندازه کوچک، نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت امکان دستیابی به بازده اضافی را به وجود می‌آورد (نوربخش و ایرانی‌جانیارلو، ۱۳۹۹). در ادبیات مالی اندازه نشانه‌ای برای ریسک است و هنگامی که بازنده‌ها با برنده‌ها هم-اندازه مقایسه می‌شوند، شواهد کمی از واکنش بیش از حد وجود دارد زیرا هر دو ریسک برابر دارند اما اگر اثر اندازه در بین برندگان و بازندگان وجود داشته باشد برندگان با اثر اندازه بزرگ ریسک کمتری نسبت به بازندگان با اثر اندازه کوچک در برگشت به متوسط بازدهی دارند. نسبت دفتری به بازار نوعی علامت‌دهی برای سرمایه‌گذاری است اما می‌تواند در تشکیل بیش‌اطمینانی و اثر هاله‌ای که هر دو ناهنجاری‌های شناختی هستند موثر باشد (وی‌کی و جینگ‌ژینگ^{۱۵}، ۲۰۱۸). اجزای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دارای محتوای اطلاعاتی نسبت به جریان نقدی و بازدهی مورد انتظار است به همین دلیل فاما و مکبث (۱۹۷۳) نشان دادند این نسبت به خوبی می‌تواند بازده بازار نزدیک را توضیح دهد. بنابراین نادیده گرفتن نسبت اثر دفتری به بازار باعث ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌شود که ایجاد بازده اضافی را میسر می‌کند (پراساد و همکاران، ۲۰۲۱). مدیریت سود یکی دیگر از اصول شرکتی موثر بر کسب بازده اضافی و استفاده از استراتژی‌های معاملاتی سرمایه‌گذاری است. برآوردن سود مورد انتظار از طریق مداخله در فرآیند گزارشگری توسط مدیریت شرکت منجر به عدم انعکاس کامل اطلاعات در قیمت سهام می‌شود و سرمایه‌گذاران را در پیش‌بینی جریان‌ات نقدی آتی دچار اشتباه می‌کند.

مالی در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست سهام به وجود می‌آید که دستیابی به بازده اضافی ناشی از استراتژی معاملاتی معکوس امکان‌پذیر است. سواد مالی سرمایه‌گذاران به آگاهی و درک آنها از ایده‌ها و اطلاعات سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود که توانایی تصمیم‌گیری آگاهانه، موثر و مطمئن در مورد سرمایه‌گذاری را تضمین کند. این توانایی امکان دقیق برای شناسایی، ارزیابی، مدیریت و برقراری ارتباط در مورد سرمایه‌گذاری بازار سهام را فراهم می‌کند (سورش^{۱۲}، ۲۰۲۱) و سرمایه‌گذار را قادر می‌سازد تا با تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه احتمال گمراه شدن را کاهش دهد. مرور پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که دارای سواد مالی هستند توانایی ارزیابی دقیق ارتباط بین ریسک و بازده دارایی را دارند (میهاالکوا و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۴؛ پراساد و همکاران^{۱۴}، ۲۰۲۱). این سرمایه‌گذاران با آگاهی نسبت به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و معاملاتی در جایی که قضاوت‌های مالی تحت تاثیر اشتباهات محاسباتی قرار گرفته باشد و ارتباط بین ریسک و بازده عقلایی نباشد از سواد مالی خود برای کسب بازده بیشتر استفاده می‌کنند. در بازار مالی انتظار و احساس سرمایه‌گذاران متفاوت است. برخی از سرمایه‌گذاران معمولاً ریسک‌گریزتر از دیگران هستند. با این حال، در برخی موارد، علت ریسک‌گریزی یا ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران ممکن است با شکست سرمایه‌گذاری پیشین یا سایر تجربیات منفی آنها توضیح داده شود. براساس نظریه چشم‌انداز، ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بر پایه ارزش‌های متفاوت ذهنی که به سود و زیان می‌دهند اتفاق می‌افتد (قدیمی و سروش-یار، ۱۳۹۸). در شرایط برابر با فرض وجود دو گزینه یکی مبتنی بر بازده و دیگری مبتنی بر ریسک، سرمایه‌گذاران به انتخاب مبتنی بر بازده تمایل دارند زیرا زیان‌ها در مقایسه با سودها اثرات احساسی بیشتری دارند. بنابراین سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز در تشکیل پرتفو سهام برنده را به سهام بازنده ترجیح می‌دهند. استفاده از استراتژی

تصمیم‌گیری براساس اطلاعات تحریف شده کسب بازده اضافی را برای سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید بازنده‌های گذشته می‌کنند امکان‌پذیر می‌کند. رامیه و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۷) در بررسی سودهای معکوس تاثیر اندازه شرکت، فروش، سود هر سهم، مخارج سرمایه‌ای و اهرم مالی در سبد سهامی که با استراتژی معکوس تشکیل شده است را در شرکت‌های تولیدی استرالیا بررسی کردند. نتایج بدست آمده پژوهش نشان داد بازده سبد سهام استراتژی معکوس ۱،۷۵ درصد بالاتر از بازده ماهانه بازار است و شرکت‌هایی با اندازه کوچک، سطح فروش پایین، مخارج سرمایه‌ای کم و سطح اهرم مالی پایین بازده معکوس بالاتری نسبت به سایر شرکت‌هایی موجود در سبد سهام مبتنی بر استراتژی معکوس دارند. شواهد تاثیر سود هر سهم و حجم معاملات بر بازده سهام را تایید نکرد.

۴-۲- پیشینه پژوهش

رائو و همکاران^{۱۷} (۲۰۲۲) اثر بلندمدت استراتژی معکوس در بازار هند و پاکستان را ارزیابی کردند. نتایج نشان داد ویژگی‌های شرکتی مانند اندازه، ریسک نقدینگی، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و سرمایه‌گذاری در سودآوری استراتژی معکوس تاثیر دارند. به غیر از اندازه شرکت که در هند تاثیر مثبت و در پاکستان تاثیر منفی در سود معکوس دارد سایر عوامل شرکتی دارای تاثیر مشابه هستند. چانکارت و سینلاپتس (۲۰۲۱) با بررسی سودآوری استراتژی‌های معاملاتی بر اساس قیمت‌ها و ریسک تاریخی به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذارانی از کاربرد استراتژی معکوس سود مازاد کسب کردند که پرتفوی آنها از سهامی تشکیل شده است که علاوه بر دارا بودن ریسک سیستماتیک، قیمت در پایین‌ترین میزان نسبت به میانگین دوماه اخیر است. چیموال و باپات^{۱۸} (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان مطالعه تطبیقی رفتار مومنتوم و معکوس سرمایه‌گذاران مختلف در بازار هند به این نتایج دست یافتند سرمایه‌گذاران خارجی و سرمایه‌گذاران نهادی در کوتاه‌مدت استراتژی مومنتوم را به کار می‌برند اما در بلندمدت با تاثیر عوامل اقتصادی و سیاسی

از رفتار معکوس برای کسب سود استفاده می‌کنند. در حالی که سرمایه‌گذاران خرد در کوتاه‌مدت با دادن وزن بیشتر به انتظارات آتی از استراتژی معکوس بهره می‌برند و در بلندمدت استراتژی مومنتوم را برای کسب سود انتخاب می‌کنند. چا و کیم^{۱۹} (۲۰۲۰) به بررسی سود معکوس جزء خاص شرکت در بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که در بکارگیری استراتژی معکوس، اخبار اقتصادی مربوط به شرکت در سود مبتنی بر بازده باقیمانده تاثیر دارد. چودهری^{۲۰} و همکاران (۲۰۱۹) در بررسی منابع سود متضاد در بازار سهام بنگلادش به این نتیجه رسیدند که سودهای استراتژی معکوس برای دوره نگهداری یک تا هشت هفته به وجود می‌آید و ویژگی‌های خاص شرکت مانند اندازه، ریسک غیرسیستماتیک و عدم تقارن اطلاعاتی در ایجاد سود مازاد از بکارگیری استراتژی معاملاتی موثر هستند. فدایی‌نژاد و همکاران (۱۴۰۰) به ارزیابی سودمندی استراتژی‌های مومنتوم و معکوس صنعت در بازار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد در دوره نگهداری یک ماهه و سه‌ماه استراتژی مومنتوم سودآور است و در دوره نگهداری طولانی‌تر استراتژی معکوس باعث ایجاد سود مازاد می‌شود. مرزبان و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین متغیرهای چندانگانه با سودهای مومنتوم و معکوس در بازار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد که اندازه شرکت با سود مومنتوم ارتباط معناداری ندارد اما با سود معکوس در دوره نگهداری ۲۴ ماهه ارتباط معناداری دارد. همچنین بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با سود مومنتوم ارتباطی دیده نشد اما ارتباط نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با سود معکوس تایید گردید. حجم معاملات شرکت در دوره نگهداری ۶ ماهه با سود مومنتوم و در دوره نگهداری ۲۴ ماهه با سود معکوس ارتباط معناداری دارد. مهرآرا و محمدیان (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان بررسی فرضیه معکوس شدن روندهای بازدهی در بلندمدت در بازار بورس اوراق بهادار تهران را انجام دادند. نتایج نشان داد که مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای نتوانست سودهای بازگشتی بلندمدت را بر اساس ریسک آنها تبیین کند. اما مدل چند عاملی قیمت‌گذاری دارایی

و کوربین^{۲۱}، ۱۹۹۸). به همین منظور جمع‌آوری داده‌های این پژوهش از طریق مصاحبه نیم‌ساختاریافته انجام می‌شود. جامعه آماری شامل اساتید و خبرگان دانشگاهی در حوزه حسابداری با سابقه فعالیت در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ است. در تعیین نمونه از روش نمونه‌گیری نظری (رسیدن به اشباع اطلاعات) و تکنیک گلوله برفی (حرکت از یک عضو به عضو دیگر نمونه از طریق معرفی صاحب‌نظران) استفاده گردید. با توجه به شرایط فوق بعد از انجام ۱۲ مصاحبه داده‌های گردآوری شده به نقطه اشباع رسید و نیازی به انجام مصاحبه جدید وجود نداشت. مرتب‌سازی داده‌ها با نرم افزار صفحه گستر اکسل و تجزیه و تحلیل داده‌ها با نرم افزار مکس کیودا انجام گردید.

۵- یافته‌های پژوهش

کاربرد نظریه داده بنیاد به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها شامل سه مرحله است: ۱- کدگذاری باز (کشف ویژگی‌ها و مفاهیم اولیه در داده‌ها). ۲- کدگذاری محوری (ربط دادن مقوله‌ها به زیر مقوله‌ها و پیوند بین مقوله‌ها در سطح ویژگی‌ها). ۳- کدگذاری انتخابی (یکپارچه کردن مقوله‌ها به منظور ارائه نظریه). در مرحله اول متن مصاحبه‌های انجام شده به منظور کدگذاری اولیه بررسی شدند که در مجموع ۳۱۲ کد اولیه با در نظر گرفتن تکرارها شناسایی شد که بعد از حذف تکرارها تعداد کدهای اولیه به ۸۸ کد تقلیل یافت. نمونه‌ای از یک کدگذاری اولیه انجام شده به صورت زیر است:

وقفه معاملاتی که به عنوان یک فاصله زمانی بین رسیدن یک خبر تا اعمال شدن اثر آن خبر در قیمت سهام شناخته می‌شود به عنوان مانعی شناخته می‌شود تا افراد خاص از اطلاعات مهم و غیرعلنی استفاده نکنند (وقفه معاملاتی/رانت اطلاعاتی). در برخی موارد که توقف نماد به دلیل نوسانات شدید است قوانین بازار، شرکت‌ها را به افشای اطلاعات از طریق کنفرانس اطلاع‌رسانی ملزم می‌کند (قوانین بازار/کنفرانس اطلاع‌رسانی). هر خبری که منتشر می‌شود چه اقتصادی، چه غیراقتصادی، چه شرکتی و چه برون‌شرکتی این اخبار در طی یک مدت

بطور کامل سودهای بازگشتی بلندمدت را توضیح داد. در این توضیح دهنده‌گی، اثر اندازه اهمیت بیش‌تری نسبت به سایر عوامل ریسکی دارد. بحری‌ثالث و همکاران (۱۳۹۷) رابطه پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌ها نشان داد بازده پرتفوی برندگان با بازده پرتفوی بازندگان بر اساس اثر نسبت نگهداری سهامداران نهادی با سودهای مومنتوم رابطه ندارد اما رابطه معنی‌دار بازده پرتفوی برندگان و بازندگان بر اساس نسبت نگهداری سهامداران نهادی با سودهای معکوس در دوره‌های یک‌ماهه و سه‌ماهه وجود دارد.

۳- سوال پژوهش

با توجه به اینکه این پژوهش قصد دارد وضعیت یک متغیر را جست‌وجو و کشف کند و در پی بررسی رابطه و تاثیر متغیر(ها) بر متغیر وابسته نیست از ارائه سوال به جای بیان فرضیه استفاده می‌شود. سوال پژوهش به این صورت است: عواملی که در طراحی الگوی استراتژی معاملاتی معکوس در بازار سهام ایران اهمیت دارند کدامند؟

۴- روش شناسی پژوهش

فلسفه این پژوهش در زمره پژوهش‌های اثباتی است که قصد دارد تئوری‌های ایجاد شده را با رویکرد استقرا و ترسیم مدل آزمون کند. این پژوهش از نوع پژوهش‌های کیفی است زیرا هدف آن بدست آوردن یک بینش عمیق نسبت به مولفه‌های موثر بر استراتژی معاملاتی معکوس در بازار سهام ایران است. از منظر ماهیت به علت گردآوری داده‌های طبیعی و بدون دستکاری در آنها در قلمرو پژوهش‌های توصیفی است. به منظور ارزیابی داده‌ها تا رسیدن به یافته علمی جدید از استراتژی نظریه داده بنیاد با رهیافت نظامند استفاده می‌شود که به‌طور استقرایی شامل مجموعه‌ای از رویکردهای سیستماتیک تا تدوین نظریه یکپارچه درباره پدیده است. کاربرد نظریه داده بنیاد نیازمند طرح پرسش‌های منعطف است که آزادی لازم برای بررسی و ارزیابی کامل پدیده را فراهم کند (استراوس

تا به دانش در مورد روابط منجر شود. این مرحله کدگذاری به دلیل آنکه حول یک محور است کدگذاری محوری نامیده می‌شود (لی^{۲۲}، ۲۰۰۱). برای انجام کدگذاری محوری مقولات ایجاد شده در کدگذاری باز را براساس نوع مقولات مدل پارادایم عمل/کنش متقابل و نتایج استراوس و کوربین (۱۹۹۸) دسته‌بندی می‌کنیم. پنج نوع مقوله این مدل شامل علی، مداخله‌گر، بستر، راهبرد و پیامد وجود دارد. طبقه‌بندی انجام شده مقولات و مفاهیم در کدگذاری محوری در جدول ۱ آورده شد.

زمان مشخصی باید تاثیرش را بگذارد آن مدت زمان در محاسبه قیمت خیلی مهم است. در این مبحث می‌بایست پنجره قابل قبول برای تاثیرگذاری یک خبر در قیمت یک سهم را مشخص کنیم. این مهم است بدانیم چند روز باید انتظار بکشیم تا یک خبر اقتصادی تاثیر خودش را بگذارد (اخبار اقتصادی). نکته قابل توجه این که اطلاعات غیرحسابداری به اندازه اطلاعات حسابداری در شکل‌گیری قیمت سهام موثر است. در مرحله دوم استراتژی نظریه داده بنیاد آنچه که از کدگذاری باز شامل مقوله‌ها، خصوصیات و ابعاد آن ایجاد شد در جای خود قرار می‌گیرد

جدول ۱. دسته‌بندی مقولات و مفاهیم

مفهوم	نام مقوله	مقوله
*افق سرمایه‌گذاری*مولفه‌های شخصیتی *تیپ رفتاری*سبک زندگی *سواد و دانش مالی*تجربه معاملاتی *سطح آموزش سرمایه‌گذاران*انتظارات آتی*جنسیت سرمایه‌گذاران	ویژگی‌های سرمایه-گذاران	علی
*ریسک سیاسی*بودجه سالانه *مالیات*نرخ تورم*بهره بانکی *نرخ ارز*نوع صنعت*سیکل تجاری و اقتصادی*تحولات اقتصادی *ناپایداری قیمت در بازارهای موازی *درآمد سرانه*دخالت‌های سیاسی *تحولات اجتماعی *خصوصی سازی*حباب قیمتی *روابط غیررسمی مدیران بورس *تخصص شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری*ریسک سیستماتیک*مدت زمان وقفه*میزان دسترسی به اطلاعات *سطح افشاء اجباری*مصوبات حمایتی *شفافیت*سرعت واکنش بازار *ساختار سرمایه*اندازه شرکت *عملکرد دوره‌های گذشته *ریسک سهم*کنترل داخلی*مدیریت سود*مکانیزم‌های راهبردی شرکتی *چرخه عمر*قدرت نقدشوندگی سهم *ویژگی‌های شخصیتی*توانایی مدیر *سبک رهبری*سطح برنامه‌های اعلام‌شده مدیر	عوامل کلان اقتصادی عوامل بازار سرمایه عوامل شرکتی کنترل مدیریتی	
		مداخله‌گر

بستر	نارسایی‌های بازار	*کم عمق بودن بازار*ضعف ساختار
		*عدم وجود بازارهای جداگانه معاملات سهام*شاخص نقدینگی
		*پایین دستکاری قیمت*رانت اطلاعاتی
فرآیندهای نظارتی		*سقف اعتبارات نهادهای مالی
		*اعتمادسازی و جلوگیری از رانت
		*قوانین دولتی*استقلال حسابرسان
		*الزامات کفایت سرمایه*حضور و دخالت نهاد دولتی*سیستم کنترل داخلی
راهبرد	خبرهای منتشر شده	*گزارش هیئت مدیره*رسانه‌های خبری وابسته به شرکت*صورت‌های مالی
		*اخبار اقتصادی*شبکه‌های خبری و مجازی بازار سرمایه*اخبار غیراقتصادی
		*کنفرانس خبری و اطلاع‌رسانی
ویژگی‌های صورت مالی		*بهنگام بودن*یکپارچگی اطلاعات
		*مربوط بودن و قابلیت اتکا اطلاعات
		*قابل فهم بودن اطلاعات*سطح خوانایی گزارشگری*استاندارد گزارش-دهی
		*میزان تاخیر در گزارش‌گری
پیامد	معیارهای عملکرد بازار	*کارایی بازار*نقدینگی و نقدشوندگی
		*ارزش اقتصادی*دامنه نوسان
	بازده سهام	*سهام ارزشی*اثرات تحلیل تکنیکال
		*افزایش ثروت سهامداران*سهام رشدی
		*اثرات بنیادی*پاداش سرمایه‌گذاری
		*روند حرکت سهام شرکت*رفتار هیجانی بازار

منبع: یافته‌های پژوهشگر

باید به هم‌زمانی توصیف و تجویز در مقولات فرعی و محوری پژوهش توجه کرد زیرا مقولات شکل گرفته صرفاً بار توصیفی ناظر به توصیف وضعیت موجود و یا توصیف وضعیت مطلوب مورد انتظار نداشته بلکه علاوه بر آن دارای بار تجویزی نیز می‌باشند. به عبارت دیگر هر کدام از آن‌ها باید با هم‌زمانی در مسیر دستیابی به وضعیت مطلوب می‌باشند. می‌توان با استفاده از فراوانی کدهای داده شده به مقولات، اهمیت آن‌ها را مشخص نمود. فراوانی کدهای داده شده به مقولات در مجموع ۱۲ مصاحبه در جداول ۲ آورده شد.

جدول ۲. توزیع فراوانی کدگذاری مقولات

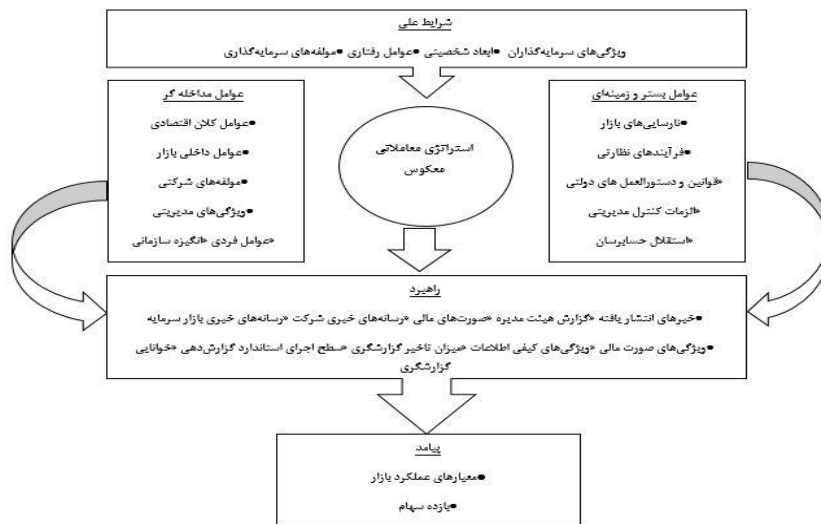
نام مقوله	فراوانی کد	درصد
ویژگی‌های سرمایه‌گذاران	۳۶	۱۱/۵
عوامل کلان اقتصادی	۴۱	۱۳/۱

۱۱/۵	۳۶	عوامل بازار سرمایه
۴/۸	۱۵	عوامل شرکتی
۳/۲	۱۰	کنترل مدیریتی
۷/۱	۲۲	نارسایی های بازار
۱۰/۹	۳۴	فرآیندهای نظارتی
۵/۸	۱۸	خبرهای منتشر شده
۱۲/۸	۴۰	ویژگی های صورت مالی
۵/۵	۱۷	معیارهای عملکرد بازار
۱۳/۸	۴۳	بازده سهام
۱۰۰	۳۱۲	مجموع

منبع: یافته های پژوهشگر

فرآیند کدگذاری به یکپارچه سازی مقوله ها می پردازد. بنابراین ابتدا موضوع های اصلی مشخص و سپس ارتباط آنها با سایر مقوله ها تعیین می شود. نتیجه این مرحله منجر به پاسخگویی به سوال پژوهش و ارائه الگوی مفهومی عوامل موثر استراتژی معاملاتی معکوس گردید.

نتایج نشان می دهد که بازده سهام بیشترین فراوانی توزیع کد (۴۳) را دارد و بعد از آن عوامل کلان اقتصادی (۴۱) و ویژگی های صورت مالی (۴۰) مورد توجه صاحب نظران در شناسایی عوامل موثر بر استراتژی معاملاتی معکوس هستند. مرحله کدگذاری انتخابی که به عنوان مرحله نتیجه گیری شناخته می شود برای استحکام



شکل ۱. الگوی مفهومی عوامل موثر در استراتژی معاملاتی معکوس (منبع: یافته های پژوهشگر)

براساس سطح پذیرش ریسک دارایی ایجاد می کند، اما اخیراً متخصصان بازار سرمایه نشان دادند که مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای دارای بی قاعدگی در رابطه با روند بازده بلندمدت گذشته است. آنها نشان دادند که تحت الگوی معکوس سبدهای سهام با بازده های پایین در گذشته

۶- نتیجه گیری و بحث:

تشکیل پرتفو به دلیل آنکه بازده آتی نامشخص است به عنوان یکی از نگرانی های اصلی سرمایه گذاران در سرمایه گذاری سهام در نظر گرفته می شود. براساس فرضیه بازار کارا مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای، بازده منطقی را

تمایل دارند در آینده از سبدهای سهام با بازده‌های بالا در گذشته بهتر عمل کنند. سرمایه‌گذارانی که از استراتژی معکوس استفاده می‌کنند سهامی که در گذشته زیان‌ده بوده را خریداری و سهامی که در گذشته سودآور بوده را به فروش می‌رسانند. افزایش کارایی استراتژی معکوس در کسب بازده بیش از متوسط بازار و به حداقل رساندن میزان انحراف در پیش‌بینی بازده اضافی حاصل از کاربرد این استراتژی در گرو شناخت نوع و نحوه تعامل عوامل موثر بر آن است. هدف اصلی این پژوهش ارائه الگوی مفهومی عوامل موثر در استراتژی معاملاتی معکوس مبتنی بر بازده سهام است. نتایج مطالعه نشان داد که این عوامل در ۱۱ مقوله از نوع علی، مداخله‌گر، بستر، راهبردی و پیامد طبقه‌بندی شدند. ویژگی‌های سرمایه‌گذاران شامل تیپ‌های شخصیتی و رفتاری و مولفه‌های سرمایه‌گذاری به عنوان مقوله علی استراتژی معاملاتی معکوس دارای اهمیت است. این مولفه‌ها بر روی ادراک و تصمیمات سرمایه‌گذار موثر هستند و سطح ارزیابی ذهنی فرد نسبت به میزان توانایی‌های خود را نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران با افق بلندمدت، درجه ریسک‌پذیری بالا و دارای سواد مالی با اتخاذ استراتژی معکوس از ارزش‌گذاری نادرست سهام توسط رفتار هیجانی بازار استفاده می‌کنند تا بازده مازاد بدست آورند. نتیجه پژوهش بیانچی^{۲۳} (۲۰۱۸)، متاوا و همکاران (۲۰۱۹) و مکنی‌کینه و همکاران^{۲۴} (۲۰۲۱) نشان داد که جنسیت، تجربه، سواد مالی، تعصبات رفتاری و شناختی بر استراتژی سرمایه‌گذاری تاثیر دارند و بازده سبدهای سهام سرمایه‌گذاران با تجربه و سواد مالی و حداقل سوگیری‌های رفتاری ۰/۴٪ بیشتر از سایر سرمایه‌گذاران است. عوامل اقتصادی، بازار سرمایه، شرکت و مدیریت از نوع مداخله‌گر در استفاده استراتژی معاملاتی معکوس هستند.

عوامل کلان اقتصادی مانند نرخ سود بانکی، نرخ تورم، سرانه درآمد و سیکل تجاری پتانسیل بالایی برای ایجاد خطای قضاوتی سرمایه‌گذاران دارند. نرخ سود بانکی و درآمد سرانه پایین، تورم بالا و رونق اقتصادی تقاضا برای کسب بازده سهام را افزایش می‌دهد. افزایش تقاضا بازده به

افزایش وزن‌دهی اسمی و کاهش وزن ارزش ذاتی سهام منجر می‌شود. این انحراف ارزش‌گذاری اصل استراتژی معاملاتی معکوس برای کسب بازده اضافی است. همراستا با این نتایج مطالعه سیرگار و دیانا^{۲۵} (۲۰۱۹) نشان داد که افزایش ریسک سیاسی، نرخ بهره و تورم بالا باعث پدیدار شدن احساسات قوی در سرمایه‌گذاران نسبت به کسب بازده بیشتر می‌شود اما این تمایل با نرخ بازده تحقق یافته اختلاف دارد. یعنی تاثیر عوامل اقتصادی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای تشکیل سبد سهام از روی احساسات و هیجان اقدام کنند و فرصت کسب بازده اضافی با استفاده از استراتژی معاملاتی معکوس را فراهم آورند. نارسایی‌های بازار و رویکردهای نظارتی به عنوان مقوله‌های زمینه‌ای در الگوی استراتژی معاملاتی معکوس محسوب می‌شوند و می‌توانند با تغییر سطح شفافیت بازار به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری کمک کنند. کم عمق بودن بازار، داشتن رانت اطلاعاتی، نقص در قوانین حمایتی، ضعف در ساز و کارهای کنترل داخلی و دستکاری قیمت‌ها منجر به انحراف در کشف قیمت منصفانه سهام می‌شود که به دنبال آن با افزایش نوسان قیمت‌ها و کاهش کارایی بازار شرایط استفاده از استراتژی معاملاتی معکوس برای کسب بازده اضافی را فراهم می‌کند. همراستا با این نتایج، سی و همکاران^{۲۶} (۲۰۲۱) و پاگدات^{۲۷} (۲۰۲۰) نشان دادند عدم اطمینان نسبت به سیاست‌های حمایتی، پولی و مالی دولت به همراه ضعف در راهبری شرکتی، دستکاری قیمت منجر به نوسانات قیمتی و طولانی شدن دوره بازگشت به متوسط قیمت می‌شود. همچنین یافته‌های هانگ و چنگ^{۲۸} (۲۰۱۵) نشان داد که دستکاری منجر به تعویق افتادن تعیین قیمت عادلانه سهام می‌شود و شرایط کسب سود مازاد با بکارگیری استراتژی‌های معاملاتی فراهم می‌گردد. از منظر خبرگان حوزه حسابداری، منبع خبرهای منتشر شده و ویژگی‌های صورت مالی دو راهبردی استفاده از استراتژی معاملاتی معکوس هستند که به فعالان بازار امکان شناسایی و انتخاب درست بازندگان گذشته در سبد سهام را فراهم می‌کند. به‌طور شهودی خبرها و اطلاعات

بازده بالاتر نسبت به متوسط بازار است. براساس فرض استراتژی معاملاتی معکوس که به تورش‌های رفتاری مرتبط است سرمایه‌گذاران به عوامل مربوط به سهام واکنش بیش از حد نشان می‌دهند و قیمت سهام نسبت به ارزش ذاتی آن افزایش یا کاهش غیرمنطقی می‌یابد انحراف شکل گرفته در بلندمدت اصلاح می‌شود و قیمت به سمت تعادل و ارزش منصفانه جابجا می‌شود. سرمایه‌گذاری که در این شرایط از استراتژی معکوس استفاده می‌کنند با تشکیل سبد سهام از بازنده‌های گذشته و فروش برنده‌های گذشته به سود اضافی دست می‌یابند. آلپر و آیدوگان^{۳۱} (۲۰۱۷) براساس تئوری چشم انداز به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذاران زمانی که سود کسب می‌کنند نسبت به زمانی که زیان می‌کنند سریع‌تر از موقعیت خود خارج می‌شوند. آنها نشان دادند که بازده اضافی از استراتژی معاملاتی معکوس در دوره‌های بلندمدت حاصل می‌گردد. همانگونه که نتایج این پژوهش نشان داد کسب بازده اضافی از استراتژی معاملاتی معکوس در بازار سهام به عوامل مختلفی بستگی دارد. بنابراین به فعالان بازار سرمایه به ویژه سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای به حداکثر رساندن کارایی استراتژی معاملاتی معکوس در تشکیل سبد سهام، عواملی را مدنظر قرار دهند که در این پژوهش از منظر خبرگان شناسایی گردید و با یافته‌های محققان دیگر مقایسه شد.

منتشر شده توسط بازار یا منابع خبری شرکت ابزار مهمی برای ارزیابی وضعیت و عملکرد آتی سهام توسط سرمایه‌گذاران است. فقدان و ضعف در نشر منظم خبرهای دقیق و کامل توسط منابع موثق و معتبر به همراه عدم اجرا ویژگی‌های کیفی اطلاعات و استانداردهای گزارش‌دهی مولفه مهم در تصمیم‌گیری ذهنی و احساسی سرمایه‌گذاران است که امکان ارزیابی نادرست رابطه بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری را در پی دارد. نتیجه پژوهش وو و لین^{۲۹} (۲۰۱۷) نشان داد رسانه‌های خبری و اعلامیه‌های منتشرشده سرمایه‌گذاران را نسبت به ارزش بنیادی سهام یک شرکت آگاه می‌کند. همچنین بازده تحقق یافته سهام شرکت‌هایی که منبع خبری چندگانه ندارند بیشتر از بازده مورد انتظار سهام شرکتی با پوشش خبری گسترده است. سرمایه‌گذاران با بکارگیری استراتژی معاملاتی معکوس برای چنین سهامی به دلیل عدم آگاهی کامل بازار به بازده اضافی دست می‌یابند. پژوهش بوشی و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۹) نشان داد کیفیت ضعیف گزارش‌گری مالی، سرمایه‌گذارانی که افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت دارند را بر می‌انگیزد تا پرتفوی خود را از سهام ارزشی دور کنند زیرا معتقدند بازده آنها مشروط به تجدیدنظر در باورهایشان در مورد ارزش بنیادی شرکت است و سهام برنده گذشته را جایگزین آن کنند که بازده آتی آنها بیشتر محقق می‌شود. پیامدهای اجرای استراتژی معاملاتی معکوس دستیابی به عملکرد و

یادداشت‌ها

1 Metawa et al	17 Rao et al
2 Dreman	18 Chhimwal & Bapat
3 Boynton & Oppenheimer	19 Chae & Kim
4 Jegadeesh & Titman	20 Chowdhury et al
5 Capital asset pricing model	21 Strauss & Corbin
6 Lintner	22 Lee
7 Fama & French	23 Bianci
8 Abad	24 Maknickienė et al
9 Rahim et al	25 Siregar & Diana
10 Chancharat & Sinlapates	26 Si et al
11 Imran Hunjra et al	27 Pagaddut

12 Suresh	28 Huang & Cheng
13 Mihalcová et al	29 Wu & Lin
14 Prasad et al	30 Bushee
15 Wei-qi & Jingxing	31 Alper & Aydoğan
16 Ramiah et al	

فهرست منابع

مرزبان، حجت‌اله، ستوده، رضا و پیری، حبیب. (۱۴۰۰). «بررسی رابطه بین متغیرهای چندگانه با سودهای مومنتوم و معکوس در بازار سرمایه تهران». نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۱۰(۳۷)، ۱۸۳-۱۵۹.

مهرآرا، محسن و محمدیان، مجتبی. (۱۳۹۹). «بررسی فرضیه معکوس شدن روندهای بازدهی در بلندمدت در بازار بورس اوراق بهادار تهران». راهبرد مدیریت مالی، ۸(۲)، ۴۱-۶۰.

میرهاشمی نسب، سیدامیرحسین، محمدزاده، امیر، محمدنوربخش لنگرودی، محسن و آخوندی، نسرين. (۱۳۹۸). «ارایه مدلی برای بررسی تاثیرات ترکیبی ریسک پذیری، ویژگی های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران». نشریه چشم انداز مدیریت مالی، ۹(۲۸)، ۶۵-۹۰.

نوربخش، عسگر و ایرانی جانیارلو، شهرام. (۱۳۹۹). «مقایسه مدل سه عاملی فاما و فرنچ با مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش بینی بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». دانش سرمایه گذاری، ۹(۳۶)، ۲۵۱-۲۶۹.

Abad, Ph. (2021). *Beta and Systematic Risk*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3901536> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3901536>

Abukari, K. & Otchere, I. (2020). *Dominance of hybrid contratum strategies over momentum and contrarian strategies: half a century of evidence. Financial Markets and Portfolio Management*, 34, 471-505.

Alper, D. & Aydoğan, E. (2017). *The Profitability of Contrarian Strategy: Borsa Istanbul Case. Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (74), 201-214.

بحری ثالث، جمال، پاک مرام، عسگر، افروزیان اذر، علی و قادری، قدرت. (۱۳۹۷). «رابطه پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس». دانش سرمایه گذاری، ۷(۲۸)، ۲۹۷-۳۱۲.

جعفرزاده، زهرا، زنجیردار، مجید و کریمی تبریزی، مهدی. (۱۳۹۳). «بررسی امکان به کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس جهت سرمایه گذاری کوتاه مدت». دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۷(۳)، ۱-۱۱.

حاج خان میرزای صراف، ابراهیم، محمدی، تیمور، صالحی راد، محمد رضا و طالبلو، رضا. (۱۳۹۹). «برآورد بیزی رابطه میان تلاطم بازدهی و حجم معاملات شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران». مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۱(۴۲)، ۴۴-۶۶.

دموری، داریوش و خوشنود، هادی. (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر حد نوسان و توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معاملاتی، نقدشوندگی و نوسان پذیری در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات مالی، ۲۱(۲)، ۲۱۳-۲۳۶.

رحمانی، علی و سرهنگی، حجت. (۱۳۹۰). «تحلیل عوامل موثر بر استراتژیهای معاملاتی مبتنی بر بازده سهام». مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲(۹)، ۷۹-۱۰۴.

رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۸). «نقش کیفیت حسابرسی و کیفیت اطلاعات حسابداری در تغییر قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی». دانش حسابداری مالی، ۶(۳)، ۱۶۷-۱۸۷. فدایی نژاد، محمد اسماعیل، فراهانی، رضا و حسین آبادی، محمد. (۱۴۰۰). «ارزیابی سودمندی استراتژیهای مومنتوم و معکوس صنعت در بازار سرمایه ایران». مدیریت دارایی و تامین مالی، ۹(۱)، ۹۳-۱۱۲.

قدیمی، فاطمه و سروش یار، افسانه. (۱۳۹۸). «تبیین بازده آتی سهام بر پایه نظریه چشم انداز». دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۴)، ۱۴۱-۱۵۱.

- Lee, J. (2001). *A grounded theory: Integration and Internalization in ERP adoption and use*. Unpublished Doctoral Dissertation, University of Nebraska, In Proquest UMI Database.
- Maknickienė, N., Masėnaitė, J., Stasytytė, V. & Martinkutė-Kaulienė, R. (2021). Investigation of the herding and contrarian behaviour of investors. *International Scientific Conference Contemporary issues in business, management and economics engineering*, Vilnius, Lithuania.
- Metawa, N., Hassan, M.K., Metawa, S. & Safa, M.F. (2019). Impact of behavioral factors on investors' financial decisions: case of the Egyptian stock market. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 12 No. 1, pp. 30-55.
- Mihalcová, B., Csikósová, A., & Antošová, M. (2014). Financial literacy—The urgent need today. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 109, 317–321.
- Pagaddut, J. G. (2020). The Effect of Corporate Governance on Abnormal Returns around Business Combinations Using Pls-Sem. *International Journal of Management*, 11(9), 2020, pp. 1211-1217.
- Prasad, S, Kiran, R & Sharma, RK. (2021). Influence of financial literacy on retail investors' decisions in relation to return, risk and market analysis. *Int J Fin Econ*, 26: 2548– 2559.
- Rahim, A., Khan, Z., Alam, T. & Khan, H. (2016). Effect of advantage on stock returns and systematic risk: Evidence from pakistani industries. *Sarhad Journal of Management Sciences*, Vol 2, No 01, 39-47.
- Ramiah, V., Li, D. L. & Carter, J. (2017). Explaining Contrarian Profits with Finance Fundamentals. *Asia-Pacific Financial Markets*, 8(4):321-339.
- Rao, M., Haque, A. and Jibrán Qamar, M. A. (2022). Return Reversal Effect: Risk Adjusted Contrarian Profits from India & Pakistan
- Bianci, M. (2018). *Financial Literacy and Portfolio Dynamics*. *The Journal of Finance*, 73: 831-859.
- Boynton, W. & Oppenheimer, H.R. (2006). Anomalies in Stock Market Pricing: Problems in Return Measurements, *Journal of Business*, 79(5), pp. 2617-2631.
- Bushee, B. J., Goodman, T. H. & Sunder, Sh. V. (2019). Financial Reporting Quality, Investment Horizon, and Institutional Investor Trading Strategies. *The Accounting Review*, 94 (3): 87–112.
- Chae, J. and Kim, R. (2020). Contrarian profits of the firm-specific component on stock returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61 (3): 101-136.
- Chancharat, S. & Sinlapates, P. (2021). The profitability of trading strategies based on historical prices and risk: evidence from Thailand. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 14 (4): 213-238.
- Chhimwal, B. and Bapat, V. (2021). Comparative Study of Momentum and Contrarian Behavior of Different Investors: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pac Financ Markets*, 28 (2): 19–53.
- Chowdhury, Sh. S. H., Sharmin, R. and Rahman, A. (2019). Presence and Sources of Contrarian Profits in the Bangladesh Stock Market. *Global Business Review*, 20 (1): 84-104.
- Dreman, D. (1970). *Contrarian Investment Strateg-The Psychology of Stock Market Success*. Random House, New York City.
- Huang, Y.C. & Cheng, Y.J. (2015). Stock manipulation and its effects: pump and dump versus stabilization. *Rev Quant Finan Acc*, 44, 791–815.
- Imran Hunjra, A., Tayachi, T., Mehmood, R., Malik, S. & Malik, Z. (2020). Impact of Credit Risk on Momentum and Contrarian Strategies: Evidence from South Asian Markets. *Risks*, 8(2): 37.

Procedures for Developing Grounded Theory. Second Ed., Sage.

Suresh G. (2021). *Impact of Financial Literacy and Behavioural Biases on Investment Decision-making. FIIB Business Review, Volume 10, Issue 4, 1–15.*

Wei-qi, L. & Jingxing, Z. (2018). *BM (book-to-market ratio) factor: medium-term momentum and long-term reversal. Financ Innov, 4, 1.*

World Bank (2016). *Market capitalization of listed domestic companies (current US\$).* <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MK.T.LCAP.CD?View=chart>.

Markets. Indian Journal of Economics and Business, 21 (1): 517-536.

Si, D. K., Zhao, B., Li, X. L. & Ding, H. (2021). *Policy uncertainty and sectoral stock market volatility in China. Economic Analysis and Policy, Volume 69, Pages 557-573.*

Siregar, E. I. & Diana, M. (2019). *The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT)). KnE Social Sciences, 3(26), 744–772.*

Strauss, A. L., & Corbin, J. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and*

**Introduction a conceptual model of the effective factors
of contrarian trading strategy in the formation of a
profitable portfolio using the Grounded theory**

*Ebrahim Qashqai¹
Allah Karam Salehi^{*2}
Ali Mahmoodi Rad³*

Abstract

Creating a profitable investment portfolio is an important issue for market investors. Contrary to the efficient market hypothesis, excess returns are likely to be achieved if the investment strategy is chosen appropriately. The main purpose of this study is to provide a conceptual model of the effective factors of contrarian trading strategy in the formation of a profitable portfolio using the Grounded theory in the Iran capital market. Data collected through interviews with 12 university experts who selected by theoretical sampling method using snowball technique. The results using the Grounded theory suggest that the investors characteristics of the causal type, macroeconomic factors, capital market factors, corporate factors and managerial factors of the intervening type, market constraints and regulatory processes of the contextual type, published news and financial statement features of the strategy type and stock returns and market performance criteria of the consequence type that are effective in forming a profitable portfolio in the stock market.

Keywords: *Contrarian trading strategy, Efficient Market Hypothesis, Profitable portfolio, Grounded theory*

¹Ph.D. Student, Department of management, MasjedSoleiman Branch, Islamic Azad University, MasjedSoleiman, Iran. eqashqaidr@gmail.com

²Assistant Professor, Department of accounting, MasjedSoleiman Branch, Islamic Azad University, MasjedSoleiman, Iran. a_k_salehi@yahoo.com

³Associate Professor, Department of applied mathematics, Masjed-Soleiman Branch, Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran. alimahmoodirad@gmail.com