Journal of Intelligent Financial Management
ISSN: 3116-0964

Evaluating the Performance and Risk of the Contrarian Strategy Compared to the Value Strategy, and Identifying Behavioral Biases Influencing Retail Investors' Propensity to Adopt or Avoid the Contrarian Strategy

Mohammad Javad Arshi [1], Abbas Ramezanzade Zeidi [2]*, Seyed Rasool Masoumi[1]

[1] *Department of Accounting, Sar.C., Islamic Azad University, Sari, Iran.*
[2*] *Department of Accounting, Nek.C., Islamic Azad University, Neka, Iran (Coresponding autour), Email: ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir*

ARTICLE INFO

Article history:
Received:30/07/2026
Received in revised form:20/08/2026
Accepted:21/09/2026
Available online:21/09/2026

Keywords:

Contrarian strategy
Value strategy
Behavioral biases
Retail investor sentiment

ABSTRACT

The objective of this research is to evaluate the performance and risk of the contrarian strategy in comparison to the value strategy, and to identify the behavioral biases that influence retail investors' inclination to adopt or avoid the contrarian strategy. Accordingly, this study employs an exploratory design, grounded in an extensive review of theoretical and empirical literature, while introducing investment models and the biases inherent within them. In terms of methodology, this is a survey-based study that utilizes interviews and field research for data collection. The statistical population consists of experts and specialists in capital markets; a purposive sampling method—specifically a snowball sampling approach—was employed, with sampling continuing until theoretical saturation of the interviews was reached. Data collection involved both library research and field studies, utilizing interviews and questionnaires as instruments. To address the research questions, both the contrarian and value strategies were applied to the returns of the Tehran Stock Exchange (TSE) Total Index. The indicators identified through the interviews were validated using first-order and second-order confirmatory factor analysis. Data analysis was conducted using the statistical software R. The study results indicate that one cannot definitively claim the contrarian strategy is more profitable; rather, while the contrarian approach is more efficient at the individual trade level, this efficiency does not translate into a decisive advantage at the portfolio level. Furthermore, six layers of behavioral barriers were identified: cognitive, emotional, individual, social, socio-political, and institutional.

Journal of Intelligent Financial Management, 2026, Vol. 2, No.2, pp. 397- 422

Publish by:
Tolou-e Binish-e Ayandeh Scientific Institute

https://doi.org/10.25843/JIFM.2025.8563.268701

Article Type: Research Paper

©Authors

Cite: Arshi, M. J., Ramezanzade Zeidi, A. & Masoumi, S. R. (2026). Evaluating the Performance and Risk of the Contrarian Strategy Compared to the Value Strategy, and Identifying Behavioral Biases Influencing Retail Investors' Propensity to Adopt or Avoid the Contrarian Strategy. Journal of Intelligent Financial Management, 2(2), 397-422.

نگرش های
مدیریت مالی هوشمند
Journal of Intelligent Financial Management
طلوع بینش آینده
ISSN: 3116-0964

ارزیابی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی و شناسایی سوگیری های رفتاری مؤثر بر تمایل‌سرمایه‌گذاران‌خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس

محمد جواد عرشی[1]، عباس رمضان زاده زیدی[2و*]، سید رسول معصومی[1]

۱ – گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران

۲ و *– گروه حسابداری، واحد نکا، دانشگاه آزاد اسلامی، نکا، ایران (نویسنده مسئول)، ایمیل نویسنده مسئول: *ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir*

اطلاعات مقاله

تاریخچه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۵/۰۸

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۰۵/۲۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۳۰

تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۰۶/۳۰

کلیدواژه‌ها:

استراتژی معکوس

استراتژی ارزشی

سوگیری های رفتاری

تمایل‌سرمایه‌گذاران‌خرد

چکیده

هدف پژوهش حاضر ارزیابی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی و شناسایی سوگیری های رفتاری بر مؤثر بر تمایل‌سرمایه‌گذاران‌خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس می باشد. بنابراین، پژوهش حاضر یک طرح اکتشافی است که بر پایه مرور گسترده ادبیات نظری و تجربی مطالعات پیشین و معرفی مدل های سرمایه گذاری و تورش های حاکم بر آن انجام می شود. پژوهش از نظر روش اجرا، پیمایشی است که در آن به شیوه مصاحبه محور و مطالعه میدانی به جمع آوری داده ها پرداخته می شود. جامعه آماری پژوهش را خبرگان و متخصصان بازارهای سرمایه تشکیل می دهند که شیوه نمونه گیری از این افراد به صورت هدفمند با رویکرد گلوله برفی بود و نمونه گیری از خبرگان تا مرحله اشباع نظری مصاحبه ها تداوم یافت. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش مشتمل بر دو روش بوده است که شامل مطالعات کتابخانه ای و مطالعات میدانی می باشد. در این بخش از دو ابزار مصاحبه و پرسشنامه بهره گرفته شد. در راستای پاسخ به سوال های پژوهش، دو استراتژی معکوس و ارزشی بر روی بازده شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران پیاده سازی شد. اعتبارسنجی شاخص های شناسایی شده از مصاحبه، از طریق تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول و دوم آزمون شد. قابل ذکر است که تجزیه و تحلیل داده ها در نرم افزار آماری R انجام پذیرفت. نتایج مطالعه نشان دادند که نمی‌توان ادعا کرد معکوس به‌طور قطع سودآورتر است؛ بلکه می‌توان گفت معکوس در سطح معامله کارآمدتر است، اما این کارآمدی در سطح پرتفوی به برتری قاطع تبدیل نمی‌شود. علاوه بر این، شش لایه موانع رفتاری شامل شناختی، احساسی، فردی، اجتماعی، اقتصادی–سیاسی و نهادی شناسایی شد.

نشریه مدیریت مالی هوشمند، ۱۴۰۵، دوره ۲، شماره ۲، صفحه ۳۹۷-۴۲۲.

ناشر: موسسه علمی طلوع بینش آینده

https://doi.org/10.25843/JIFM.2025.8563.268701

نوع مقاله: پژوهشی

© نویسندگان

استناد: عرشی، محمد جواد و رمضان زاده زیدی، عباس و معصومی، سید رسول. (۱۴۰۵). ارزیابی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی و شناسایی سوگیری های رفتاری مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس. *مدیریت مالی هوشمند*،۲(۲)، ۳۹۷– ۴۲۲.

مقدمه

تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری فرآیندی پیچیده است که شامل انتخاب دقیق دارایی‌های مالی برای سرمایه‌گذاری با هدف دستیابی به هدف مالی آینده یعنی به حداکثر رساندن بازده از طریق مدیریت ریسک‌ها می‌شود (سادراشان و کومار، ۲۰۲۶). تعداد کمی از سرمایه‌گذاران بر اساس قضاوت تصمیم‌گیری می‌کنند، در حالی که برخی دیگر عوامل بسیاری مانند عملکرد گذشته سهام، روند بازار، نفوذ اجتماعی و اهداف مالی شخصی را در نظر می‌گیرند که آنها را به سمت تصمیم‌گیری مناسب هدایت می‌کند (عابیدن و همکاران، ۲۰۲۳). این فرآیند تصمیم‌گیری تحت تأثیر عوامل متعددی از جمله سواد مالی، تجربه سرمایه‌گذار، تحمل ریسک، منبع کنترل و سوگیری‌های رفتاری قرار دارد (عابیدن و همکاران، ۲۰۲۳؛ سورش، ۲۰۲۴). به طور سنتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌های مالی کلاسیک مانند نظریه مدرن پرتفوی (مارکوییتز، ۱۹۵۲) و فرضیه بازار کارآمد (فاما، ۱۹۷۰) تجزیه و تحلیل می‌شوند که فرض می‌کنند سرمایه‌گذاران منطقی رفتار می‌کنند، بازارها کارآمد هستند و تصمیمات بر اساس بازده مورد انتظار گرفته می‌شوند. با این حال، شیوه‌ها و رفتارهای سرمایه‌گذاری در دنیای واقعی اغلب از مدل‌های سنتی منحرف می‌شوند. تصمیمات سرمایه‌گذاری اغلب تحت تأثیر شهود، سوگیری‌ها و اکتشافات روانشناختی قرار می‌گیرند تا تحلیل عینی (چارلز و کاسیلینگام، ۲۰۱۵؛ گوپتا و بهاردواج، ۲۰۲۳). این امر منجر به ظهور مالی رفتاری شده است، حوزه‌ای که روانشناسی شناختی را با نظریه مالی ادغام می‌کند تا جنبه‌های غیرمنطقی، سوگیرانه و احساسی تأثیر سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را توضیح دهد (تورسکی و کاهنمن، ۱۹۷۴؛ باربریس و تالر، ۲۰۰۳؛ ماکوانا، ۲۰۲۴). برخلاف فرضیه های دانش کامل و عقلانیت مالی سنتی در بازار، مالی رفتاری ادعا می‌کند که سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در زندگی واقعی تأثیر می‌گذارند (باربر و اودین، ۲۰۰۱؛ کیناتا و همکاران، ۲۰۲۱). در این دنیای معاصر، انسان‌ها مستعد خطاهای روانشناختی متعددی هستند (ریتیکا و کیشور، ۲۰۲۰). سوگیری‌هایی (سوگیری تأیید، سوگیری محافظه‌کاری، سوگیری نمایندگی، رفتار توده‌وار، حسابداری ذهنی، اعتماد به نفس بیش از حد، اثرات خلق و خو، خودکنترلی، پشیمانی گریزی و غیره) وجود دارد که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد (آکر و داک، ۲۰۰۸؛ جوناس و همکاران، ۲۰۰۱؛ لو، ۲۰۱۲؛ مسیس و زاپرانیس، ۲۰۱۴؛ تالر و بنارتزی، ۲۰۰۴؛ نومی و سابیر، ۲۰۲۰). آسری (۲۰۱۳)، همان طور که شفرین (۲۰۰۰) پیشنهاد کرده است، یک گروه از سوگیری‌های رفتاری را به عنوان اثر چارچوب‌بندی یا سوگیری چارچوب‌بندی شناسایی کرد. این یک سوگیری تصمیم‌گیری بر اساس چارچوبی از اطلاعات است و می‌تواند بر تصمیمات مبتنی بر گزینه‌های مثبت یا منفی، مانند ضرر یا سود، تأثیر بگذارد. روش‌های مختلف درک حقایق می‌تواند منجر به تصمیمات و قضاوت‌های مختلف، از جمله محافظه‌کاری و سوگیری‌های تأیید شود (کارتینی و نهدا، ۲۰۲۱). علاوه بر این، الطاف و جان (۲۰۲۳) فرض کردند که سوگیری‌های نسلی عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری در میان انسان‌های متعلق به یک نسل هستند. این سوگیری‌ها بر اساس مفهوم مشترکات مرتبط با سن بنا شده‌اند که رفتار هر نسل را شکل می‌دهند (نوبل و شو، ۲۰۰۳). این مفهوم شامل دو سوگیری خاص است: اعتماد بیش از حد و اثرات گرایشی (التاف و جان، ۲۰۲۳). این مطالعه بر ادبیات مربوط به سوگیری‌های رفتاری (سوگیری تأیید و سوگیری محافظه‌کاری)، واسطه‌ها (اثرات اعتماد بیش از حد و گرایشی) و تأثیر آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تمرکز دارد (شاموگاساندارام و سینهه، ۲۰۲۵).

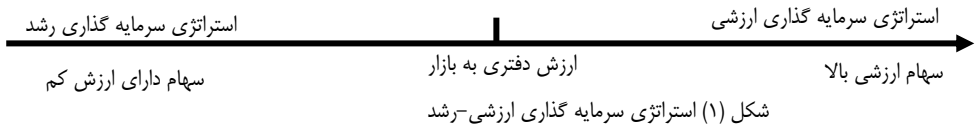
از سوی دیگر، تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکال دو شاخه از روش‌های تصمیم‌گیری برای ارزش‌گذاری سهام هستند که در این میان کشورهای توسعه‌یافته در تحلیل بنیادی پیشرو بوده (آرنولد و موئیزر، ۱۹۸۴؛ پایک و همکاران، ۱۹۹۳؛ عبدالقادر و همکاران، ۲۰۰۷؛ وانگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ تیجانی و همکاران، ۲۰۰۹) و بازارهای نوظهور وابسته به تحلیل تکنیکال هستند (لاول–گرین و همکاران، ۱۹۸۶؛ عبدالقادر و همکاران، ۲۰۰۷؛ وانگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ تیجانی و همکاران، ۲۰۰۹؛ المجمد و همکاران، ۲۰۱۳؛ لینگ و همکاران، ۲۰۲۰). یکی از مبانی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سهام تحت تحلیل بنیادی، سرمایه‌گذاری ارزشی است (پانی و فابوزی، ۲۰۲۱) که اولین بار در سال ۱۹۳۴ توسط بنجامین گراهام و دیوید داد مطرح شد، که معتقد به خرید سهام (سهام و اوراق بهادار به جای هم استفاده می‌شدند) شرکت‌های کم‌ارزش بودند. سرمایه‌گذاران و دانشگاهیان مختلف، معیارهای خود را برای ارزش ارائه داده‌اند، مانند نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و اندازه شرکت (فاما و فرنچ، ۱۹۹۲؛ لاکونیشوک و همکاران، ۱۹۹۴)، نسبت قیمت به درآمد (باسو، ۱۹۷۷؛ چان و همکاران، ۱۹۹۱)، بازده سود سهام، نسبت سود به قیمت، نسبت جریان نقدی به قیمت، رشد فروش و معکوس شدن بازده پنج سال گذشته (فاما و فرنچ، ۱۹۹۶). شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت سود به قیمت یا نسبت جریان نقدی به قیمت بالایی دارند، به عنوان سهام ارزشی طبقه‌بندی می‌شوند. این بحران نسبی باعث افزایش حق بیمه ارزش می‌شود، زیرا این شرکت‌ها اغلب درآمد کمی دارند (فاما و فرنچ، ۱۹۹۵؛ لاکونیشوک و همکاران، ۱۹۹۴؛ لالوانی و

چاکرابورتی، ۲۰۱۸). هنگامی که سهام بحران‌زده کمتر از ارزش واقعی ارزش‌گذاری می‌شوند و بازار خطاهای قیمت‌گذاری را اصلاح می‌کند، بازده بالایی از سهام ارزشی به دست می‌آید (هاگن ۱۹۹۵). هدف پژوهش حاضر ارزیابی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی و شناسایی سوگیری های رفتاری بر مؤثر بر تمایل‌سرمایه‌گذاران‌خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس می باشد.

در حالی که مطالعات پیشین عمدتاً بر اثبات وجود یا عدم وجود سودآوری در استراتژی‌های معکوس و ارزشی متمرکز بوده‌اند، مسئله اساسی که همچنان حل‌نشده باقی مانده، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار خرد در مواجهه با این استراتژی‌ها، به ویژه استراتژی معکوس است. استراتژی معکوس به دلیل ماهیت خلاف روند خود، نیازمند تاب‌آوری روانی بالا و نادیده گرفتن احساسات جمعی بازار است، این در حالی است که سرمایه‌گذاران خرد به شدت تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری قرار دارند. لذا خلأ اصلی پژوهش حاضر در نبود یک مدل یکپارچه است که نشان دهد چگونه تعامل میان متغیرهای عینی بازار (عملکرد و ریسک استراتژی)، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و سوگیری‌های روانشناختی، به تمایل به سرمایه‌گذاری معکوس ختم می‌شود. بر این اساس، مسئله اصلی پژوهش حاضر یک شکاف دووجهی است: از یک سو، نبود شواهد تجربی کافی در مورد برتری یا ضعف عملکرد استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی در بازار سرمایه ایران و از سوی دیگر، ناشناخته بودن سازوکارهای رفتاری که منجر به انتخاب این استراتژی خاص توسط سرمایه‌گذاران خرد می‌شود. در این تحقیق استدلال می شود که تحلیل صرفِ بازده‌های گذشته برای درک استراتژی معکوس کافی نیست، بلکه باید مشخص شود که سرمایه‌گذار خرد چگونه بازده‌های گذشته را تفسیر می‌کند و تحت تأثیر چه سوگیری‌هایی، علیه روند عمومی بازار اقدام می‌کند. در این راستا، هدف این پژوهش، ابتدا اجرای مکرر و آزمون استرس هر دو استراتژی سرمایه گذاری معکوس و ارزشی بر روی شاخص کل بورس تهران برای سنجش دقیق سودآوری و ریسک تعدیل‌شده آن هاست که مبنای تحلیل تجربی استراتژی سرمایه گذاری در این تحقیق است. سپس، فراتر از داده‌های عددی، به دنیای ذهنی سرمایه‌گذاران و خبرگان وارد می شود تا از طریق مصاحبه، مهم‌ترین سوگیری‌های شکل‌دهنده به تمایل به استراتژی معکوس را استخراج کرده و روابط میان این سوگیری‌ها، ویژگی‌های فردی و تمایلات سرمایه‌گذاران را در قالب یک مدل تصمیم‌گیری رفتاری کمی اعتبارسنجی کند. این رویکرد به ما امکان می‌دهد تا نه فقط وجود که چرایی رفتار معکوس را تبیین نماییم. بنابراین، این تحقیق دقیقاً به دنبال پاسخ به این مسئله است که چرا و تحت چه شرایطی یک سرمایه‌گذار خرد، با وجود ریسک‌های ذاتی، استراتژی معکوس را انتخاب می‌کند. بنابراین، مطالعه حاضر در پی یافتن پاسخ برای دو پرسش است: اول اینکه، عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی چگونه است؟ و دوم اینکه، سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس کدامند؟

مبانی نظری پژوهش

سهامی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، سود به قیمت و جریان نقدی به قیمت پایینی دارند، سهام رشدی نامیده می‌شوند. سهام رشدی به دلیل نرخ رشد بالای درآمد، سهام جذاب نیز نامیده می‌شوند و در بین سرمایه‌گذاران محبوب هستند زیرا تصور می‌شود که پتانسیل رشد قوی دارند. شکل (۱) یک استراتژی سرمایه‌گذاری ارزشی–رشدی را نشان می‌دهد که در آن از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برای تمایز بین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی و رشدی استفاده می‌شود. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، که معکوس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار است) از زمان مطالعات اولیه در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی مورد استفاده قرار گرفته است (استاتمن، ۱۹۸۰؛ روزنبرگ و همکاران، ۱۹۹۸؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۲). این نسبت به طور گسترده پذیرفته شده است زیرا حاوی اطلاعاتی در مورد بازده‌های آینده است که در سایر متغیرها نامشخص است (پونتیف و شال، ۱۹۹۸؛ گو، ۲۰۱۵؛ بال و همکاران، ۲۰۲۰).



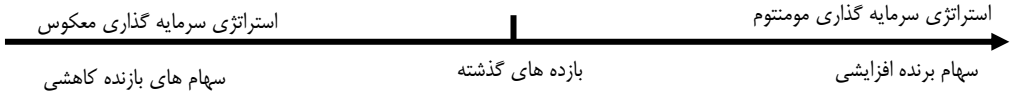
شکل (۱) استراتژی سرمایه گذاری ارزشی–رشد

برخی نظریه‌های مبتنی بر ریسک قابل توجه وجود دارند که برای توضیح صرف ارزش پیشنهاد شده‌اند، مانند مدل سه عاملی (فاما و فرنچ، ۱۹۹۳)، مدل دو بتا (کمپبل و وولتیناهو، ۲۰۰۴)، مدل قیمت‌گذاری دارایی مبتنی بر مصرف (لتائو و لودویگسون، ۲۰۰۱؛ یوگو،

۲۰۰۶) و سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز (اسنس و همکاران، ۲۰۱۵). با این حال، فالیپو (۲۰۰۷) نشان می‌دهد که این نظریه‌ها از نظر تجربی رضایت‌بخش نیستند و زایمویک و همکاران (۲۰۲۱) بر این عقیده اند که هیچ تعداد بهینه‌ای از سهام وجود ندارد که بتواند یک پرتفوی متنوع را صرف نظر از دوره، بازار یا سرمایه‌گذار تشکیل دهد. در سال‌های ۱۹۷۷ و ۱۹۷۹، دیوید درمن (۱۹۷۷، ۱۹۷۹) رسماً استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس را تحت عنوان تحلیل تکنیکال مطرح کرد که بیان می‌کرد «روانشناسی یا احساسات سرمایه‌گذار بزرگ ترین عامل تعیین‌کننده قیمت سهام است» و «از نرخ بالای خطای پیش‌بینی تحلیل گر با سرمایه‌گذاری ساده در سهام نامطلوب بهره ببرید» و یک سرمایه‌گذار معکوس ممکن است بازده غیرعادی کسب کند (دی بونت و تالر، ۱۹۸۵). درمن (۱۹۹۸) اظهار می‌کند که استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس مبتنی بر واکنش بیش از حد بازار سهام است که ناشی از رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران است. دی بونت و تالر (۱۹۸۷)، لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴) و هاگن (۱۹۹۵) این واکنش بیش از حد را تمایل سرمایه‌گذاران به پیشنهاد قیمت پایین‌تر برای سهام به اصطلاح ضعیف که در گذشته عملکرد ضعیفی داشته‌اند، می‌دانند که منجر به قیمت‌گذاری کمتر از حد می‌شود. هنگامی که واکنش بیش از حد اصلاح می‌شود، قیمت سهام شرکت به ارزش بنیادی آنها نزدیک‌تر می‌شود و بازده سهام بالایی را به همراه دارد. مایو (۲۰۱۱) توصیه‌های تحلیلگران را به عنوان یکی از شاخص‌های فنی اصلی که ممکن است برای تصمیمات سرمایه‌گذاری مفید باشد، در صورت اتخاذ به عنوان یک دیدگاه «مخالف» تأیید کرد. علاوه بر این، بازده‌های گذشته، نه سایر ارزش‌های بنیادی، مبنای اصلی یک استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس هستند که به معنای «خرید سهام بازنده گذشته و فروش سهام برنده گذشته» است (مان و همکاران، ۱۹۹۹). با این حال، مطالعه انجام شده توسط جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) مطرح کرد که «خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده گذشته، بازده غیرعادی قابل توجهی را در دوره ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹ به همراه دارد»، که نشان می‌دهد انتظار می‌رود سهام با عملکرد قوی گذشته، بازده بالاتری نسبت به سهام با عملکرد ضعیف گذشته داشته باشند (کنراد و کائول، ۱۹۹۸). این استراتژی که با حرکت بازار سهام همراه شود و سهام برنده گذشته را خریداری کند، یک استراتژی سرمایه‌گذاری با حرکت است. علاوه بر این، ادعا شد که خرید سهام با عملکرد ضعیف گذشته، یک استراتژی پرخطرتر است (چان، ۱۹۸۸؛ بال و کوتاری، ۱۹۸۹؛ جاگیردار و گیوپتا، ۲۰۲۳).

شکل (۲) استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس–مومنتوم را نشان می‌دهد، که در آن بازده‌های گذشته به شناسایی سهام بازنده و برنده کمک می‌کند. هر دوی این استراتژی‌های سرمایه‌گذاری برجسته در نظر گرفته می‌شوند (ابوکاری و اوچر، ۲۰۲۰؛ چوی، ۲۰۲۱). موهاپاترا و میسرا (۲۰۲۰) گفتند که سرمایه‌گذاری مومنتومی توانایی گذراندن آزمون کاربرد در دنیای واقعی را دارد، در حالی که سادوانی و بایو (۲۰۲۱) بر این عقیده بودند که اثر مومنتوم، که الگوی سری زمانی در بازده سهام را تعیین می‌کند، یک ناهنجاری در مالی رفتاری است. وجود سودهای معکوس به واکنش بیش از حد و کمتر از حد قیمت‌ها به اطلاعات جدید (لو و مک‌کینلی، ۱۹۹۰)، تمایل سرمایه‌گذاران نهادی به ترجیح سهام برنده گذشته نسبت به بازندگان گذشته و خطاهای اساسی انجام شده توسط سرمایه‌گذاران خرد (لاکونیشوک و همکاران، ۱۹۹۴) نسبت داده می‌شود، زیرا احساسات با استفاده از نویز و معامله‌گران بنیادی با آربیتراژ محدود (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷)، نمایندگی و نظریه سوگیری محافظه‌کاری (باربریس و همکاران، ۱۹۹۸)، اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و خودانتسابی مغرضانه (دانیل و همکاران، ۱۹۹۸) قیمت را از ارزش بنیادی خارج می‌کند.

شکل (۲) استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس–مومنتوم



مطالعه سوگیری‌های رفتاری در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر توجه قابل توجهی را به خود جلب کرده است، به ویژه از زمانی که پژوهش گران و متخصصان به دنبال درک محدودیت‌های مدل‌های مالی سنتی بوده‌اند. نظریه‌های کلاسیک مدت‌هاست که بر حوزه مالی تسلط داشته‌اند و فرض می‌کنند که سرمایه‌گذاران منطقی و بازارها کارآمد هستند. با این حال، شواهد تجربی به طور فزاینده‌ای این فرضیه ها را به چالش کشیده‌اند و منجر به ظهور مالی رفتاری، رشته‌ای که روانشناسی و اقتصاد را با هم ادغام می‌کند تا توضیح دهد که چرا سرمایه‌گذاران اغلب غیرمنطقی رفتار می‌کنند، شده است.

ادبیات حوزه استراتژی معکوس

استراتژی معکوس منتقدان زیادی در بین پژوهش گران و دانشگاهیان دارد، زیرا هر قانون معاملاتی مبتنی بر قیمت‌های گذشته، ضعیف‌ترین شکل کارایی بازار را که توسط نظریه‌پردازان مالی فرض شده است، نقض می‌کند. برخی از مطالعات مهم در مورد استراتژی‌های معکوس در سراسر جهان در زیر ذکر شده است. باسو (۱۹۷۷) با استفاده از یک دوره نمونه که از آوریل ۱۹۵۷ تا مارس ۱۹۷۱ امتداد داشت، پیش‌بینی‌های CAPM را رد کرد. باسو نشان داد که سهام با نسبت سود به قیمت بالا (یا نسبت قیمت به سود پایین) بازده به طور قابل توجهی بالاتری نسبت به سهام با نسبت سود به قیمت پایین کسب می‌کنند. نتایج او نشان داد که تفاوت در بتا نمی‌تواند این تفاوت‌های بازده را توضیح دهد. دِبانت و تالر (۱۹۸۵)، آزمایش خود را روی نمونه‌های مختلف سهام برنده و بازنده انجام دادند. نتیجه اصلی دِبانت و تالر این بود که بازندگان در طول سه تا پنج سال آینده بازده متوسط بسیار بالاتری نسبت به برندگان داشتند. لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۴)، با نشان دادن اینکه یک نوع دوطرفه بر روی جریان نقدی/قیمت و رشد فروش پنج ساله، پراکندگی بیشتری در بازده متوسط نسبت به سایر متغیرها (از جمله ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان هام) ایجاد می‌کند، از داستان مبتنی بر برون‌یابی حمایت کردند. فرض بر این است که استراتژی‌های ارزشی، بازده‌های برتر را ایجاد می‌کنند زیرا سرمایه‌گذاران به طور مداوم نرخ رشد آینده سهام جذاب را نسبت به سهام ارزشی بیش از حد تخمین می‌زنند. آنها دریافتند که پرتفوی‌های ارزشی، انحراف معیار بالاتری در بازده نسبت به پرتفوی‌های رشدی دارند. دیویس (۱۹۹۴) نشان داد که طبقه‌بندی دوطرفه با استفاده از رشد فروش و جریان نقدی/قیمت، تقریباً همان پراکندگی بازده را به عنوان یک مرتب‌سازی ساده بر روی جریان نقدی/قیمت برای دوره‌های ۱۹۴۰-۱۹۶۳ ایجاد می‌کند. این شواهد خارج از نمونه، فرضیه برون‌یابی را پشتیبانی نمی‌کند، که پیش‌بینی می‌کند طبقه‌بندی دوطرفه باید پراکندگی بیشتری ایجاد کند (یاداو و همکاران، ۲۰۲۴).

فالیپو (۲۰۰۴) نشان داد که صرف ارزش در سهامی که عمدتاً توسط سرمایه‌گذاران حقیقی نگهداری می‌شوند، متمرکز است و مطابق با توضیحات رفتاری، صرف ارزش از پایین‌ترین تا بزرگترین دهک‌های مالکیت نهادی کاهش یافته است. هوی و همکاران (۲۰۰۵)، بررسی کردند که آیا استراتژی‌های معکوس می‌توانند بازده اضافی ایجاد کنند، یعنی اینکه آیا پدیده واکنش بیش از حد در سرمایه‌گذاران سهام تایوان وجود دارد یا خیر. با میانگین بازده ماهانه خرید و نگهداری دوره نگهداری، این مطالعه شواهدی از معکوس شدن عملکرد برای پرتفوی بازنده نشان داد، در حالی که پرتفوی برنده هیچ شواهدی نداشت. ثانیاً، آنها شواهدی به نفع واکنش بیش از حد بلندمدت (یعنی بازده مثبت قابل توجه در یک دوره ۳۰-۳۶ ماهه به پرتفوی آربیتراژ بر اساس عملکرد گذشته) در بازارهای سهام تایوان یافتند. این یافته‌ها مشابه یافته‌های دی بونت و تالر (۱۹۸۵، ۱۹۸۷) و جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) بود که نشان داد استراتژی‌های معکوس در افق بلندمدت سودآورتر هستند. آنتونیوس و همکاران (۲۰۰۶) وجود سودهای معکوس را برای بورس اوراق بهادار لندن بررسی کردند. نتایج نشان داد که استراتژی‌های معکوس برای سهام بریتانیا سودآور بوده و برای سهام با ارزش بازار بسیار بالا (کوچک‌ترین – بزرگ‌ترین) بارزتر است. این سودها حتی پس از تعدیل نمونه برای اصطکاک‌های بازار، مانند معاملات نادر و سوگیری قیمت پیشنهادی خرید و فروش، و صرف نظر از اینکه آیا بازده خام یا تعدیل‌شده با ریسک برای محاسبه آن ها استفاده شده است، همچنان ادامه داشت. رامیا و همکاران(۲۰۰۷)، یک استراتژی تخصیص دارایی تاکتیکی، معروف به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری معکوس، را برای سهام فهرست شده در بورس اوراق بهادار استرالیا بررسی کردند. نتایج تجربی نشان داد که رفتار معکوس یک ویژگی پایدار بازده سهام برای استراتژی‌های بررسی شده در استرالیا بود. داپاه و پیینگ(۲۰۰۹)، از داده‌های سهام که از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ معامله می‌شدند، برای تعیین برتری نسبی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری معکوس و مومنتوم استفاده کردند. نتایج نشان داد که این استراتژی عملکرد برتر را ارائه می‌دهد، عملکرد برتر استراتژی معکوس در طول زمان افزایش یافته و برای دوره‌های نگهداری بیش از شش ماه یا مساوی آن از نظر آماری معنادار بوده است. علاوه بر این، نتایج نشان داد که عملکردهای برتر، جبران ریسک نبوده‌اند. این نشان می‌دهد که روانشناسی سرمایه‌گذار می‌تواند محرک حق بیمه ارزش/رشد باشد. از مطالعات فوق می‌توان مستند کرد که استراتژی‌های سرمایه‌گذاری معکوس به خوبی کار می‌کنند و موفقیت این استراتژی را می‌توان به توضیحات مبتنی بر ریسک یا رفتاری نسبت داد. عملکرد برتر این استراتژی در چندین بازار اثبات شده است. شواهدی برای شکست استراتژی‌های سرمایه‌گذاری معکوس نیز یافت شد و برخی مطالعات نتایج مبهمی را نشان دادند (هلتیانی و همکاران، ۲۰۲۵).

پیشینه پژوهش

در حوزه پژوهش حاضر و در مطالعات داخلی، اکبرزاده و همکاران (۱۴۰۴) دریافتند که معیارهای توانایی شناختی و قدرت تصمیم گیری خبرگان سبدگردانان تاثیر مثبت و معنی داری بر بازدهی سرمایه گذاری داشته است. اما معیارهای وارد شده برای سوگیری رفتاری از قبیل سوگیری نماگری و دیرپذیری منجر به اثرگذاری منفی بر بازدهی سرمایه گذاری شده است. نجاتی و همکاران (۱۴۰۴) اظهار داشتند که جنبه های رفتاری نقش مهمی در جلوگیری از زیان های ناخواسته سرمایه گذاری و مدیریت ریسک مالی دارد. جمشیدی و همکاران (۱۴۰۳) نشان دادند که هرچه افراد ادراک ریسک بالاتری داشته باشند تمایل به سرمایه گذاری کوتاه مدت کمتری دارند این نتیجه در مورد سرمایه گذاران بلند همین نتیجه را نشان داد. بنابراین فرضیه اول تحقیق تایید می شود، هرچه افراد برونگراتر هستند تمایل به سرمایه گذاری کوتاه مدت و بلندمدت کمتری دارند. نتایج نشان می دهد که ادراک ریسک و سوگیری رفتاری و شناختی بر ریسک پذیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. شهنازی و پناهی (۱۴۰۲) اعلام کردند سوگیری های شناختی اعتماد به نفس بیش از حد، اثر قالب بندی، زیان گریزی، خوش بینی، پشیمان گریزی و اثر هاله ای بیشترین اثرگذاری را در انتخاب ها و تصمیم گیری های سرمایه گذاران دارند. علاوه بر این، در مطالعات خارجی، خالید و همکاران (۲۰۲۶) دریافتند که سوگیری‌های رفتاری و عوامل اجتماعی تأثیر منفی قابل‌توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معکوس دارند. تصمیمات سرمایه‌گذاری معکوس به طور مثبت رضایت مالی را پیش‌بینی کرده و تأثیرات سوگیری‌های رفتاری و عوامل اجتماعی بر رضایت مالی را میانجی‌گری می‌کند. علاوه بر این، نیاز به شناخت به طور قابل توجهی و مثبت روابط بین سوگیری وضع موجود و تصمیمات سرمایه‌گذاری معکوس و بین سوگیری تأیید و تصمیمات سرمایه‌گذاری معکوس را تعدیل کرد. در میان عوامل اجتماعی، نیاز به شناخت به طور قابل توجهی رابطه بین آبشار اطلاعات و تصمیمات سرمایه‌گذاری معکوس را تعدیل کرد. راونداران و شاه (۲۰۲۶) ثابت کردند که سوگیری‌های روانشناختی به طور قابل توجهی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند و اغلب منجر به تصمیمات غیرمنطقی، عملکرد نامطلوب پرتفوی و افزایش حساسیت به نوسانات بازار می‌شوند. این تحقیق با ارائه شواهد تجربی و برجسته کردن اهمیت آگاهی روانشناختی در تصمیم‌گیری‌های مالی، به ادبیات مالی رفتاری کمک می‌کند. یافته‌های مطالعه جهالانی و همکاران (۲۰۲۶) نشان می‌دهند که اعتماد به نفس بیش از حد، رفتار گله‌وار، لنگر انداختن و گریز از ضرر، از نظر ساختاری در بازارهای نوظهور پایدار هستند و ادراک ریسک و احساسات به عنوان واسطه‌های اصلی عمل می‌کنند. سواد مالی، اثرات سوگیری را تعدیل می‌کند اما از بین نمی‌برد و شرایط بحرانی، انحرافات رفتاری را تقویت می‌کند. این مطالعه یک معماری رفتاری یکپارچه ایجاد می‌کند که نظریه چشم‌انداز، نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده، نظریه شناخت اجتماعی و چارچوب‌های شخصیتی را تثبیت می‌کند. این تحقیق با پرداختن به پراکندگی نظری و تمرکز روش‌شناختی، یک پایه مفهومی یکپارچه برای پژوهش‌های مالی رفتاری آینده در اقتصادهای نوظهور ارائه می‌دهد. شاموگاساندارام و سینهه (۲۰۲۵) اعلام کردند که سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بیمه‌گذاران بیمه عمر تأثیر می‌گذارند. نتایج همچنین از مدل میانجیگری سریالی پشتیبانی می‌کند، که در آن سوگیری‌های رفتاری از طریق اثرات اعتماد بیش از حد و تمایلات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بیمه‌گذاران بیمه عمر تأثیر می‌گذارند. اسریواستاوا و موید (۲۰۲۵) نشان دادند که اعتماد بیش از حد، اثر تمایل، حسابداری ذهنی و رفتار توده‌وار به طور قابل توجهی بر تحمل ریسک مالی تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، اعتماد بیش از حد، اثر تمایل، رفتار توده‌وار و تحمل ریسک مالی به طور مستقیم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، هر چهار سوگیری رفتاری به طور غیرمستقیم از طریق تحمل ریسک مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند. این مطالعه بر نیاز سرمایه‌گذاران فردی به شناسایی و کاهش سوگیری‌های رفتاری خود، همسو کردن استراتژی‌های سبد سرمایه‌گذاری خود با سطوح تحمل ریسک خود برای کاهش پتانسیل تصمیمات ناشی از وحشت در میان نوسانات بازار تأکید می‌کند. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود که مشاوران مالی باید به مشتریان آموزش دهند و استراتژی‌هایی را برای به حداقل رساندن تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذاران اجرا کنند.

روش شناسی پژوهش

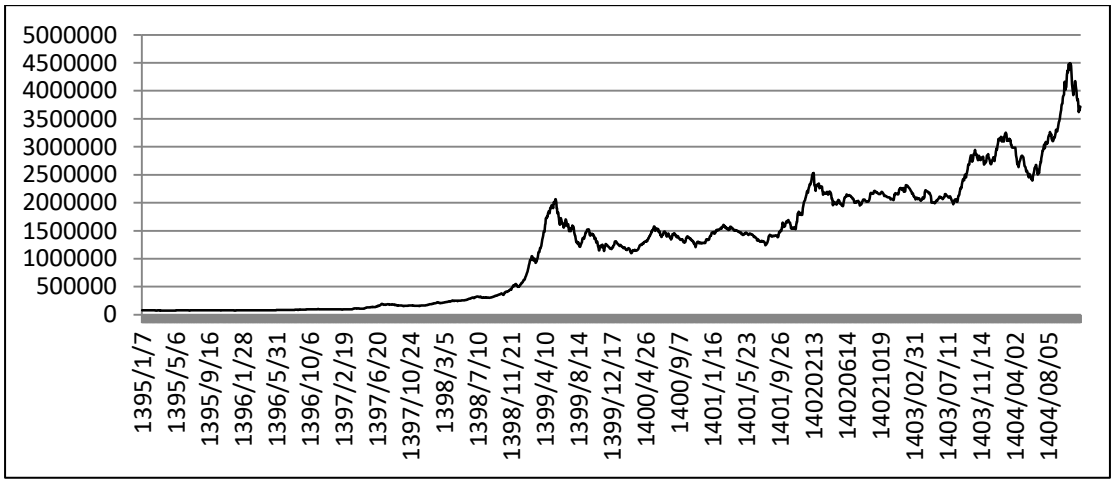
تحقیق حاضر یک طرح اکتشافی است که بر پایه مرور گسترده ادبیات نظری و تجربی مطالعات پیشین و معرفی مدل های سرمایه گذاری و تورش های حاکم بر آن انجام می شود. تحقیق از نظر روش اجرا، پیمایشی است که در آن به شیوه مصاحبه محور و مطالعه میدانی به جمع آوری داده ها پرداخته می شود. اجرای طرح تحقیق در دو گام کلی انجام می شود. ابتدا به منظور ارزیابی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس، در مقایسه با استراتژی ارزشی، این دو نوع استراتژی برای شاخص بورس اوراق بهادار تهران پیاده سازی شده و نتایج نهایی عملکرد (بازده) و ریسک سرمایه گذاری تحت دو روش مقایسه خواهد شد. نتایج این بخش نشان خواهد داد که

آیا استراتژی سرمایه گذاری معکوس دارای ارزش و عملکرد بهتری نسبت به استراتژی ارزشی است یا خیر.در گام دوم تحقیق، به شناسایی تورش های رفتاری موثر اتخاذ یا اجتناب از سرمایه گذاری معکوس پرداخته می شود. این تورش ها از طریق مصاحبه های نیمه ساختار یافته با خبرگان، شناسایی خواهند شد. هم چنین، جامعه آماری تحقیق را خبرگان و متخصصان بازارهای سرمایه تشکیل می دهند که تعداد آنها نامعین است. برای دسترسی به این افراد، جوامع دانشگاهی متمرکز در سطح شهر تهران مورد توجه قرار می گیرند. شیوه نمونه گیری از این افراد به صورت هدفمند با رویکرد گلوله برفی خواهد بود و نمونه گیری از خبرگان تا مرحله اشباع نظری مصاحبه ها تداوم می یابد. بنابراین، تعداد اعضای پانل خبره تحقیق در این مرحله مشخص نیست. در نهایت، در راستای پاسخ به سوال اول تحقیق، دو استراتژی معکوس و ارزشی بر روی بازده شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران پیاده سازی شد. از آنجا که استراتژی های سرمایه گذاری معکوس و ارزشی دارای تنوع بسیار هستند و می توانند مبتنی بر شاخص های بنیادی (در تشکیل پرتفوی مبتنی بر سهام شرکت ها) یا شاخص های تکنیکال متعدد و پرشماری صورت پذیرند، در این تحقیق، دو نمونه از این استراتژی ها به عنوان پروکسی هایی برای تبیین ماهیت استراتژی انتخاب شده اند. در استراتژی معکوس، ورود هنگام قرار گرفتن شاخص زیر میانگین بلندمدت همراه با اشباع فروش ($RSI < 30$) و خروج هنگام اشباع خرید ($RSI > 70$) تعیین شد، و در استراتژی ارزشی، ورود هنگام افت قیمت به میزان ۱۰ درصد زیر میانگین بلندمدت و خروج هنگام بازگشت قیمت به بالای میانگین تعریف گردید. واضح است که این دو قاعده ورود و خروج بازار، به تنهایی تبیین کننده هریک از استراتژی های معکوس و ارزشی نیستند، اما قطعاً می توان آنها را یکی از بیشمار گزینه های انتخابی ممکن دانست. بنابراین، پایداری نتایج تحقیق، در گروه انجام مطالعات عمیق تر و ارزیابی دو استراتژی با استفاده از انتخاب های متعدد و قوانین متنوع تر است و نتایج تحقیق حاضر، محدود به این دو قاعده است و در تعمیم نتایج عددی تحقیق باید احتیاط شود. به منظور شناسایی تورش های رفتاری موثر بر انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس، از تحلیل محتوای مصاحبه با خبرگان استفاده شد. قابل ذکر است که تجزیه و تحلیل داده ها در نرم افزار آماری R انجام پذیرفت.

تجزیه و تحلیل داده ها

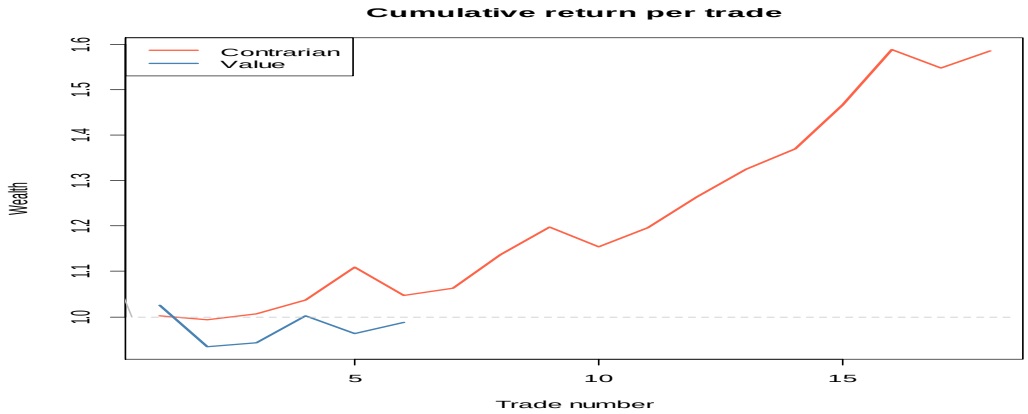
عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی

در این پژوهش برای مقایسه عملکرد دو استراتژی معکوس و ارزشی، از یک چارچوب بک‌تست رویدادمحور مبتنی بر ماشین حالت استفاده شد. بدین‌صورت که ابتدا داده‌های تاریخی شاخص (قیمت و تاریخ) از وب سایت سازمان بورس و برای دوره زمانی ۱۳۹۵/۰۱/۰۷ تا ۱۴۰۴/۱۲/۰۹ با تواتر روزانه جمع آوری شده (مطابق با نمودار ۱) و اندیکاتورهای لازم شامل میانگین متحرک بلندمدت و شاخص قدرت نسبی (RSI) بر روی سری شاخص محاسبه شد.



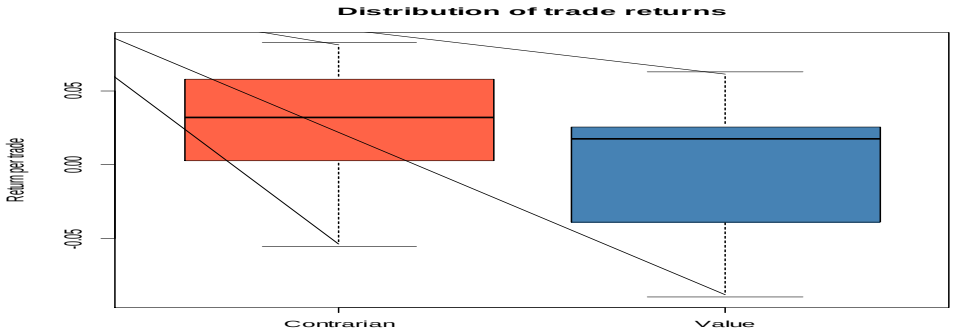
نمودار ۱. نمودار سری زمانی شاخص کل بورس طی دوره مورد آزمون

سپس برای هر استراتژی، قواعد ورود و خروج به‌صورت شرط‌های قابل اندازه‌گیری تعریف گردید. در استراتژی معکوس، ورود هنگام قرار گرفتن شاخص زیر میانگین بلندمدت همراه با اشباع فروش (RSI < 30) و خروج هنگام اشباع خرید (RSI > 70) تعیین شد، و در استراتژی ارزشی، ورود هنگام افت قیمت به میزان ۱۰ درصد زیر میانگین بلندمدت و خروج هنگام بازگشت قیمت به بالای میانگین تعریف گردید. الگوریتم بک‌تست به‌گونه‌ای طراحی شد که در هر لحظه تنها یک موقعیت باز (فقط خرید) نگه داشته شود؛ به این معنا که شرط ورود تنها در حالت خارج از بازار و شرط خروج تنها در حالت داخل بازار بررسی شد. این ساختار تضمین می‌کند که هر معامله یک چرخه کامل ورود تا خروج را طی کند و در صورت وجود چند سیگنال ورود پیش از یک سیگنال خروج، تنها نخستین ورود ثبت شده و سیگنال‌های بعدی نادیده گرفته شوند. در این راستا، نتایج نشان داد که برای سرمایه به ارزش ۱ واحد، طی دوره مورد مطالعه و تحت استراتژی های معکوس و ارزشی و شرایط تعیین شده برای ورود به بازار و خروج از آن، تعداد ۱۸ معامله با استراتژی معکوس و ۶ معامله با استراتژی ارزشی انجام شده است. نمودار (۲)، فرایند تغییر مقادیر ارزش سرمایه اولیه (۱ واحد) را طی انجام هریک از این معاملات تحت هر دو استراتژی نشان می دهد.



نمودار ۲. تغییرات ارزش سرمایه تحت دو استراتژی

باتوجه به نمودار (۲) مشاهده می شود که ارزش کل سرمایه از ابتدا تا انتهای دوره تحت استراتژی سرمایه گذاری معکوس، نزدیک به ۶۰ درصد رشد داشته است، در حالی که تحت استراتژی ارزشی، ارزش سرمایه اولیه در پایان ۶ معامله انجام شده، کاهش یافته است. نمودار (۳) متوسط بازده سرمایه گذار به ازای هر معامله و تحت هریک از این استراتژی ها را نشان می دهد و بنا بر نتایج این نمودار مشخص است که متوسط بازده کسب شده در استراتژی سرمایه گذاری معکوس، بزرگتر از بازده کسب شده در استراتژی سرمایه گذاری ارزشی بوده است. اختلافات قابل توجه در چارک های اول و سوم بازده برای این دو روش، نشان از برتری نسبی استراتژی معکوس نسبت به استراتژی ارزشی دارد.



نمودار۳. متوسط بازده حاصل از هر معامله تحت استراتژی های معکوس و ارزشی

جدول (۱)، خلاصه عملکرد هر دو روش را از منظر ریسک و بازده سرمایه گذاری نشان می دهد.

جدول ۱. خلاصه عملکرد استراتژی های معکوس و ارزشی از نظر ریسک و بازده

معیار عملکرد	استراتژی معکوس	استراتژی ارزشی
تعداد معاملات	۱۸	۶
متوسط تعداد روزهای نگهداری	۴۳/۳۳	۳۹/۱۶۷
کمترین تعداد روزهای نگهداری	۴	۴
بیشترین تعداد روزهای نگهداری	۶۶	۵۸
میانگین بازده هر معامله	۰/۰۲۶۶۶	-۰/۰۰۰۸
میانه بازده معاملات	۰/۰۳۲۲۸	۰/۰۱۷۴۳
انحراف معیار بازده معاملات (ریسک)	۰/۰۳۹۴۵	۰/۰۵۴۶۸
نرخ برد	۰/۷۷۷۸	۰/۶۶۶۶۷
میانگین سود معاملات برنده	۰/۰۴۳۲۴۸	۰/۰۳۰۹۱۴
میانگین زیان معاملات بازنده	-۰/۰۳۱۳۷۰	-۰/۰۶۴۴۶۷
بهترین معامله	۰/۰۸۲۷۷	۰/۰۶۳۱۸۰
بدترین معامله	-۰/۰۵۵۱۳	-۰/۰۸۹۸۶
بازده مرکب	۰/۵۸۵۶۱	-۰/۰۱۲۸۶
نسبت ارزش سود به زیان	۱/۳۷۸۶۱۷	۰/۴۷۹۵۳۹۵

باتوجه به نتایج جدول (۱)، مشخص است که برخلاف تعداد روزهای نگهداری در هر استراتژی که تقریباً نزدیک هستند، متوسط بازده کسب شده به ازای هر معامله در استراتژی سرمایه گذاری معکوس، بزرگ تر از مقدار متناظر در استراتژی ارزشی بوده است. هم چنین، انحراف معیار بازده های کسب شده نیز نشان از ریسک کمتر در استراتژی معکوس داشته است. نرخ برد در این استراتژی برابر با ۷۷/۷۸ درصد و در استراتژی ارزشی ۶۶/۶۷ درصد برآورد شده است. بهترین معامله در استراتژی معکوس منجر به کسب بازده ۸/۲۷۷ درصد و در استراتژی ارزشی منجر به کسب بازده ۶/۳۱۸ درصدی شده است. بدترین معامله تحت استراتژی معکوس منجر به زیان ۵/۵۱۳ درصدی و بدترین معامله تحت استراتژی ارزشی منجر به زیان ۸/۹۸۶ درصدی شده اند. بازده های مرکب حاصل از هر دو استراتژی نشان می دهد که در صورت سرمایه گذاری عایدی های حاصل از هر معامله در معاملات بعدی، تحت استراتژی معکوس و پس از انجام ۱۸ معامله مذکور، می توان بازده مرکب ۵۸/۵۶ درصدی کسب نمود در حالی که تحت استراتژی ارزشی، بازده مرکب نشان از زیان ۱/۲۸۶ درصدی در کل سرمایه دارد. همچنین، نسبت ارزش سود به زیان در دو استراتژی نیز نشان دهنده بزرگتری سود کسشب شده در استراتژی معکوس، نسبت به زیان تحمیل شده است، در حالی که در استراتژی ارزشی، این نسبت کمتر از ۱ بدست آمده و نشان دهنده ارزش بالاتر زیان های تحمیل شده نسبت به سودهای کسب شده در این استراتژی است. این شاخص ها، شواهدی مبنی بر عملکرد بهتر و ریسک کمتر استراتژی معکوس نسبت به استراتژی ارزشی بر روی شاخص بورس و طی دوره زمانی مورد مطالعه دارند. به منظور تایید اعتبار این یافته ها، آزمون استرس با استفاده از تغییر پارامترها و شروط ورود و خروج از بازار انجام شد. فرایند انجام معامله تحت هر استراتژی برای تعداد ۱۰ مقدار متفاوت از پارامتر میانگین متحرک و ۵ مقدار متفاوت از شاخص قدرت نسبی تکرار شد که منجر به ۵۰ نوع متفاوت از استراتژی های معکوس و ارزشی و انجام معاملات متفاوت تحت این استراتژی ها شد. به منظور مقایسه کلی نتایج، از مقایسات شهودی معیارهای عملکرد این دو استراتژی بهره گرفته شد که نتایج آن به شرح جدول (۲) بوده است.

جدول ۲. مقایسه عملکرد استراتژی های معکوس و ارزشی از نظر ریسک و بازده در آزمون های استرس

معیار عملکرد	استراتژی معکوس	استراتژی ارزشی	استراتژی بهتر
میانگین بازده هر معامله	۰/۰۳۰۲۶	۰/۰۱۸۷۴	معکوس
میانه بازده معاملات	۰/۰۳۷۵۲	۰/۰۲۴۱۸	معکوس
انحراف معیار بازده معاملات (ریسک)	۰/۰۴۶۸۷	۰/۰۴۳۱۲	ارزشی
نرخ برد	۰/۷۸۲۴	۰/۶۴۱۸	معکوس
میانگین سود معاملات برنده	۰/۰۵۶۱۸	۰/۰۳۶۲۴	معکوس
میانگین زیان معاملات بازنده	-۰/۰۳۴۷۲	-۰/۰۴۱۵۸	معکوس
بازده بهترین معامله	۰/۱۱۸۴۳	۰/۰۷۱۲۶	معکوس
بازده بدترین معامله	-۰/۰۹۴۸۶	-۰/۰۶۲۱۴	ارزشی
بازده مرکب	۰/۴۸۷۳۵	۰/۴۱۸۶۲	معکوس
نسبت سود به زیان	۱/۸۶۴۲	۱/۰۲۴۷	معکوس

بر اساس نتایج ارائه‌شده در جدول (۲) می‌توان نتیجه گرفت که استراتژی معکوس در آزمون‌های استرس پارامتری بر استراتژی ارزشی برتری نسبی دارد، هرچند این برتری در همه معیارها یکسان نیست. استراتژی معکوس در ۸ معیار از ۱۰ معیار عملکرد بهتری نشان داده است: میانگین بازده هر معامله، میانه بازده معاملات، نرخ برد، میانگین سود معاملات برنده، میانگین زیان معاملات بازنده، بازده بهترین معامله و نسبت سود به زیان. این یافته‌ها نشان می‌دهد که استراتژی معکوس هم از نظر کیفیت معاملات (میانگین، میانه، نسبت سود به زیان) و هم از نظر اطمینان معاملات (نرخ برد) و هم از نظر کنترل زیان (میانگین زیان بازنده) عملکرد پایدارتری داشته است. تنها معیاری که در آن استراتژی ارزشی برتر بوده، بازده بدترین معامله است، به این معنا که در بدترین سناریو، استراتژی ارزشی زیان کمتری را تجربه کرده است. این یافته با ماهیت محافظه‌کارانه‌تر استراتژی ارزشی هم‌خوان است، زیرا خروج بر اساس بازگشت به میانگین، زیان‌های طولانی‌مدت را محدود می‌کند.

سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس

شناسایی تورش ها مبتنی بر مصاحبه و تکنیک دلفی

به منظور شناسایی سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران خرد به اتخاذ یا اجتناب از استراتژی معکوس، از روش مصاحبه نیمه ساختار یافته استفاده شد. در فرم مصاحبه، ضمن انعکاس مشخصات عمومی خبرگان و همچنین زمان آغاز و پایان مصاحبه به هرکدام از مصاحبه شوندگان کدی از ۱ تا ۱۵ تخصیص داده شد که نشان دهنده فرد مصاحبه شونده است. میانگین مدت زمان مصاحبه ها ۱ ساعت و ۱۵ دقیقه بوده است. پیاده سازی تکنیک دلفی در سه مرحله و به صورت زیر انجام پذیرفت:

- ✓ **مرحله اول: دلفی باز (شناسایی اولیه تورش ها)**

در این مرحله، از پانل خبرگان خواسته شد تا در پاسخ به یک سوال کلی باز، نظرات خود را به طور آزادانه و بدون هیچ محدودیتی ارائه دهند. داده‌های کیفی جمع‌آوری شده در این مرحله، با استفاده از تحلیل محتوای تماتیک (مضمونی) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این تحلیل، مفاهیم کلیدی، کدگذاری شده و سپس در قالب شاخص‌های اولیه دسته‌بندی شدند. جدول (۴-۳)، تورش های شناسایی شده از این مرحله را نشان می دهد.

جدول۳. تورش های شناسایی شده از مرحله اول تکنیک دلفی

تورش های شناسایی شده	نقل قول خبره
اثر همرنگی	سرمایه‌گذار وقتی می‌بیند همه در حال فروش هستند، ترجیح می‌دهد با جمع همراه شود تا اینکه تنها بماند؛ همین او را از معکوس‌روی دور می‌کند.
ترس از پشیمانی	ترس از اینکه بعد از خرید در قعر قیمت، قیمت باز هم افت کند و پشیمان شود، سرمایه‌گذار را از ورود معکوس منصرف می‌کند
سوگیری تأییدی	سرمایه‌گذار فقط اخباری را می‌بیند که بدبینی بازار را تأیید می‌کند؛ در نتیجه فرصت معکوس را واقعی نمی‌بیند.
افراط در اعتماد به خود	کسی که فکر می‌کند بازار را بهتر از جمع می‌فهمد، ممکن است به‌جای معکوس‌روی سیستماتیک، به پیش‌بینی‌های شخصی خود تکیه کند
سوگیری لنگر انداختن	وقتی قیمت از ۱۰۰ به ۶۰ می‌رسد، ذهن روی ۱۰۰ قفل می‌شود و فرد فکر می‌کند ارزان شده، در حالی که ارزش واقعی ممکن است ۴۰ باشد
سوگیری دسترسی	اخبار منفی مدام در ذهن تکرار می‌شود؛ سرمایه‌گذار همه سهام را بد می‌بیند و معکوس‌روی را خطرناک می‌داند
سوگیری بقا	کسانی که در بحران‌ها معکوس خریدند و ورشکست شدند، در داده‌ها دیده نمی‌شوند؛ پس موفقیت معکوس‌روی بیش از واقع به نظر می‌رسد
اثر مالکیت	سرمایه‌گذار به سهامی که دارد بیش از ارزش واقعی‌اش می‌چسبد و حاضر نیست در ترس بفروشد یا جابه‌جا کند
سوگیری وضع موجود	انسان به وضع موجود چسبیده است؛ نگه‌داشتن نقدینگی در بحران راحت‌تر از خرید معکوس است
سوگیری زیان‌گریزی	درد زیان دو برابر لذت سود است؛ پس ورود در بازاری که همه می‌ترسند، از نظر روانی طاقت‌فرساست
سوگیری خوش‌بینی	در رونق، فرد فکر می‌کند افت موقتی است و معکوس نمی‌خرد؛ در رکود، فکر می‌کند پایان دنیاست
سوگیری بدبینی افراطی	در بحران‌های بزرگ، بدبینی چنان غالب می‌شود که فرد توان خرید معکوس را از دست می‌دهد
اثر هاله‌ای	مدیر عامل کاریزماتیک، تحلیل‌گر را از دیدن ریسک‌های بنیادی غافل می‌کند و معکوس‌روی را زودرس می‌کند
سوگیری خوداسنادی	موفقیت را به مهارت خود و شکست را به بازار نسبت می‌دهیم؛ پس معکوس‌روی شکست‌خورده را تکرار نمی‌کنیم
سوگیری پس‌بینی	بعد از هر بحران می‌گوییم واضح بود؛ همین توهم، ارزیابی درست معکوس‌روی را خراب می‌کند
سوگیری نتیجه	اگر یک معکوس‌روی نتیجه بد بدهد، کل استراتژی رد می‌شود، حتی اگر منطقش درست بوده باشد
سوگیری توجه	رسانه‌ها روی بحران تمرکز می‌کنند؛ سرمایه‌گذار فقط همان را می‌بیند و معکوس‌روی را بی‌فایده می‌داند
سوگیری خوشه‌بندی توهمی	افت‌های پشت‌سرهم را الگو می‌بیند و فکر می‌کند روند ادامه دارد؛ پس معکوس نمی‌خرد
سوگیری کنترل توهمی	فرد فکر می‌کند با تحلیل لحظه‌ای می‌تواند قعر را تشخیص دهد؛ در نتیجه قاعده معکوس را رها می‌کند.
اثر تمایلی	سودها را زود می‌فروشد و زیان‌ها را نگه می‌دارد؛ این رفتار با ورود معکوس در قعر سازگار نیست
نیاز به تأیید اجتماعی	سرمایه‌گذار حرفه‌ای از ترس قضاوت همکاران، معکوس‌روی را در بحران کنار می‌گذارد.
سوگیری گروه‌اندیشی	تیم سرمایه‌گذاری وقتی هم‌صدا می‌شود، صدای معکوس‌رو خاموش می‌شود

تورش های شناسایی شده	نقل قول خبره
سوگیری نمایندگی	یک شرکت ورشکسته را نماینده کل بازار می‌بیند و همه را می‌فروشد.
سوگیری حسابداری ذهنی	پول قرضی و پول خود را جدا می‌بیند؛ در بحران، پول قرضی را نمی‌خرد
سوگیری چارچوب زمانی	سرمایه‌گذار کوتاه‌مدت، نوسان معکوس‌روی را تحمل نمی‌کند.
اثر نقدینگی ذهنی	در بحران فکر می‌کند بازار قفل شده؛ پس وارد نمی‌شود
ریسک‌گریزی	هرچه ریسک‌گریزی بیشتر، احتمال انتخاب معکوس در بازار پرترس کمتر
عدم تحمل ابهام	در بحران، اطلاعات مبهم است؛ فرد معکوس نمی‌خرد چون نمی‌داند چه پیش می‌آید
سوگیری خوش‌بینی سیاس	اگر دولت هم‌سو با سرمایه‌گذار باشد، بحران را موقتی می‌بیند و معکوس می‌خرد
سوگیری سن و افق سرمایه‌گذاری	جوانان تحمل معکوس‌روی را دارند؛ سالمندان ترجیح می‌دهند در بحران نقد بمانند
سوگیری جنسیتی	پژوهش‌ها نشان می‌دهد زنان در بحران محتاط‌ترند و کمتر معکوس می‌خرند
سطح سواد مالی	هرچه سواد مالی بالاتر، احتمال انتخاب آگاهانه معکوس بیشتر
تجربه قبلی در بحران	کسی که بحران ۲۰۰۸ را مدیریت کرده، در بحران بعدی راحت‌تر معکوس می‌خرد
وضعیت اقتصادی شخصی	کسی که ذخیره نقدی دارد، معکوس می‌خرد؛ کسی که نیاز به پول دارد، نمی‌تواند
نرخ بهره و هزینه فرصت	وقتی نرخ بهره بالاست، نگه‌داشتن نقد جذاب‌تر از معکوس‌روی است
تورم و انتظارات تورمی	در تورم بالا، فرد به دارایی واقعی پناه می‌برد نه معکوس‌روی در سهام
ریسک سیاسی و بی‌ثباتی	در بی‌ثباتی سیاسی، هیچ‌کس قعر را با اطمینان نمی‌شناسد؛ پس معکوس‌روی کنار می‌رود
ساختار نهادی و مقررات	مقررات سخت‌گیرانه در بحران، توان خرید معکوس صندوق‌ها را محدود می‌کند
فشار ارزیابی عملکرد کوتاه‌مدت	مدیر صندوق اگر در بحران معکوس بخرد و افت کند، اخراج می‌شود؛ پس معکوس نمی‌خرد

با توجه به نتایج جدول (۳) مشاهده می شود که در مرحله اول تکنیک دلفی که بر پایه مصاحبه های انجام شده با خبرگان اجرا شده، تعداد ۳۹ تورش رفتاری مرتبط با تمایل سرمایه گذاران به اجتناب یا انتخاب استراتژی سرمایه گذاری معکوس شناسایی شده است.

✓ **مرحله دوم: دلفی کنترل شده**

فهرست استخراج شده از مرحله اول، در قالب یک پرسشنامه ساختاریافته (بر اساس مقیاس لیکرت: کاملاً مخالف تا کاملاً موافق) در اختیار همان گروه خبرگان قرار گرفت. هم چنین از نظرهای کیفی که توسط بیش از یک خبره مطرح شده بود، به عنوان «بازخورد کنترل شده» به تمامی اعضا ارائه گردید تا در ارزیابی مجدد خود، آن را مدنظر قرار دهند. جدول (۴) نتایج ارزیابی بدست آمده از خبرگان در خصوص توافق خبرگان با هریک از تورش ها را نشان می دهد. در این تحلیل، تورش هایی که امتیاز میانگین اهمیت آنها کمتر از حد متوسط ۳ بوده، از فرایند تحلیل در مرحله بعدی حذف شده اند.

جدول٤. ارزیابی توافق خبرگان با تورش های شناسایی شده از مرحله اول تکنیک دلفی

تورش ها	میانگین اهمیت
اثر همرنگی	۴/۷۳۳۳
ترس از پشیمانی	۴/۳۳۳۳
سوگیری تأییدی	۴/۳۳۳۳
افراط در اعتماد به خود	۴/۲۰
سوگیری لنگر انداختن	۴/۶۰
سوگیری دسترسی	۳/۸۰
سوگیری بقا	۴/۴۶۶۷
اثر مالکیت	۳/۸۶۶۷
سوگیری وضع موجود	۳/۸۶۶۷
سوگیری زیان‌گریزی	۳/۸۰
سوگیری خوش‌بینی	۳/۳۳۳۳
سوگیری بدبینی افراطی	۴
اثر هاله‌ای	۴/۱۳۳۳
سوگیری خوداسنادی	۴/۱۳۳۳
سوگیری پس‌بینی	۳/۳۳۳۳
سوگیری نتیجه	۳/۸۰
سوگیری توجه	۳/۶۰
سوگیری خوشه‌بندی توهمی	۴/۰۶۶۷
سوگیری کنترل توهمی	۳/۹۳۳۳
اثر تمایلی	۳/۸۶۶۷
نیاز به تأیید اجتماعی	۴
سوگیری گروه‌اندیشی	۴/۲۶۶۷
سوگیری نمایندگی	۴/۴۶۶۷
سوگیری حسابداری ذهنی	۴/۵۳۳۳
سوگیری چارچوب زمانی	۴/۲۰
اثر نقدینگی ذهنی	۳/۲۶۶۷
ریسک‌گریزی	۳/۷۳۳۳
عدم تحمل ابهام	۳/۶۶۶۷
سوگیری خوش‌بینی سیاسی	۳/۸۶۶۷
سوگیری سن و افق سرمایه‌گذاری	۴
سوگیری جنسیتی	۳/۶۶۶۷
سطح سواد مالی	۳/۸۰
تجربه قبلی در بحران	۳/۹۳۳۳
وضعیت اقتصادی شخصی	۳/۸۶۶۷
نرخ بهره و هزینه فرصت	۳/۹۳۳۳
تورم و انتظارات تورمی	۳/۴۰
ریسک سیاسی و بی‌ثباتی	۳/۹۳۳۳
ساختار نهادی و مقررات	۴
فشار ارزیابی عملکرد کوتاه‌مدت	۴/۴۶۶۷

همان طور که نتایج جدول (۴) نشان می دهد در این مرحله، تمامی تورش های شناسایی شده از مرحله اول دلفی، دارای توافق بالاتر از حد متوسط از نظر خبرگان بوده اند. در این مرحله، بر اساس نظرات تکمیلی خبرگان، تعداد ۹ تورش متفاوت به تورش های پیشین افزوده شد. تورش های افزوده شده در این بخش به شرح جدول (۵) بوده است.

جدول ۵. تورش های افزوده شده در مرحله اول تکنیک دلفی

تورش های پیشنهادی خبرگان	نقل قول خبره
ترس از چاقوی در حال سقوط	ضرب‌المثل بازار می‌گوید چاقوی در حال سقوط را نگیر؛ همین ترس باعث می‌شود معکوس‌روی جذاب نباشد
اثر اعداد گرد	سرمایه‌گذار منتظر می‌ماند شاخص به ۲۰۰۰ برسد؛ این تعلل، ورود معکوس را به تأخیر می‌اندازد
اثر چارچوب‌بندی	اگر افت بازار «سقوط» نامیده شود، ترسناک است؛ اگر «تخفیف» نامیده شود، جذاب است
سوگیری ناهمگونی	نگه‌داشتن باور «بازار بد است» راحت‌تر از پذیرش فرصت معکوس است.
ترس از تنهایی	هیچ‌کس دوست ندارد تنها خریدار بازار باشد؛ معکوس‌روی یعنی دقیقاً همین
اثر اطلاع از تخصص	متخصص وقتی در حوزه‌ای عمیق است، فرصت‌های معکوس خارج از حوزه‌اش را نادیده می‌گیرد
سوگیری نسبت به تازگی	چون ماه گذشته بازار افتاده، فکر می‌کند ادامه دارد؛ پس معکوس نمی‌خرد
سوگیری وابستگی به مسیر	اگر قبلاً معکوس‌روی شکست خورده، دیگر سراغش نمی‌رود
سوگیری تجربه شخصی	تجربه شخصی از یک بحران، معکوس‌روی را یا تقویت یا کاملاً حذف می‌کند

- ✓ **مرحله سوم: دلفی نهایی (رسیدن به اجماع)**

در این مرحله، پرسشنامه‌ای مجدداً طراحی شد که شامل میانگین نمرات اهمیت هر شاخص از مرحله قبل و همچنین نظرات اصلاحی نهایی بود. از خبرگان خواسته شد تا با در نظر گرفتن نظرات جمعی، ارزیابی نهایی خود را انجام دهند. ضریب توافق کندال برای مرحله سوم تکنیک دلفی، برابر با ۰/۷۱۵ برآورد شد که نشان از توافق قابل قبول خبرگان نسبت به تورش های شناسایی شده دارد. جدول (۶) نتایج این بررسی را در نوبت سوم تکنیک دلفی نشان می دهد.

جدول ٦. ارزیابی توافق خبرگان با تورش های اصلاح شده از مرحله دوم تکنیک دلفی

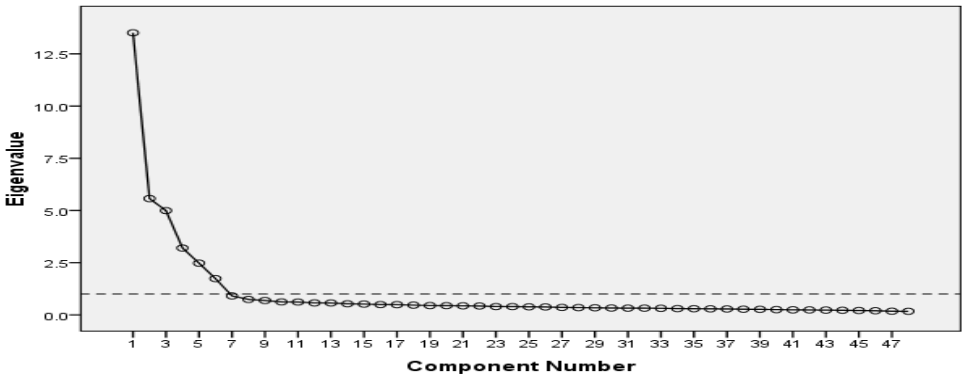
تورش ها	میانگین اهمیت
اثر همرنگی	۴
ترس از پشیمانی	۳/۴۶۶۷
سوگیری تأییدی	۴/۲۰
افراط در اعتماد به خود	۴/۴۶۶۷
سوگیری لنگر انداختن	۳/۵۳۳۳
سوگیری دسترسی	۴/۱۳۳۳
سوگیری بقا	۴/۰۶۶۷
اثر مالکیت	۳/۷۳۳۳
سوگیری وضع موجود	۴/۰۶۶۷
سوگیری زیان‌گریزی	۳/۸۰
سوگیری خوش‌بینی	۳/۶۶۶۷
سوگیری بدبینی افراطی	۴/۳۳۳۳
اثر هاله‌ای	۴/۳۳۳۳
سوگیری خوداسنادی	۴/۴۶۶۷
سوگیری پس‌بینی	۴/۲۰
سوگیری نتیجه	۴
سوگیری توجه	۴/۲۶۶۷
سوگیری خوشه‌بندی توهمی	۳/۹۳۳۳
سوگیری کنترل توهمی	۳/۹۳۳۳
اثر تمایلی	۴
نیاز به تأیید اجتماعی	۴
سوگیری گروه‌اندیشی	۳/۳۳۳۳
سوگیری نمایندگی	۳/۸۶۶۷
سوگیری حسابداری ذهنی	۳/۹۳۳۳
سوگیری چارچوب زمانی	۳/۸۶۶۷
اثر نقدینگی ذهنی	۳/۶۶۶۷
ریسک‌گریزی	۳/۶۰
عدم تحمل ابهام	۴/۲۶۶۷
سوگیری خوش‌بینی سیاسی	۳/۶۰
سوگیری سن و افق سرمایه‌گذاری	۴/۲۶۶۷
سوگیری جنسیتی	۴/۲۰
سطح سواد مالی	۳/۹۳۳۳
تجربه قبلی در بحران	۳/۶۰
وضعیت اقتصادی شخصی	۴/۱۳۳۳
نرخ بهره و هزینه فرصت	۳/۶۰
تورم و انتظارات تورمی	۴/۲۰
ریسک سیاسی و بی‌ثباتی	۴/۳۳۳۳
ساختار نهادی و مقررات	۴/۱۳۳۳
فشار ارزیابی عملکرد کوتاه‌مدت	۳/۸۶۶۷
ترس از چاقوی در حال سقوط	۴/۱۳۳۳

اثر اعداد گرد	۴/۶۶۶۷
اثر چارچوب‌بندی	۴
سوگیری ناهمگونی	۴
ترس از تنهایی	۴/۱۳۳۳
اثر اطلاع از تخصص	۴/۲۶۶۷
سوگیری نسبت به تازگی	۴/۲۶۶۷
سوگیری وابستگی به مسیر	۴/۱۳۳
سوگیری تجربه شخصی	۴

نتایج جدول (۶) نشان می دهد که تمامی تورش های شناسایی شده از مرحله اول تکنیک دلفی و تورش های معرفی شده در مرحله دوم تکنیک دلفی، با میانگین اهمیت بالاتر از ۳ از نظر خبرگان، تورش های مناسبی برای تبیین تمایل سرمایه گذاران به انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس بوده اند. بنابراین، تعداد تورش های شناسایی شده در این فرایند به ۴۸ تورش افزایش یافت که مورد تایید خبرگان تحقیق نیز بوده است. این تورش ها از طریق تحلیل عاملی اکتشافی، در مضامین کلی تر، دسته بندی شدند تا عوامل کلی موثر بر تمایل سرمایه گذاران به استراتژی سرمایه گذاری معکوس شناسایی گردد.

شناسایی مضامین کلی از تورش ها

به منظور شناسایی مضامین کلی از بین تورش های شناسایی شده در بخش کیفی تحقیق، از تحلیل عاملی اکتشافی به روش مولفه های اصلی بهره گرفته شد. در این تحلیل، از ماتریس کواریانس برآورد شده از تورش ها استفاده می شود و مقادیر ویژه و بردارهای ویژه برای این ماتریس محاسبه می گردد. تعداد مقادیر ویژه ماتریس کواریانس با مقدار بزرگ تر از ۱، تعیین کننده تعداد مضامین قابل استخراج از تورش های شناسایی شد. به منظور تشخیص تعداد مضامین و مقادیر ویژه بزرگ تر از ۱، از نمودار سنگریزه استفاده شد که در این نمودار، تمامی مقادیر ویژه ماتریس کواریانس محاسبه شده و تعداد مقادیر بزرگ تر از ۱ به عنوان تعداد مضامین قابل استخراج از تورش ها در نظر گرفته شد (نمودار، ۴):



نمودار ٤. سنگریزه مقادیر ویژه ماتریس کواریانس تورش ها

باتوجه به نمودار مشخص است که به ازای تعداد تورش های شناسایی شده در تحقیق (برابر با بعد ماتریس کواریانس تورش ها)، مقدار ویژه برآورد شده که تنها تعداد ۶ مقدار ویژه، بزرگ تر از ۱ بدست آمده اند. بنابراین به نظر می رسد که مقدار قابل توجهی از تغییرات موجود در داده های بدست آمده از توزیع پرسشنامه در بین اعضای جامعه آماری تحقیق، از طریق تعداد ۶ عامل قابل توجیه و تبیین است و دسته بندی تورش ها در تعداد ۶ بعد، مناسب ترین حالت برای تشخیص مضامین کلی موثر بر تمایل سرمایه گذاران به استراتژی معکوس در سرمایه گذاری است. جدول (۷) مقدار واریانس توجیه و تبیین شده از داده ها بر پایه استخراج ۶ بعد از ۴۸ تورش را تحت این تحلیل نشان می دهد.

جدول۷. درصد واریانس تبیین شده داده ها در تحلیل عاملی اکتشافی با ٦ مضمون (عامل)

شماره عامل	درصد واریانس استخراج شده	درصد تجمعی واریانس استخراج شده
عامل ۱	۱۸/۵۹۶	۱۸/۵۹۶
عامل ۲	۱۴/۹۱۸	۳۳/۵۱۴
عامل ۳	۱۳/۵۳۳	۴۷/۰۴۶
عامل ۴	۸/۰۳۵	۵۵/۰۸۲
عامل ۵	۵/۸۶۳	۶۰/۹۴۵
عامل ۶	۴/۶۵۹	۶۵/۶۰۴

با توجه به نتایج جدول (۷) مشاهده می شود که دسته بندی شاخص های تحقیق در قالب تعداد ۶ مضمون (عامل)، می تواند ۶۵/۶۰۴ درصد از تغییرات موجود در کل داده های حاصل از توزیع پرسشنامه را تبیین نماید. بنابراین، به نظر می رسد که استخراج تعداد ۶ عامل، توان قابل توجهی در تبیین تغییرات داده ها و مفاهیم مکنون در تورش ها را داشته است. با توجه به تعداد عوامل شناسایی شده در نمودار سنگریزه، مقادیر بارهای عاملی هر تورش برای هریک از ۶ عامل استخراجی از داده ها با استفاده از مولفه های اصلی ماتریس کواریانس داده ها برآورد شده و به منظور دسته بندی تورش ها و تخصیص آنها به هریک از عوامل مکنون این تحلیل بکار گرفته شد. جدول (۸) نتایج برآورد بارهای عاملی حاصل از تحلیل عاملی اکتشافی بر روی تورش ها را نشان می دهد.

جدول ۸. برآورد بارهای عاملی تورش ها در تحلیل عاملی اکتشافی

تورش ها	عامل ۱	عامل ۲	عامل ۳	عامل ۴	عامل ۵	عامل ۶
سوگیری تأییدی	۰/۷۹۱	۰/۱۶۳	۰/۱۱۱	۰/۰۵۷	۰/۰۶۵	۰/۰۳۱
سوگیری لنگر انداختن	۰/۷۶۳	۰/۰۵۹	۰/۰۸۳	۰/۱۴۷	-۰/۰۱۱	۰/۰۹۸
سوگیری دسترسی	۰/۷۸۴	۰/۱۶۰	۰/۱۶۰	۰/۰۵۴	۰/۱۱۲	۰/۰۰۵
اثر اعداد گرد	۰/۷۶۲	۰/۰۵۱	۰/۱۳۴	۰/۱۵۱	۰/۰۴۸	۰/۰۹۴
سوگیری توجه	۰/۷۶۲	۰/۱۲۸	۰/۰۵۹	۰/۰۳۶	۰/۰۰۱	۰/۱۰۷
سوگیری خوشه‌بندی توهمی	۰/۷۷۵	۰/۰۶۰	۰/۱۲۴	۰/۱۱۸	-۰/۰۰۳	۰/۰۶۵
سوگیری نمایندگی	۰/۸۰۲	۰/۱۲۳	۰/۱۰۲	۰/۰۸۶	۰/۰۸۶	۰/۰۶۲
ترس از پشیمانی	۰/۷۸۸	۰/۰۹۸	۰/۱۰۷	۰/۰۳۹	-۰/۰۰۸	۰/۰۱۴
سوگیری وضع موجود	۰/۷۹۴	۰/۱۲۲	۰/۰۴۲	۰/۰۷۹	۰/۱۱۳	۰/۰۵۳
سوگیری پس‌بینی	۰/۸۰۲	۰/۰۸۰	۰/۰۸۲	۰/۱۲۸	۰/۰۸۹	۰/۰۵۰
سوگیری نتیجه	۰/۶۷۰	۰/۱۲۳	۰/۰۵۹	۰/۰۴۵	۰/۰۶۴	-۰/۰۱۱
اثر چارچوب‌بندی	۰/۷۹۶	۰/۱۳۳	۰/۰۸۷	۰/۰۸۳	۰/۰۶۵	۰/۱۰۴
سوگیری نسبت به تازگی	۰/۷۴۴	۰/۰۳۱	۰/۱۰۸	۰/۰۷۴	۰/۰۹۹	۰/۰۲۱
سوگیری چارچوب زمانی	۰/۸۰۶	۰/۱۲۶	۰/۰۸۸	۰/۰۷۶	۰/۰۱۰	۰/۰۳۴
ترس از چاقوی در حال سقوط	۰/۰۵۶	۰/۱۱۶	۰/۸۰۲	۰/۰۵۳	۰/۱۲۱	۰/۰۵۲
سوگیری زیان‌گریزی	۰/۱۱۷	۰/۰۸۵	۰/۸۱۶	۰/۰۷۳	۰/۰۵۰	۰/۰۴۷
سوگیری خوش‌بینی	۰/۱۱۶	۰/۱۰۲	۰/۷۴۷	۰/۰۸۶	۰/۰۹۶	۰/۱۳۰
سوگیری بدبینی افراطی	۰/۰۹۲	۰/۱۰۶	۰/۷۹۷	۰/۰۵۵	۰/۰۷۲	۰/۰۲۲
ترس از تنهایی	۰/۱۴۷	۰/۰۵۸	۰/۷۹۹	۰/۰۳۱	۰/۰۱۸	۰/۰۴۰
اثر هاله‌ای	۰/۱۴۲	۰/۰۹۱	۰/۷۹۷	۰/۰۶۸	۰/۰۷۸	۰/۰۶۴
اثر تمایلی	۰/۱۰۴	۰/۰۹۳	۰/۷۷۰	۰/۰۸۵	۰/۰۷۴	۰/۰۰۶

سوگیری ناهمگونی	۰/۰۹۶	۰/۰۸۵	۰/۷۸۲	-۰/۰۱۰	-۰/۰۱۰	۰/۰۶۴
سوگیری حسابداری ذهنی	۰/۱۲۲	۰/۱۰۲	۰/۸۱۶	۰/۱۶۵	۰/۰۳۵	۰/۰۶۴
سوگیری تجربه شخصی	۰/۱۰۶	۰/۰۸۶	۰/۶۷۲	۰/۱۴۳	-۰/۰۲۲	۰/۰۲۵
افراط در اعتماد به خود	۰/۰۸۶	۰/۷۴۴	۰/۰۶۶	۰/۰۰۹	۰/۰۷۹	۰/۰۹۹
اثر مالکیت	۰/۰۹۹	۰/۷۴۵	۰/۰۹۵	۰/۰۴۹	۰/۱۲۲	۰/۰۷۳
سوگیری خوداسنادی	۰/۱۰۸	۰/۷۸۱	۰/۰۶۱	۰/۰۷۱	۰/۰۳۶	-۰/۰۳۲
سوگیری کنترل توهمی	۰/۱۳۵	۰/۷۷۷	۰/۱۰۸	۰/۰۸۷	۰/۰۹۶	-۰/۰۲۱
اثر اطلاع از تخصص	۰/۱۱۵	۰/۸۲۰	۰/۰۸۷	۰/۰۸۲	۰/۰۶۳	۰/۰۷۶
سوگیری وابستگی به مسیر	۰/۰۷۹	۰/۷۹۴	۰/۱۴۱	۰/۱۱۷	۰/۰۸۱	۰/۰۳۱
سوگیری سن و افق سرمایه‌گذاری	۰/۱۰۷	۰/۷۸۲	۰/۰۶۹	۰/۰۵۸	۰/۰۴۰	۰/۱۱۴
سوگیری جنسیتی	۰/۱۲۱	۰/۷۹۹	۰/۰۷۵	۰/۱۰۷	۰/۰۷۹	۰/۰۴۹
سطح سواد مالی	۰/۱۱۵	۰/۸۰۲	۰/۰۶۰	۰/۰۵۳	۰/۰۳۱	۰/۰۷۹
تجربه قبلی در بحران	۰/۱۲۷	۰/۷۵۲	۰/۱۳۲	۰/۱۱۰	۰/۰۵۲	۰/۱۳۳
وضعیت اقتصادی شخصی	۰/۱۶۷	۰/۷۸۳	۰/۰۹۴	-۰/۰۱۱	۰/۰۳۷	-۰/۰۲۶
اثر همرنگی	۰/۱۶۵	۰/۱۴۱	۰/۱۳۳	۰/۰۵۹	۰/۰۷۲	۰/۸۲۸
نیاز به تأیید اجتماعی	۰/۱۳۷	۰/۱۱۱	۰/۱۵۱	۰/۰۷۹	۰/۱۸۰	۰/۸۲۰
سوگیری گروه‌اندیشی	۰/۱۶۵	۰/۱۷۶	۰/۱۲۲	۰/۰۲۷	۰/۱۱۴	۰/۸۱۵
سوگیری خوش‌بینی سیاسی	۰/۱۰۳	۰/۱۳۳	۰/۰۷۹	۰/۰۷۹	۰/۸۰۴	۰/۱۶۴
نرخ بهره و هزینه فرصت	۰/۱۴۹	۰/۱۷۲	۰/۰۹۴	۰/۱۰۴	۰/۸۱۸	۰/۰۵۰
تورم و انتظارات تورمی	۰/۰۸۱	۰/۱۶۴	۰/۱۲۲	۰/۰۸۶	۰/۷۴۲	۰/۱۰۶
ریسک سیاسی و بی‌ثباتی	۰/۱۱۷	۰/۰۷۱	۰/۰۸۶	۰/۱۲۴	۰/۸۳۵	۰/۰۳۷
اثر نقدینگی ذهنی	۰/۱۶۲	۰/۱۱۳	۰/۰۷۸	۰/۷۷۹	۰/۰۷۷	۰/۰۱۱
ریسک‌گریزی	۰/۱۱۸	۰/۰۸۰	۰/۰۸۱	۰/۷۷۸	۰/۰۳۸	۰/۰۵۸
عدم تحمل ابهام	۰/۱۲۲	۰/۰۴۵	۰/۱۲۰	۰/۸۰۱	۰/۰۴۶	۰/۰۶۵
ساختار نهادی و مقررات	۰/۱۳۸	۰/۱۰۹	۰/۱۱۳	۰/۷۶۷	۰/۱۲۸	۰/۰۴۲
فشار ارزیابی عملکرد کوتاه‌مدت	۰/۰۸۲	۰/۰۶۷	۰/۰۸۲	۰/۷۳۸	۰/۰۵۷	۰/۰۴۹
سوگیری بقا	۰/۱۸۵	۰/۱۵۲	۰/۱۳۷	۰/۷۴۵	۰/۰۷۰	-۰/۰۵۶

با توجه به بزرگ ترین بار عاملی برآورد شده هر تورش، برای هریک از عامل ها، تخصیص تورش ها به عوامل مکنون این تحلیل انجام می شود و بار عاملی هر تورش برای هر عاملی که بزرگ تر باشد، نشان از تخصیص آن تورش به آن عامل دارد. بنابراین، باتوجه به دسته بندی های انجام شده بر پایه بارهای عاملی و همچنین، مفاهیم مورد سنجش در تورش های متناظر با هریک از عوامل، نامگذاری عوامل مکنون این تحلیل انجام شد. جدول (۹)، نحوه نامگذاری این عوامل را نشان می دهد.

جدول ۹. نامگذاری مضامین (عوامل) مبتنی بر تورش ها

شماره عامل	نام عامل
عامل ۱	تورش‌های شناختی و ادراکی
عامل ۲	عوامل فردی و جمعیت‌شناختی
عامل ۳	تورش‌های احساسی و روانی
عامل ۴	محدودیت‌ها و انگیزه‌های نهادی-حرفه‌ای
عامل ۵	شرایط اقتصادی و سیاسی کلان
عامل ۶	تأثیرات اجتماعی و بین‌فردی

قابل ذکر است که نامگذاری های هر عامل با توجه به مفاهیم القایی تورش های شناسایی شده برای هر عامل و با استناد به مفاهیم نظری و تجربی تحقیق انجام شده است. منطق تبیینی نامگذاری عوامل بر پایه تورش های متناظر با هر عامل به این صورت انجام پذیرفته است:

- **تورش‌های شناختی و ادراکی:** این دسته بر پایه نظریه پردازش اطلاعات و میان‌برهای شناختی کانمن و تورسکی بنا شده است. انسان برای پردازش حجم زیاد اطلاعات، از میان‌برهایی مثل دسترسی‌پذیری، نمایندگی و لنگر انداختن استفاده می‌کند. این میان‌برها در شرایط عادی کارآمدند، اما در شرایط بحرانی، خطاهای سیستماتیک تولید می‌کنند. وجه مشترک همه این تورش‌ها این است که ادراک فرد از واقعیت را مخدوش می‌کنند، نه احساس او را. فرد اطلاعات را دریافت می‌کند، اما آن را نادرست تفسیر، وزن‌دهی یا چارچوب‌بندی می‌کند. نظریه اقتصاد رفتاری (تالر، ۱۹۸۰) و نظریه ادراک (سالویچ، ۱۹۸۷) نیز نشان می‌دهند که ادراک مخدوش، تصمیم مخدوش می‌سازد. بنابراین، این تورش‌ها به‌درستی در یک بعد واحد قرار می‌گیرند چون همگی خطاهای مرحله «ادراک و تفسیر اطلاعات» هستند.
- **تورش‌های احساسی و روانی:** این دسته بر پایه نظریه چشم‌انداز کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) و نظریه تنظیم هیجان گروس (۱۹۹۸) بنا شده است. برخلاف بعد اول که خطا در پردازش است، اینجا خطا در واکنش هیجانی به اطلاعات است. زیان‌گریزی، ترس و بدبینی افراطی همگی به نحوه احساس فرد نسبت به پیامدها مربوط‌اند. نظریه چشم‌انداز توضیح می‌دهد که انسان زیان را دو برابر سود وزن می‌دهد؛ همین اصل، پایه ترس از چاقوی در حال سقوط و زیان‌گریزی است. نظریه ناهمگونی شناختی فستینگر (۱۹۵۷) توضیح می‌دهد چرا فرد باورهای منفی را حفظ می‌کند، و نظریه تنظیم هیجان توضیح می‌دهد چرا فرد از موقعیت‌های هیجانی پرهیز می‌کند. وجه مشترک این تورش‌ها این است که همگی واکنش هیجانی ناکارآمد به عدم‌قطعیت هستند و به‌درستی در یک بعد واحد جای می‌گیرند.
- **عوامل فردی و جمعیت‌شناختی:** این دسته بر پایه نظریه تفاوت‌های فردی و نظریه خودپنداره بنا شده است. برخلاف دو بعد قبلی که تورش‌های جهانی‌اند، اینجا ویژگی‌های پایدار فردی تعیین‌کننده رفتارند. نظریه خودپنداره (مارکوس و ورف، ۱۹۸۷) توضیح می‌دهد چرا افراط در اعتماد به خود، خوداسنادی و کنترل توهمی همگی حول تصویر فرد از خودش می‌چرخند. نظریه تفاوت‌های فردی (آیزنک، ۱۹۴۷) و پژوهش‌های باربر و اودین (۲۰۰۱) نشان می‌دهند که سن، جنسیت، سواد مالی و تجربه، رفتار سرمایه‌گذاری را نظام‌مند تغییر می‌دهند. نظریه وابستگی به مسیر (دیوید، ۱۹۸۵) نیز توضیح می‌دهد چرا تجربه قبلی، مسیر آینده را قفل می‌کند. وجه مشترک این عوامل این است که همگی زمینه پایدار تصمیم‌گیری هستند، نه حالت گذرا؛ بنابراین در یک بعد واحد قرار می‌گیرند.
- **تأثیرات اجتماعی و بین‌فردی:** این دسته بر پایه نظریه تأثیر اجتماعی اش (۱۹۵۱) و نظریه هویت اجتماعی تاجفل (۱۹۷۹) بنا شده است. آزمایش‌های آش نشان داد که فرد حتی در برابر شواهد واضح حسی، حاضر است نظر جمع را بپذیرد. جانیس (۱۹۷۲) با نظریه گروه‌اندیشی نشان داد که هم‌صدایی گروه، تصمیم‌های پرهزینه تولید می‌کند. نظریه هویت اجتماعی توضیح می‌دهد چرا فرد برای حفظ عضویت در گروه، خلاف جمع نمی‌ایستد. وجه مشترک این تورش‌ها این است که همگی هزینه اجتماعی خلاف جمع ایستادن را برجسته می‌کنند و تصمیم فرد را از یک تصمیم مالی به یک تصمیم اجتماعی تبدیل می‌کنند. بنابراین، در یک بعد واحد قرار می‌گیرند.
- **شرایط اقتصادی و سیاسی کلان:** این دسته بر پایه نظریه انتظارات عقلایی لوکاس (۱۹۷۲)، نظریه هزینه فرصت و نظریه ریسک سیاسی (برور، ۱۹۸۵) بنا شده است. برخلاف بعدهای قبلی که در سطح فرد بودند، اینجا شرایط کلان فضای تصمیم‌گیری را تعیین می‌کنند. نظریه انتظارات عقلایی توضیح می‌دهد که انتظارات تورمی و نرخ بهره، رفتار سرمایه‌گذار را نظام‌مند تغییر می‌دهند. نظریه ریسک سیاسی نشان می‌دهد که بی‌ثباتی نهادی، افق پیش‌بینی را کوتاه و هزینه اطلاعات را بالا می‌برد. وجه مشترک این عوامل این است که همگی متغیرهای بیرونی و کلان هستند که فرد کنترلی بر آن‌ها ندارد، اما مستقیماً جذابیت نسبی معکوس‌روی را تغییر می‌دهند. بنابراین، در یک بعد واحد قرار می‌گیرند.
- **محدودیت‌ها و انگیزه‌های نهادی-حرفه‌ای:** این دسته بر پایه نظریه نمایندگی جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، نظریه ریسک شغلی شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، و نظریه ابهام‌گریزی الیسباخ و وبر (۱۹۹۱) بنا شده است. نظریه نمایندگی توضیح می‌دهد چرا مدیر صندوق، منافع سرمایه‌گذار را فدای امنیت شغلی خود می‌کند. نظریه ریسک شغلی نشان می‌دهد که ارزیابی کوتاه‌مدت، مدیر را از ریسک‌های بلندمدت بازمی‌دارد. نظریه ابهام‌گریزی توضیح می‌دهد چرا فرد در شرایط مبهم، حتی با احتمال سود بالا، وارد نمی‌شود.

نظریه سوگیری بقا نشان می‌دهد که نمونه‌های نجات‌یافته، تصویر مخدوشی از موفقیت می‌سازند. وجه مشترک این عوامل این است که همگی محدودیت‌های ساختاری و انگیزشی هستند که فرد را از اقدام، حتی در حضور آگاهی، بازمی‌دارند. بنابراین، در یک بعد واحد قرار می‌گیرند.

در واقع با این منطق در دسته بندی تورش ها در قابل مضامین ۶ گانه فوق، می توان عوامل موثر بر تمایل سرمایه گذاران به انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس را در قالب یک زنجیره از فهم تا اقدام تبیین کرد که ۶ لایه موانع رفتاری برای انتخاب استراتژی معکوس را نشان می‌دهد:

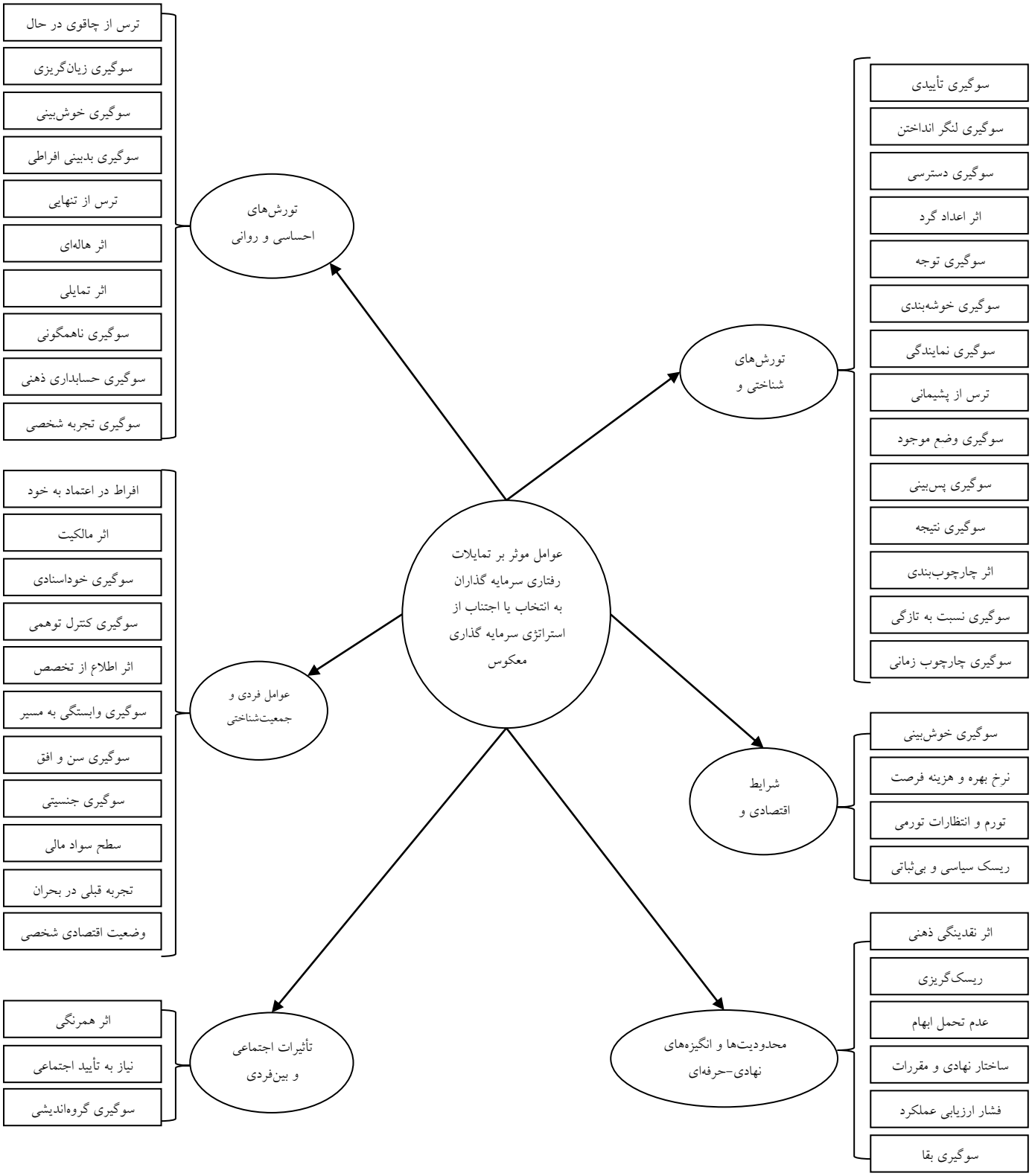
- ✓ بعد شناختی: سرمایه گذار، اطلاعات را اشتباه می‌فهمد.
- ✓ بعد احساسی: سرمایه گذار اطلاعات را درست می‌فهمد، اما واکنش هیجانی‌اش مانع اقدام است.
- ✓ بعد فردی: سرمایه گذار اطلاعات و احساسش متعادل است، اما ویژگی‌های پایدارش جهت تصمیم را تعیین می‌کند.
- ✓ بعد اجتماعی: سرمایه گذار، خودش می‌خواهد اقدام کند، اما هزینه اجتماعی مانع است.
- ✓ بعد اقتصادی–سیاسی: همه شرایط فردی مساعد است، اما شرایط کلان اجازه نمی‌دهد.
- ✓ بعد نهادی: همه شرایط مساعد است، اما ساختار و انگیزه شغلی مانع اقدام است.

پس از شناسایی ابعاد برگرفته از تورش ها، اعتبارسنجی نتایج نیز مورد ارزیابی قرار گرفته است. جدول (۱۰) نتایج برآورد مقادیر این دو شاخص را نشان می دهد.

جدول ۱۰. شاخص های برازندگی تحلیل عاملی اکتشافی

شاخص	یافته
KMO	۰/۹۴۵
آماره بارتلت	۱۲۴۷۰/۲۱۶
معناداری	۰/۰۰۰

با توجه به اینکه مقدار شاخص KMO در این تحلیل بزرگ تر از مقدار تجربی ۰/۷ بدست آمده می توان پذیرفت که حجم نمونه برای انجام تحلیل عاملی اکتشافی، از کفایت لازم برخوردار بوده است. هم چنین سطح معناداری آزمون بارتلت نیز کوچک تر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان می دهد فرض همانی بودن ماتریس کواریانس داده ها در این سطح خطا رد شده و می توان پذیرفت که امکان استخراج عوامل و مفاهیم مکنون از بین تورش های طرح شده در پرسشنامه وجود داشته است. بنابراین تحلیل عاملی اکتشافی انجام شده برای شناسایی مضامین کلی موثر بر تمایلات رفتاری سرمایه گذاران به انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس، از اعتبار لازم برخوردار است. شکل (۱)، شکل نهایی این مدل را بر اساس ۶ بعد اکتشاف شده در تحقیق و تورش های تبیین کننده آن ها نشان می دهد.



شکل۱. مدل اکتشافی عوامل موثر بر تمایلات رفتاری سرمایه گذاران به انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس

نتیجه گیری

در سوال اول پژوهش به بررسی عملکرد و ریسک استراتژی معکوس در مقایسه با استراتژی ارزشی پرداخته شد که براساس نتایج ارائه‌شده در جدول (۲) می‌توان نتیجه گرفت که استراتژی معکوس در آزمون‌های استرس پارامتری بر استراتژی ارزشی برتری نسبی دارد، هرچند این برتری در همه معیارها یکسان نیست. استراتژی معکوس در ۸ معیار از ۱۰ معیار عملکرد بهتری نشان داده است: میانگین بازده هر معامله، میانه بازده معاملات، نرخ برد، میانگین سود معاملات برنده، میانگین زیان معاملات بازنده، بازده بهترین معامله و نسبت سود به زیان. این یافته‌ها نشان می‌دهد که استراتژی معکوس هم از نظر کیفیت معاملات (میانگین، میانه، نسبت سود به زیان) و هم از نظر اطمینان معاملات (نرخ برد) و هم از نظر کنترل زیان (میانگین زیان بازنده) عملکرد پایدارتری داشته است. تنها معیاری که در آن استراتژی ارزشی برتر بوده، بازده بدترین معامله است، به این معنا که در بدترین سناریو، استراتژی ارزشی زیان کمتری را تجربه کرده است. این یافته با ماهیت محافظه‌کارانه‌تر استراتژی ارزشی هم‌خوان است، زیرا خروج بر اساس بازگشت به میانگین، زیان‌های طولانی‌مدت را محدود می‌کند. این یافته نشان می‌دهد که مزیت‌های معکوس در سطح معامله، در سطح پرتفوی به‌دلیل تعداد بالای معاملات، تعدیل می‌شود و دو استراتژی از نظر بازده نهایی به هم نزدیک می‌شوند. در مجموع، می‌توان نتیجه گرفت که استراتژی معکوس در شرایط آزمون استرس پارامتری، عملکرد متعادل‌تر و قابل‌اعتمادتری داشته است؛ زیرا هم نرخ برد بالاتری دارد، هم کیفیت معاملاتش بهتر است و هم در برابر زیان‌های بزرگ محافظت بهتری می‌کند. در مقابل، استراتژی ارزشی تنها در یک معیار (کنترل بدترین زیان) برتری نشان می‌دهد، که آن هم در بستر بازده مرکب به مزیت کل تبدیل نمی‌شود. با این حال، عدم معناداری بازده مرکب نشان می‌دهد که نمی‌توان ادعا کرد معکوس به‌طور قطع سودآورتر است؛ بلکه می‌توان گفت معکوس در سطح معامله کارآمدتر است، اما این کارآمدی در سطح پرتفوی به برتری قاطع تبدیل نمی‌شود. این یافته ها سازگار با نتایج مطالعات نجاتی و همکاران (۱۴۰۴)، سعادت زاده حصار و همکاران (۱۴۰۰)، راونداران و شاه (۲۰۲۶) و سادراشان و کومار (۲۰۲۶) می باشد.

در سوال دوم پژوهش به بررسی سوگیری های رفتار موثر بر تمایل سرمایه گذاران خرد به اتخاذ با اجتناب از استراتژی معکوس پرداخته شد که عوامل موثر بر تمایل سرمایه گذاران به انتخاب یا اجتناب از استراتژی سرمایه گذاری معکوس را در قالب یک زنجیره از فهم تا اقدام تبیین کرد که ۶ لایه موانع رفتاری برای انتخاب استراتژی معکوس را نشان می‌دهد:

- ✓ بعد شناختی: سرمایه گذار، اطلاعات را اشتباه می‌فهمد.
- ✓ بعد احساسی: سرمایه گذار اطلاعات را درست می‌فهمد، اما واکنش هیجانی‌اش مانع اقدام است.
- ✓ بعد فردی: سرمایه گذار اطلاعات و احساسش متعادل است، اما ویژگی‌های پایدارش جهت تصمیم را تعیین می‌کند.
- ✓ بعد اجتماعی: سرمایه گذار، خودش می‌خواهد اقدام کند، اما هزینه اجتماعی مانع است.
- ✓ بعد اقتصادی–سیاسی: همه شرایط فردی مساعد است، اما شرایط کلان اجازه نمی‌دهد.
- ✓ بعد نهادی: همه شرایط مساعد است، اما ساختار و انگیزه شغلی مانع اقدام است.

این یافته ها همراستا با نتایج مطالعات اکبرزاده و همکاران (۱۴۰۴)، جمشیدی و همکاران (۱۴۰۳)، خالید و همکاران (۲۰۲۶)، جهالانی و همکاران (۲۰۲۶) و بانرجی (۲۰۲۶) می باشد.

در نهایت، با توجه به نتایج به دست آمده در مطالعه حاضر پیشنهاد می شود سرمایه گذاران فعال در بازار سرمایه کشور می‌توانند با اذعان به سوگیری‌ها و تمایلاتی که در قضاوت همه ما مرتکب می‌شویم، نتایج خود را بهبود ببخشند. علاوه بر این، پیشنهاد می شود مدیران مالی می‌توانند از این یافته‌ها برای توسعه طرح‌های آگاهی مالی شخصی، بهبود آموزش مالی و اجرای سایر سیاست‌هایی برای تقویت استعدادهای مالی فردی و منجر به رونق اقتصادی که هم برای مردم و هم برای اقتصاد سودمند است، استفاده کنند.

منابع

اکبرزاده، توحید؛ زینالی، مهدی؛ پورکریم، یعقوب؛ بادآوری نهندی، یونس (۱۴۰۴)، بررسی مدلسازی رابطه بی قاعدگی ها در تصمیم گیری سرمایه گذاران در در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر ابعاد سوگیری شناختی، اقتصاد و بانکداری اسلامی دوره ۱۴ زمستان ۱۴۰۴ شماره ۵۳، صص۱۱۷-۱۴۰.

جمشیدی، آوان؛ سلجوقی، راضیه؛ پرندین، کاوه؛ کمری، کیا (۱۴۰۳)، بررسی تاثیر ادراک ریسک و سوگیری رفتاری و شناختی بر ریسک پذیری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱۱، شماره ۴ – شماره پیاپی ۴۳، صص۱۷۰-۱۴۵.

سعادت زاده حصار، بهزاد؛ عبدی، رسول؛ محمد زاده سالطه، حیدر؛ نریمانی، محمد (۱۴۰۰)، بررسی نقش سوگیری شناختی در رفتار سرمایه گذاران (معلم) در بورس، ۱۰(۲): ۶۶-۴۴.

نجاتی، زینب؛ شاه ویسی، فرهاد؛ دلاوری، سیدجواد(۱۴۰۴)، بررسی تاثیر نقش تعدیلی تمایل به ریسک مالی در اثرگذاری سوگیری های شناختی بر تصمیمات سرمایه گذاران فردی، پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی دوره ۴ تابستان ۱۴۰۴ شماره۱۲، صص۸۶-۶۹.

Abukari, Kobana, and Isaac Otchere. 2020. Dominance of hybrid contratum strategies over momentum and contrarian strategies: Half a century of evidence. Financial Markets and Portfolio Management 34: 471–505

Acker, D. and Duck, N.W. (2008), "Cross-cultural overconfidence and biased selfattribution", Journal of Socio-Economics, Vol. 37 No. 5, pp. 1815-1824

Almujamed, Hesham I., Suzanne Fifield, and David Power. 2013. An investigation of the role of technical analysis in Kuwait. Qualitative Research in Financial Markets 5: 43–64

Asness, Clifford, Andrea Frazzini, Ronen Israel, and Tobias Moskowitz. 2015. Fact, fiction, and value investing. The Journal of Portfolio Management 42: 34–52

Asri, M. (2013), Behavioral Finance, BPFEYogyakarta, Yogyakarta.

Ball, Ray, and S. P. Kothari. 1989. Nonstationary expected returns: Implications for tests of market efficiency and serial correlation in returns. Journal of Financial Economics 25: 51–74.

Ball, Ray, Joseph Gerakos, Juhani T. Linnainmaa, and Valeri Nikolaev. 2020. Earnings, retained earnings, and book-to-market in the cross section of expected returns. Journal of Financial Economics 135: 231–54.

Barber, B.M. and Odean, T. (2001), "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment", Quarterly Journal of Economics, Vol. 116 No. 1, pp. 261-292

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. A model of investor sentiment. Journal of Financial Economics 49: 307–43.

Basu, Sanjoy. 1977. Investment performance of common stocks in relation to their price earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. The Journal of Finance 32: 663–82

Basu, Sanjoy. 1977. Investment performance of common stocks in relation to their price earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. The Journal of Finance 32: 663–82.

Campbell, John Y., and Tuomo Vuolteenaho. 2004. Bad beta, good beta. American Economic Review 94: 1249–75

Chan, K. C. 1988. On the contrarian investment strategy. Journal of Business 61: 147–63

Chan, Louis K. C., Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok. 1991. Fundamentals and stock returns in Japan. The Journal of Finance 46: 1739–64

Choi, Jaehyung. 2021. Maximum drawdown, recovery, and momentum. Journal of Risk and Financial Management 14: 542

Conrad, Jennifer, and Gautam Kaul. 1998. An anatomy of trading strategies. The Review of Financial Studies 11: 489–519.

Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998), "Investor psychology and security Market under- and overreactions", Journal of Finance, Vol. 53 No. 6, pp. 1839-1885

Davis, R.E., Campbell, R., Hildon, Z., Hobbs, L. and Michie, S. (2015), "Theories of behaviour and behaviour change across the social and behavioural sciences: a scoping review", Health Psychology Review, Vol. 9 No. 3, pp. 323-344

De Bondt, W.F.M. and Thaler, R.H. (1995), "Chapter 13 Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective", in Handbooks in Operations Research and Management Science, Elsevier BV, pp. 385-410

Dreman, David N. 1998. It's tulip time onWall Street. Forbes 161: 325–25.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. The Journal of Finance 47: 427–65.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. The Journal of Finance 50: 131–55.

Gu, Anthony Yanxiang. 2015. Value, growth, size and performance along major market trends: Evidence from the us semiconductor firms. Academy of Accounting and Financial Studies Journal 19: 1.

Haugen, Robert A. 1995. The New Finance: The Case against Efficient Markets. Hoboken: Prentice Hall Hoboken

investment analysts to appraise investments in ordinary shares. Accounting and Business Research 14: 195–207.

Jagirdar, Sharneet Singh; Gupta, Pradeep Kumar (2023) : Value and contrarian investment strategies: Evidence from Indian stock market, Journal of Risk and Financial Management, ISSN 1911-8074, MDPI, Basel, Vol. 16, Iss. 2, pp. 1-19.

Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. The Journal of finance 48: 65–91.

Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. The Journal of finance 48: 65–91.

Jonas, E., Schulz-Hardt, S., Frey, D. and Thelen, N. (2001), "Confirmation bias in sequential information search after preliminary decisions: an expansion of dissonance theoretical research on selective exposure to information", Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 80 No. 4, pp. 557-571

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and RobertW. Vishny. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. The Journal of Finance 49: 1541–78

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and RobertW. Vishny. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. The Journal of Finance 49: 1541–78

Lalwani, Vaibhav, and Madhumita Chakraborty. 2018. Quality investing in the Indian stock market. Managerial Finance 44: 127–41.

Lo, AndrewW., and A. Craig MacKinlay. 1990. When are contrarian profits due to stock market overreaction? The Review of Financial Studies 3: 175–205

Lovell-Greene, N. J., J. F. Affleck-Graves, and A. H. Money. 1986. A survey of investment appraisal methods used by financial analysts in South Africa. Investment Analysts Journal 15: 7–19

Markowitz, H.M. (1952), "Portfolio selection", Journal of Finance, Vol. 7 No. 1, p. 77.

Mayo, H. B. 2011. Introduction to Investments: International Edition. Nashville: South-Western College Publishing.

Messis, P. and Zapranis, A. (2014), "Herding behaviour and volatility in the athens stock exchange", The Journal of Risk Finance, Vol. 15 No. 5, pp. 572-590

Mohapatra, Sabyasachi, and Arun Kumar Misra. 2020. Momentum returns: A portfolio-based empirical study to establish evidence, factors and profitability in Indian stock market. IIMB Management Review 32: 75–84.

Mun, Johnathan C., Geraldo M. Vasconcellos, and Richard Kish. 1999. Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. International Review of Financial Analysis 8: 215–34

Nomi, M. and Sabbir, Md.M. (2020), "Investigating the factors of consumers' purchase intention towards life insurance in Bangladesh: an application of the Theory of Reasoned Action", Asian Academy of Management Journal/Asian Academy of Management Journal, Vol. 25 No. 2, pp. 135-165

of ordinary shares by Saudi investors. Research in International Business and Finance 21: 69–86

Pani, Bijon, and Frank J. Fabozzi. 2021. Finding Value Using Momentum. The Journal of Portfolio Management 48: 264–83.

Phalippou, Ludovic. 2007. Can risk-based theories explain the value premium? Review of Finance 11: 143–66.

Pike, Richard, Johannes Meerjanssen, and Leslie Chadwick. 1993. The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany. Accounting and Business Research 23: 489–99.

Pontiff, Jeffrey, and Lawrence D. Schall. 1998. Book-to-market ratios as predictors of market returns. Journal of Financial Economics 49: 141–60.

Ritika and Kishor, N. (2020), "Development and validation of behavioral biases scale: a SEM approach", Review of Behavioral Finance, Vol. 14 No. 2, pp. 237-259

Rosenberg, Barr, Kenneth Reid, and Ronald Lanstein. 1998. Persuasive evidence of market inefficiency. Streetwise: The Best of the Journal of Portfolio Management, 48–55.

Sadhwani, Ranjeeta, and M. U. R. Bhayo. 2021. Momentum and disposition effect in the US stock market. Cogent Economics & Finance 9: 1999004.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. The limits of arbitrage. The Journal of Finance 52: 35–55.

Shunmugasundaram V and Aashna Sinha(2025), The impact of behavioral biases on investment decisions: a serial mediation analysis, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 30 No. 59, 2025, pp. 5-21.

Shunmugasundaram V and Aashna Sinha(2025), The impact of behavioral biases on investment decisions: a serial mediation analysis, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 30 No. 59, 2025, pp. 5-21.

Srivastava Harshita, Sana Moid(2025), Behavioral biases and individual investors investment decisions: mediating role of financial risk tolerance, Quality & Quantity, https://doi.org/10.1007/s11135-025-02352-y

Stattman, Dennis. 1980. Book values and stock returns. The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers 4: 25–45.

Thaler, R.H. and Benartzi, S. (2004), "Save more TomorrowTM: using behavioral economics to increase employee saving", Journal of Political Economy, Vol. 112 No. S1, pp. S164-S187

Tijjani, Bashir, Suzanne Fifield, and David M. Power. 2009. The appraisal of equity investments by Nigerian investors. Qualitative Research in Financial Markets 1: 6–26

Wang, Jing, Jim Haslam, and Claire Marston. 2011. The appraisal of ordinary shares by Chinese financial analysts. Asian Review of Accounting 19: 5–30