**فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی**
**سال سوم، شماره ۹، بهار ۱۳۹۴، صفحات ۲۱۰ - ۱۹۵**

# راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس: مروری بر ادبیات بازار بورس

**سیده معصومه حسینی**
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا (س) (نویسنده مسئول)
masoumeh.hosseini70@gmail.com
**شهناز مشایخ**
دانشیار گروه حسابداری دانشگاه الزهرا (س)
shahnaz_mashayekh@yahoo.com
**مریم فلاح جوشقانی**
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا (س)
fallah.m.70@gmail.com

**این مقاله استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس را به عنوان راهبردی برای کسب بازده غیر عادی مورد بررسی قرار داده است. راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس بیان می‌کند سهامی که در گذشته عملکرد موفقی داشته، فروخته شود و سهامی که عملکرد ضعیفی داشته، خریداری شود. اساس راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس بر این استوار است که بازار سرمایه نسبت به اخبار و اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهد. مقاله حاضر به بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه وجود واکنش بیش از حد و سودمندی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس پرداخته است. اغلب تحقیقات بررسی شده وجود واکنش بیش از اندازه را تأیید کرده و استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس را استراتژی موثری برای کسب بازده اضافی دانسته‌اند.**

**طبقه بندی JEL** : G11.
**واژه‌های کلیدی:** استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس، سبد برنده، سبد بازنده، واکنش بیش از اندازه.

**تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹٤/۲/۲۲**

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

## ۱. مقدمه

مطالعات انجام شده در خصوص بازارهای مالی نشان می‌دهد که طی سال‌های اخیر، جایگاه بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه به‌شدّت تقویت شده و نقش آن به‌عنوان نیروی محرکه توسعه اقتصادی پررنگ‌تر گشته؛ به‌گونه‌ای که هم‌اکنون به یکی از شاخص‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها تبدیل شده است. بر طبق تحقیقات به‌عمل آمده حدود ۴۱ درصد از مردم کشورهای پیشرفته، سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام دارند، مالکیت مستقیم سهام ۲۰ درصد و به شکل غیرمستقیم ۳۴ درصد کل سرمایه‌گذاری‌ها در جهان را دربرمی‌گیرد.

با توجه به موارد فوق کارآ بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است. زیرا در صورت کارآ بودن بازار سرمایه هم قیمت اوراق‌بهادار به‌درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به‌صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود. در بازارهای کارآ قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده همه اطلاعاتی است که بدون هیچ تعصب یا یکسونگری در بازار وجود دارد. بازار هیچ اطلاعات بااهمیت و اثرگذار را نادیده نمی‌انگارد. این پدیده به نام فرضیه بازار کارآ شهرت یافته است. فرضیه بازار کارآ بر این اعتقاد است که نمی‌توان بر بازار فائق آمد و بازدهی بیشتر از متوسط بازار را کسب کرد. همچنین تغییرات قیمت‌های سهام به‌صورت تصادفی بوده و در واقع از گام تصادفی پیروی می‌کند، بنابراین نمی‌توان با استفاده از اطلاعات تاریخی به بازدهی غیرعادی (بیش از متوسط بازار) دست یافت. همچنین این فرض مدعی است، هیچ‌گونه روندی در قیمت و بازدهی بازار وجود ندارد و نمی‌توان از روندهای بازار کسب سود کرد. با این وجود طی دو دهه اخیر پژوهش‌های بسیاری انجام گرفته که اعتبار فرضیه کارآ را به‌صورت جدی به چالش کشیده است. یوجین فاما یکی از نظریه‌پردازان اصلی «بازار کارآ» در مقاله‌ای اذعان نموده که

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

قیمت‌های سهام در بازار می‌تواند تا حدودی غیرعقلایی باشد. اعلام این نظر از سوی یکی از بنیانگذاران مکتب فکری بازار کارآ سروصدای بسیاری برپا کرد و موجب خشنودی بسیاری از رفتارگرایان شد.

به‌دلیل واکنش‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران درباره اطلاعات و اخبار جدید که به‌صورت واکنش کمتر از اندازه و بیش از اندازه بروز می‌کند، بازار کارآیی خود را از دست می‌دهد و وضعیتی فراهم می‌شود که با به‌کارگیری راهبرد مناسب، بتوان بازده سرمایه‌گذاری را افزایش داد و به بازده مازاد دست یافت. یکی از راهبردهای بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری معکوس است که در صورت واکنش بیش از اندازه قابل پیگیری بوده و سرمایه‌گذار با تکیه بر روند گذشته، بازده آینده را پیش‌بینی و تصمیم‌گیری می‌کند. استراتژی معکوس اعتقاد دارد که عوام و اکثریت بازار اشتباه می‌کنند و روندهای اخیر قیمت‌ها برمی‌گردند. بنابراین برای دستیابی به بازده اضافی می‌بایست صبور بود و با جسارت در جهت مخالف بازار عمل کرد.

مقاله حاضر ابتدا به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید پرداخته و عوامل روانی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران را مورد مطالعه قرار داده است و سپس با بررسی تحقیقات داخلی و خارجی، وجود واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و اطلاعات جدید و راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس را بررسی کرده است.

## ۲. واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید

در فرضیه بازار کارآ، فاما به دو فرض بسیار مهم توجه دارد، اول اینکه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار رفتار عقلایی دارند و دوم آنها براساس آخرین اطلاعات و اخبار اقدام به خرید و فروش اوراق‌بهادار کرده و برای تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق‌بهادار درایت کافی دارند و نسبت به اخبار و اطلاعات جدید وارده بر بازار واکنشی صحیح از خود نشان می‌دهند. پس سرمایه‌گذاران با به‌کارگیری راهبردهای سرمایه‌گذاری از قبیل راهبرد

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

سرمایه‌گذاری توالی و معکوس نمی‌توانند بازده مناسبی به‌دست آورند. امّا تحقیقات نشان می‌دهد بعضی از بازارهای سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیستند. در این بازارها اولاً اطلاعات به‌وفور و به‌سرعت در بازار پخش نمی‌شوند؛ ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت بوده و یا ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیش از حد مورد انتظار باشد. بعضی از اوقات ممکن است بازار واکنش کمتری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد. در این‌گونه بازارها تحلیل‌گران قوی وجود ندارند که اطلاعات را دریافت و درست ارزیابی کرده و تصمیم بگیرند. بنابراین قیمت به درستی تعیین نمی‌شود. ازاین‌رو کسی احساس امنیت نمی‌کند زیرا وی اطمینان ندارد، قیمتی را که برای یک ورقه بهادار دریافت یا پرداخت می‌کند عادلانه است.

### ۲-۱. عوامل روانی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران

عوامل روانی، تأثیرات قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از یکدیگر متمایز کرده است. این عوامل همچنین می‌تواند موجب واکنش‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید شوند و به‌صورت واکنش بیش از حد مورد انتظار و واکنش کمتر از آن حد، خود را نشان دهد. برخی از این عوامل عبارتند از:

#### ۲-۱-۱. نمایندگی

نمایندگی بیانگر این است که سرمایه‌گذاران در تجدیدنظرهایشان مبنی بر قضاوت در مورد ارزیابی احتمالات، برای اطلاعات اخیر اهمیّت زیادی قائل شده و به اخبار و اطلاعات گذشته اهمیّت کمتری می‌دهند. نمایندگی منجر به خوش‌بینی بیش از حد به اخبار خوب و بدبینی بیش از حد نسبت به اخبار بد می‌گردد. در این صورت قیمت‌های سهام ممکن است به صورت موقت از ارزش‌های واقعی خود منحرف شده و یک اثر «برگشت به میانگین» در یک

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

دوره بلندمدت ایجاد شود. بنابراین نمایندگی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان دهند.

**۲-۱-۲. محافظه‌کاری**

این نظریه که توسط ادواردز مطرح شد بیانگر این است که سرمایه‌گذاران به‌صورت آهسته خود را با اخبار جدیدی که وارد بازار می‌شوند، وفق داده و انتظارات خود را به آرامی در قیمت‌های بازار وارد می‌کنند. محافظه‌کاری باعث می‌شود تا اشخاص نسبت به اطلاعات جدید مربوط به سودآوری، وزن کمتری قائل شوند، به‌عبارت دیگر زمانی که سرمایه‌گذاران خبر خوبی را در ارتباط با سود شرکت دریافت می‌نمایند، به‌گونه‌ای اقدام می‌نمایند که شاید قسمتی از شوک در دوره بعدی معکوس خواهد شد؛ در واقع آنها به یک الگوی «برگشت به میانگین» اعتقاد و باور دارند.

**۲-۱-۳. تکیه‌گاه**

تکیه‌گاه نیز بیانگر این است که افراد برای شروع فرآیند تصمیم‌گیری و تجزیه و تحلیل، از بخشی خاص از اطلاعات موجود استفاده می‌کنند و برای پیش‌بینی خود، اطلاعات موجود را بر آن اساس تعدیل می‌نمایند؛ به‌عنوان مثال یک سرمایه‌گذار سود دوره گذشته و یا سود هر سهم در دوره گذشته را به‌عنوان یک تکیه‌گاه تعیین می‌نمایند و سپس اطلاعات کنونی و موجود درباره شرایط خاص شرکت را بر آن افزوده و بر همین اساس سود دوره جاری را پیش‌بینی می‌نماید. به‌طورکلّی تکیه‌گاه باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید، عکس‌العمل کندی از خود نشان دهند. بنابراین به‌نظر می‌رسد که محافظه‌کاری و تکیه گاه، از عوامل اصلی موفقیت‌های به‌دست آمده از طریق هموارسازی سود در حسابداری باشند.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

### ۲-۱-٤. خودفریبی

این نظریه که توسط بسیاری از محققین مالی نیز مورد بررسی قرار گرفته، بیانگر این است که افراد معمولاً اعتقاد بیشتری به خود و توانایی‌های خود داشته و در واقع، حاضر به قبول واقعیات نیستند. این مسأله در دو حالت کلّی اطمینان بیش از حد و موفقیّت منتسب به خود در ادبیات مالی رفتاری بحث شده است که به‌صورت اجمالی آنها را شرح می‌دهیم.

«اطمینان بیش از اندازه» یک پدیده شناخته شده و مستند شده در روان‌شناسی است. روان‌شناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری فرااطمینانی را به‌عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است. به‌نظر هاید متون مربوط به روان‌شناسی دو تعریف از اطمینان بیش از حد ارائه داده‌اند. نخست افراد برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند؛ دوم افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعاً هست، می‌بینند.

اطمینان بیش از حد باعث می‌شود تا اشخاص اقدام به انجام معاملات بیشتری نمایند و به دلیل تحمّل هزینه‌های معاملات و نیز انتخاب‌های نادرست، بازده کمتری کسب نمایند.

باربر و ادین شواهدی ارائه نمودند که مردان بیشتر از زنان به توانایی‌های خود اطمینان دارند و این اطمینان بیش از حد باعث می‌شود تا مردان بیشتر از زنان در بازار سرمایه معامله انجام داده و به علّت وجود هزینه‌های معاملات و غیره، بازدهی کمتر از زنان کسب نمایند. بنابراین اطمینان بیش از اندازه باعث واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید می‌شود. موفقیت منتسب به خود هم یکی از عوامل اصلی خودفریبی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه می‌باشد. این نظریه بیان می‌کند سرمایه‌گذاران موفقیت‌های گذشته خود را به مهارت‌های خود و نه به شانس و اقبال، نسبت می‌دهند و هم‌چنین ناکامی‌ها و شکست‌های گذشته خود را به شانس و اقبال بد، نسبت می‌دهند. این عامل در حالت کلّی منجر به واکنش کُند و کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید می‌شود.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

**۲-۱-۵. تعاملات اجتماعی**

این نظریه که در بسیاری از بازارهای کمتر توسعه‌یافته جهان مشاهده می‌شود، ناشی از توانایی و درک پایین سرمایه‌گذاران از روش‌ها و فنون سرمایه‌گذاری می‌باشد. معمولاً مشاهده می‌شود که بسیاری از افراد، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را به تبعیت از سایر سرمایه‌گذاران بازار انجام می‌دهند، بدون این که آگاهی از صحت این عمل داشته باشند. این مورد می‌تواند یکی از عوامل ایجاد ریسک معامله‌گران غیرمنطقی باشد. این ریسک بیانگر این است که قیمت گذاری اشتباه اوراق بهادار که توسط سرمایه‌گذاران خبره مورد بهره‌برداری قرار گرفته‌اند، در کوتاه‌مدت بدتر می‌شود.

## ۳. راهبردهای سرمایه‌گذاری در اوراق‌بهادار

### ۳-۱. راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس

در این راهبرد اعتقاد بر این است که پس از بیش‌واکنشی در قبال اطلاعات کوتاه‌مدت، قیمت سهام در بلندمدت تعدیل شده و کاهش می‌یابد تا بیش‌واکنشی اصلاح شود. به بیان دیگر سرمایه‌گذاران در بلندمدت به اشتباه قیمت خود پی برده و با قیمت کمتری سهم را در بازار می‌پذیرند. سرمایه‌گذاران به اطلاعات مربوط به سهام شرکت‌های موفق بیش‌واکنشی نشان داده و با ایجاد تقاضای بالا برای این‌گونه سهام، قیمت آن اوراق را بالاتر از قیمت واقعی‌اش تعیین می‌کنند. به اطلاعات سهام شرکت‌های ناموفق هم واکنش بیش از اندازه نامطلوب نشان داده و قیمت آن اوراق را پایین‌تر از قیمت واقعی‌اش برآورد می‌کنند. در صورت تحقق چنین پدیده‌ای بازگشت قیمت‌ها در بلندمدت اتفاق افتاده و فرصت تحصیل سود ایجاد می‌شود.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

### ۳-۲. راهبرد سرمایه‌گذاری توالی

این راهبرد در شرایطی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید کم‌واکنشی نشان می‌دهند، توصیه شده است. در این راهبرد سهامی که در گذشته عملکرد خوبی داشته و بیش‌ترین بازدهی را کسب نموده (سهام برنده)، خریداری شده و سهامی که در گذشته عملکرد ناموفقی داشته و پایین‌ترین بازده را کسب نموده (سهام بازنده) فروخته می‌شود.

## ٤. واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید

واکنش بیش از اندازه زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام بر اثر ورود اطلاعات جدید به بازار بیش از اندازه تغییر کند پژوهش‌های بسیاری به بررسی و ارزیابی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. تعدادی از این تحقیقات به شرح زیر می‌باشد:

### ٤-۱. تحقیقات خارجی

دی بونت و تالر (۱۹۸۵) نخستین کسانی بودند که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران را بررسی کرده‌اند. آنها با تحلیل بازار بورس نیویورک طی دوره (۱۹۸۱-۱۹۲۶) به این نتیجه رسیدند پرتفوهایی که در سه سال گذشته دارای کمترین بازده بوده‌اند، در دوره سه ساله بعدی عملکرد بهتری از پرتفوی دارای بیشترین بازده داشته‌اند. آنها این پدیده را ناشی از واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران دانسته‌اند. مارونی و دیگران (۲۰۰۴)، واکنش بازار سهام را به آگهی‌های سالیانه درآمدی در دو بازار سهام چین بررسی کردند. آنها تعداد ۶۹۸ خبر از بازار سهام شانگهای و ۵۲۵ خبر از بازار سهام شنژن انتخاب کردند و واکنش بازار را نسبت به این اخبار در طول دوره ۱۰ روز قبل و ۱۰ روز بعد از واقعه در طول سال ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که واکنش بیش از حد در بازارهای سهام شانگهای و شنژن از ۴ تا ۶ روز قبل از اعلام وجود دارد. دیمیتری و نیکلاس (۲۰۰۵) در تحقیقی رابطه واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس بریتانیا با اندازه شرکت و میزان قیمت به سود هر سهم، در ۱۱۰ شرکت

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

در فاصله زمانی (۲۰۰۲-۱۹۸۹) را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که واکنش بیش از اندازه در بازار سهام بریتانیا وجود دارد، امّا به اندازه شرکت و میزان قیمت به سود هر سهم بستگی ندارد. تریپاتی و اگاروال (۲۰۰۹) واکنش بیش از اندازه در بازار سهام هند با حجم نمونه ۵۰۰ شرکت با روش نمونه‌گیری گزینشی طی سال‌های (۲۰۰۷-۱۹۹۶) مورد بررسی قرار داده‌اند. همچنین فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران با خبرهای بد و خوب، مورد آزمون قرارگرفته است و برای آزمون این فرضیه از متغیر بازده سهام به‌صورت ماهیانه استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد بازار سهام با خبرهای خوب و بد تحت تأثیر واکنش بیش از حد قرار می‌گیرد. نصیر و همکارانش (۲۰۰۹) در تحقیق خود به بررسی واکنش بیش از اندازه در بازار سهام مالزی طی سال‌های (۲۰۰۹-۲۰۰۶) پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در بازار سهام مالزی، رفتار سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت، واکنش بیش از اندازه را تأیید نمی‌کند، امّا وقتی دوره تشکیل بلندمدت می‌شود رفتار سرمایه‌گذاران فرضیه واکنش بیش از اندازه را تأیید می‌کند.

### ٤-۲. تحقیقات داخلی

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام‌هایی که جدیداً در بورس تهران پذیرفته شده است در فاصله سال‌های (۱۳۷۴-۱۳۶۹) با حجم نمونه ۱۰۴ شرکت پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در پنج صنعت از پانزده صنعت موجود در بورس تهران، واکنش بیش از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران مصداق دارد ولی در بقیه صنایع این امر صادق نبوده است. نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) در تحقیق خود در فاصله زمانی (۱۳۸۲-۱۳۷۷) با حجم نمونه ۱۷۵ شرکت به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج تحقیق وجود واکنش بیش از حد در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید کرده و استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس را استراتژی

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

مؤثری برای سرمایه‌گذاری در بورس تهران عنوان نمود. قالیباف اصل و نادری (۱۳۸۵) در تحقیق خود به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق طی سال‌های (۱۳۸۴-۱۳۷۷) در بورس تهران پرداخته‌اند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت نسبت به اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از حد نداشته‌اند. حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹) در تحقیق خود به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی در ۱۱۴ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۷۸) پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اقلام تعهدی، واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند. هیبتی و زندیه (۱۳۹۰) بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی را در فاصله زمانی (۱۳۸۹-۱۳۸۷) مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج، بیش‌واکنشی سهامداران را در بعضی از صنایع پذیرفته شده در بورس، در هنگام انتشار اخبار به روز و یا خروج بحران مالی جهانی به اثبات رساند.

## ۵. سودمندی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس

راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس بر این باور است که بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهد، در چنین شرایطی با استفاده از این راهبرد می‌توان به بازده اضافی دست یافت. در این زمینه تحقیقات بسیاری انجام گرفته است، که در ادامه به تعدادی از آنها اشاره می‌شود:

### ۵-۱. تحقیقات خارجی

جیگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) به بررسی سودآوری فروش سهام برنده قبلی و خرید سهام بازنده قبلی طی سال‌های (۱۹۸۹-۱۹۶۵) پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که فروش سهامی که در گذشته برنده بوده‌اند و خرید سهام بازنده قبلی باعث کسب بازده‌ای مازاد بر میانگین بازده

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

بازار می‌شود. لاکونیشک، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۴) در بازار بورس نیویورک به بررسی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس بعد از کنترل متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و اندازه شرکت پرداخته‌اند که نتیجه حاصله نشان می‌دهد سبد سهام بازنده ۳/۵ درصد بیش از بازار، بازده کسب نموده است ولی سبد سهام برنده حدود ۴ درصد کم‌تر از بازار، بازده کسب کرده است. گیوناراتن و یونساوا (۱۹۹۷) به بررسی بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توکیو پرداخته‌اند. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد سبد برنده که بالاترین بازده ماهانه را در دوره رتبه‌بندی داشته است، در دوره پس از رتبه‌بندی ۳/۵۷۳ درصد کاهش بازده طی ماه نشان داده است و سبد بازنده در دوره پس از رتبه‌بندی ۲/۷۲۷ درصد افزایش در بازده طی ماه داشته است. فانگ (۱۹۹۹) در بورس هنگ‌کنگ به بررسی بیش‌واکنشی و سودآوری راهبرد معکوس پرداخته است. وی از داده‌های بازده ماهانه (سود نقدی و سود سرمایه‌ای) مربوط به ۳۳ سهم در این بازار، برای دوره زمانی ۱۴ ساله استفاده کرد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که پرتفوی بازنده بعد از گذشت یک سال از دوره تشکیل، بازدهی معادل ۹/۹ درصد بیشتر از بازده پرتفوی برنده کسب کرده است. کادویا و همکارانش (۲۰۰۸) در تحقیقی سرمایه‌گذاری معکوس با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها در بورس ژاپن را مورد بررسی قرار داده‌اند آنها با استفاده از نوسان فروش، سود عملیاتی و سود خالص و همچنین بازده در سه افق زمانی متفاوت، استراتژی معکوس را در بازار سهام مورد آزمون قرار دادند و به‌کارگیری این استراتژی را سودمند ارزیابی کردند.

### ۵-۲. تحقیقات داخلی

مهرانی و نونهال نهر (۱۳۸۶) در تحقیقی به بررسی امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده‌های غیرعادی از طریق به‌کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش ۵ صنعت عمده و اصلی بورس تهران را طی

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

سال‌های (۱۳۸۴-۱۳۷۹) مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج، وجود واکنش بیش از اندازه و سودمندی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس را تأیید می‌کند. آنها به این نتیجه رسیدند که واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران ایرانی به اخبار بد بسیار بیشتر از عکس‌العمل آنها به اخبار خوب است. سعیدی و باقری (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی سودآوری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس در بورس اوراق‌بهادار تهران پرداخته‌اند. دوره زمانی مورد استفاده بین سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۸۱) برای ۷۰ شرکت درج شده در بورس تهران بوده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، میانگین بازدهی سبد سهام بازنده پس از ۱۲ ماه تفاوت معنادار آماری و بیشتر از سبد سهام برنده دارد. بدری و اسکینی (۱۳۹۱) در پژوهشی با به‌کارگیری تحلیل پوششی داده‌ها به‌عنوان یک روش پژوهش عملیاتی، ضمن ارائه یک روش ریاضی قاعده‌مند برای حل مسائل مالی رفتاری، بازده و متغیرهای بنیادی عملکرد مالی سهام را به‌صورت همزمان به‌کار گرفتند و بر مبنای روش‌شناسی مطالعات پرتفوی، در سه دوره ۲ ساله غیرهمپوشان، طی سال‌های (۱۳۸۸-۱۳۸۵) در بورس اوراق‌بهادار تهران مطالعه خود را انجام دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس طی تمام دوره‌های تحقیق رویکردی مفید برای کسب بازده اضافی بوده است. معین الدین و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیق خود به بررسی کسب بازده با استفاده از راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس و تحلیل حساسیت شاخص‌های مالی در بورس اوراق‌بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که با استفاده از راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس می‌توان در بورس اوراق‌بهادار تهران بازده کسب کرد و همچنین سرمایه‌گذاران در هر دوره تشکیل و نگهداری مختلف به متغیرهای خاصی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند.

تعدادی از پژوهشگران هم در تحقیقات خود به این نتیجه رسیده‌اند که به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس به کسب بازده اضافی منجر نمی‌شود. کرایزانووسکی و ژانگ (۱۹۹۲) به بررسی امکان به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس در بورس اوراق‌بهادار کانادا طی

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

سال‌های (۱۹۸۸-۱۹۵۰) پرداخته‌اند که نتایج تأییدی بر فرضیه بیش‌واکنشی در بورس کانادا نبود به‌عبارت دیگر در این بورس نمی‌توان از طریق به‌کارگیری راهبرد معکوس به بازده مازاد دست یافت. مهدوی، عزیزنژاد و تاری (۱۳۹۲) نیز در تحقیق خود امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده‌های غیرعادی با به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس را طی دوره (۱۳۸۹-۱۳۸۴) در بورس اوراق‌بهادار تهران بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد میانگین‌های انباشته بازده غیرعادی پرتفوی برنده فقط در برخی بازه‌های زمانی مورد بررسی از نوع بازنده آن کمتر بوده که این اختلاف معناداری نیست. به این ترتیب، این تحقیق با وجود تأیید واکنش بیش از اندازه، کسب بازده اضافی ناشی از به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس را رد می‌کند و معتقد است بیش‌واکنشی به اندازه‌ای نیست که بتواند موقعیت کسب بازده اضافی معناداری را فراهم کند.

## ٦. نتیجه‌گیری

یکی از مفروضات بازار کارآ این است که سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی نسبت به اخبار و اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، ولی شواهد بسیاری حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند. بر اثر این بیش‌واکنشی، سرمایه‌گذاران قیمت سهام شرکت‌های موفق را بالاتر از قیمت واقعی و قیمت سهام شرکت‌های ناموفق را پایین‌تر از قیمت واقعی تعیین می‌کنند. با گذشت زمان، بازار به اشتباه خود پی برده و قیمت‌ها تعدیل می‌شود. در این‌گونه موارد طبق راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس توصیه می‌شود سهامی که عملکرد موفقی داشته، فروخته و سهامی که عملکرد ناموفقی داشته، خریداری شود. مقاله حاضر به بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه وجود واکنش بیش از حد و سودمندی استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس پرداخت. به استثنای تحقیقات انجام گرفته توسط کرایزانووسکی و ژانگ (۱۹۹۲) و مهدوی، عزیزنژاد و تاری

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

(۱۳۹۲)، مابقی پژوهش‌ها وجود واکنش بیش از اندازه را تأیید کرده و استراتژی سرمایه گذاری معکوس را استراتژی مؤثری برای کسب بازده اضافی دانستند. در آخر می‌توان گفت هرگاه رفتار سرمایه‌گذاران منطقی‌تر شود به‌گونه‌ای که دیگر واکنش بیش از حد نسبت به اخبار و اطلاعات نداشته باشند، راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس سودمندی خود را برای کسب بازده اضافی از دست خواهد داد.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

## منابع

بدری، احمد و سبحان اسکینی (۱۳۹۱)، "**آزمون تجربی استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها**"، *دانش حسابداری*، شماره ۱۰، صص ۱۵۶-۱۳۷.

حقیقت، حمید و علی اکبر ایرانشاهی (۱۳۸۹)، "**بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی**"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۶۱، صص ۲۲-۳.

خوش‌طینت، محسن و ولی اله نادی قمی (۱۳۸۸)، "**چارچوب رابطه رفتار اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران با بازده سهام**"، *مطالعات حسابداری*، شماره ۲۵، صص ۸۵-۵۳.

دموری، داریوش و حسین عبده تبریزی (۱۳۸۲)، "**شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *تحقیقات مالی*، شماره ۱۵، صص ۳۵-۲۰.

سعیدی، علی و سعید باقری (۱۳۸۹)، "**راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۲ شماره ۳۰، صص ۹۴-۷۵.

فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل، "**آزمون شکل ضعیف نظریه بازار کارای سرمایه در بورس اوراق‌بهادار**"، *تحقیقات مالی*، شماره ۵ و ۶، صص ۲۵-۶.

قالیباف اصل، حسن و معصومه نادری (۱۳۸۵)، "**بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق‌بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق**"، *تحقیقات مالی*. شماره ۲۱، صص ۱۱۲-۹۷.

معین‌الدین، محمود؛ نایب‌زاده، شهناز؛ زارع مهرجردی، رسول و علی فاضل یزدی (۱۳۹۲)، "**بررسی سودمندی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس برای کسب بازده و تحلیل حساسیت شاخص‌های مالی با استفاده از آزمون توکی در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *دانش مالی تحلیل اوراق‌بهادار*، شماره ۱۸، صص ۶۹-۴۹.

مهدوی، خدیجه؛ عزیزنژاد، صمد و فتح‌اله تاری (۱۳۹۲)، "**ارزیابی راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس در بورس اوراق‌بهادار تهران**" *مجلس و راهبرد*، شماره ۷۳، صص۱۲۵-۱۰۳.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]

مهرانی، ساسان و علی‌اکبر نونهال نهر (۱۳۸۷)، "**ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۴، صص ۱۳۶-۱۱۷.

مهرانی، ساسان و علی‌اکبرنونهال نهر(۱۳۸۶)، "**بررسی امکان به‌کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۰، صص ۴۶-۲۵.

نیکبخت، محمدرضا و مهدی مرادی (۱۳۸۴)، "**ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۰، صص ۱۲۲-۹۷.

هندریکسن،الدون اس و مایکل‌اف ون بردا (۱۳۹۰)، **تئوری حسابداری**، ترجمه علی پارسائیان.، جلد اول، چاپ پنجم، انتشارات ترمه.

هیبتی، فرشاد و وحید زندیه (۱۳۹۰)، "**بیش‌واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی**"، *دانش مالی تحلیل اوراق‌بهادار*، شماره ۹، صص ۱۰۰-۷۵.

Norli, Ali & et al (2009), "Does bursa Malaysia overreaction?", *Journal of finance and economics*, Vol. 34, PP. 175-193.

De Bondt W. & R.H. Thaler (1985), "Does the stock market overreact?" *Journal of Finance*, Vol. 40, PP. 793-805.

Fung, A.K (1999), " Overreaction in the Hong Kong stock market", *Global Finance Journal*, Vol.10, PP. 223-230.

Gunaratne P.S.M. & Y. Yonesawa (1997), "Return reversal in the Tokyo stock exchange: A test of stock market overreaction", *Japan and World Economy*, Vol.9, PP. 363-384.

Haugen, R.A. (1997), *Modern investment theory*, USA: Prentice- Hall- Inc.

Jegadeesh N. & S. Titman (1993), "Return to buying winner and selling loser: Implications for stock market efficiency", *Journal of Finance*, Vol.40, PP. 65-91.

Kadoya, Susuma; Kuroko, Takashi & Takashi Namatame (2008), "Contrarian investment strategy with data envelopment analysis concept", *Journal of operational research*. Vol. 189, PP. 120-131.

Kenourgios, Dimitris & Nikolaos Pavlidis (2005), "Individual analysts earning forecasts: Evidence for overreaction in the UK stock market", *Journal of international business and economics research*. Vol. 3, PP. 95-103.

Kryzonowski, L. Zhang, H (1992), "The contrarian investment strategy does not work in Canadian markets", *Journal of Finance*, Vol. 49, PP. 383-395.

Lakonishok J, A Shleifor, R Vishny (1994), "Contrarian investment extrapolation and risk", *Journal of Finance*, Vol.49, PP.1541-1578.

[ Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05 ]