



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هفتم / شماره بیست‌وهشتم / زمستان ۱۳۹۷

رابطه پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس

جمال بحری ثالث

استادیار، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران (نویسنده مسئول)
j.bahri@iaurmia.ac.ir

عسگر پاک مرام

دانشیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
Pakmaram@bonabiau.ac.ir

علی افروزیان آذر

دانشجوی دکتری تخصصی، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
Ali.afrozianazar67@yahoo.com

قدرت قادری

دانشجوی دکتری تخصصی، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
ghaderi.gh@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۵/۱۰

چکیده

تحقیقات متعددی اثبات کرده‌اند که در افق‌های زمانی متفاوت کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت بازده سهام عملکرد متفاوتی دارند. دو استراتژی مهم و پرکاربرد در بین تحلیلگران، مدیران پرتفوی و سایر سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه حال حاضر دنیا استراتژی معکوس و استراتژی مومنتوم می‌باشند. در هردوی این استراتژی‌ها که دقیقاً در مقابل یکدیگر قرار می‌گیرند، سعی می‌شود که با استفاده از عملکرد گذشته، عملکرد آتی را پیش‌بینی و بازدهی اضافی ایجاد نمایند. هدف اصلی پژوهش تجربی حاضر تعیین تأثیر میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های مورد مطالعه این پژوهش سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ بوده و رویکرد این پژوهش همبستگی^۱ و گرایش کاربردی^۲ و لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از نظر استدلال از نوع استقرایی می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که بازده پرتفوی برندگان با بازده پرتفوی بازندگان بر اساس اثر نسبت نگهداری سهامداران نهادی با سودهای مومنتوم رابطه ندارد. از این رو رابطه معنی‌دار بازده پرتفوی برندگان و بازندگان بر اساس نسبت نگهداری سهامداران نهادی

با سودهای معکوس در دوره‌های یک‌ماهه و سه‌ماهه مشاهده گردید. لذا، نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی در دوره کوتاه‌مدت عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم و معکوس می‌باشد. بدین معنی نسبت بالای نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی می‌تواند موجب کسری/مازاد عرضه و افزایش/کاهش قیمت‌ها شود و برعکس نسبت پایین نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی موجب مازاد/کسری عرضه و کاهش/افزایش قیمت‌ها می‌شود.

واژه‌های کلیدی: پرتفوی برندگان و بازندگان، سهامداران نهادی، سودهای مومنتوم، سودهای معکوس.

۱- مقدمه

بر اساس فرضیه بازار کارا روند و الگوی خاصی در بازدهی اوراق بهادار وجود ندارد و رفتار قیمت‌ها تصادفی و غیرقابل پیش‌بینی است و عملکرد پرتفوی مستقل از گذشته آن می‌باشد. لیکن مطالعات متعدد اخیر نشان داده‌اند که در افق زمانی میان مدت (۳-۱۲ ماه) در بازده سهام مومنتوم^۳ وجود دارد، یعنی عملکرد مطلوب برندگان گذشته و عملکرد ضعیف بازندگان گذشته در این بازه زمانی استمرار می‌یابد.

جیگادیش و تیتمن^۴ (۱۹۹۳) اثبات کردند استراتژی که مبادرت به خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده قبلی می‌نماید، تقریباً بازده اضافی ماهانه یک درصد در طی ۶ ماه بعدی ایجاد می‌نماید. محققین دیگری از جمله کون راد و کول^۵ (۱۹۹۸)، مارکوویتز^۶ و گرینبلات (۱۹۹۹)، راون هورست^۷ (۱۹۹۸)، دوگنز و مکنایت^۸ (۲۰۰۵) و غیره به اثبات سودمندی استراتژی مومنتوم در بازار سهام ایالات متحده آمریکا و اروپا پرداخته‌اند. در حالی که وجود مومنتوم در بازده سهام، در نقاط مختلف جهان اثبات شده است و علیرغم اینکه به نظر می‌رسد سودمندی مومنتوم چندان بحث‌انگیز نباشد، محرک‌های دقیق این اثر به‌عنوان یک سؤال تجربی باقی مانده است و این مسئله که چه عواملی می‌توانند محرک‌های دقیق مومنتوم باشند چندان معلوم و آشکار نیست (مکنایت و هو^۹، ۲۰۰۶).

هنگ، لیم و استین^{۱۰} فرض می‌کنند که مومنتوم از انتشار تدریجی اطلاعات خاص شرکت ناشی می‌شود. نتایج کار ایشان نشان داد استراتژی مومنتوم در خصوص سهام‌های دارای پوشش تحلیلیگر پایین‌تر مؤثرتر است و پوشش تحلیلیگر بیشتر از اندازه اثر مومنتوم را در بازار سهام انگلستان تحریک می‌کند (هنگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۰).

لذا این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که بازده پرتفوی برندگان و بازده پرتفوی بازندگان بر اساس نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس چه رابطه‌ای دارد؟ در این پژوهش جهت پاسخ به این سؤال، ابتدا مبانی نظری و پیشینه مربوط به استراتژی‌های مومنتوم و معکوس تشریح، سپس فرضیه‌های پژوهش تدوین و طی دوره زمانی هفت‌ساله با توجه به استخراج دوره‌های تشکیل و نگهداری ۱،۳ و ۶ ماهه متوالی با انتخاب جامعه آماری پژوهش به صورت قضاوتی و گزینشی با اعمال محدودیت‌هایی آزمون شده‌اند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

استراتژی‌های مومنتوم و معکوس دو گزینه متقابل استراتژی‌های معامله می‌باشند. سودهای مومنتوم و معکوس توسط تفاوت‌های مقطعی^{۱۲} بازده مورد انتظار اوراق بهادار و یا از طریق پیش‌بینی پذیری سری‌های زمانی^{۱۳} بازده سهام قابل توضیح می‌باشند. به‌طور کلی ادبیات بر روی پیش‌بینی پذیری سری زمانی متمرکز بوده است، اما اخیراً الگوهای مقطعی بسیار مورد توجه بوده است (لو و مکینلی^{۱۴}، ۱۹۹۰). توجه به این نکته حائز اهمیت است که صرف‌نظر از نوع استراتژی فرضیه مقدم این است که موفقیت این استراتژی‌ها مبتنی بر رفتار

زمانی قیمت دارایی‌ها می‌باشد. عملکرد گذشته اوراق بهادار با برخی معیارها نظیر متوسط بازده پرتفوی مرتبط است که این امر برخلاف مدل گشت تصادفی^{۱۵} و کارایی بازار می‌باشد.

تفاوت اصلی بین استراتژی‌ها در افق زمانی بررسی و به‌کارگیری آن‌ها می‌باشد، نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که دوره‌های نگهداری متفاوت، استراتژی‌های متفاوت می‌توانند سودمند باشند. چنانکه در دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت (کمتر از سه ماه) روندها برمی‌گردند و بنابراین استراتژی معکوس مناسب است. این خود می‌تواند به خاطر خودهمبستگی^{۱۶} مقطعی و نیز هزینه‌های معامله باشد. در دوره زمانی میان‌مدت (سه تا دوازده ماهه) به نظر می‌رسد که برندگان گذشته نسبت به بازندگان گذشته بهتر عمل می‌کنند که این خود می‌تواند به خاطر عکس‌العمل کمتر از اندازه باشد. در نهایت در دوره زمانی بلندمدت (سه تا پنج سال) به نظر می‌رسد استراتژی معکوس سودمند است و بازندگان تاریخی نسبت به برندگان تاریخی بهتر عمل می‌کنند (لولن^{۱۷}، ۲۰۰۲).

بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی را به‌صورت سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادها و موسسه‌هایی از این قبیل تعریف می‌کند. در کشورهای توسعه‌یافته مانند آمریکا و انگلیس، چهار نوع اصلی از سهامداران نهادی وجود دارد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۸۸).

۱) صندوق‌های بازنشستگی

۲) شرکت‌های بیمه

۳) شرکت‌های سرمایه‌گذاری

۴) بانک‌ها

در دهه‌های اخیر سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ‌ترین مالکان شرکت‌ها محسوب می‌شود و کنترل درصد زیادی از سهام بازار و شرکت‌ها را در دست دارند.

هایاشی^{۱۸} (۲۰۰۳) بیان می‌کند که سهامداران نهادی در سال ۲۰۰۳ حدود شصت درصد از سهام موجود در بازار ایالات‌متحده آمریکا را تحت کنترل داشتند. این در حالی است که تیلور^{۱۹} (۱۹۹۰) بیان می‌کند، این میزان در سال‌های ۱۹۵۰، ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به ترتیب برابر با ۳۳/۸ و ۴۵ درصد بوده است با افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی نقش آن‌ها نیز به تدریج رو به تغییر و تحول نهاد و آن‌ها از سهامداران ساده به سهامداران با قدرت نظارت بر عملکرد مدیران تبدیل شدند. تا قبل از آن، سهامداران نهادی به‌درستی در امور و فرایندهای تصمیم‌گیری دخالت داده نمی‌شدند و به‌راحتی تحت فرمان مدیران قرار داشتند. سهامداران نهادی در گذشته به محض نارضایتی از عملکرد مدیران شرکت یا عملکرد سهام اقدام به فروش سهام در دست خود می‌کردند (باتالا و همکاران^{۲۰}، ۱۹۹۰). به تدریج با در دست گرفتن اداره سهام افراد توسط سهامداران نهادی توزیع مالکیت در شرکت‌ها رو به تحول نهاد سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل‌توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار شدند (چن و همکاران، ۲۰۰۷).

در ایران نیز برخی از موسسه‌ها و سازمان‌ها به‌عنوان سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت برخی از شرکت‌ها دیده می‌شوند. از این قبیل سازمان و موسسه‌ها می‌توان به موسسه‌های بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی

سازمان‌های تأمین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی، بنیاد شهید و امور ایثارگران، بنیاد پانزده خرداد، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و هلال احمر اشاره کرد. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که شرکت‌ها با تغییراتی دریافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند (رحمان سرشت و مظلومی، ۱۳۸۴) و چنین فرض می‌شود که این سهامداران از توانایی لازم جهت تأثیرگذاری بر تصمیم‌ها و سیاست‌های شرکت سرمایه پذیر برخوردار هستند (فروغی و همکاران، ۱۳۸۸).

با استناد به بیانیه مطرح شده و نیز با توجه به تقسیم‌بندی سهامداران بر اساس درصد مالکیت (سهامداران جزئی، اثرگذار کنترل‌کننده) این امکان وجود دارد که سهامداران نهادی با درصد مالکیت کمتر از ۲۰٪ در برخی از شرکت‌ها تأثیر و نفوذ فراوانی بر تصمیمات و سیاست‌های مالی شرکت داشته باشند، ولی در برخی دیگر از شرکت‌ها فاقد چنین تأثیرگذاری باشند به طوری که همان‌گونه که بیان شد سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ اندازه سهام، تخصص در جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیران تفاوت‌های زیادی با سهامداران جزء دارند؛ آن‌ها منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند، اما اینکه آیا واقعاً از قدرت و منابع خود برای نظارت استفاده می‌کنند و بر مدیران فشار می‌آورند سؤالی است که در بسیاری از ذهن‌ها به وجود می‌آید. به واسطه این پیش فرض که سرمایه‌گذاران نهادی دانش و مهارت‌های معاملاتی عالی تری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی دارند. در نتیجه، در بازارهایی که نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی زیاد می‌باشد، سرمایه‌گذاران انفرادی اغلب رفتار سرمایه‌گذاران نهادی را تقلید می‌نمایند. این نوع از پدیده در بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای پیشرفته مشترک‌تر است، اما نیاز به مشارکت بالنسبه زیاد سرمایه‌گذاران نهادی دارد. با توجه به تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر روندهای بازار در این مطالعه سعی شده تأثیر نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی بر روی استراتژی‌های معاملاتی بررسی گردد. سرمایه‌گذاران نهادی شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و بیمه‌ها می‌باشد (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۴).

پیشینه تجربی

فاما و فرنچ (۱۹۹۶)، در پژوهشی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا رابطه بین استراتژی‌ها و بازدهی پرتفوی‌ها را می‌توان با مدل سه عاملی فاما و فرنچ توضیح داد؟ در این پژوهش آن‌ها پرتفوی‌ها را بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و رشد فروش، نسبت سود هر سهم به فروش و رشد فروش، نسبت بهای تمام‌شده به فروش و فروش تشکیل دادند. بر اساس نتایج تحقیق مدل سه عاملی آن‌ها بیش از نود درصد بازدهی‌های حاصل از استراتژی‌های مختلف را توضیح می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که با افزایش نسبت ارزش شرکت‌ها بازدهی میانگین پرتفوی‌ها نیز افزایش می‌یابد.

هون و پاولو (۲۰۰۳)، سودهای قابل توجه برای استراتژی شتاب بلندمدت‌تر بازار سهام استرالیا یافته‌اند، اما هیچ سودآوری برای استراتژی‌های معکوس در این بازه زمانی مشاهده نگردیده‌اند. دمیر و همکاران (۲۰۰۴)، دریافتند که استراتژی شتاب نسبت به استراتژی مومنوم در بازار سرمایه استرالیا سودآورتر است. هان و تانکس (۲۰۰۳)، به شواهدی قابل توجه از وجود اثر شتاب در افق‌های زمانی کوتاه‌مدت و میان‌مدت در بازار سهام

انگلستان دست‌یافته‌اند. نارانیو و پورت (۲۰۰۷)، نشان داده‌اند که استراتژی‌های شتاب بین شکوری برای بازارهای نوظهور سودآورتر از بازارهای سهام توسعه‌یافته بوده است. گالاریوتیز و همکاران (۲۰۰۷)، در پژوهشی دریافته‌اند که استراتژی شتاب برای دوره‌های کوتاه‌مدت و استراتژی معکوس در دوره‌های طولانی‌تر تشکیل و نگهداری می‌شوند. ناتن و همکاران (۲۰۰۸)، شواهدی از سودآوری استراتژی شتاب برای سهام بورس اوراق بهادار شانگهای یافته‌اند، اما هیچ رابطه معنی‌داری میان حجم معاملات گذشته و سودهای شتاب مشاهده نکرده‌اند. زایوکیدایز و زاکوریز (۲۰۰۹)، دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت می‌توانند با در نظر گرفتن اطلاعات منحصره‌فرد گذشته شرکت‌ها، به‌طور قابل‌توجهی از استراتژی‌های شتاب سود ببرند.

فاما و فرنچ (۲۰۱۵)، در مطالعه‌ای به آزمون مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در سطح جهانی در بازه سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج گویای این است که در شمال آمریکا، اروپا و آسیا و اقیانوسیه بازدهی میانگین سهام با B/M و سودآوری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری رابطه منفی دارد. این الگو در شرکت‌ها با اندازه کوچک قوی‌تر از شرکت‌ها با اندازه بزرگ است ولی در کشور ژاپن همبستگی میان بازدهی میانگین با سودآوری و سرمایه‌گذاری کم است. اما مدل پنج عاملی در تبیین رفتار سهام با بازدهی پایین در شرکت‌های کوچک که سرمایه‌گذاری بالایی دارند ولی سودآوری آن‌ها پایین است موفق عمل نکرده است. هان (۲۰۱۳)، به ارزیابی سودآوری استراتژی‌های مومنتوم و معکوس در بازار سرمایه چین پرداخته‌اند و به این نتیجه دست یافتند که در دوره کوتاه‌مدت، استراتژی معکوس سودآورتر و در دوره بلندمدت، استراتژی مومنتوم سودآورتر است.

کاکچی^{۱۱} (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان مدل پنج عاملی فاما و فرنچ: شواهدی از بازارهای جهانی به بررسی کارایی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در بازار اوراق بهادار ۲۳ کشور توسعه یافته در طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۴ پرداختند. در این تحقیق از مدل سه عاملی، چهار عاملی و پنج عاملی برای بررسی میزان توضیح دهنده بازدهی پرتفوی‌ها استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد که در آمریکای شمالی و اروپا و بازارهای جهانی مدل پنج عاملی قابلیت توضیح دهنده بیشتری نسبت به مدل‌های سه و چهار عاملی دارد ولی در بازارهای ژاپن و آسیا و اقیانوسیه این مدل توضیح دهنده کافی را ندارد. همچنین نتایج نشان داد که در بازارهای منطقه‌ای مدل پنج عاملی عملکرد بهتری نسبت به بازارهای جهانی دارد. سایپیریا و همکاران (۲۰۱۶)، دریافتند که سودآوری استراتژی معکوس نسبت به استراتژی مومنتوم در بازار سرمایه هندوستان بیشتر است.

بدری و فتح‌الهی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان مومنتوم بازده: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه دست یافتند که مومنتوم بازده تا دوره میان‌مدت، از طریق مدل‌های رفتاری قابل توضیح است و فرا واکنشی بازار می‌تواند موجب ایجاد مومنتوم باشد. در دوره بلندمدت، مومنتوم بازده ناپایدار شده و بازده استراتژی‌های مبتنی بر مومنتوم، بازده نزدیک به صفر و بی‌معنی می‌شود. احمدی و آقا لطفی (۱۳۸۹)، در پژوهشی نشان دادند که بین سود خالص شرکت‌ها و بازده سهام آن‌ها رابطه مستقیم وجود دارد. در تحقیق فوق رابطه بین متغیرها در طی فاصله زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ به‌طور سالانه برای ۲۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت خودروسازی که به‌طور مستمر طی سال‌های مذکور فعال بوده‌اند مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین نتایج حاکی از آن است که جریان نقد عملیاتی تأثیر معناداری روی بازده سهام ندارد. قائمی و

طوسی (۱۳۸۵) به بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از رابطه معنی‌دار و مثبت بازده سهام با شاخص ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت و نسبت P/E می‌باشد. همچنین مشخص گردید که سه متغیر اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت P/E به‌علاوه مقدار ثابت برکنار یکدیگر به‌طور معنی‌داری بازده‌های سهام را تشریح می‌نمایند و هنگامی که متغیرهای مستقل به‌طور مجزا با بازده سهام سنجیده شود ملاحظه شد که بین نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار سهام و همچنین حجم مبادلات سهام با بازده رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور بررسی رابطه بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، با پیروی از تحقیقات سایپریا و همکاران (۲۰۱۶) و هان (۲۰۱۳)، فرضیه‌های زیر مطرح شده است:

◀ **فرضیه اول:** میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم رابطه دارد.

◀ **فرضیه دوم:** میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس رابطه دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع توصیفی و از نظر ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورداستفاده قرار گیرد، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. برای گردآوری داده‌های پژوهش، از پایگاه رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه‌های اینترنتی رسمی مرتبط، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ - ۱۳۹۴ است، طی این دوره زمانی هفت‌ساله با توجه به استخراج دوره‌های تشکیل و نگهداری یک، سه و شش‌ماهه متوالی بوده که برای اجرای تحقیق کافی می‌باشد و علاوه بر این تا ابتدای سال ۱۳۸۷ بسیاری از شرکت‌ها در بورس پذیرفته شده‌اند.

انتخاب نمونه آماری تحقیق به‌صورت قضاوتی و گزینشی صورت گرفته است، جهت انجام نمونه‌گیری شرایط ذیل در نظر گرفته شده است:

الف: شرکت‌های انتخابی باید تا ابتدای فروردین ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

ب: از نظر تعداد روزهای معاملاتی در چارک چهارم قرار داشته باشند (بالاتر از $Q4 = 800$ باشند).

بدین منظور شرکت‌های حائز شرایط (الف) را از نظر تعداد روزهای معاملاتی به ترتیب صعودی مرتب‌شده و شرکت‌هایی که دارای بیشترین تعداد روزهای معاملاتی بوده‌اند انتخاب شده است.

بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ شرایط فوق را دارا بودند. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش در محدوده زمانی فوق و شرکت‌های انتخابی مورد آزمون قرار گرفته‌اند.

۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل:

- سود مومنتوم: در این پژوهش سودهای مومنتوم با پیروی از پژوهش رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) به دست می‌آید. لذا، در مرحله اول سهام بر اساس بازده شش ماهه دوره تشکیل به ترتیب صعودی رتبه‌بندی می‌شود و برای دوره شش ماهه آتی نگهداری می‌شود. سپس سهام نمونه بر مبنای بازدهی دوره تشکیل و بر اساس استراتژی ۳۰-۴۰-۳۰ به سه طبقه تقسیم می‌شود. طبقه اول (P1)، شامل ۳۰ درصد از سهام نمونه و دارای بدترین عملکرد «سهام بازنده». طبقه دوم (P2)، شامل ۴۰ درصد از سهام نمونه و دارای عملکرد متوسط. طبقه سوم (P3)، دربرگیرنده ۳۰ درصد از سهام و دارای بهترین عملکرد «سهام برنده» سود مومنتوم عبارت است از: تفاوت مثبت بین میانگین بازدهی طبقه اول و طبقه سوم (P3-P1) در دوره نگهداری است.
- سود معکوس: در این پژوهش سودهای معکوس با پیروی از پژوهش رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) و فلاح شمس و همکاران (۱۳۹۲) به دست می‌آید. لذا، ابتدا سهام بر اساس بازده شش ماهه دوره تشکیل به ترتیب صعودی رتبه‌بندی می‌شود و برای دوره شش ماهه آتی نگهداری می‌شود. سپس سهام نمونه بر مبنای بازدهی دوره تشکیل و بر اساس استراتژی ۳۰-۴۰-۳۰ به سه طبقه تقسیم می‌شود. طبقه اول (P1)، شامل ۳۰ درصد از سهام نمونه و دارای بدترین عملکرد «سهام بازنده». طبقه دوم (P2)، شامل ۴۰ درصد از سهام نمونه و دارای عملکرد متوسط. طبقه سوم (P3)، دربرگیرنده ۳۰ درصد از سهام و دارای بهترین عملکرد «سهام برنده». سود معکوس عبارت است از: تفاوت منفی بین میانگین بازدهی طبقه اول و طبقه سوم (P3-P1) در دوره نگهداری است.
- نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی: با توجه به تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر روندهای بازار در این مطالعه سعی شده تأثیر نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی بر روی استراتژی‌های معاملاتی بررسی گردد. سرمایه‌گذاران نهادی شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و بیمه‌ها می‌باشد.

جدول ۱- ارتباط بین بازدهی مومنتوم و نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی

	I ₁ نسبت نگهداری پایین	I ₂ نسبت نگهداری متوسط	I ₃ نسبت نگهداری بالا	اثر نسبت نگهداری
R ₁ (زیان دیدگان)	R ₁ I ₁	R ₁ I ₂	R ₁ I ₃	R ₁ I ₃ - R ₁ I ₁
R ₃	R ₃ I ₁	R ₃ I ₂	R ₃ I ₃	R ₃ I ₃ - R ₃ I ₁
R ₅ (سود دیدگان)	R ₅ I ₁	R ₅ I ₂	R ₅ I ₃	R ₅ I ₃ - R ₅ I ₁
اثر مومنتوم	R ₅ I ₁ - R ₁ I ₁	R ₅ I ₂ - R ₁ I ₂	R ₅ I ₃ - R ₁ I ₃	

در مدل مورد استفاده در این پژوهش، R ارائه‌دهنده بازده پرتفوی از سود دیدگان و زیان دیدگان و I نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی را ارائه می‌دهند.

در این مطالعه، نسبت نگهداری بالای سهام به وسیله کاهش تعداد سهام در دسترس برای معامله می‌تواند به طور بالقوه بر بازار تأثیرگذار باشد. در نتیجه نسبت بالای نگهداری سهام می‌تواند موجب کمبود عرضه سهام و در نتیجه افزایش قیمت‌ها شود. برعکس نسبت پایین نگهداری سهام می‌تواند موجب مازاد عرضه و کاهش قیمت‌ها گردد، اگر نهادها کوشش کنند که به طور هم‌زمان مقدار زیادی از سهام را عرضه کنند. بنابراین، افزایش و کاهش نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به فعالیت خرید و فروش آن‌ها می‌تواند به عنوان سیگنالی جهت خرید و فروش سهام استفاده گردد (سایپریا و همکاران، ۲۰۱۶ و هان، ۲۰۱۳).

۶- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره‌های توصیفی

نتایج آمار توصیفی حاصل از پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۲- تعداد پرتفوی تشکیل شده در دوره‌های مختلف

دوره تشکیل و دوره نگهداری	یک‌ماهه - شرکت	سه‌ماهه - شرکت	شش‌ماهه - شرکت
تعداد	۱۲۶۷۲	۴۲۲۲	۲۱۱۲
پرتفوی	۸۴	۲۸	۱۴

قبل از این که به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول شماره (۲) مورد بررسی قرار می‌گیرد.

جدول (۳): میانگین پرتفوی تشکیل شده بر اساس استراتژی‌های مومنتوم و معکوس

پرتفوی	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
پرتفوی سود دیدگان	۱	۳۳/۲۲۷	۵۴/۶۵۱	۸/۰۳۳	۶۳/۹۰۵
	۳	۳۷/۴۸۳	۲۷/۲۰	۸/۸۵۸	۹۸/۶۹۷
	۶	۷۴/۷۷۸	۴۹/۹۶۰	۲۲/۷۲۵	۲۰۵/۹۶۹
پرتفوی زیان دیدگان	۱	-۱۰/۴۳۷	۲۶/۵۱۳	-۲۴۶/۲۰۶	۱/۴۰۱
	۳	-۱۰/۰۰۳	۹/۵۳۹	-۲۹/۵۵۳	۱۱/۴۶۰
	۶	-۱۳/۳۷۳	۶/۰۹۹	-۳۴/۱۸۱	۳۰/۰۵۱
نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی	۱	۴/۰۷۶	۱۰/۷۶۰	۰/۶۳۰	۰/۷۵۱
	۳	۰/۱۴۴	۰/۹۴۳	۰/۶۱۰	۰/۸۲۰
	۶	۲/۹۹۸	۲/۸۰۶	۰/۶۷۰	۰/۹۵۰

جدول (۳) نشان‌دهنده میانگین هر یک از پرتفوی‌های برنده و بازنده بر اساس استراتژی‌های مومنتوم و معکوس یک‌ماهه، سه‌ماهه و شش‌ماهه می‌باشد. میانگین پرتفوی سود دیدگان در دوره‌های یک، سه و شش‌ماهه به ترتیب برابر با ۳۳/۲۲۷، ۳۷/۴۸۳ و ۷۸/۷۷۸ و میانگین پرتفوی زیان دیدگان دوره‌های یک، سه و شش‌ماهه به ترتیب برابر با -۱۰/۴۳۷، -۱۰/۰۰۳ و -۱۳/۳۷۳ - میانگین نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در دوره‌های یک، سه و شش‌ماهه به ترتیب برابر با ۴/۰۷۶، ۰/۱۴۴ و ۲/۹۹۸ می‌باشند. همان‌طور که در این جدول نشان داده شده است، بازده پرتفوی برنده همواره بزرگ‌تر از بازده پرتفوی‌های بازنده است.

۷-۲- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم رابطه دارد.

فرضیه اول مبنی بر رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم می‌باشد. نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که ضریب ثابت بتا در تمامی پرتفوی‌ها و در دوره‌های موردبررسی مثبت می‌باشد، که نشان‌دهنده بازدهی بیشتر استراتژی‌های مومنتوم نسبت به بازدهی بازار در تمامی دوره‌ها می‌باشد. لذا ضریب بتای مثبت برای پرتفوی اول (۱*۱) در دوره‌های تشکیل و نگهداری معنی‌دار می‌باشد که نشان می‌دهد سهامداران نهادی با استراتژی مومنتوم این پرتفوی رابطه معنی‌داری دارد. لذا، نتایج نشان می‌دهد که در پرتفوی اول (۱*۱) فرضیه اول تأیید می‌شود و در دو پرتفوی (۳*۳) و (۶*۶) این فرضیه رد می‌شود. به عبارتی نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در پرتفوی اول عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم می‌باشد و همچنین، رابطه معنی‌دار نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم در پرتفوی دوم و سوم مشاهده نگردید.

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه اول

Coefficients		D-W	Mom _{it} =β ₁ +β ₂ ((R5I3-R1I3)-(R5I1-R1I1))+ε _{it}				پرتفوی
(R5I3-R1I3)- (R5I1-R1I1)	Constant		P-Value	F	R ² adj	R ²	
۷/۳۳۶***	۳/۷۹۰***	۲/۱۹۹	۰/۰۰۰	۷۹۶/۴۱	۰/۰۶۷	۰/۰۶۸	۱*۱
۷/۷۹۶	۶/۳۵۷***	۱/۴۶۴	۰/۰۰۹	۱۱/۱۷۰	۰/۰۰۶	۰/۰۴۴	۳*۳
۶/۲۶۳	۴/۶۲۲	۱/۵۴۹	۰/۰۴۸	۲/۹۵۲	۰/۰۱۳	۰/۰۷۴	۶*۶
*** سطح معنی داری با اطمینان ۹۹٪ ** سطح معنی داری با اطمینان ۹۵٪ * سطح معنی داری با اطمینان ۹۰٪							

فرضیه دوم: میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس رابطه دارد.

فرضیه دوم مبنی بر رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس می‌باشد. نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که ضریب ثابت بتا در پرتفوی اول مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده بازدهی بیشتر استراتژی‌های معکوس نسبت به بازدهی بازار در دوره اول می‌باشد. همچنین، ضریب ثابت بتا در پرتفوی‌های دوم و سوم منفی می‌باشد که نشان‌دهنده بازدهی کمتر استراتژی‌های معکوس نسبت به بازدهی بازار در دوره‌های دوم و سوم می‌باشد. لذا ضریب بتای مثبت برای پرتفوی اول (۱*۱) و ضریب بتای منفی برای پرتفوی دوم (۳*۳) در دوره‌های تشکیل و نگهداری معنی‌دار می‌باشد که نشان می‌دهد میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با استراتژی معکوس این پرتفوی‌ها رابطه معنی‌داری دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که در پرتفوی‌های اول (۱*۱) و دوم (۳*۳) فرضیه دوم تأیید می‌شود و در پرتفوی (۶*۶) این فرضیه رد می‌شود. به عبارتی نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در پرتفوی اول و دوم عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی سودهای معکوس می‌باشد و همچنین، رابطه معنی‌دار نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس در پرتفوی سوم مشاهده نگردید.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه دوم

Coefficients		D-W	Rev _{it} =β ₁ +β ₂ ((R5I3-R1I3)-(R5I1-R1I1))+ε _{it}				پرتفوی
(R5I3-R1I3)- (R5I1-R1I1)	Constant		P-Value	F	R ² adj	R ²	
۳/۷۶۰***	۲۸/۳۳۶***	۲/۲۰۳	۰/۰۰۰	۷۸۴/۶۴	۰/۰۶۶	۰/۰۶۶	۱*۱
-۵/۴۵۲*	-۴۶/۷۰۱***	۱/۷۹۳	۰/۰۰۹	۱۱/۸۰۱	۰/۰۲۹	۰/۰۶۶	۳*۳
-۱/۷۸۹	-۸/۷۸۵***	۱/۳۴۴	۰/۰۳۶	۱/۲۳۵	۰/۰۶۲	۰/۰۹۹	۶*۶
*** سطح معنی داری با اطمینان ۹۹٪ ** سطح معنی داری با اطمینان ۹۵٪ * سطح معنی داری با اطمینان ۹۰٪							

۷- نتیجه‌گیری و بحث

در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار منعکس می‌شود به سرعت بر قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است، به بیان دیگر ویژگی مهم بازار کارا این است که قیمت تعیین شده در بازار، شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. بنابراین بازار کارا به بازاری اطلاق می‌شود که در آن قیمت اوراق بهادار از قبیل قیمت سهام عادی، منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار باشد. بازار کارا باید نسبت به اطلاعات جدید، حساس باشد. اگر اطلاعات تازه‌ای به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها، متناسب با جهت اطلاعات یادشده، تغییر خواهد کرد.

فرضیه اول مبنی بر رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در پرتفوی اول (۱*۱) فرضیه اول تأیید می‌شود و در دو پرتفوی (۳*۳) و (۶*۶) این فرضیه رد می‌شود. به عبارتی نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در پرتفوی اول عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم می‌باشد و همچنین، رابطه معنی‌دار نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم در پرتفوی دوم و سوم مشاهده نگردید. لذا، نتایج این فرضیه در پرتفوی اول با یافته‌های هان (۲۰۱۳) و ساپیرا و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد و در پرتفوی دوم و سوم با یافته‌های مذکور مطابقت ندارد و با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ‌گونه پژوهشی در مورد ارتباط بین متغیرها انجام نشده است، مقایسه نتایج پژوهش در داخل کشور امکان‌پذیر نیست. به طور کلی نتایج حاصل از فرضیه اول در پرتفوی اول که سبب کشف رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم شد و مطابق با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد و در پرتفوی دوم سوم سبب کشف رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم نشد و مغایر با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد؛ با این حال به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در زمان خرید سهام جهت نگهداری در کوتاه‌مدت از استراتژی مومنتوم استفاده نمایند. به طور کلی نتیجه آزمون این فرضیه در پرتفوی اول نشان داد که نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی بر اساس پرتفوی اول عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم می‌باشد. بدین معنی نسبت بالای نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی می‌تواند موجب کسری عرضه و افزایش قیمت‌ها شود و برعکس نسبت پایین نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی موجب مازاد عرضه و کاهش قیمت‌ها می‌شود. لذا، کاهش و افزایش نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی با توجه به فعالیت خرید و فروش آن‌ها می‌تواند به عنوان سیگنالی برای خرید و فروش سهام استفاده شود. از این رو، نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی بر اساس پرتفوی‌های دوم و سوم عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم نمی‌باشند. نتایج این فرضیه بر اساس پرتفوی‌های دوم و سوم با یافته‌های پژوهش جیلوسی و بونسرتین (۲۰۰۳) همسو می‌باشد، به طوری که نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد دلیل خرید و فروش سهام توسط سهامداران نهادی تنها به خاطر این است که سایر سرمایه‌گذاران نیز درگیر رفتار گله‌ای هستند.

فرضیه دوم مبنی بر رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در پرتفوی‌های اول (۱*۱) و دوم (۳*۳) فرضیه دوم تأیید می‌شود و در پرتفوی (۶*۶) این فرضیه رد می‌شود. به عبارتی نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در پرتفوی اول و دوم عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی سودهای معکوس می‌باشد و همچنین، رابطه معنی‌دار نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس در پرتفوی سوم مشاهده نگردید. به‌طور کلی نتیجه آزمون این فرضیه در پرتفوی اول و دوم نشان داد که نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی بر اساس پرتفوی اول و دوم عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی معکوس می‌باشد. بدین معنی نسبت بالای نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی می‌تواند موجب مازاد عرضه و کاهش قیمت‌ها شود و برعکس نسبت پایین نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی موجب کسری عرضه و افزایش قیمت‌ها بر اساس استراتژی معکوس می‌شود. لذا، کاهش و افزایش نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی با توجه به فعالیت خرید و فروش آن‌ها می‌تواند به‌عنوان سیگنالی برای خرید و فروش سهام استفاده شود. از این رو، نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی بر اساس پرتفوی سوم عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم نمی‌باشند. نتایج این فرضیه بر اساس پرتفوی سوم با یافته‌های پژوهش جیلوسی و بونسزتین (۲۰۰۳) همسو می‌باشد. همچنین، نتایج این فرضیه در پرتفوی اول و دوم با یافته‌های هان (۲۰۱۳) و ساپیریا و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد و در پرتفوی سوم با یافته‌های جیگادیش و تیتمن (۱۹۹۳)، یافته‌های هان (۲۰۱۳) و ساپیریا و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت ندارد و با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ‌گونه پژوهشی در مورد ارتباط بین متغیرها انجام نشده است، مقایسه نتایج پژوهش در داخل کشور امکان‌پذیر نیست. به‌طور کلی نتایج حاصل از فرضیه دوم در پرتفوی اول و دوم که سبب کشف رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس شد و مطابق با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد و در پرتفوی سوم سبب کشف رابطه میانگین تفاضل بازده پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای معکوس نشد و مغایر با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد؛ با این حال به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در زمان خرید سهام جهت نگهداری حداکثر تا دوره سه‌ماهه از استراتژی معکوس استفاده نمایند تا به حداکثر بازدهی سهام دست یابند.

به‌طور کلی یافته‌های این پژوهش نشان داد که استراتژی‌های مومنتوم و معکوس در دوره‌های کوتاه‌مدت پس از کنترل عامل نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارند و عاملی برای ایجاد بازده‌های غیرعادی هستند.

فهرست منابع

- * احمدی. موسی، آقالطیفی. سمیه، (۱۳۸۹)، تاثیر جریان نقد عملیاتی و سودخالص بر بازده سهام شرکت های خودروسازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی داده های تلفیقی، مطالعات کمی در مدیریت، دوره ۱، شماره ۱، ۱۰۱-۱۱۶.
- * بدری.احمد، فتح الهی. فواد، (۱۳۹۳)، مومنتوم بازده: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال سوم.
- * پورحیدری. امید و حسین پور. حسین، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت ها، چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۵، ۹-۲۸.
- * رحمان سرشت. حسین و مظلومی. نادر، (۱۳۸۴)، رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۷، ۱۳۵-۱۶۰.
- * رحمانی. علی و سرهنگی. حجت، (۱۳۹۰)، تحلیل عوامل مؤثر بر استراتژی‌های معاملاتی مبتنی بر بازده سهام، مهندسی مالی مدیریت اوراق بهادار.
- * شفیع‌امید، (۱۳۸۶)، بررسی سودآوری راهبرد سرمایه گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- * فروغی. داریوش، سعیدی. علی، اژدر. محسن، (۱۳۸۸)، تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ۱۲۹-۱۱۴.
- * فلاح شمس. میرفیض و عطایی. یونس، (۱۳۹۲)، مقایسه کارائی معیارهای استراتژی شتاب در انتخاب پرتفوی مناسب، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱۶.
- * قالیباف اصل. حسن، شمس. شهاب الدین، ساده وند. محمدجواد، (۱۳۸۹)، بررسی بازده اضافی استراتژی شتاب سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، ۹۹ - ۱۱۶.
- * قائمی. طوسی، (۱۳۸۵)، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت، شماره ۱۷.
- * قائمی. محمد حسین، طوسی. سعید، (۱۳۸۴)، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، ۱۵۹ - ۱۷۶.
- * موسوی شیری. محمود، صالحی. مهدی، شاکری. مریم، بخشیان. عسل، (۱۳۹۴)، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۵، ۱۰۷ - ۱۲۳.
- * Bleck, A., Liu, X., (2007), "Market transparency and the accounting regime", Journal of Accounting Research 45, 229-256.
- * Chan, K.C., Jegadeesh, N., Lakonishok, J.(1996), "Momentum strategies", Journal of Finance, 51, 1681-1713.
- * Chen. Z, Jinmin. D, Donghui. Li, Rui. O, (2007), " Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China", Journal of banking & finance.

- * Conrad, J., Kaul, G., (1998), "An anatomy of trading strategies", *Review of Financial Studies* 11, 489–519.
- * Demir, I., Muthuswamy, J. & Walter, T.(2004), "Momentum returns in Australian equities: The influences of size, risk, liquidity and return computation", *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 143–158.
- * Fama, E. & French, K. (2015), "A Five-Factor Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- * Fama, E. F., French, K. R.(1996), "Multifactor explanation of asset pricing anomalies", *Journal of Finance*, 51,55-84.
- * Galariotis, E. C., Holmes, P. & Ma, X. S.(2007), "Contrarian and momentum profitability revisited: Evidence from the London Stock Exchange 1964–2005", *Journal of Multinational Financial Management*, 17, 432- 447.
- * Grinblatt.M., Moskowitz.T.(1999), "Does industry explain momentum?", *Journal of Finance* 54, PP.1212–1249.
- * Hon, M. T.&Tonks, I.(2003), "Momentum in the UK stock market", *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 43.
- * Hong, H., Lim, T. & Stein, J.(2000), "Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies", *Journal of Finance*, 55, 265-295.
- * Hong, H.A., Kim, J.-B., Welker, M., (2013), "Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: international evidence", Unpublished Working Paper, University of Memphis, City University of Hong Kong, and Queen's University.
- * Hurn, S. &Pavlov. V. (2003), "Momentum in Australian Stock Returns", *Australian Journal of Management*, 28, 141- 156.
- * Jegadeesh N, and S. Titman, (1993), "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", *journal of finance*, 48,65-91.
- * Lim Kai Jie, Shawn .,Darius Lim, Dawel., Mak, Weijie.andPohziEn, Benjamin. (2013), "Testing the profitablitiy of a volume – Augmented Momentum Strategy in the Philippines Equity Market", *Journal of Applied Finance & Banking*”, vol. 3, no. 1, 1-12.
- * Lo, A.W. &MacKinlay, A.C.(1990), "When are contrarian profits due to stock market overreaction?", *Review of FinancialStudies*, 3 ,175– 205.
- * McKnight.P.J, Hou.T.C.T, (2006), "The determinants of momentum in the United Kingdom", *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- * Naranjo, A. & Porter B.(2007), "Including emerging markets in international momentum investment strategies", *Emerging Markets Review*, 8, 147 – 166.
- * Nathan. D, (2008), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency".
- * Rouwenhorst.K, (1998), "International momentum strategies", *Journal of Finance* 53, PP.267 /284.
- * Supriya. M & Dhankar. R, (2016), "Momentum and Contrarian Profitability: Insights from the Indian Stock Market under Alternative Approaches", *Asian Journal of Humanities and Social Sciences (AJHSS)*, ISSN: 2320-9720 ISSN: 2320-9720 Volume 4, Issue—1,
- * Yoshikawa. H, (2003), "Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.70, PP. 739–743.
- * Zarowin. P, (1990), "size, seasonality, and stock market overreaction", *journal of financial and quantitative analysis*, 25, 113-125.
- * Ziogkidis. P, & Zachouris. P, (2009), "Momentum Equity Strategies: Are Certain Firm-Specific Variables Crucial in Achieving Superior Performance in Short Term Holding Periods?", *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 7-27

یادداشت‌ها

1. Correlation Strategy
2. Applied Research
3. momentum
4. Jagadeesh and Titman
5. Conrad and Kaul
6. Markowitz&
7. Rouwenhorst
8. Doukas and McKnight
9. McKnight and Hou
10. Hong , Lim and
11. Hong et al
12. Cross-sectional differences
13. Time series
14. Lo and Mckinlay
15. Walk model
16. Autocorrelation
17. Lewellen
18. Hayashi
19. Taylor
20. Bathala ,Moon & Rao
21. Cakici