

تبیین شتاب قیمت سهام برنده در ایران

مهدی الهائی سحر^۱

رضوان حجازی^۲

اله کرم صالحی^۳

حسین ملتفت^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۰۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۷/۱۱

شناسه دیجیتال: 10.30495/AFI.2022.1945244.1065

چکیده

اخیراً شناخت رفتارهای خلاف قاعده در بازارهای مالی، فرض کارایی را شدیداً به چالش کشانده است. شتاب قیمت یکی از آن خلاف قاعده‌هایی است که فاما و فرنچ (۱۹۹۶) از آن به‌عنوان "بازده کوتاه‌مدت توضیح داده نشده" یاد کردند. هدف این پژوهش الگوسازی پدیده شتاب سهام برنده در بازار سرمایه ایران است. به‌منظور توضیح پدیده مذکور از روش کیفی نظریه برخاسته از داده و ابزار مصاحبه عمیق نیمه‌ساختاریافته استفاده گردید. بدین صورت، با ۳۲ نفر از صاحب‌نظران فعال در دو طیف حرفه‌ای و دانشگاهی در سال ۱۳۹۷ مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته انجام گرفت. در این پژوهش داده‌های گردآوری شده با ابزار تحلیل کدگذاری به روش باز، محوری و انتخابی انجام گردید، سپس نتایج به صورت الگوی پارادایمی کمی شده با روش رتبه بندی سلسله مراتب فازی و روایت یک داستان ارائه گردیده است. یافته‌های پژوهش، عوامل علی شتاب را در سطح رفتاری؛ عوامل بستری را در سه سطح جامعه، اقتصاد کلان و بازار؛ عوامل مداخله‌گر را در چهار سطح اقتصاد جهانی، اقتصاد کلان، بازار و شرکت؛ راهبردها نیز در چهار سطح جامعه، اقتصاد کلان، بازار و نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی و پیامدها در سطح بازار، کشف کردند.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد به‌منظور توسعه بازار نباید به پدیده شتاب سهام برنده به‌عنوان یک فرصت سفته‌بازی نگاه کرد بلکه خلاف قاعده‌ای است که از نظر خبرگان با راهبردهای ارائه شده، باید تعدیل گردد. علاوه بر آن، به‌کارگیری راهبردها، پیامدهایی از قبیل درآمد پایدار و نرمال برای فعالان بازار، کاهش زیان سنگین افراد حقیقی ناشی از نوسانات بازار، مدیریت رفتارهای خلاف قاعده، جذب و تخصیص کارآمدتر سرمایه‌های راکد، کاهش ریسک اعتباردهی کارگزارها و افزایش سرعت نقدشوندگی بازار حاصل خواهد نمود.

کلید واژه‌ها: شتاب قیمت سهام برنده، نظریه برخاسته از داده، خلاف قاعده‌ها، مالی رفتاری.

طبقه‌بندی موضوعی: D53.

۱. گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران. / گروه حسابداری، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). r.hejazi@Khatam.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد مسجد سلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجد سلیمان، ایران.

۴. گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران. / دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران.

۱- مقدمه

نظریه اقتصاد نئوکلاسیک و الگوی انسان اقتصادی، زمینه‌ساز پژوهش‌های مخالف گسترده‌ای شد که نتیجه آن تولد حوزه نوپایی به نام اقتصاد رفتاری و به تبع آن مالی رفتاری گردید. نظریه چشم‌انداز کانمن و تورسکی^۱ (۱۹۷۹) و خودکنترلی تیلر و شفیرین^۲ (۱۹۸۱) نمونه‌ای بارز و آغازین در این زمینه هستند. مطالعه رفتار افراد در هنگام اخذ تصمیمات اقتصادی و مالی، کار اصلی پژوهشگران این حوزه جدید است، اقتصاددانان رفتاری برای اثبات یافته‌های خود به پژوهش‌ها آزمایشگاهی و مالیون رفتاری به دلیل فراهم بودن داده‌های سازمان‌یافته در بازارهای مالی به پژوهش در رفتار افراد سرمایه‌گذار مشغول شدند. نتایج حاصل از قریب به چهار دهه پژوهش در رفتار افراد، نشان داد نباید نسبت به مطالعات رفتاری در تصمیم‌های اقتصادی بدبین بود، بلکه این مطالعات نسبت به الگوهای سنتی در اقتصاد، توان بیشتری برای تبیین پدیده‌ها دارند. شناخت رفتارهای خلاف قاعده^۳ در بازار سرمایه یکی از دستاوردهای مالی رفتاری است که توضیح آن بسیاری از پژوهشگران را به خود جذب کرد. پدیده شتاب^۴ قیمت سهام که یکی از آن خلاف قاعده‌های بازار است، اولین بار توسط جیگادیش و تیمن^۵ (۱۹۹۳) معرفی گردیده که به دنبال آن مطالعات بسیاری در پی اثبات این رفتار برآمده و بالفعل وجود اینرسی در برنده‌شدن سهم‌های برنده گذشته و بازنده شدن سهم‌های بازنده گذشته در آینده، هم‌اکنون در ادبیات شناخته شده است. وجود این اینرسی و ریشه تداوم در برنده یا بازنده بودن سهم‌ها نیز مورد پژوهش قرار گرفته که برای آن توضیح‌های زیاد و پراکنده‌ای وجود دارد. بسیاری از پژوهشگران (فاما و فرنچ^۶، ۱۹۹۶؛ چن و همکاران^۷، ۱۹۹۶؛ موسکوویتس و گرینبالت^۸، ۱۹۹۹؛ لی و سامیناتن^۹، ۲۰۰۰؛ جونسون^{۱۰}، ۲۰۰۲؛ لیولین^{۱۱}، ۲۰۰۲؛ استرابل^{۱۲}، ۲۰۰۳؛ مینگولای^{۱۳}، ۲۰۰۴؛ فرتس و

¹ Kahneman & Tversky

² Thaler & Shefrin

³ Anomalies

⁴ Momentum

⁵ Jegadeesh & Titman

⁶ Fama & French

⁷ Chan *et al.*

⁸ Moskowitz & Grinblatt

⁹ Lee & Swaminathan

¹⁰ Johnson

¹¹ Lewellen

¹² Strobl

¹³ Mengoli

همکاران^۱، ۲۰۰۹؛ هورو و سینگ^۲، ۲۰۱۶) با اینکه رابطه همبستگی برخی عوامل با سودمندی در استراتژی شتاب را دریافته‌اند. اما در توضیح چرایی سودمندی شتاب درمانده و به آن لقب "پازل" یا "پدیده غیرقابل توضیح" داده‌اند. در هر صورت، الگو و نظریه واحدی برای توضیح این پدیده وجود ندارد. در این پژوهش با روش کیفی نظریه برخاسته/از داده^۳، پدیده شتاب سهام برنده در بازار سرمایه ایران، الگوسازی و توضیح داده شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سودمندی حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شتاب از زمان انتشار مقاله جیگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) به یکی از موضوعات داغ در ادبیات قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بدل شده است. کاربرد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شتاب علاوه بر بازار سرمایه در دیگر بازارهای مالی از قبیل بازار ارز (اوکیونیو و وایت^۴، ۲۰۰۳؛ چونگ و ایپ^۵، ۲۰۰۹؛ مینخاف و همکاران^۶، ۲۰۱۲)، بازار کالا (ماسفر و رالیس^۷، ۲۰۰۷؛ گورتن و همکاران^۸، ۲۰۱۳)، اوراق قرضه (گبهاردت و همکاران^۹، ۲۰۰۵؛ جاستوا و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۳)، بازار سپرده‌گذاری (پرهیزگاری و نگین^{۱۱}، ۲۰۰۸) و بازار املاک و مستغلات (چیو و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۳) به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته است. بر اساس این استراتژی، سرمایه‌گذار اقدام به خرید سهامی می‌کند که در گذشته برنده و سهامی را به فروش می‌رساند که در گذشته بازنده بوده است. پژوهش‌های بسیاری (برای نمونه؛ جیگادیش و تیتمن، ۱۹۹۳؛ موسکویتس و گرینبالت، ۱۹۹۹؛ ستامبگ و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۲؛ هاو و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۶) سودمندی حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های شتاب را مورد تأیید قرار داده‌اند. در بازار سرمایه ایران نیز سودمندی حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های شتاب در پژوهش‌های فدایی‌نژاد و صادقی (۱۳۸۵)،

¹ Fuertes *et al.*

² Hur & Singh

³ Grounded Theory

⁴ Okunev & White

⁵ Chong & Ip

⁶ Menkhoff *et al.*

⁷ Miffre & Rallis

⁸ Gorton *et al.*

⁹ Gebhardt *et al.*

¹⁰ Jostova *et al.*

¹¹ Parhizgari & Nguyen

¹² Chui *et al.*

¹³ Stambaugh *et al.*

¹⁴ Hao *et al.*

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۹)، بدری و فتح الهی (۱۳۹۳)، بدری و همکاران (۱۳۹۷) مورد تأیید قرار گرفته است. در ادبیات منشأ سودمندی شتاب از دو دیدگاه بررسی شده است. یکی دیدگاه ریسک محور که مبتنی بر مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در مالی نئوکلاسیک است، از نظر پژوهشگران این حوزه (برای نمونه کوردیا و شیواکومار^۱، ۲۰۰۲) سودمندی شتاب نتیجه ریسک بالاست و هرچه ریسک سهم بالاتر باشد سود حاصل از به‌کارگیری استراتژی شتاب به‌تناسب بیشتر خواهد بود. البته، جیگادیش و تیمن (۱۹۹۳) و جیگادیش و تیمن (۲۰۰۱) ریسک را در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه سه عاملی فاما و فرنچ، تعدیل کردند، مشابه با آنچه فاما و فرنچ (۱۹۹۶) و گراندی و مارتین^۲، (۲۰۰۱) انجام دادند. در همه این مطالعات، آلفای استراتژی شتاب، مثبت بوده که نشان می‌دهد تفاوت مقطعی در ریسک نمی‌تواند سودمندی شتاب را تبیین کند.

دیدگاه مقابل دیدگاه رفتار محور است. این مدل‌ها ریشه شتاب را حاصل خودهمبستگی مثبت در بازده سهام که ریشه در واکنش نامناسب به اطلاعات می‌دانند. در این راستا، باربرز و همکاران^۳، (۱۹۹۸) نشان دادند که خطای دیرپذیری چگونه می‌تواند منجر به کم واکنش به اطلاعات برای ایجاد سودمندی شتاب گردد. دیرپذیری در پژوهش ادواردز^۴، (۱۹۶۸) معرفی شده است. وی معتقد است سرمایه‌گذاران تمایل دارند به اخبار و اطلاعات جدید وزن کمتری دهند. در این باره، هونگ و استین^۵ (۱۹۹۹) معتقدند که بازده شتاب با واکنش کم تراز حد به اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. در مقابل دانیل و همکاران^۶، (۱۹۹۸) بیش اطمینانی و تعصب در تأیید خویشتن که تحت را دلایل سودمندی استراتژی شتاب می‌دانند. مسئله تعدیل و لنگر ارائه شده توسط کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) و کانمن (۱۹۸۲) انگیزه‌ای برای جورج و هوانگ^۷ (۲۰۰۴) ایجاد کرد تا استراتژی شتاب جایگزینی را بر اساس نزدیک بودن قیمت‌های جاری سهام با بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته ارائه دهند. این استراتژی با خرید سهام با قیمت‌های فعلی نزدیک به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته و فروش سهام با قیمت‌های فعلی دور از بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته ایجاد می‌شود. آن‌ها استدلال می‌کنند که ادامه بازده سهام به دلیل سوءرفتار سرمایه‌گذاران به اطلاعات سهام در ۵۲ هفته گذشته بستگی دارد. ستامبگ و همکاران (۲۰۱۲) معتقدند منشأ خطاهای رفتاری، گرایش‌های

¹ Chordia & Shivakumar

² Grundy & Martin

³ Barberis *et al.*

⁴ Edwards

⁵ Hong & Stein

⁶ Daniel *et al.*

⁷ George & Hwang

احساسی سرمایه‌گذاران است زیرا معامله‌گران احساسی در دوره‌های با التهاب بالا، بیشتر بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در نتیجه، گرایش‌های احساسی ناشی از خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند به‌عنوان یک متغیر پیش‌بینی‌کننده ریسک خلاف قاعده در قیمت‌گذاری دارایی به حساب آید. آنتونیو و همکاران^۱، (۲۰۱۳) معتقدند سودمندی حاصل از شتاب قیمت در دوره‌های احساسی سرمایه‌گذاران، تغییر می‌کند. مطابق با آن، هاو و همکاران، (۲۰۱۶) نشان دادند سرمایه‌گذاران شتاب در دوره‌های خوش‌بینانه نسبت به دوره‌های بدبینانه بازدهی بیشتری کسب می‌کنند. بلیتز و همکاران^۲، (۲۰۱۱) نظریه انتشار اطلاعات هونگ و استین، (۱۹۹۹) را بسط و نشان می‌دهند؛ سرمایه‌گذاران به داده‌های خاص شرکت نسبت به داده‌های عمومی قیمت، واکنش کمتری نشان می‌دهند. آن‌ها شتاب باقی‌مانده را با رتبه‌بندی سهام باتوجه‌به بازده‌های باقی‌مانده مدل تخمین زده شده سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) ارائه داده و نشان می‌دهند سودمندی استراتژی شتاب باقی‌مانده با ریسک بالا همراه است. در ادبیات به لحاظ کمی عوامل تعیین‌کننده شتاب؛ چرخه‌های تجاری (کوردیا و شیواکومار، ۲۰۰۲؛ آنتونیو و همکاران، ۲۰۰۷)، سیاست پولی (گیوبل و همکاران^۳، ۲۰۱۳؛ هاو و همکاران، ۲۰۱۶)، نقش صنعت (لیو و ژانگ^۴، ۲۰۰۸؛ جونسون، ۲۰۰۲)، وضعیت بازار (کوپر و همکاران^۵، ۲۰۰۴؛ آسیم و تاین^۶، ۲۰۱۰)، عدم اطمینان اطلاعاتی (اورامو و هور^۷، ۲۰۰۸؛ ژانگ^۸، ۲۰۰۶)، نوآوری شرکت (واسالیو و اپیدجانو^۹، ۲۰۰۴؛ تورنر و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۳)، ریسک سیستماتیک (فرتس و همکاران، ۲۰۰۹؛ وی^{۱۱}، ۲۰۰۲)، نقدشوندگی سهم (دیمر و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۴؛ بتمن و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۰)، اندازه شرکت (موسکویتس و گرینالت، ۱۹۹۹؛ چن، ۲۰۰۳)، نوع صنعت (یونی و وماک^{۱۴}، ۲۰۰۶)، سرمایه‌گذار حقیقی (اودیان^{۱۵}، ۱۹۹۸؛ هور و همکاران^۱، ۲۰۱۰)، سود تقسیمی

¹ Antoniou *et al.*

² Blitz *et al.*

³ Goebel *et al.*

⁴ Liu & Zhang

⁵ Cooper *et al.*

⁶ Asem & Tian

⁷ Avramov & Hore

⁸ Zhang

⁹ Vassalou & Apedjinou

¹⁰ Turner *et al.*

¹¹ Wu

¹² Demir *et al.*

¹³ Bettman *et al.*

¹⁴ Boni & Womack

¹⁵ Odean

(آسم،^۲؛ ۲۰۰۹؛ فولر و گلدستین^۳، ۲۰۰۶)، نقش رسانه (هیرلت و همکاران^۴، ۲۰۱۴)، خوشبینی سرمایه‌گذار (آنتونیو و همکاران، ۲۰۱۳؛ هاو و همکاران، ۲۰۱۶)، کم واکنش (جیگادیش و تیتن، ۱۹۹۳)، بیش واکنش (هونگ و استین، ۱۹۹۹) و رفتار گروهی سرمایه‌گذار (براون و همکاران^۵، ۲۰۱۳؛ دیمیرر و همکاران^۶، ۲۰۱۵) معرفی شده‌اند. نمونه‌ای از ادبیات تجربی مرتبط در ذیل آورده شده است: پانی و فابوزی^۷، (۲۰۲۱) روشی برای انتخاب سهام ارزشی با استفاده از مفهوم ارزش نسبی در بین شرکت‌ها ارائه دادند. نتایج آنان نشان داد استفاده از نسبت‌های ارزشی چندگانه به‌عنوان بلوک‌های پایه، بازدهی با ریسک تعدیل شده بهتری نسبت به استفاده از یک نسبت واحد، فراهم می‌کند. استفاده از روند در نسبت‌های بنیادی به جذب ارزش در سبد سهام به روشی جدید کمک می‌کند. سایر نتایج نشان داد هنگامی که شتاب قیمت سهام با ارزش ترکیب می‌شود، عملکرد بازدهی افزایش یافته‌ای ایجاد می‌کند. لای و لین^۸، (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و شتاب قیمت سهام پرداختند. نتایج آنان نشان داد در صورت استفاده از روش بررسی جداگانه سهام برنده و بازنده، سهام برنده‌ای که پیش‌بینی اغراق‌آمیز در سود هر سهم نشان می‌دهند، احتمالاً در دوره‌های نگهداری بعدی بازدهی معکوس دارند. در مقابل، سهام برنده که عدم تقارن اطلاعاتی کم یا متوسط رو به پایین دارند، بازدهی خوب خود را در دوره‌های نگهداری آتی ادامه می‌دهند. علاوه بر این، آنان معتقدند؛ سهام بازنده که عدم تقارن اطلاعاتی متوسط رو به بالا دارند، به بازدهی معکوس بالایی دست می‌یابند. تان و چینگ^۹، (۲۰۱۹) به بررسی سودآوری شتاب قیمت سهام در استرالیا پرداخته و شواهد بیشتری برای سودآوری شتاب میان مدت ارائه کردند. آنان نشان دادند پس از بحران مالی جهانی، شتاب قیمت سهام پایداری بیشتری نسبت به قبل از بحران داشته است. همچنین استراتژی‌های شتاب در سطح صنعت مورد بررسی قرار داده که شواهد قوی در خصوص شتاب صنعت یافت گردید. سایر نتایج آنان نشان داد که نقدینگی نمی‌تواند عامل تعیین‌کننده‌ای برای سودآوری شتاب در استرالیا باشد. ساروار و همکاران^{۱۰}، (۲۰۱۸) تأثیر چرخه تجاری و ریسک اعتباری را بر بازده

¹ Hur *et al.*

² Asem

³ Fuller & Goldstein

⁴ Hillert *et al.*

⁵ Brown *et al.*

⁶ Demirer *et al.*

⁷ Pani & Fabozzi

⁸ Lai & Lin

⁹ Tan & Cheng

¹⁰ Sarwar *et al.*

شتاب برای دوره‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیونی چندگانه استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها علاوه بر تأیید سودمندی حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شتاب، نشان داد سودمندی شتاب از رتبه‌بندی ریسک اعتباری سهم در چرخه‌های تجاری حاصل می‌شود. همچنین، به‌کارگیری استراتژی‌های شتاب در دوره‌های خوش‌بینانه، سودمندی بیشتری نسبت به دوره‌های بدبینانه دارد. کیم و همکاران^۱، (۲۰۱۴) در پژوهشی سودمندی استراتژی شتاب با تأکید بر متغیر چرخه‌های تجاری طی سال‌های ۱۹۶۰ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون و داده‌های ترکیبی استفاده کردند. یافته‌ها نشان داد که در حالت رونق اقتصادی بازده مورد انتظار سهام برنده نسبت به سهام بازنده بیشتر است، درحالی‌که در شرایط رکود اقتصادی بازده مورد انتظار سهام بازنده، بیشتر از سهام برنده تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد. جیگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) عملکرد راهبری شتاب قیمت را با دوره‌های تشکیل و نگهداری بین سه تا دوازده ماه مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای آزمون فرضیه‌ها از روش آماری مقایسه میانگین‌ها استفاده کردند. آن‌ها نشان دادند خرید سهم برنده و فروش سهم بازنده می‌تواند بازده غیرعادی در حدود یک درصد ماه ایجاد کند. آن‌ها این نتیجه را با ایجاد سبدهایی بر مبنای بازده قیمت سهام در گذشته از سال ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹ کشف کردند. بدری و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی بازدهی مومنتوم قیمت و مومنتوم سبکی با مدل عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و مدل وانگ (۲۰۱۱) را طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نمونه آن‌ها متشکل از ۱۰۴ شرکت بوده است. آن‌ها برای بررسی منبع ایجاد شتاب ناشی از ریسک از روش تحلیل سید استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد در راهبری‌های شتاب قیمت، اندازه و صنعت - تعدیل بازده بابت ریسک بر اساس مدل عاملی فاما و فرنچ - به افزایش بازده منجر می‌شود، درحالی‌که به‌کارگیری بازده‌های تعدیل شده به روش وانگ به کاهش بازده اضافی این راهبری‌ها منجر می‌شود؛ بنابراین، دیدگاه ریسک محور را نمی‌توان به‌طور کلی نادیده گرفت. بدری و فتح‌الهی (۱۳۹۳) شتاب بازده سهام را طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نمونه پژوهش آن‌ها ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران بوده است. آن‌ها جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش آماری مقایسه میانگین‌ها استفاده کردند. پژوهش آن‌ها سودمندی حاصل از شتاب بازده را در دوره میان‌مدت مورد تأیید قرارداد. اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی سودآوری استراتژی سرمایه‌گذاری شتاب در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نمونه پژوهش آن‌ها مشتمل بر ۴۸ شرکت بوده است. آن‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش آماری اتی استیودنت

¹ Kim et al.

استفاده کردند. نتایج پژوهش نشان داد که به کارگیری استراتژی‌های شتاب در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماه منجر به کسب بازده غیرعادی می‌شود. فدایی‌نژاد و صادقی (۱۳۸۵) سودآوری در استفاده از راهبری شتاب و معکوس را در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در یک بازه زمانی پنج‌ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۴) سبدهای برنده/ بازنده را ایجاد و مقایسه کردند. نمونه آن‌ها متشکل از ۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس بوده است. آن‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش آماری مقایسه میانگین‌ها استفاده کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که استراتژی شتاب در افق‌های زمانی یک‌ماهه، سه‌ماهه و شش‌ماهه می‌تواند بازده اضافی ایجاد کند. در مقابل، با استراتژی معکوس در افق‌های طولانی‌تر می‌توان بازدهی اضافی کسب کرد. همان‌گونه که در پیشینه تجربی مشاهده گردید، پژوهش‌های انجام‌گرفته در این زمینه اولاً رابطه شتاب قیمت سهام را با یک یا چند عامل به لحاظ همبستگی مورد سنجش قرار داده و نه در قالب یک الگوی توضیحی، ثانیاً پژوهش‌ها با روش پژوهش کمی و باتکیه بر نظریه‌های موجود و آزمون آن‌ها صورت گرفته و نه کشف مفاهیم و مقوله‌ها جهت توضیح پدیده به روش استقرایی - اکتشافی و در نهایت، پژوهش‌های انجام‌گرفته در زمینه شتاب قیمت، اجماع و نظر واحدی در خصوص حتی عوامل تعیین‌کننده شتاب ندارند؛ بنابراین، رفع موارد مذکور با ارائه الگوی مفهومی روابط علی، بستری، مداخله‌گر، راهبردی و پیامدی، نوآوری پژوهش حاضر است.

به دلیل ماهیت اکتشافی - استقرایی بودن پژوهش فعلی، پژوهشگر به دنبال کشف پاسخ مناسب برای سؤالات پژوهش و نه آزمون فرضیه‌های است.

۱. "مؤلفه‌های توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۱-۱. "مؤلفه‌های علی توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۱-۲. "مؤلفه‌های مداخله‌گر توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۱-۳. "مؤلفه‌های بستری توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۱-۴. "مؤلفه‌های راهبردی توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۱-۵. "مؤلفه‌های پیامدی توضیح‌دهنده پدیده شتاب سهام برنده کدام‌اند؟"

۲. "روابط بین مؤلفه‌های توضیح‌دهنده چگونه است و منطبق این روابط چیست؟"

۳. "چه الگویی این روابط را مشخص می‌کند؟"

۳- روش‌شناسی پژوهش

روش نظریه برخاسته از داده یک روش استقرایی - اکتشافی است که می‌تواند در حوزه‌های مختلف مورد استفاده قرار گیرد. این روش برخلاف رویکرد معمول سنجش فرضیه‌ها و نظریه‌های موجود، به شکل زمینه‌ای خود اقدام به تدوین گزاره و نظریه می‌نماید. گزاره‌ها و نظریه بر اساس روشی نظام‌مند و با داده‌های مستخرج از دنیای واقعی تدوین می‌شوند. واژه گراندید بیانگر آن است که هر نظریه و گزاره حاصله از این روش بر زمینه‌ای از داده‌های واقعی بنا شده است. مهم‌ترین کاربرد این روش، زمانی است که برای یک پدیده توضیح و تبیین جامع و عمده‌ای وجود نداشته یادانش موجود در آن زمینه محدود باشد. در این پژوهش، با توجه به توضیح‌های محدود و پراکنده در تفسیر پدیده شتاب قیمت سهام، روش کیفی مذکور جهت تبیین این پدیده در بازار سهام ایران مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در این پژوهش به لحاظ به‌کارگیری روش نظریه برخاسته از داده، روش نمونه‌گیری نظری برای جمع‌آوری داده‌ها بکار گرفته شده است. جامعه آماری شامل کلیه صاحب‌نظران فعال در بازار سرمایه ایران است. در روش نمونه‌گیری نظری (گلوله برفی) نمونه‌هایی گزینش می‌گردند که به لحاظ استدلال و تبیین موضوع بیشترین توانایی را دارا باشند. عمل نمونه‌گیری و انجام مصاحبه نیز تا زمانی ادامه می‌یابد که مفاهیم و مقوله‌ها به اشباع برسند. در این پژوهش، در بیست و هشتمین مصاحبه، پژوهشگر مفاهیم به‌دست‌آمده را تکراری می‌یافت که نشان از اشباع پژوهش داشت، اما جهت اطمینان خاطر با چهار نفر دیگر نیز مصاحبه انجام گرفت و در نهایت مفاهیم به‌دست‌آمده این ادعا را تأیید می‌کرد؛ بنابراین، در کل نمونه این پژوهش شامل ۳۲ مشارکت از صاحب‌نظران فعال در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۷ است. بدین منظور، در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها با صاحب‌نظران در حوزه بازار سرمایه مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته انجام گرفت. جدول (۱) ویژگی‌های مصاحبه‌شوندگان ارائه شده است.

جدول (۱) ویژگی‌های مصاحبه‌شوندگان

Table (1) Characteristics of the Interviewees

سابقه کاری		تحصیلات		تعداد	موقعیت شغلی مصاحبه‌شونده
بیشتر از ۱۵ سال	کمتر از ۱۵ سال	دکتری	کارشناسی ارشد		
۲	۶	۳	۵	۸	مدیر کارگزاری
۱	۵	۲	۴	۶	مدیر صندوق سرمایه‌گذاری
۱	۱	۲		۲	مدیر نهاد تأمین سرمایه و مشاوره سرمایه‌گذاری
	۳	۱	۲	۳	تحلیل‌گر فعال در نهاد مالی و سرمایه‌گذاری
۱	۵	۲	۴	۶	مدیر سرمایه‌گذاری در نهاد مالی و سرمایه‌گذاری
۷		۷		۷	عضو هیئت‌علمی و فعال بازار سرمایه
۱۲	۲۰	۱۷	۱۵	۳۲	جمع

در روش کیفی نظریه برخاسته از داده اصولاً پس از هر مصاحبه عمل کدگذاری باز جهت کشف مفاهیم و مقوله‌ها انجام می‌گیرد. سه کدگذاری باز، محوری و انتخابی مراحل اصلی روش پژوهش در این مقاله را تشکیل می‌دهند. در مرحله دوم یعنی کدگذاری محوری، مقوله اصلی یا محوری که مابقی مقوله‌ها با آن رابطه داشته و محور اصلی بحث را تشکیل می‌دهد کشف شده و سپس رابطه بین مقوله‌ها تبیین می‌شود. برای تدوین مدل نظری، با کدگذاری انتخابی یک الگو برای پدیده محوری طراحی و منطق روابط بین مقوله‌ها توضیح داده می‌شود. در نهایت با فرایند سلسله‌مراتب فازی و توزیع پرسش‌نامه مقایسات زوجی جهت تبیین اولویت مقوله‌ها در مدل مفهومی، بین ۴۵۷ فعال بازار سرمایه، تنها ۷۸ پرسش‌نامه عودت داده شدند که بر اساس منطق فازی و حل مسئله با نرم‌افزار لینگو^۱ ورژن ۱۵، مدل کمی نیز ارائه گردید.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

در روش کیفی پیشرو محتوای مصاحبه‌ها (داده‌های پژوهش) در سه مرحله کدگذاری شده که نتایج آن به شرح ذیل ارائه می‌گردد. در عمل، پس از انجام هر مصاحبه، متن مصاحبه به صورت دقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته تا مفاهیم از هر جمله بیان شده، استنباط و استخراج شود. پس از آن، مصاحبه بعدی انجام می‌گرفت، بدین ترتیب تا زمانی این عمل پیش رفت تا پژوهش به اشباع نظری دست‌یافت. اشباع نظری بدان معناست که مصاحبه‌های اخیر هیچ‌گونه داده‌های نو در پی نداشته و

¹ LINGO

سراسر تکرار داده‌های پیشین است. در پژوهش با مصاحبه شماره سی و دو، از اشباع نظری اطمینان معقول حاصل گردید. از مصاحبه‌های انجام شده در مجموع ۱۲۱ مفهوم استخراج شد.

برای نمونه بخشی از متن مصاحبه یکی از مصاحبه‌شوندگان (عضو هیئت‌علمی و فعال در بازار سرمایه) به‌صورت زیر کدگذاری باز شده است:

"مومنتوم یعنی شتاب یک سهم روبه‌بالا یا پایین مگر آنکه یک عامل دیگر بیاد و آن را از حرکت بازداره من میگم این عامل خیلی شدید هست {شدت شتاب در بازار سرمایه} دلیلش اینه که افراد فکر می‌کنند اگر سهمی در گذشته خوب بوده پس امروز فردا هم خوب خواهد بود و بالعکس اگر سهمی در گذشته زیان‌آور بوده، کاهشش بوده، بازنده بوده، در آینده هم بازنده خواهد بود یعنی در واقع کسانی که از یک سهمی خوش‌بین هستند در گذشته سود کردند این در ذهنشون یک سهم مثبت شکل می‌گیره و دوست دارند این بازدهی گذشته دوباره برایشون تکرار بشه ولی در عمل چنین چیزی نیست یعنی همیشه این‌جوری نیست که یک سهمی که در ماه‌های گذشته یا هفته‌های گذشته برنده بازار بوده در آینده هم به روند خودش ادامه بده {وایس‌نگری} و همین‌طور مردم از نظر روان‌شناسی رویدادها را تعمیم میدن مثلاً وقتی که از یک سهمی آسیب می‌بینن، ضرر می‌کنن خب سعی می‌کنند دوباره به اون سهم برنگردند چون یک‌بار ضرر کردند {قانون اعداد کوچک}. خب احساسات جزئی از رفتار انسان‌هاست و هیچ‌کس نمی‌تونه آن‌ها را حذف بکنه منظورم مومنتوم حذف نمی‌شه. ممکنه کم بشه ولی کامل حذف نمی‌شه {مومنتوم رفتار انسانی غیر قابل حذف} گزارشگری مالی مناسب بیشتر باشه و اطلاع‌رسانی در سایت‌ها و سایت شرکت‌ها، سایت سازمان بیشتر و بیشتر باشد خب این بحث مومنتوم ممکن است از شدتش کاسته شود {کمیت و کیفیت گزارش‌های افشا شده}."

پس از کدگذاری باز و کشف مفاهیم اولیه، نوبت به مقایسه مفاهیم اولیه با هم دیگر و ادغام مفاهیمی که بیشترین سنخیت را با هم داشته تا در یک مفهوم کلی‌تر تحت عنوان مقوله جای گیرند. پس تا حد امکان مفاهیم شبیه به هم و متداخل به یک مقوله کلی‌تر تبدیل گشته‌اند. برای نمونه مفاهیمی از قبیل حجم مبنای الزام دامنه نوسان، الزام توقف نماد و برگزاری کنفرانس شفافیت در قالب مقوله الزامات نهاد ناظر جمع شده‌اند. در مواردی به دلیل عدم وجود مفهوم با سطح وسیع‌تر برای تعریف مقوله از خود مفهوم استفاده گردیده است. برای نمونه اثر پول برده یک مفهوم و مقوله در یک آن واحد است که سطح دوم و گسترده آن رفتار بوده و رفتار نمی‌تواند یک مقوله به حساب آید بلکه یک سطح کلی است همانند سطح اقتصاد کلان یا سطح بازار. نهایتاً، کل مفاهیم مستخرج شده ۱۲۱ مفهوم بوده که در ۶۲ مقوله گنجانده شدند. در جدول شماره (۲) نمونه‌ای از مفاهیم و مقوله‌ها و همچنین سطح آن‌ها نشان داده شده است. در ادامه با کدگذاری محوری، ابتدا تعلق هر مقوله به

محورهای اصلی (عوامل علی، بستری، مداخله‌گر، راهبردی و پیامدی) مشخص، ضمن آن که مقوله محوری که حول آن روابط یک الگو شکل گرفته نیز تعیین می‌گردد.

از بین مقوله‌های کشف شده در مرحله قبل، مقوله "پدیده شتاب قیمت سهام برنده در کوتاه‌مدت" به‌عنوان مقوله محوری در نظر گرفته شده و در مرکز الگو قرار گرفته است. این مقوله، همان مقوله‌ای است که می‌توان سایر مقوله‌ها را به آن مرتبط ساخت و در اغلب داده‌ها اثر آن قابل مشاهده است. در آخر با کدگذاری انتخابی محقق یک ترتیب منحصربه‌فرد میان مقوله‌ها با مقوله مرکزی ایجاد کرده تا مطابق آن نظریه به‌دست‌آمده را ارائه نماید. در این پژوهش نظریه خلق شده به روش رسم نمودار و روایت یک داستان ارائه می‌شود.

جدول (۲) نمونه مفاهیم استخراجی، مقوله‌ها و سطح آن‌ها

Table (2) Sample of Extraction Concepts, Categories and their Levels

سطح	مقوله‌ها	مفاهیم
رفتاری	واپسنگری	تکرار گذشته در آینده
		لنگر ذهنی انداختن در سهم و صنعت خاص
		خاطره مثبت کسب سود در عرضه اولیه سهم
مقوله محوری	پدیده شتاب کوتاه‌مدت قیمت سهام برنده	قانون اعداد کوچک و تعمیم
		انتظار بازده کلان در کوتاه‌مدت از بازار سرمایه
		شدت شتاب در بازار
		بازده غیرعادی در بازار
		خودهمبستگی مثبت قیمت سهم
اقتصاد کلان	چرخه تجاری	مومنتوم رفتار انسانی غیر قابل حذف
		اغلب طرفدار سهم برنده در بازار
رفتاری	زیان‌گریزی	شرایط رکود اقتصادی
		عدم فروش سهم زیان‌ده
		شرایط رونق اقتصادی
شرکت	اخبار و اطلاعیه‌ها	ترس از ناراحتی ذهنی زیان
		سازگاری ذهنی با شرایط
سطح بازار	روی آوری به تحلیل تکنیکال	اثر اطلاعیه‌های کدال
		اثر اخبار
		بستر گسترده آموزش تحلیل تکنیکال در مقابل فاندامنرال
		جذابیت کار با چارت‌های قیمتی
		جذابیت پیش‌بینی آینده با چارت‌ها

		اکثریت طرفداران تحلیل تکنیکال در مقابل فاندamental تعداد زیاد کتاب‌ها، مقالات، سایت‌ها و کانال‌های تلگرام درباره تحلیل تکنیکال
سطح بازار	برخورد قاطع نهاد ناظر با اعمال مجرمانه	برخورد با سلبریتی‌های متخلف تلگرامی برخورد با اعمال غیرقانونی
جامعه	چیرگی سیاست بر اقتصاد	سیاست‌زدگی اقتصاد سیاست‌زدگی بازار سیاست‌زدگی شرکت‌ها
نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی	تشکیل کمیته‌های سرمایه‌گذاری	تشکیل کمیته‌های سرمایه‌گذاری
اقتصاد جهانی	قیمت جهانی کامودیتی‌ها	قیمت جهانی فلزات قیمت جهانی نفت قیمت جهانی انرژی

بخش اول داستان سهام برنده (مقوله‌های علی): با توجه به الگوی پارادایمی در نمودار (۱) با روش نظریه برخاسته از داده، پدیده شتاب سهام برنده به لحاظ علیت در رفتار افراد سرمایه‌گذار نهفته است. در بازار سرمایه ایران اغلب افراد سرمایه‌گذار حقیقی بوده که احتمال رخداد رفتار خلاف قاعده بین این طیف بیشتر نمود پیدا می‌کند. صاحب‌نظران معتقدند عامل اصلی پدیده شتاب، رفتار انسانی است. واپس‌نگری، یعنی افراد در اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی به گذشته وزن بیشتری می‌دهند، و برای خرید، تمایل بیشتر به سهم‌هایی دارند که در گذشته نه‌چندان دور بازدهی مطلوب نسبت به میانگین بازار داشته و از سهم‌هایی که در گذشته بازدهی پایین یا منفی داشته دوری می‌کنند؛ بنابراین، سهم‌هایی که به هر دلیل در گذشته عملکرد قیمتی خوبی داشته، شتاب می‌گیرند که خطاهای رفتاری دیگر نیز به این مسئله دامن زده و آن را بیش‌ازپیش تشدید می‌کند. به همین خاطر در اینرسی شتاب و حفظ وضع کنونی باقی می‌مانند. قیمت سهام برنده امیدوار و حاضر به ذخیره سود و خروج از موج صعودی نبوده و چه بسی خود برای سهام برنده تبلیغ کنند تا یک جو خوش‌بینانه نسبت به سهام تشکیل شده و دیگران نیز راغب به خرید آن شوند. برخی افراد نیز، رابطه خوشایندی با سهام برنده داشته و احساس مالکیت نسبت به سهام دارند. این مقوله، تحت خطای اثر داشته، شناخته می‌شود و اغلب درباره افرادی که سهام موردنظر را پیش‌ازاین تحت تملک داشته از قبیل کارکنان شرکت سرمایه‌پذیر مصداقیت بیشتری دارد. اثر داشته نیز در محیط خوش‌بینانه و موج صعودی تقویت شده و توان اثرگذاری قابل‌ملاحظه بر پدیده شتاب دارد. صفحه اول سایت بورس و تلگرام که رسانه‌ای با دسترسی سریع

بوده، خطای اطلاعات در دسترس بین افراد سرمایه‌گذار را پدید می‌آورد. سهم‌های برنده بازار نیز در صورت نمایان شدن در فهرست پربیننده‌ها یا امثال آن و همچنین خبر برنده بودن سهم در تلگرام، شوق و ذوق مضاعف در افراد ایجاد می‌کند تا این اطلاعات در دسترس را به‌عین اعتبار گرفته و اقدام به خرید سهم برنده کنند. این مقوله، تحت خطای اثر داشته، شناخته می‌شود و اغلب درباره افرادی که سهم موردنظر را پیش از این تحت تملک داشته از قبیل کارکنان شرکت سرمایه‌پذیر مصداقیت بیشتری دارد. اثر داشته نیز در محیط خوش‌بینانه و موج صعودی تقویت شده و توان اثرگذاری قابل ملاحظه بر پدیده شتاب دارد. صفحه اول سایت بورس و تلگرام که رسانه‌ای با دسترسی سریع بوده، خطای اطلاعات در دسترس بین افراد سرمایه‌گذار را پدید می‌آورد. موضوع دیگر، انتظارات تورمی است. پدیده ای که در رفتار مردمان ما هر چند وقت یک‌بار و با ذهنیت تکرار آن به‌عینیت قابل مشاهده است. دیرپذیری، نیز زمانی نمود پیدا می‌کند که افراد نشانه‌های نقض کننده ادامه شتاب قیمت در سهم برنده را نادیده گرفته و یا به آن‌ها واکنش کمتر از حد نشان می‌دهند، این خطای رفتاری در تداوم شتاب و سقوط دیرتر آن می‌تواند موثر باشد.

علاوه بر این درزبان‌گریزی، افراد مبتلا به این خطای رفتاری تمایل کمتری به فروش و خروج از سهم دارند. این موضوع اغلب زمانی رخ می‌دهد که افراد در سقف قیمتی اقدام به خرید سهم برنده نمایند و خود نقش قابل توجهی در اشباع خرید داشته باشند، آن‌ها پس از دریافت نشانه‌های ریزش بر ماندن در سهم اصرار ورزیده و این به دلیل میل به زیان‌گریزی افراد است.

بخش دوم داستان سهام برنده (مقوله‌های بستری): صاحب‌نظران فعال بازار، رفتارهای خلاف قاعده از جمله شتاب را در بستر جامعه، اقتصاد کلان و بازار توضیح داده‌اند. مشهود آن است که مسائل سیاسی کشور بر اقتصادی چیرگی داشته و این تأثیرپذیری، زمینه‌ای منحصر در اقتصاد به طور عام و در بازار سرمایه به طور خاص به وجود آورده تا در هر رخداد سیاسی خوب یا بد، برآمد آن در بازار متوقع باشد. موضوع دیگر در شرایط عدم اطمینان حاکم بر اقتصاد کلان، رفتار افراد در سطح جامعه ایران غیرقابل انتظار، هیجانی و کوتاه‌مدت خواهد بود. در این شرایط احتمال این که افراد دچار رفتارهای متهورانه شوند، زیاد است. بدین صورت، وقتی یک سهم در موج صعودی و با شتاب در حرکت است، موج‌سواری و کسب بازده کوتاه‌مدت رفتاری قابل توجیه از نظر افراد خواهد بود. چه بسی این بستر، بسیاری از سرمایه‌گذاران که باهدف سرمایه‌گذاری بلندمدت وارد بازار شده را افرادی سفته‌باز و نوسان‌گیر به بار آورد. در سطح کلان عامل اقتصاد تورمی نیز می‌تواند بسیاری از ذهنیت‌های افراد از قبیل انتظارات تورمی که خود عامل علی است، را توجیه کند. در این شرایط، عدم اعتماد عموم به نظام مالی و پولی هم قابل مشاهده است.



نمودار (۱) الگوی شتاب قیمت سهام برنده در بازار سرمایه ایران

Figure (1) Winner Stock Price Momentum Model in the Iranian

افراد در سطح جامعه به دلیل پیش‌فرض‌های ذهنی از قبیل درماندگی مالی بانک‌ها و عدم توانایی برخی از آن‌ها در تسویه اصل وجوه سپرده به مشتریان در گذشته نه‌چندان دور، به آن‌ها و

همچنین کارگزاران یا سبذگردان‌ها اعتماد ندارند. پدیده شتاب کوتاه‌مدت قیمت سهام برنده در سطح بازار نیز دارای مقوله‌های بستری است. یک عامل مهم، بازار کم‌ریسک است که خود سرمایه‌گذاران با دید کوتاه‌مدت و ریسک‌گریز را به خود جذب می‌کند. مقوله دیگر در سطح بازار، رانت اطلاعاتی بوده که می‌تواند زمینه‌ساز پدیده شتاب گردد. بدین صورت که افراد دارای اطلاعات نهان درباره سهم برنده، می‌توانند با به‌کارگیری این مزیت اقدام به خرید و تشدید شتاب گردند. هم‌چنین، در محیط نامتقارن اطلاعاتی احتمال رخداد رفتارهای خلاف قاعده می‌تواند بیشتر باشد. واقعیت موجود دیگر در بازار سرمایه ایران، اکثریت قابل توجه افراد حقیقی نسبت به حقوقی است، این بدان معناست که در تراکنش‌های ایجاد و نمایه شده در سفارش‌های خریدوفروش، تعداد افراد حقیقی نسبت به حقوقی که اغلب سطح دانشی پایین در خصوص مالی دارند، به طور قابل ملاحظه‌ای بیشتر است. خبرگان معتقدند رفتارهای خلاف قاعده در کلیت بازار رواج دارد اما بین افراد حقیقی عمومیت بیشتری دارد. از طرف دیگر بازار سرمایه ایران در حال توسعه بوده و پایین بودن تعداد فعالان و ابزارهای سرمایه‌گذاری و همچنین سطح پایین کارایی یا عدم کارایی آن می‌تواند بستر رفتار شتاب‌وار باشد و به تداوم آن کمک کند. اگر تعداد فعالان زیاد باشد قیمت‌ها به تعادل رسیده و اثر سفته‌بازی (به دلیل وجود جمع کثیر فعال و دادوستدهای مکرر بر یک سهم) به حداقل می‌رسد، اما اگر تعداد فعالان پایین و از طرف دیگر بازار در حال توسعه، احتمال رخداد خطای رفتاری (توسط سرمایه‌گذاران کم‌تجربه و بهره‌برداری سفته‌بازان فرصت‌طلب) بیشتر خواهد بود؛ بنابراین، هرچه عمق بازار بیشتر و کارایی آن بیشتر، احتمال کاهش رفتارهای خلاف قاعده بیشتر خواهد بود. مسئله قابل توجه در چند سال اخیر، روی‌آوری به تحلیل تکنیکال توسط جمع قابل ملاحظه‌ای از فعالان بازار است. بیش توجه فعالان بازار به تحلیل‌های تکنیکال و روی برگرداندن از آموزش و ترویج تحلیل‌های بنیادی، می‌تواند زمینه رفتارهای پدیدآورنده شتاب باشد. کوتاه بودن شتاب در سهام برنده می‌تواند ریشه در رفتار حقوقی‌های با دید کوتاه‌مدت باشد. در بازار سرمایه ایران وجود حقوقی‌های با دید کوتاه‌مدت و نوسان‌گیر جهت رفع برخی مشکلات مربوط به پرداخت حقوق یا مستمری کارکنان یا بازنشستگان آن نهاد، قابل مشاهده است. مسئله بعدی، تلقی خلاف قاعده‌ها به‌عنوان روش برتر در بازار است. در بازار سرمایه ایران برخی رفتارها از قبیل نشستن بدون علم در صف خرید، رفتارهای هیجانی مثل اثر رفتار جمعی روش‌هایی‌اند که در بین بیشتر افراد رایج هستند، این مسئله می‌تواند بستر تشکیل شتاب در دوره‌های کوتاه‌مدت باشد. مقوله دانش و سواد مالی پایین در کلیت بازار نیز می‌تواند بستر پدیده شتاب سهام برنده در بازار گردد، صاحب‌نظران مصاحبه‌شونده، معتقدند دانش مالی بین فعالان بازار به طور عام پایین است اما این مسئله در بین افراد حقیقی نسبت به حقوقی‌ها بیشتر قابل مشاهده است. در

بازار سرمایه اغلب مشاهده می‌شود که فعالان به دنبال کسب اخبار و شایعات به‌عنوان مبنایی برای تصمیم‌گیری آنی در خرید یا فروش سهام هستند، این رفتار خود خلاف قاعده‌ای است که حاصل تفکر سریع و شهودی بدون تحلیل و منطق بوده و می‌تواند بستر خلاف قاعده‌های دیگری از جمله رفتار توده‌ای و امثال آن شود.

بنا بر مطالب بیان شده، پدیده شتاب سهام برنده به دلیل عوامل رفتاری که در هر صورت به کم‌وبیش واکنشی منتهی شده ایجاد می‌شوند. بستر این پدیده هم عواملی در سطح جامعه، اقتصاد کلان و بازار هستند که این بستر بعضاً با عوامل علی نیز می‌تواند ارتباط نزدیک داشته باشد.

بخش سوم داستان سهام برنده (مقوله‌های مداخله‌گر): صاحب‌نظران معتقدند علاوه بر این، عوامل دیگری هستند که می‌توانند پدیده مورد مطالعه را تشدید یا تعدیل کنند که در این پژوهش تحت عوامل مداخله‌گر شناخته می‌شوند. با توجه به مقوله‌های استخراجی، این عوامل در چهار سطح اقتصاد جهانی، اقتصاد کلان، بازار و شرکت شکل گرفته‌اند. در سطح اقتصاد جهانی، مقوله قیمت جهانی کامودیتی‌ها می‌تواند تند یا کند بودن سرعت قیمت در سهام برنده را تعیین کند. مقوله دیگری که برخی صاحب‌نظران از آن به‌عنوان مهم‌ترین عامل مؤثر بر پدیده شتاب قیمت سهم برنده در کوتاه‌مدت یاد می‌کنند، نرخ ارز است. افزایش یا کاهش نرخ ارز قیمت سهام در بازار را به طور عام و قیمت شرکت‌های صادرات محور برنده را به طور خاص تحت تأثیر قرار می‌دهد. توافق سیاسی با کشورهای بزرگ می‌تواند بر کل اقتصاد تأثیر بگذارد. این‌گونه توافقات برآمدی شبیه به برجام است که می‌توانست وضعیت تجارت جهانی کشور را بهبود بخشیده و رشد بازار سهام را رقم بزند. نقش دولت در تأثیرگذاری بر شاخص بازار با سیاست‌های پولی و مالی عامل دیگری است که برخی صاحب‌نظران بر آن دست گذاشته‌اند. نرخ تورم، مقوله‌ای است در سطح اقتصاد کلان و به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها به هر دلیل اشاره دارد. در دوره‌های افزایش جهشی نرخ تورم، شرکت‌ها نیز به دلیل انتظارات سرمایه‌گذاران از افزایش نرخ کالا و خدمات آن‌ها، قیمت صعودی به خود دیده‌اند. در این شرایط سرمایه‌گذاران بر این باور خواهند بود که چون سطح عمومی قیمت‌ها در حال رشد است پس سهام هم باید رشد کند. این شیوه تفکر، روند صعودی سهم برنده را شتاب بیشتری خواهد بخشید. چرخه‌های تجاری در سطح کلان بر تشدید یا تعدیل پدیده شتاب می‌تواند تأثیر بگذارد. وقتی اقتصاد در رونق باشد تقاضای بیشتری برای خرید سهام شرکت‌ها وجود داشته و عموماً بازار سهام در مسیر رشد قرار می‌گیرد. از بین انواع سهام موجود برای خرید، سهم‌هایی برای سهام‌داران جذابیت بیشتری دارند که سابقه بازدهی مطلوب نسبت به میانگین بازار داشته و همچنان در شتاب به سر می‌برد، این تصمیم‌های خلاف قاعده ممکن است بدون توجه به عوامل بنیادی سهم، اخذ گردد. در

مقابل در دوران رکود، به دلیل اقبال کم برای خرید سهام شرکت‌ها، سهم شتاب‌دار ممکن است آن اقبال دوران رونق را نداشته و چه بسی با توقف رشد و اشباع خرید مواجه شود. در سطح بازار ورود نقدینگی از بازارهای موازی به دلایلی از قبیل رشد بازارهای موازی یا اشباع خرید در آن‌ها و عدم رشد بازار سهام، وجود وجوه سرگردان که نوبت ورود آن‌ها به بازار سرمایه رسیده و یا ورشکستگی نهادهای پولی باعث می‌شود جریان‌های نقدی به سمت سهم‌های با سابقه قیمتی مثبت سرازیر شود. شتاب صنعت عامل مؤثر دیگری در سطح بازار است که می‌تواند پدیده شتاب را تشدید یا تعدیل کند. اگر سهام برنده جزو صنعت پیشرو در یک‌زمان خاص باشد، شتاب بیشتری می‌گیرد. خبرگان مصاحبه‌شونده معتقدند دامنه نوسان در سطح پنج درصد برای یک سهم برنده شتاب‌دار - مخصوصاً در زمان صف خرید به دلیل احتمال پایین از دست‌دادن اصل سرمایه - انگیزه‌ای ایجاد می‌کند تا افراد در صف نشسته این شتاب را شدت بخشند. اما پس از افزایش قیمت سهم تا بیست درصد و بستن نماد، ذخیره سود افراد بیشتر شده و احتمال سقوط بیشتر می‌شود و در صورت ادامه شتاب، توقف آن در رشد پنجاه درصدی و پرسش‌وپاسخ کنفرانس شرکت می‌تواند عامل دوم بازدارنده شتاب تلقی گردد. همچنین حجم مینا به‌عنوان الزام نهاد ناظر می‌تواند یک عامل دیگر تعدیل‌کننده شتاب به حساب آید. نقش کارگزاری‌ها در تشدید و تعدیل شتاب را نیز باید در نظر گرفت. اعتباردهی کارگزاران به مشتریان در ابتدای ماه یا دوره مالی به منزله ورود جریان‌های نقدی و سرازیری آن‌ها به سمت سهم‌های با سابقه قیمتی مثبت، تشدید شتاب را و تسویه اعتبار در آخر ماه و یا دوره مالی احتمال تعدیل شتاب را بیشتر خواهد کرد. نقش بازارگردان‌ها عامل مهمی است که اکثر مصاحبه‌شوندگان بر آن تاکید داشتند. بازارگردان‌های سهم که وظیفه تعدیل و کاهش نوسانات سهم را عهده‌دار هستند، به دلیل تعهد و دسترسی به اطلاعات درونی شرکت، می‌توانند قیمت سهم را به ارزش ذاتی نزدیک کنند؛ بنابراین، در شرکت‌های دارای بازارگردان متعهد، تعدیل شتاب سهم برنده صورت می‌گیرد و در صورت فقدان آن، تعدیل موردنظر رخ نمی‌دهد یا به تأخیر می‌افتد. نقش رسانه؛ این مقوله در سطح بازار نیز می‌تواند شتاب سهام برنده را زمانی که با شدت بر رشد کل بازار تمرکز کند آن را تقویت و در زمان اشباع خرید و اخبار منفی آن را تضعیف کند. تلویزیون، رادیو، سایت‌ها و امثالهم نقش رسانه‌ای در سطح بازار داشته که توجه سرمایه‌گذاران را به کل شاخص به طور عام و به سهم برنده به طور خاص جلب می‌کنند. در تبیین عوامل مداخله‌گر شتاب، سطح شرکت نیز دارای مقوله‌های مشاهده شده از قبیل ویژگی‌های شرکت، اخبار و اطلاعیه‌ها و سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده است. مقوله ویژگی‌های شرکت که متشکل از مفاهیمی از قبیل تولیدکننده انحصاری، نوآوری، حسن شهرت تیم مدیریتی، شرکت صادرات محور، شرکت خام فروش، نسبت سود تقسیمی بالا،

اندازه کوچک شرکت، شناوری پایین سهم، شتاب سود، نقدشوندگی بالا، ریسک سیستماتیک بالا، عدم تقارن اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی پایین است می‌تواند شتاب سهم برنده را تشدید یا تعدیل کنند. انتشار اخبار از منابع رسمی و غیررسمی درباره شرکت و اطلاعیه‌های شرکت نمایه شده در سامانه کدال در صورت مثبت بودن می‌تواند حرکت صعودی سهام برنده شتابدار را تقویت و در صورت منفی آن را تعدیل کند. عامل مهمی دیگری که بیشتر مصاحبه‌شونده‌ها بر آن تاکید داشته و گویا مثال‌های تصدیق‌کننده آن مشاهده گردیده، سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده بر روی یک سهم خاص است. رفتارهای غیراخلاقی پنهان از این قبیل، توسط افرادی با برنامه قبلی انجام می‌گردد. بدین صورت که در ابتدا اقدام به خرید سهم می‌کنند، سپس موج بالایی از تبلیغات و تشویق دیگران برای خرید آن راه انداخته تا سهم موردنظر شتاب گرفته و این مسئله اگر بر روی سهم‌های شتابدار صورت گیرد، شتاب موردنظر شدت بالایی خواهد گرفت. افراد متولی پروژه سفته‌بازی بعد از این که به نقطه خروج خود رسیدند از سهم خروج زده و ذخیره سود می‌کنند و آن را رها کرده که ممکن است سقوطش رقم‌زده شود یا موج صعودی، آن قدر قوی باشد که حتی با خروج آن افراد، شتاب تداوم داشته باشد. نمونه سفته‌بازی برنامه‌ریزی شده در سابقه قیمتی برخی سهم‌های کوچک و دارای شناوری پایین قابل مشاهده است.

بخش چهارم داستان سهام برنده (راهبردها): مصاحبه‌شوندگان طی صحبت‌های خود راهکارهایی برای تصحیح رفتارهای خلاف قاعده به طور عام و شتاب سهام برنده به طور خاص ارائه دادند. این مقوله‌های راهبردی در سطح جامعه، اقتصاد کلان، نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی، و سطح بازار شکل گرفته‌اند. راهبرد اول، آموزش سواد مالی در سطوح مختلف جامعه است. در یک جامعه وقتی افراد روش تعامل با سرمایه خود را از دوران کودکی و مدرسه یاد بگیرند و آموزش‌های مرتبط با بازار سرمایه را به صورت قصه یا هر شیوه اثربخش دیگر ببینند و همچنین در دانشگاه و تمام سطوح دیگر جامعه نیز به آموزش سواد مالی توجه گردد، انتظار می‌رود، رفتارهای خلاف قاعده کاهش یابد. از طرف دیگر و با تاکید به نقش اقتصاد آزاد در تقویت کارایی بازارها، اگر وابستگی به نفت در بودجه کم بوده و انتظار درآمدهای درون‌زایی از قبیل مالیات در سطح بالایی وجود داشته باشد این بدان معناست که بخش خصوصی در حال تقویت و اقتصاد اقتدارگرا دولتی - که منشأ بسیاری از عدم اطمینان‌های اطلاعاتی، رانت‌ها و انحصار بوده - در حال تضعیف است. در این صورت، هم خلاف قاعده‌ها که شتاب قیمت سهام برنده جزئی از آنهاست به تدریج به طور مستقیم و غیرمستقیم متأثر از این مسئله گردیده و هم پیامدهای مثبتی در خصوص کارایی بازار سرمایه حاصل خواهد شد. تاکید بر اجرای صحیح اصل ۴۴ قانون اساسی نیز بر توجه به اقتصاد آزاد تاکید دارد. مطابق این اصل شرکت‌های

دولتی باید به بخش خصوصی واگذار شده که با اعمال آن، بستر رانت، انحصار و مسائلی از این قبیل برپیده می‌شود. اما دولت در این واگذاری آن چنان صحیح و دقیق عمل نکرده و شرکت‌های دولتی را به شرکت‌های شبه‌دولتی از قبیل تأمین اجتماعی، صندوق‌های بازنشستگی و امثالهم واگذار کرد؛ بنابراین تأکید بر اجرای صحیح این اصل می‌تواند فضای تجارت را به سوی برابری اطلاعاتی هرچند نسبی سوق داده که خود می‌تواند موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه تشدیدکننده شتاب از قبیل سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده و امثال آن شود. از بُعد مقررات‌گذاری نیز به دلیل گذر زمان زیاد از تدوین قانون تجارت، بازبینی و اصلاح آن جهت سازگاری هرچه بیشتر با قوانین جدید التدوین بازار سرمایه جهت توسعه بیشتر بازار لازم و ضروری است؛ بنابراین اصلاح آن می‌تواند فضای تجارت را به طور عام و بازار سرمایه را به طور خاص تحت تأثیر مثبت قرار دهد. علاوه بر آن در سطح نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی، صاحب‌نظران بر این باورند که تدوین آیین‌نامه جهت استراتژی‌های معاملاتی می‌تواند به معاملات نظم داده و از آشفتگی معاملاتی در بازار بکاهد. هم‌چنین تشکیل کمیته‌های سرمایه‌گذاری در سطح نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری عامل مؤثر دیگری تلقی شده است. اگر کمیته‌ای برای سرمایه‌گذاری‌ها تشکیل و انجام عمل سرمایه‌گذاری تحت یک شورا یا کمیته انجام شود، می‌تواند خطاهای فردی مدیران سرمایه‌گذاری را تقلیل داد. راهبرد مهم دیگر، الزام به شفافیت شرکت‌ها و افشای اجباری است. در صورتی که شرکت‌ها ملزم به افشا و شفافیت اجباری شوند، کیفیت گزارشگری مالی افزایش یافته که برآیند آن می‌تواند کاهش عدم تقارن اطلاعات در سطح شرکت و کلیت بازار باشد. در این صورت با سطح عدم اطمینان اطلاعاتی پایین، رفتارهای خلاف قاعده نیز کاهش خواهد یافت. مقوله مهم دیگر، افزایش فعالان بازار است. هرچه تعداد افراد جذب شده در بازار بیشتر باشد، انتظار می‌رود بازار به خود تعادلی دست یابد. این امر با افزایش شعب کارگزاری‌ها و صندوق‌ها برای جذب سرمایه میسر می‌گردد. هم‌چنین، برای آنکه بازار سهام توسعه یابد، نیاز است تا سهام‌داران خرد بیشتری جذب آن شوند که نیازمند تدوین مقررات در راستای حمایت از آن‌ها در مقابل اعمال غیراخلاقی از قبیل سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده و امثال آن، است. این موضوع می‌تواند جذب کارآمدتر سرمایه‌های راکد به بازار را رقم بزند. علاوه بر آن، با کاهش هزینه معاملات، افراد تراکنش‌های بیشتری روی سهم انجام می‌دهند که در این صورت احتمال دست‌کاری قیمت‌ها و انجام سفته‌بازی به حداقل می‌رسد؛ بنابراین، سرعت نقدشوندگی سهام هم بیشتر خواهد شد. راهبرد عملی دیگر، افزایش شناوری سهم در ساختار مالکیت شرکت‌ها است. هرچه میزان سهام شناور در دست افراد حقیقی بیشتر باشد به دلیل موضوع مربوط به حجم مینا، دست‌کاری قیمت‌ها سخت‌تر می‌نماید. هم‌چنین، اگر نهاد ناظر در بازار سرمایه در صدد شناسایی و برخورد قاطع با اعمال مجرمانه

از قبیل سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده یا رانت‌های اطلاعاتی باشد، به دلیل حمایت موجود، سرمایه‌گذاران بسیاری حاضر خواهند بود سرمایه راكد خود را وارد بازار کنند. از دید رویکرد دانش فعالان بازار، اگر نسبت فاندامنتالیست‌ها و تحلیل‌های ارائه شده آن‌ها نسبت به چارته‌ها بیشتر باشد، توجه بازار به سهام‌داری بیشتر است تا نوسان‌گیری و سفته‌بازی. بدین ترتیب می‌توان انتظار کاهش رفتارهای خلاف قاعده را داشت. در این باب اگر سرمایه‌گذار از دانش کافی برخوردار نباشد، می‌تواند جای سرمایه‌گذاری مستقیم، به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعتماد کرده و سرمایه خود را در اختیار این نهادها قرار دهد. مزایایی از قبیل عدم تحمل زیان سنگین افراد و کاهش رفتار هیجانی در بازار حاصل خواهد شد. موضوع دیگر، وقتی بازار دارای ابزارهای زیاد و متنوعی شود می‌توان انتظار داشت که عمق آن هم نسبت به آنچه هست افزایش می‌یابد که خود به تعادل و حرکت آن به سمت کارایی کمک کند. اطلاع‌رسانی درباره رفتارهای خلاف قاعده نیز راهبردی مهم است. وقتی در کلیت بازار رفتارهای خلاف قاعده شناسانده و به طور تدریجی گوشزد شوند، احتمالاً دچار شدن افراد فعال در آن‌ها کم‌تر خواهد بود. راهبرد نهایی، کاهش درصد مالکیت صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای دولتی است. صندوق‌ها به دلیل درماندگی مالی، در پرداخت مستمری‌های بازنشستگان ناتوان بوده که خود منجر به رفتار متهورانه در خریدوفروش سهم توسط آن‌ها می‌شود و همچنین نهادهای دولتی مثل سازمان تأمین اجتماعی و امثالهم به دلیل استفاده از رانت اطلاعاتی، بستر بیشتر خلاف قاعده‌ها را مهیا می‌کنند. راهبرد پیشروی، تاکید بر کاهش مالکیت آن‌ها در ساختار سهام شرکت‌ها دارد که منجر به کاهش زیان سنگین افراد حقیقی، ناشی از فروش‌های متهورانه برای پرداخت حقوق مستمری‌گیران و خریدهای سفته‌بازانه به دلیل داشتن مزایای اطلاعاتی، خواهد شد.

بخش آخر داستان سهام برنده (پیامدها): اگر راهبردهای ارائه شده عملی شوند، انتظار می‌رود بازار به‌طور کلی به سمت کارایی حرکت کند. این دستاورد می‌تواند به پیامدهای ملموس منتهی شود. اول؛ مدیریت رفتارهای خلاف قاعده است. اگر این رفتارها مدیریت شوند بازار سهام به‌دوراز رفتار هیجانی در وضعیت اعتدال ادامه حیات داشته و به طور مستمر جذب سرمایه و تخصیص کارآمدتر آن را پیش خواهد برد. درآمد پایدار و نرمال برای فعالان پیامد دیگر است. این بدان معناست که در این بازارها افراد با دوره‌های ناهموار که انحراف زیادی با متوسط دارند کمتر روبرو شده و فاصله‌های درآمدی بین فعالان کمتر می‌شود این موضوع باعث می‌شود امید به بقای فعالان در بازار بیشتر شود. همچنین پیامد جذب و تخصیص کارآمدتر سرمایه‌های راكد نتیجه به‌کارگیری راهبردهای ارائه شده است. جریان‌ات نقدی حاصل از افزایش فعالان در شرایط اطمینان اقتصادی و کارایی بازار به‌سوی بازار سرمایه هدایت و تخصیص داده می‌شوند. کاهش زیان‌های سنگین افراد حقیقی ناشی از نوسانات بازار

یک دستاورد مهم دیگر است. برای توسعه بازار سرمایه، وجود مستمر افراد حقیقی از عوامل پررنگ به شمار می‌رود. این پیامد علاوه بر بقای افراد به دلیل جذابیت بازار با نوسان کم، زمینه‌ساز فعالیت بیشتر آن‌ها خواهد شد. پیامد مرتبط با کارگزاری‌ها، کاهش ریسک اعتباردهی آن‌هاست. این پیامد بدان صورت پدید می‌آید که بازار از فعالانی تشکیل شده که به‌دوراز بیش‌وکم واکنش‌ها اقدام به تشکیل سبد خود می‌کنند، بنابراین ریسک اعتباردهی به این افراد نیز کمتر خواهد بود. پیامد آخر هم‌افزایش سرعت نقدشوندگی در بازار است. این پیامد نیز حاصل به‌کارگیری راهبردهای افزایش فعالان بازار است.

به‌منظور ارزیابی الگو پارادایمی پدیدار آمده از نظریه برخاسته از داده، الگو به دو نفر از صاحب‌نظران مشارکت‌کننده در مصاحبه‌ها ارائه و پس از دریافت نظرات آن‌ها، موارد اصلاح شد. سپس الگوی نهایی به دو نفر از متخصصان فعال در سطح کشور از دو طیف دانشگاهی و حرفه‌ای عرضه و مورد تأیید قرار گرفت.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

بررسی خلاف قاعده‌ها در رفتار انسانی، مخصوصاً هنگام اتخاذ تصمیم‌های مالی، حوزه جدیدی به نام اقتصاد و مالی رفتاری در مقابل اقتصاد نئوکلاسیک و نظریه مالی نوین در ادبیات پدید آورد. مدل‌های اقتصاد نئوکلاسیک، انسان‌ها را عقلایی فرض می‌کنند، همچنین نظریه مالی نوین، فرض کارایی بازار را بر همین اساس پایه‌گذاری کرده است. اما نتایج پژوهش‌های آزمایشگاهی محققان تجربه‌گرایی از قبیل کانمن و تیلر و دیگر پژوهشگران فعال این حوزه، نشان داد انسان‌ها عموماً نرمال‌اند که اغلب مرتکب خطاهای رفتاری در مالی می‌شوند. در بازارهای مالی نیز به دلیل دردسترس بودن داده‌های شرکت‌های بورسی، پژوهش در این زمینه رونق بیشتری گرفت. یکی از پژوهش‌های پر استناد در این باره کار جیگادیش و تیمن (۱۹۹۳) در خصوص شتاب سهام برنده و بازنده است که یافته‌های آن در جهت مخالف با فرض کارایی بازار قرار می‌گرفت. پدیده شتاب قیمت افراد زیادی را واداشت تا درباره آن پژوهش کنند. ادبیات حوزه شتاب یا همان مومنتوم پس از گذشت قریب به سه دهه نشان از وجود و استحکام آن به لحاظ تجربی داشته است. فاما و فرنچ (۱۹۹۶) وجود شتاب را در مدل عاملی خود اثبات کردند اما توضیحی که بتوان با آن پایه‌های فرض بازار کارآیشان را کماکان قوی نگاه داشت، نیافتند؛ بنابراین، در این پژوهش ضمن توضیح بومی پدیده شتاب سهم برنده - که اصولاً در تعارض با فرضیه بازار کارا است - الگوی پارادایمی که مرکزیت آن پدیده شتاب قرار دارد، با روش کیفی نظریه برخاسته از داده در سال ۱۳۹۷ ارائه گردید. در الگوی ارائه

شده عوامل اصلی و ریشه‌ای پدیدآورنده شتاب قیمت سهام‌های برنده را رفتارهای انسانی تشکیل می‌دهند. نمونه بارز، واپس‌نگری سرمایه‌گذاران است که به‌موجب آن افراد برای انتخاب سهام به گذشته بازار نظر می‌کنند. آن‌ها تمایل به خرید برنده‌ها و فروش بازنده‌ها دارند و تکرار روند گذشته را در آینده انتظار می‌کشند. این رفتار غالب، باعث می‌شود شتاب در قیمت سهام برنده شکل گرفته و علاوه بر آن سایر خطاهای انسان نرمال از قبیل توده‌ها، اثر اطلاعات در دسترس، اثر داشته، خوش‌بینی انتظارات تورمی دامن‌گیر آن شده و مزید بر علت شوند. همچنین خطای حفظ وضعیت کنونی در تداوم اینرسی شتاب نقش مهمی ایفا می‌کند. این رفتار به کم واکنش طرفداران سهام برنده شتاب‌دار منتهی شده و باعث می‌شود سقوط آن به تعویق افتد. دیرپذیری و زیان‌گریزی نیز کارکردی مشابه دارند که به سبب آن افراد در مواجهه با اخبار منفی درصدد خروج از سهام برنیامده که خود منجر به ادامه شتاب و تعویق سقوط آن گردد. عوامل علی در بستر محیط‌های کسب‌وکار ممکن است متفاوت در نظر گرفته شوند. برای نمونه عامل انتظارات تورمی که رفتاری هیجانی و در بستر اقتصاد متورم و عدم اطمینان‌های آن ریشه دوانده است، در اقتصادهای باثبات این امر علیت شتاب به حساب آورده نمی‌شود. رفتارهای توده‌وار نیز که اغلب در بین افراد حقیقی مشاهده می‌شود می‌تواند بستری در اکثریت قابل توجه افراد حقیقی نسبت به حقوقی‌ها در بازار سرمایه ایران داشته باشد. بستر بازار در حال توسعه و ناکارآ (حداقل با کارآیی پایین) نیز به‌طور کلی بسیاری از خطاهای رفتاری را توضیح می‌دهد. صاحب‌نظران معتقدند خطاهای رفتاری در بازارهای ناکارآ و با کارآیی پایین بیشتر نمود پیدا می‌کند. به لحاظ رفتاری در پیشینه‌ها؛ پژوهش‌های آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳) و هاو و همکاران (۲۰۱۶) خوش‌بینی سرمایه‌گذار، پژوهش جیگادیش و تیمن (۱۹۹۳) کم واکنش سرمایه‌گذار، پژوهش هونگ و استین (۱۹۹۹) بیش واکنش سرمایه‌گذار، پژوهش براون و همکاران (۲۰۱۳) و دیمایر و همکاران (۲۰۱۵) رفتار گروهی سرمایه‌گذار و پژوهش باربرز و همکاران (۱۹۹۸) دیرپذیری را عوامل اثرگذار بر شتاب قیمت سهام معرفی کرده که با یافته‌های این پژوهش هم‌خوانی دارد.

سایر یافته‌های پژوهش نشان داد که عوامل مداخله‌گری نیز هستند که می‌توانند پدیده شتاب سهام برنده را تشدید یا تعدیل کنند. برای نمونه در سطح اقتصاد جهانی؛ قیمت جهانی کامودیتی‌ها و توافق با کشورهای بزرگ می‌تواند پدیده شتاب را تحت‌تأثیر قرار دهد. در سطح کلان نیز عوامل مداخله‌گری از قبیل نرخ ارز، سیاست‌های مالی و پولی، نرخ تورم و چرخه‌های تجاری می‌تواند پدیده شتاب را تشدید یا تعدیل کنند. چرخه تجاری در پژوهش کوردیا و شیواکومار (۲۰۰۲) و ساروار و همکاران (۲۰۱۸)، سیاست پولی در پژوهش گیوبل و همکاران (۲۰۱۳) و هاو و همکاران (۲۰۱۶) عوامل اثرگذار بر شتاب قیمت شناسایی شدند. بازار نیز مقوله‌های مداخله‌گری از قبیل ورود نقدینگی

از بازارهای موازی، شتاب صنعت، الزامات نهاد ناظر، اعتبار کارگزاری‌ها به مشتریان، نقش بازارگردان‌ها، نقش رسانه و وضعیت بازار، داشته که می‌تواند بر پدیده محوری تأثیر گذارد. وضعیت بازار در یافته‌های کوپر و همکاران (۲۰۰۴)، آسیم و تاین (۲۰۱۰) و هاو و همکاران (۲۰۱۶)، نقش رسانه در پژوهش هیرلت و همکاران (۲۰۱۴)، حجم مبنا - زیرمجموعه مقوله الزامات نهاد ناظر - در پژوهش رحمانی و سرهنگی (۱۳۹۰) و نقش صنعت در پژوهش لیو و ژانگ (۲۰۰۸) و جونسون (۲۰۰۲) به‌عنوان عوامل اثرگذار بر شتاب قیمت معرفی شده که با یافته این پژوهش هم‌خوانی دارد. در سطح شرکت عواملی از قبیل ویژگی‌های شرکت، اخبار و اطلاعیه‌ها و سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده می‌توانند بر شدت یا تعدیل شتاب قیمت تأثیر بگذارند. سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده روی یک سهم خاص نمونه‌ای مشهود در بازار سرمایه ایران است. این سفته‌بازی‌هایی که گاهی از طرف خبرگان تحت اعمال مجرمانه و غیراخلاقی لقب می‌گیرند به سبب بستر عدم اطمینان اطلاعاتی در بازار به طور عام و عدم تقارن‌های اطلاعاتی در شرکت‌ها به طور خاص پدید می‌آیند. راهبردهای پیشنهادی پژوهش در مقابله با این مسئله شامل: ۱- افزایش شناوری سهام شرکت‌ها، ۲- افزایش فعالان بازار، ۳- برخورد قاطع نهاد ناظر با این‌گونه اعمال و ۴- شفافیت و افشای اجباری شرکت‌ها است. برخی از عوامل جنبه مثبت در سهم‌های شتاب‌دار بوده که سرمایه‌گذاران را به آن مجذوب می‌کنند این‌ها شامل نوآوری، تولیدکننده انحصاری، حسن شهرت تیم مدیریتی، شرکت صادرات محور، شرکت خام فروش، نسبت سود تقسیمی بالا، نقدشوندگی بالا و شتاب سود هستند. اخبار و اطلاعیه‌های مثبت در کدال و سایر منابع خبری می‌توانند بر شتاب سهم برنده اثر بگذارند. پژوهش آسم (۲۰۰۹) و فولر و گلدستین (۲۰۰۶) نسبت سود تقسیمی، پژوهش دیمر و همکاران (۲۰۰۴) و بتمن و همکاران (۲۰۱۰) نقدشوندگی سهم، و پژوهش واسالیو و اپیدجانو (۲۰۰۴) و تورنر و همکاران (۲۰۱۳) نوآوری را عامل مؤثر بر شتاب قیمت معرفی کردند که با یافته‌های این پژوهش هم‌خوانی دارد. ریسک سیستماتیک بالا مطابق با پژوهش فرتس و همکاران (۲۰۰۹) و وی (۲۰۰۲) و اندازه پایین شرکت مطابق با موسکویتس و گرینبالت (۱۹۹۹) و چن (۲۰۰۳) عوامل شرکتی دیگر تأثیرگذار بر شتاب قیمت سهام هستند که با یافته‌های پژوهش هم‌خوانی دارند.

در این پژوهش مشاهده گردید که شتاب قیمت سهام برنده در صورت تداوم برای نوسان گیران و سفته‌بازان پدیده‌ای جذاب خواهد بود. اما برای چشم‌انداز توسعه بازار، چالشی غیرقابل تحمل و منفی است که مدیریت و تخفیف آن ضرورتی انکارناپذیر است. به همین خاطر، خبرگان مصاحبه‌شونده راهبردهایی با چشم‌انداز اصلاح قاعده‌ها به طور عام و شتاب قیمت سهام به طور خاص ارائه دادند؛ بنابراین، مسیر پژوهش به طور خودکار در پی اصلاح رفتارهای ناهنجار و نه سوءاستفاده و

فرصت‌طلبی برای منفعت شخصی نوسان‌گیران و سفته‌بازان، راه خود را در پیش گرفت. به همین منظور، راهبردهای تعدیلگر شتاب در چهار سطح جامعه، اقتصاد کلان، نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی و سطح بازار شکل گرفته‌اند. برای نمونه در سطح جامعه ارتقای دانش یک راهبرد ضروری که کمتر به آن توجه شده است. به‌کارگیری آن می‌تواند بستری از قبیل دانش مالی پایین در کلیت بازار و استراتژی‌های معاملاتی بر اساس اخبار و شایعات را تعدیل کرده که به طور مستقیم یا غیرمستقیم پیامد مدیریت رفتارهای خلاف قاعده میسر می‌شود. در سطح اقتصاد کلان کاهش وابستگی بودجه به درآمدهای نفتی و اتکا به درآمدهای درون‌زا و تاکید بر اجرای صحیح اصل ۴۴ قانون اساسی راهبردهایی هستند که با اجرای آن‌ها بستر اقتصاد اقتدارگرا که عدم‌اطمینان‌های اطلاعات و رانت در آن مشهود است جای خود را به اقتصاد خصوصی و آزاد می‌دهد. این راهبردها می‌توانند پیامدهایی از قبیل جذب سرمایه‌های راکد به دلیل اطمینان مردم به اقتصاد و کاهش زیان‌های سنگین افراد به دلیل کاهش و حذف رانت‌های اطلاعاتی داشته باشد. یافته‌های پژوهش، راهبردهایی در سطح نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی از قبیل تدوین آیین‌نامه استراتژی معاملاتی و تشکیل کمیته‌های سرمایه‌گذاری ارائه داد. صاحب‌نظران معتقدند اجرای این راهبردها منتهی به تصمیم‌های شوریایی و مطابق با برنامه مدون گردیده و به دلیل حجم تراکنش‌های بالای این نهادها در ثبت سفارش‌ها، پیامد مدیریت رفتارهای خلاف قاعده حاصل می‌گردد.

در سطح بازار نیز راهبردهای مهمی توسط صاحب‌نظران ارائه گردید که همگی به کارایی و توسعه بازار به طور عام و افزایش سرعت نقدشوندگی، مدیریت رفتارهای خلاف قاعده، درآمد پایدار و نرمال برای فعالان، جذب و تخصیص کارآمدتر سرمایه‌های راکد، کاهش زیان‌های سنگین افراد حقیقی ناشی از نوسانات بازار و کاهش ریسک اعتباردهی کارگزاری‌ها منتهی می‌شوند. برای نمونه، راهبرد افزایش فعالان بازار می‌تواند به جذب سرمایه‌های راکد و افزایش سرعت نقدشوندگی منتهی می‌شود. مقوله‌های راهبردی؛ الزام به شفافیت و افشا، تصویب قوانین قاطع در حمایت از سهام‌داران خرد و برخورد قاطع نهاد ناظر با اعمال مجرمانه علاوه بر تعدیل بسترهای عدم تقارن اطلاعات و جلوگیری از اعمال غیراخلاقی سفته‌بازی‌های برنامه‌ریزی شده می‌تواند به کاهش زیان‌های سنگین افراد حقیقی و ریسک اعتباردهی کارگزاری‌ها کمک کند. راهبرد کاهش هزینه معاملات هرچند برای کارگزاری‌ها و سایر ذی‌نفعان مستقیم نامرغوب است اما با اجرای آن تراکنش‌های بیشتری روی سهام شرکت‌ها صورت می‌گیرد و این امر به خود تعادلی بازار کمک شایانی می‌کند که به پیامد درآمد پایدار و نرمال برای فعالان منتهی خواهد شد. همان‌گونه که بیان گردید، راهبردهای ارائه شده به‌طور کلی می‌توانند توسعه بازار را به دنبال داشته که در سایه آن علاوه بر تسکین رفتارهای خلاف قاعده - که

پدیده مرکزی شتاب جزئی از آنهاست - پیامدهای مشخص تری مطابق با آنچه بیان شد، حاصل می‌گردد.

باتوجه به نتایج پژوهش و در راستای راهبردهای الگوی ارائه شده، پیشنهادهای کاربردی مرتبط با هر نهاد در جامعه به شرح زیر ارائه می‌شود:

- مدارس، دانشگاه‌ها، سازمان بورس اوراق بهادار و رسانه ملی ضمن آموزش دانش مالی در سطوح مختلف جامعه بر معرفی رفتارهای خلاف قاعده در آن که حوزه جدید و ناشناخته‌ای در بین افراد جامعه به صورت کلی و محیط کسب و کار به صورت جایی است، تاکید فراوان کنند.
 - دولت بر اجرای صحیح اصل ۴۴ قانون اساسی اهتمام بیشتری ورزیده و وابستگی بودجه به درآمدهای نفتی را کاهش، اتکا به درآمدهای درون‌زا از قبیل درآمد مالیات را بیشتر مورد توجه و همچنین بازبینی و اصلاح قانون تجارت جهت سازگاری بیشتر با قانون بورس و اوراق بهادار را در دستور کار قرار دهد.
 - نهادهای سرمایه‌گذاری و مالی به منظور برقراری پایداری در بازار، معاملات خود را مطابق با آیین‌نامه‌های استراتژی معاملاتی مدون متناسب بر هر معامله و در قالب کمیته‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند.
 - سازمان بورس و اوراق بهادار الزاماتی از قبیل شفافیت و افشای اجباری و کاهش هزینه معاملات برقرار کند. همچنین، راهکارهایی از قبیل افزایش فعالان بازار، ترویج تحلیل فاندمنتال، تشویق افراد به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری را در برنامه‌های خود در نظر گیرد.
 - نهادهای قانون‌گذار نیز با تصویب قوانینی در خصوص افزایش شناوری سهم در ساختار مالکیت شرکت‌ها، تصویب قوانین قاطع در حمایت از سهام‌داران خرد، برخورد قاطع نهاد ناظر با اعمال مجرمانه و کاهش درصد مالکیت صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای دولتی در ترکیب سهام‌داران شرکت‌ها مسیر توسعه بازار سرمایه ایران را هموارتر نمایند.
- پیشنهاد‌های برای پژوهش‌های آتی به شرح زیر ارائه می‌شود:
- آزمون کمی الگوی پارادایمی پدیده شتاب کوتاه‌مدت سهام برنده با داده‌های موجود در بانک‌های اطلاعاتی در سطح اقتصاد و مالی.
 - الگوسازی شتاب قیمت در سهام بازنده با روش کیفی نظریه برخاسته از داده.

• الگوسازی شتاب قیمت در سهام در بازارهای مختلف و انجام تطبیق در نتایج حاصل از بررسی بازارهای متفاوت.

مهم‌ترین محدودیت در پژوهش کیفی امکان دخالت پیش‌فرض‌ها و سوگیری‌های توسط پژوهشگر در یافته‌های پژوهش است. در پژوهش حاضر محقق تلاش کرده تا حد ممکن بدون هیچ‌گونه پیش‌فرض یا تعصبی مسیر پژوهش را پیش برده و صرفاً اقدام به کدگذاری مشاهده‌های مصاحبه‌شوندگان و گزارش آن‌ها مطابق با استانداردهای روش کیفی نظریه برخاسته از داده نماید. از دیگر محدودیت‌های پژوهش‌های کیفی این است که به دلیل محدودیت زمانی تنها جنبه شتاب سهم برنده توضیح و الگوسازی گردید؛ بنابراین، بررسی شتاب در سهام بازنده به یک پژوهش مجزا نیاز دارد.

۶- منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ نوی چاشمی، سید علی؛ یحیی‌زاده فر، محمود؛ ایکانی، صدیقه (۱۳۸۹). بررسی سودآوری استراتژی سرمایه‌گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت*، ۱(۱)، ۴۷-۷۶.
- بدری، احمد؛ فتح الهی، فواد (۱۳۹۳). مومنتوم بازده: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۳(۹)، ۱-۲۰.
- بدری، احمد؛ دولو، مریم؛ آقاجانی، فروغ (۱۳۹۷). منبع ایجاد مومنتوم؛ شواهدی از نحوه تعدیل ریسک، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۸(۲۳)، ۹-۲۳.
- رحمانی، علی؛ سرهنگی، حجت. (۱۳۹۰). تحلیل عوامل موثر بر استراتژیهای معاملاتی مبتنی بر بازده سهام. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۲(۹)، ۷۹-۱۰۴.
- فدایی‌نژاد، محمداسماعیل؛ صادقی، محسن (۱۳۸۵). بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پیام مدیریت*، ۵(۱۷)، ۷-۳۱.

Antoniou, A., Lam, H. Y., & Paudyal, K. (2007). Profitability of momentum strategies in international markets: The role of business cycle variables and behavioural biases. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 955-972.

Antoniou, C., Doukas, J. A., & Subrahmanyam, A. (2013). Cognitive dissonance, sentiment, and momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 245-275.

Asem, Ebenezer., (2009). Dividends and price momentum. *Journal of Banking & Finance*, 33. 486-494.

Asem, E., & Tian, G. Y. (2010). Market dynamics and momentum profits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(6), 1549-1562.

Avramov, Doron and Hore., Satadru. (2008). Momentum, Information Uncertainty, and Leverage -an Explanation Based on Recursive Preferences. *Working paper*.

Badri, A., Davallou, M., Aghajani, F. (2018). Momentum Sources; Evidence from Risk Adjustment. *Journal of Financial Management Perspective*, 8(23), 9-31. [In Persian].

Badri, A; Fath Elahi, F (2014). Momentum Return: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Investment Knowledge*, 3(9), 1-20. [In Persian].

Barberis, N; Shleifer, A; Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *J. Financ. Econ.* 49:307–343

Bettman, Jenni L., Sault, Stephen J. and Reibnitz., Anna H. von. (2010). The impact of liquidity and transaction costs on the 52-week high momentum strategy in Australia. *Australian Journal of Management*, 35(3) 227–244

Blitz, D., Huij, J., & Martens, M. (2011). *Residual momentum*. *Journal of Empirical Finance*, 18(3), 506-521.

Boni, L., & Womack, K. (2006). Analysts, Industries, and Price Momentum. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 85-109.

Brown, N. C., Wei, K. D., & Wermers, R. (2013). Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices. *Management Science*, 60(1), 1-20.

Chan, L.K.C., Jegadeesh, N., Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies. *The Journal of Finance*, 51, 1681–1713.

Chan, W.S. (2003). Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines. *Journal of Financial Economics*, 70, 223-260.

Chong, T. T. L., & Ip, H. T. S. (2009). Do momentum-based strategies work in emerging currency markets?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(4), 479-493.

Chordia, T., and L. Shivakumar. (2002). Momentum, Business Cycle and Time-Varying Expected Returns. *Journal of Finance*, 57, 985–1019.

Chui, A. C., Titman, S., & Wei, K. J. (2003). Intra-industry momentum: the case of REITs. *Journal of Financial Markets*, 6(3), 363-387.

Cooper, M. J., R. Gutierrez Jr., and A. Hameed. (2004). Market States and Momentum. *Journal of Finance*, 59, 1345–1365.

Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam. (1998). Investors, Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53, 1839–1885.

Demir I, Muthuswamy J and Walter T. (2004). Momentum returns in Australian equities: the influences of size, risk, liquidity and return computation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12: 143–158.

Demirer, R., Lien, D., & Zhang, H. (2015). Industry herding and momentum strategies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 95-110.

Edwards W. (1968). Conservatism in human information processing. *In Formal Representation of Human Judgement*, ed. B Kleimutz. New York: Wiley.

Fadaeinejad, M; Sadeghi, M (2006). Investigating the usefulness of momentum and reverse strategies in Tehran Stock Exchange. *Management Message Quarterly*, 5(17),7-13. [In Persian].

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.

Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, 51(1), 55-84.

Fuertes, A. M., Miffre, J., & Tan, W. H. (2009). Momentum profits, nonnormality risks and the business cycle. *Applied Financial Economics*, 19(12), 935-953.

Fuller, K., Goldstein, M. (2006). Do dividends matter more in declining markets? *Working paper*, University of Georgia.

Gebhardt, W. R., Hvidkjaer, S., & Swaminathan, B. (2005). Stock and bond market interaction: Does momentum spill over?. *Journal of Financial Economics*, 75(3), 651-690.

George, T. J., & Hwang, C. Y. (2004). The 52-week high and momentum investing. *The Journal of Finance*, 59(5), 2145-2176.

Goebel, P. R., Harrison, D. M., Mercer, J. M., & Whitby, R. J. (2013). REIT momentum and characteristic-related REIT returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47(3), 564-581.

Gorton, G. B., F. Hayashi, and G. K. Rouwenhorst. (2013). The Fundamentals of Commodity Futures Returns. *Review of Finance*, 17, 35–105.

Grundty BD, Martin SJ. (2001). Understanding the nature of risks and the sources of rewards to momentum investing. *Rev. Financ. Stud.* 14:29–78

Hao, Y., Chu, H. H., Ko, K. C., & Lin, L. (2016). Momentum strategies and investor sentiment in the REIT market. *International Review of Finance*, 16(1), 41-71.

Hillert, A., Jacobs, H., & Müller, S. (2014). Media makes momentum. *The Review of Financial Studies*, 27(12), 3467-3501.

Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of finance*, 54(6), 2143-2184.

Hur, J., & Singh, V. (2016). Reexamining momentum profits: Underreaction or overreaction to firm-specific information? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 261-289.

Hur, J., Pritamani, M., & Sharma, V. (2010). Momentum and the disposition effect: the role of individual investors. *Financial Management*, 39(3), 1155-1176.

Islami Bidgoli. Gh; Nabavi Chashmi. S,A; Yahya Zadehfar. M; Iykani. S (2010). Investigating the profitability of momentum investment strategy in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Quantitative Studies in Management*, 1(1), 47-76.[In Persian].

Jegadeesh N, Titman S. (2001). Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations. *Journal of Finance*. 56:699-720.

Jegadeesh, N., and S. Titman. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.

Johnson, T. C. (2002). Rational Momentum Effects. *Journal of Finance*, 57(2),585-608.

Jostova, G., N. Statnislava, P. Alexander, and C. W. Stahel. (2013). Momentum in Corporate Bond Returns. *Review of Financial Studies*, 26, 1649-1693.

Kahneman, D. (1982). The simulation heuristic. in d. kahneman, p. slovic, & a. tversky (eds.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. 201-208.

Kahneman, D., and A. Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica. Journal of the Econometric Society*, 47, 263-292.

Kim, D., Roh, T.-Y., Min, B.-K., & Byun, S.-J. (2014). Time-varying expected momentum profits. *Journal of Banking & Finance*, 49, 191-215.

Lai, H. H., & Lin, S. H. (2020). White lie effects of information asymmetry on stock momentum. *Heliyon*, 6(4), e03816.

Lee, C., & Swaminathan, B. (2000). Price momentum and trading volume. *The Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.

Lewellen, J. (2002). Momentum and autocorrelation in stock returns. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 533-564.

Liu, L. X., & Zhang, L. (2008). Momentum profits, factor pricing, and macroeconomic risk. *The Review of Financial Studies*, 21(6), 2417-2448.

Mengoli, S. (2004). On the source of contrarian and momentum strategies in the Italian equity market. *International Review of Financial Analysis*, 13(3), 301-331.

Menkhoff, L., L. Sarno, M. Schmeling, and A. Schrimpf. (2012). Currency Momentum Strategies. *Journal of Financial Economics*, 106, 660-684.

Miffre, J., and G. Rallis. (2007). Momentum Strategies in Commodity Futures Markets. *Journal of Banking and Finance*, 31, 1863-1886.

Moskowitz, T. J., & Grinblatt, M. (1999). Do industries explain momentum? *The Journal of Finance*, 54(4), 1249-1290.

Odean, T., (1998) Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.

Okunev, J., and D. White. (2003). Do Momentum-Based Strategies Still Work in Foreign Currency Markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 425-447.

Pani, B., & Fabozzi, F. J. (2021). Finding Value Using Momentum. *The Journal of Portfolio Management*.

Parhizgari, A. M., and D. Nguyen. (2008). ADRs under Momentum and Contrarian Strategies. *Global Finance Journal*, 19, 102-122.

Sarwar, S. M., Lin, S. X., & Muradoğlu, Y. G. (2018). Impact of Credit Risk and Business Cycles on Momentum Returns. *In Handbook of Recent Advances in Commodity and Financial Modeling* (pp. 17-39). Springer, Cham.

Rahmani, A, & Sarhangi., H.(2011). Analysis of factors affecting trading strategies based on stock returns, *Financial Engineering and Securities Management* , 2(9), 79-106. .[In Persian].

Stambaugh, R. F., J. Yu, and Y. Yuan. (2012). The Short of It: Investor Sentiment and Anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104, 288-302.

Strobl, G. (2003). Information asymmetry, price momentum, and the disposition effect. *Working paper*.

Tan, Y. M., & Cheng, F. F. (2019). Industry-and liquidity-based momentum in Australian equities. *Financial Innovation*, 5(1), 1-18.

Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of political Economy*. 89(2), 392-406.

Turner, Scott F., Mitchell, Will and Bettis. Richard A. (2013). Strategic Momentum: How Experience Shapes Temporal Consistency of Ongoing Innovation. *Journal of Management*, Vol 39, Issue 7, pp. 1855 -1890.

Vassalou, Maria and Apedjinou., Kodjo. (2004). Corporate Innovation, Price Momentum, and Equity Returns. *Working paper*.

Wang, J., & Wu, Y. (2011). Risk adjustment and momentum sources. *Journal of Banking & Finance*, 35(6), 1427-1435.

Wu, X. (2002). A conditional multifactor model of return momentum. *Journal of Banking and Finance*, 26,1675-1696.

Zhang, X. Frank. (2006). Information uncertainty and stock returns. *Journal of Finance*, 61(1), 105-136.

Explanation of winner stock momentum in Iran Stock Market

Mehdi Elhaei Sahar¹, Rezvan Hejazi², Allah Karam Salehi³, Hossein Moltafet⁴

Abstract

Lately, the anomalies in capital markets have severely challenged the efficient hypothesis. The winner stock momentum is one of the anomalies called the unexplained short-term return by Fama and French (1996). The current study attempts for explaining the winner stock momentum in the Iranian capital market.

The grounded theory method was used to explain winning stock momentum. To this end, in-depth interviews were held with 32 specialists working in the professional and academic grounds in 2018. The collected data were encoded in three stages, and the results were presented as a conceptual paradigm. Then, to quantify the model by the fuzzy analytic hierarchy process, a pairwise comparison questionnaire was distributed among the specialists. The research results are presented as a qualitative-quantitative model and the story extracted by grounded theory.

The study discoveries recognized the momentum causal factors in the behavioral level, the background factors in the social, macroeconomics, and market levels, the intervening factors in the global economics, macroeconomics, market, and company levels, and the strategies in the social, macroeconomics, market, the investment and finances institutions, and consequences factors in market level.

The study results propose that the winner stock momentum phenomenon must not be considered a speculation opportunity. Rather, it is an anomaly that has to be controlled with the suggested strategies.

Keywords: Winner stock momentum, Iranian capital market, Grounded theory.

JEL Classification: D53.

1. Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran.

2. Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran. / Department of Accounting, Khatam University, Tehran, Iran. / (Corresponding Author). r.hejazi@khatam.ac.ir

3. Department of Accounting, Masjed-soleiman Branch, Islamic Azad University, Masjed-soleiman, Iran.

4. Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran. / Social Science Department, Faculty of Economics and social science, Shahid Chamran University, Ahvaz, Iran. /