

## واکاوی رابطه بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده سهام غیرعادی شرکتها

علی قاسمی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی تاکستان، تاکستان، ایران. (نویسنده مسئول).  
alighasemi.acc@gmail.com

محمد خطیری

استادیار گروه حسابداری، واحد تاکستان، دانشگاه آزاد اسلامی، تاکستان، ایران.  
mohamadkhatiri@yahoo.com

### چکیده

بازده سهام شرکتها همواره مورد توجه افراد ذینفع بوده و قابلیت سودآوری شرکتها در آینده و توان پیش‌بینی آن می‌تواند کمک بسیار مفیدی به تصمیم‌گیری آنها در خرید و فروش سهام و دادن اعتبار به شرکتها و همچنین هشدار به مدیران جهت بهبود عملکرد خود و غیره باشد. نظر به اهمیت این موضوع؛ مطالعه حاضر به بررسی رابطه بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور؛ اطلاعات ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده ساله (از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۴۰۱)، استخراج، متغیرهای پژوهش محاسبه و آزمون‌های آماری لازم صورت گرفت. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی بوده و طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است که به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصاد سنجی به بررسی و آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش؛ حاکی از آن بود که بین استراتژی مومنتوم با بازده غیرعادی رابطه منفی و معناداری وجود داشته و بین رشد اقتصادی با بازده غیرعادی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** استراتژی مومنتوم، رشد اقتصادی، بازده غیرعادی.

### مقدمه

بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را حداکثر کند. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند، زیرا نقدترین دارایی خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آنها نخواهد شد (رشید و همکاران، ۲۰۱۹). اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد بازده است یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد (هوانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). شاید این معیار دارای محتوای

<sup>1</sup> Huang et al

اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد. چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری، مفهومی است که از نظر سرمایه‌گذاران مختلف معنای متفاوتی دارد. برخی از شرکت‌ها در جستجوی بازده کوتاه‌مدت نقدی هستند و ارزش کمتری به بازده بلندمدت می‌دهند. چنین شرکت‌هایی ممکن است سهام شرکت‌هایی را که سود سهام نقدی زیادی پرداخت می‌کنند، خریداری کنند. برخی دیگر از سرمایه‌گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می‌دهند. این قبیل سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که بازده سهام یا ارزش ویژه آنها بسیار بالا باشد سرمایه‌گذاری می‌کنند (دایمو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲).

فرانسیس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) معتقدند، سرمایه‌گذاری یک نوع واگذاری وجه نقد است که انتظار می‌رود پول اضافی بدنبال داشته باشد. هر سرمایه‌گذاری یک درجه از ریسک را در بردارد که مستلزم از دست دادن آن پول در زمان حال برای بدست آوردن منافع آتی است. مارکوآتیز<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) نیز عقیده دارد ممکن است تعریف مناسب بازده از یک سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذار دیگر فرق کند؛ اما بازده در هر معنایی که باشد، سرمایه‌گذاران بیشتری آن را ترجیح می‌دهند. بازده به بیان ساده عبارت است از کل عایدی که یک سرمایه‌گذار در طول یک دوره سرمایه‌گذاری بدست می‌آورد. نرخ بازده، سرعت افزایش یا کاهش ثروت سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد و بصورت درصدی از سرمایه‌گذاری اولیه نشان داده می‌شود. بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری، شامل درآمد جاری (سود سالانه) و افزایش یا کاهش ارزش دارایی (منفعت یا ضرر سرمایه) است. بنابراین معمولاً نرخ بازده نشان دهنده کل درآمد سالانه است و منفعت سرمایه برحسب درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری بیان می‌شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶). امروزه ایده رفتار کاملاً عقلانی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت خود هستند برای توجیه رفتار و واکنش بازار کافی نیست. بسیاری از الگوهای مالی رفتاری ریشه در ذات افراد دارند و به سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد. در موارد متعددی، سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند و قضاوت‌های آنها مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی حاکم بر بورس است. مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد که تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است (سلیمانی، ۱۴۰۱). روانشناس مشهور دانیل کاهنمن از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی می‌باشد. بسیاری از مطالعات انجام شده در زمینه فرضیه کارایی اطلاعاتی قیمت‌ها، بیان می‌کند که می‌توان آن را به صورت تجربی و با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی مبتنی بر حرکت‌های تصادفی بازده اندازه‌گیری کرد. اهمیت این تست‌ها در آن است که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بازده سهام و نوسان آن را پیش‌بینی کنند، اگر یک مسیر تصادفی را دنبال کنند. اگر قیمت آتی غیرقابل پیش‌بینی باشد، این آزمون‌ها تایید می‌کنند که هر شرط به معنای آن است که هیچ‌کسی نمی‌تواند بازده غیرنرمال را به دست بیاورد، که جریان اصلی در ادبیات مالی را نشان می‌دهد (چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳). در این میان ساختار سرمایه بهینه‌ای در نقطه برابری نفع حاصل از ایجاد بدهی و هزینه نهایی بدهی وجود دارد که در آن نقطه، ارزش شرکت حداکثر خواهد شد. همچنین، بازخرید سهام، اهرم مالی را افزایش داده که باعث می‌شود ساختار سرمایه شرکت از حالت مطلوب فاصله گیرد، در این حالت تئوری مبادله‌ای، کاهش سطح اهرم مالی را پیشنهاد می‌دهد از طرفی بر اساس تئوری سلسله مراتبی، کاهش قیمت و شوک بازده منفی سهام، خبر بد نسبت به سودآوری و کاهش جریان نقد آتی شرکت محسوب می‌شود؛ که این امر منجر به افزایش سطح استقراض شرکت و در نتیجه افزایش اهرم مالی و نوسان

<sup>1</sup> Daimu et al

<sup>2</sup> Francies et al

<sup>3</sup> Markuatiz

<sup>4</sup> Chen et al

بیشتر بازده سهام خواهد شد. در خصوص شوک‌های بازده سهام، می‌توان طبق نظریه زمان‌سنجی بازار استدلال نمود که شوک‌های بازده منفی سهام رابطه منفی با تمایلات سرمایه‌گذاران دارد. براساس این نظریه، پس از افزایش قیمت سهام، شرکتها به انتشار سهام روی می‌آورند، زیرا در این شرایط می‌توانند سرمایه مبتنی بر سهام خود را به راحتی افزایش دهند (رومین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). بیدل و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران توازن بین ریسک و بازده را مبنای تصمیم‌گیری خود قرار می‌دهند. آنها علاقه‌مندند بازده مورد انتظار آتی سرمایه‌گذاری خود را به کمک اطلاعات گزارش شده توسط شرکت و سایر شواهد برآورد کنند. هر قدر کیفیت اطلاعات ارائه شده بالاتر باشد، از میزان ابهام در برآورد بازده مورد انتظار کاسته شده و ریسک اطلاعاتی کاهش خواهد یافت و به تبع آن؛ نوسان بازده سهام هم کاهش خواهد یافت. در ضمن سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص‌های عملکردی (از قبیل سود نقدی، جریان‌های نقدی و تغییرات سود) اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به سود دارند. از این رو، سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است (ماتیاس و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). گزارشگری مدیریت به علت تأثیری که بر درک سرمایه‌گذاران از کیفیت سود شرکت دارد، همواره مورد توجه مدیریت است تا از طریق بهبود آن بازده سهام شرکت بهبود یابد. در واقع مدیران با شناسایی عوامل موثر بر سودآوری شرکت، در کنار تحقق سایر اهداف به دنبال حداقل نمودن نوسان بازده سهام نیز هستند. تحقیقات پیشین دریافته‌اند که تأثیر تمایلات سرمایه‌گذار بر ارزش‌گذاری سهام و پیش‌بینی سود بر شرکتها تأثیرگذار است. تمایلات سرمایه‌گذار را می‌توان به عنوان باورهای مربوط به جریان‌های نقدینگی آتی و یا نرخ‌های دیسکونت تعریف کرد که ارتباطی با اصول غالب ندارد. تعریف دیگری که می‌توان برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیان نمود عبارت است از حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام. تحقیقات انجام شده نشان داده است که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در معرض این تمایلات قرار دارد و می‌توانند انتظارات سود خوش‌بینانه و یا بدبینانه در خود ایجاد کنند. اگرچه مدیران نسبت به افراد خارج از شرکت این مزیت را دارند که اطلاعات بیشتری در مورد عملکرد شرکت خود در اختیار دارند، اما مصون از سوگیری‌های رفتاری نیستند و تحقیقات انجام شده دریافته‌اند که این گونه مدیران سوگیری‌های اسنادی و اطمینان بیش از حد دارند. در ادبیات مالی رفتاری، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان دیدگاه خوشبینانه یا بدبینانه در مورد سهام به طور کل، و انحراف باورهای سرمایه‌گذار در مورد عملکرد آتی شرکت بر اساس ارزش‌های اصولی، تعریف شده است. یافته‌های تحقیقات گذشته حاکی از آن است که پیش‌بینی سود تحلیل‌گران در طول دوره‌های با تمایلات بالا، بسیار خوشبینانه است و این سوگیری در پیش‌بینی سود تحلیل‌گران احتمالاً غیرعمدی باشد (رشید و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). از این رو و بر اساس مبانی نظری، این سوال بوجود می‌آید که چه رابطه‌ای بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده سهام وجود دارد؟

## پیشینه پژوهش

### پیشینه داخلی

سلیمانی (۱۴۰۱) به بررسی رابطه حجم معاملات و بازده سهام: رویکرد فراتحلیل پرداخت. نتایج اثر کل مطالعات نشان دهنده شدت متوسط رو به بزرگ این رابطه داشته و با توجه به سطح معنی داری این رابطه معنی دار و مثبت می‌باشد. همچنین نتایج آزمون آگر و بگ و مازندرونی نشان دهنده اعتبار بالای مطالعات داشته است. در نهایت فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر وجود رابطه بین حجم معاملات و بازده سهام تأیید می‌گردد. الماسی (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر مدیریت

<sup>1</sup> Romain et al

<sup>2</sup> Bidet et al

<sup>3</sup> Matthias et al

<sup>4</sup> Rashid et al

سود واقعی بر بازده سهام با تأکید بر اثرگذاران بودن بازار، اندازه، ارزش، مومنتوم پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام، رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و عوامل اندازه و مومنتوم در رابطه بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام، اثر تعدیلی دارند اما عوامل بازار و ارزش در رابطه بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام، فاقد اثر تعدیلی می‌باشند. رضافر (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر تعامل اثر تمایلاتی و تورش لنگر قیمتی بر مومنتوم بازده سهام پرداخت. وی بیان داشت مالی رفتاری در دو دهه اخیر مهم‌ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. مالی رفتاری الگوهای متناقض با فرضیه کارایی بازار را با سوگیری‌های رفتاری توضیح می‌دهد. از شایع‌ترین الگوهای قیمتی که در بازار سهام تشکیل می‌شود الگوی مومنتوم است که می‌تواند بدلیل فرووانکنشی سرمایه‌گذاران به قیمت‌های مرجع ناشی از دو خطای لنگر و اثر تمایلاتی ایجاد شود. اختری (۱۴۰۰) به بررسی مقایسه‌ای راهبردهای معاملاتی قدرت نسبی (مومنتوم) و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد که میانگین بازده غیرعادی انباشته پرتفوی‌های مومنتوم (برنده) به صورت معنی‌داری از میانگین بازده غیرعادی انباشته پرتفوی‌های معکوس (بازنده) بزرگتر است. ندافی (۱۳۹۹) به بررسی مومنتوم باقیمانده و بازده‌های مقطعی سهام، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی بیان داشت محققان بسیاری سعی در توجیه پدیده تداوم بازده در میان مدت با استفاده از نظریه‌های مالی مدرن نموده‌اند. اضافه بازده کسب شده در راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم در واقع جبران ریسک‌های ناشناخته‌ای است که تئوری‌های حاضر قادر به تبیین آن‌ها نیستند. نتایج این بررسی نشان داد استفاده از دو استراتژی باعث کسب سود بالاتر در دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌گردد. زحمتکش پسیخانی (۱۳۹۹) به بررسی رابطه‌ی بین بازده سهام در افق‌های سرمایه‌گذاری مختلف و استراتژی‌های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی دریافت ارتباط بین مدیریت مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به عنوان مالی رفتاری معروف شده است، باعث شده است که پژوهشگران بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل‌های آنها در شرایط مختلف به عمل آورند.

### پیشینه خارجی

چن و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی رابطه فصلهای سال و حجم معاملات با بازدهی استراتژی مومنتوم پرداختند. آنان بیان داشتند در اکثر تحقیقات انجام شده در حوزه مومنتوم از دو معیار سود و بازده برای انتخاب سهام با بهترین و بدترین عملکرد برای تشکیل پرتفوی مومنتوم استفاده شده است. اما برخی تحقیقات اخیر نشان داده‌اند که حجم معاملات می‌تواند بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیرگذار باشد. نتایج نشان می‌دهند که بازده استراتژی مومنتوم در فصول مختلف سال با یکدیگر تفاوت ندارد ولی میتوان گفت استفاده از استراتژی مومنتوم برای سهام با حجم معاملات بالا سود آورتر است. از طرف دیگر مقایسه ریسک پرتفوی مومنتوم با ریسک پرتفوی برنده و بازنده نشان می‌دهد که ریسک به ازای یک واحد بازدهی برای پرتفوی مومنتوم و غیر مومنتوم یکسان است و نمی‌توان پرتفوی مومنتوم را ریسکی‌تر از پرتفوی غیر مومنتوم دانست. ماتیاس و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی انتخاب استراتژی مومنتوم و تأثیر آن بر بازده سهام پرداختند. آنان نتیجه گرفتند استراتژی مومنتوم شامل حرکت در جهت مشابه بازار است و اعتقاد دارد که روندهای اخیر ادامه پیدا می‌کنند در صورتیکه استراتژی معکوس مخالف این نظر می‌باشد و با حرکت در مخالف جهت بازار موافق می‌باشد. در حالیکه این نتایج پذیرفته شده است، لیکن منابع سودها و تفاسیر شواهد بسیار بحث‌انگیز می‌باشد، توضیحات متعددی توسط محققین مختلف برای این پدیده‌ها ارائه شده است. نتایج حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۰ درصد، فرضیه صفر (فرض صفر بودن تمامی ضرایب) رد می‌شود و حداقل یکی از متغیرهای مستقل پژوهش بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد. با مشاهده سطح معناداری آزمون ملاحظه می‌شود که از بین متغیرهای مورد مطالعه، تنهامتغیر عامل ارزش بر

بازده سهام تأثیر نمی‌گذارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده معادل ۰.۴۵ است که نشان می‌دهد ۴۵٪ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان از طریق متغیرهای مدل تعیین و پیش بینی نمود که حاکی از معناداری فرضیه اصلی پژوهش حاضر می‌باشد. با توجه به نتایج این تحقیق، سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌توانند از الگوی سه عاملی فاما و فرنچ به تعیین ریسک سیستماتیک و همچنین بر آورد بازده مورد انتظار استفاده نمایند. دایمو و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی رابطه درصد سود تقسیمی؛ حجم فروش و نسبت قیمت به بازده سهام بر روی سودهای مومنتوم و معکوس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که در دوره ۶ ماهه پرتفوی برنده (مومنتوم)، بین سود تقسیمی با سود رابطه وجود ندارد، ولی بین حجم فروش و نسبت قیمت به بازده سهام رابطه وجود دارد. و در پرتفوی بازنده (معکوس) بین سود تقسیمی، حجم فروش و نسبت قیمت به بازده سهام با سود رابطه وجود ندارد. در دوره ۱۲ ماهه پرتفوی برنده (مومنتوم) بین سود تقسیمی و نسبت قیمت به بازده سهام با سود رابطه وجود ندارد، ولی بین حجم فروش با سود رابطه وجود دارد. در پرتفوی بازنده (معکوس) بین سود تقسیمی با سود رابطه وجود دارد، ولی بین حجم فروش و نسبت قیمت به بازده سهام با سود رابطه وجود ندارد. در دوره ۲۴ ماهه پرتفوی برنده (مومنتوم) بین سود تقسیمی با سود رابطه وجود دارد، ولی بین حجم فروش و نسبت قیمت به بازده سهام با سود رابطه وجود ندارد. و در پرتفوی بازنده (معکوس) بین سود تقسیمی، حجم فروش با سود رابطه وجود دارد ولی نسبت قیمت به بازده سهام با سود رابطه وجود ندارد. که این قضیه حکایت از این است که برای سرمایه‌گذاری در دوره‌های زمانی کوتاه مدت استفاده از استراتژی مومنتوم و در دوره‌های بلند مدت استراتژی معکوس، مناسب می‌باشد، و بعنوان استراتژی غالب معرفی می‌گردد. هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی اثرات اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار و مومنتوم بر بازده سهام پرداختند. کسب سود بیشتر، یکی از مهمترین عواملی است که سرمایه‌گذاران را به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تشویق می‌کند و سنجش عوامل موثر بر بازده سهام، مسئله‌ای حیاتی برای سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌باشد. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که عوامل اندازه (ارزش بازار شرکت‌ها) و ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها، بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست، ولی عامل مومنتوم (که در این پژوهش به صورت یک‌ساله در نظر گرفته شده است) با بازده سهام رابطه مستقیم دارد. رومین و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه بازده استراتژی مبتنی بر مفهوم مومنتوم و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم تحقیق نشان از آن داشت که بین نقدشوندگی سهام و بازده اضافه سهام مبتنی بر استراتژی مومنتوم رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و اندازه شرکت بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و بازده اضافه سهام مبتنی بر استراتژی مومنتوم تأثیر معنادار و مستقیمی دارد. رشید و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر استراتژی مومنتوم و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام پرداختند. آنان نتیجه گرفتند استراتژی مومنتوم بر بازده مازاد سهام، تأثیر داشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام، تأثیر ندارد.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است که طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چند گانه که مبتنی بر داده‌های پانل و ترکیبی از سری‌های مقطعی و زمانی بوده، استفاده شده است که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته می‌پردازد. در ابتدا با رجوع به بانک‌های اطلاعاتی نظیر پایان‌نامه‌ها، مقالات و پژوهش‌های مشابه، ادبیات مورد نیاز در جهت نگارش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، گردآوری می‌گردد. در ادامه، اطلاعات بانک‌های مورد بررسی انتخاب شده بعنوان نمونه آماری، که اطلاعات آنها، به صورت بانک‌های اطلاعاتی بر روی لوح‌های فشرده

موجود بوده و تحت نظارت و بررسی نهادهای مسئول می‌باشند، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری خواهد شد.

در ادامه فرضیه‌های پژوهش بشرح زیر تبیین می‌گردند.

• فرضیه اول: بین استراتژی مومنتوم با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

• فرضیه دوم: بین رشد اقتصادی با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

مدلهای رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌گردد.

$$H1: ABRET_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOM_{it} + \beta_2 LOSS_{it} + \beta_3 CUR_{it} + \beta_4 FA_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$H2: ABRET_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 LOSS_{it} + \beta_3 CUR_{it} + \beta_4 FA_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

در ادامه تعاریف عملیاتی متغیرهای مورد استفاده در مدل رگرسیونی فوق بشرح زیر تعریف عملیاتی می‌گردد.

### جدول (۱): تعاریف عملیاتی متغیرها

نام متغیر	نماد	نوع	شیوه محاسبه
بازده غیرعادی سهام	ABRET	وابسته	در ابتدا بازده سهام از رابطه زیر محاسبه می‌گردد. تفاوت قیمت سهام در ابتدا و انتهای سال + اثرات سود نقدی قیمت سهام در ابتدای سال در ادامه انحراف معیار ده‌ساله بازده سهام مبنایی برای سنجش بازده غیرعادی سهام خواهد بود.
استراتژی مومنتوم	MOM	مستقل	برای اندازه‌گیری استراتژی مومنتوم از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به صورت الگوی (۱) استفاده شده است. $R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + e_{it}$ که در رابطه فوق $R_{i,t} - R_{f,t}$ : صرف ریسک سهام شرکت A در سال t، $R_{m,t} - R_{f,t}$ : صرف ریسک بازار در سال t، $SMB_t$ : عامل اندازه شرکت‌ها در سال t، $HML_t$ : عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در سال t، $\varepsilon_{i,t}$ : خطای پیش‌بینی بازده شرکت i در سال t می‌باشد.
رشد اقتصادی	GDP	مستقل	محاسبه بر اساس اطلاعات اقتصادی بانک مرکزی
گزارش زیان	LOSS	کنترلی	تعریف متغیر بصورت مصنوعی. اگر شرکت زیان خالص گزارش کند امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر مبنای محاسبات است.
نسبت جاری	CUR	کنترلی	دارایی‌های جاری بدهی‌های جاری
نسبت دارایی‌های ثابت	FA	کنترلی	دارایی‌های ثابت کل دارایی‌ها
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	کنترلی	سود (زیان) خالص کل دارایی‌ها

جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۴۰۱ به مدت ده سال می‌باشد. برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش غربالگری استفاده شده و جامعه آماری با استفاده از محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

۴۹۶	کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدا تا پایان سال ۱۴۰۱
(۸۰)	عدم منتهی شدن سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه هر سال.
(۷۸)	عدم عضویت ده ساله در بورس.
(۶۸)	عدم ارائه اطلاعات مالی کافی.
(۸۳)	تغییر سال مالی.
(۷۹)	فعالیت در حوزه های بانک و موسسات اعتباری، واسطه گری، بیمه و هلدینگ.
۱۰۸	کل شرکت های مورد بررسی، پس از انجام نمونه گیری به روش غربالگری:

## یافته های پژوهش

### بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

مشاهدات	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	نماد	متغیر
۱۰۸۰	۰.۱۳۰	-۰.۱۱۶	۰.۸۶۰	۰.۴۵۹	۰.۴۲۱	RET	بازده غیرعادی سهام
	۰.۰۴۴	۰.۱۴۲	۵.۴۵۵	۱.۲۷۳	۱.۳۰۱	MOM	استراتژی مومنتوم
	۰.۸۵۵	۰.۰۲۸	۰.۰۵۶	۰.۰۴۵	۰.۰۳۵	GDP	رشد اقتصادی
	۳.۱۰۱	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۵۵	LOSS	گزارش زیان
	۳.۸۳۷	۱.۰۸۶	۲.۷۸۴	۱.۶۷۳	۱.۵۸۹	CUR	نسبت جاری
	۲.۳۶۲	۰.۱۱۱	۰.۷۸۸	۰.۴۵۵	۰.۵۴۵	FA	دارایی های ثابت
	۰.۲۴۱	-۰.۳۰۰	۰.۸۸۸	۰.۶۷۵	۰.۶۳۸	ROA	بازده دارایی ها

جامعه آماری مشتمل بر ۱۰۸۰ مشاهده؛ حاصل از بررسی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای قلمروی زمانی ده ساله می باشد. بر اساس انحراف معیار متغیرهای مستقل و وابسته؛ این نتیجه حاصل می گردد که پراکندگی داده های مرتبط با آنان کم بوده و به نوعی؛ حد فاصل مقادیر حداکثر و حداقلی هر کدام از متغیرها؛ بسیار زیاد نیست.

### آزمون نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن داده ها از آزمون جارک- برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

$H_0$ : متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال است.

$H_1$ : متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال نیست.

نتایج آزمون مذکور در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

متغیر	نماد	آماره جارک برا	احتمال آماره جارک برا
بازده غیرعادی سهام	RET	۱۸۷.۱۴۵	۰.۰۶۲

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جارک- برا، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می باشد، می توان نتیجه گرفت متغیر وابسته پژوهش، دارای توزیع نرمال است.

### بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش در جدول ۴ نشان داده شده است. چنانچه تلورانس<sup>۱</sup> کوچکتر از ۰/۲ یا مقدار عامل تورم واریانس<sup>۲</sup> در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

جدول (۴): بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

آماره های همخطی		متغیر	
عامل تورم واریانس	تلرانس	نماد	نام متغیر
۲.۰۶۴	۰.۴۸۵	MOM	استراتژی مومنتوم
۲.۰۴۵	۰.۴۵۵	GDP	رشد اقتصادی
۲.۰۳۷	۰.۴۹۱	LOSS	گزارش زیان
۲.۰۲۰	۰.۴۸۱	CUR	نسبت جاری
۲.۳۹۶	۰.۴۷۱	FA	دارایی های ثابت
۲.۱۰۸	۰.۴۰۲	ROA	بازده دارایی ها

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج می باشد، لذا می توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای مذکور، همخطی وجود ندارد.

### آزمون واریانس ناهمسانی

در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت<sup>۳</sup> استفاده شده است و نتایج در جدول ۵ بیان شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

H<sub>0</sub>: همسانی واریانس.

H<sub>1</sub>: ناهمسانی واریانس.

جدول (۵): نتایج بررسی واریانس ناهمسانی

نام آزمون	فرضیه	آماره وایت	درجه آزادی	احتمال آماره وایت
وایت	اول	۲.۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰.۰۷۴۱
	دوم	۲.۷۰۰	(۳,۲۱۱)	۰.۰۷۱۲

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

### آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون F لیمر، به انتخاب الگوی داده های تلفیقی در برابر داده های تابلویی پرداخته شده است. فرض های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می گردند:

H<sub>0</sub>: پذیرش داده های تلفیقی.

H<sub>1</sub>: پذیرش داده های تابلویی.

<sup>1</sup> Tolerance  
<sup>2</sup> VIF  
<sup>3</sup> White Test



نتیجه آزمون مذکور در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول (۶): انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره F لیمر	درجه آزادی	احتمال آماره F لیمر
F لیمر	اول	۱۲.۴۲۴	(۱۲۲,۴۸۵)	۰.۰۰۰۰
	دوم	۱۰.۹۷۲	(۱۲۲,۴۸۵)	۰.۰۰۰۰

بر طبق داده‌های جدول فوق، مقدار احتمال آماره F لیمر، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا الگوی مناسب برای فرضیه‌های پژوهش، استفاده از روش داده‌های تابلویی می‌باشد.

به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، جهت انجام رگرسیون داده‌های ترکیبی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

$H_0$ : استفاده از روش اثرات تصادفی.

$H_1$ : استفاده از روش اثرات ثابت.

نتیجه آزمون مذکور در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول (۷): انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره هاسمن	درجه آزادی	احتمال آماره هاسمن
هاسمن	اول	۳۷.۰۲۴	۷	۰.۰۰۰۰
	دوم	۱۱.۶۹۸	۷	۰.۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌گردد.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

### آزمون فرضیه اول

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول ۸ به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۸): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول

آماره ها متغیر ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۹.۸۹۰	۰.۳۷۲	۰.۷۰۹۴
استراتژی مومنتوم	MOM	-۲۸.۴۳۸	-۴.۳۶۴	۰.۰۰۰۰
گزارش زیان	LOSS	۵.۴۵۱	۱۹.۷۵۸	۰.۰۰۰۰
نسبت جاری	CUR	۹.۰۷۸	۱.۳۳۲	۰.۱۸۳۳
دارایی‌های ثابت	FA	-۸.۰۴۷	-۲.۵۲۴	۰.۰۱۱۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۱۰.۶۵۸	۴.۲۷۴	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰.۹۶۹	۰.۹۶۱	۱.۹۸۵	۲۱.۰۰۵	۰.۰۰۰۰

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که بین استراتژی مومنتوم با بازده غیرعادی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. زیرا ضمن منفی بودن علامت ضریب رگرسیونی (-۲۸.۴۳۸) سطح معنی‌داری آن (۰.۰۰۰۰)، کمتر از سطح

خطای ۵٪ می‌باشد که یافته‌های فوق در راستای فرضیه اول؛ بوده و حاکی از تأیید آن دارد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۹۶٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰.۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

## آزمون فرضیه دوم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول ۹ به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۹): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه دوم

آماره ها متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۵.۸۵۵	۰.۷۵۴	۰.۴۵۱۱
رشد اقتصادی	GDP	-۷.۳۳۳	-۳.۰۱۶	۰.۰۰۹۳
گزارش زیان	LOSS	-۲.۱۹۹	-۰.۹۲۷	۰.۳۵۴۳
نسبت جاری	CUR	-۱.۰۱۴	-۳.۱۲۷	۰.۰۱۱۸
دارایی‌های ثابت	FA	-۱.۱۲۶	-۵.۳۴۷	۰.۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۳.۱۳۴	-۵.۷۲۴	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰.۸۶۷	۰.۸۰۳	۲.۰۰۵	۹.۶۵۲	۰.۰۰۰۰

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که بین رشد اقتصادی با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد. زیرا ضمن منفی بودن علامت ضریب رگرسیونی (-۷.۳۳۳) سطح معنی‌داری آن (۰.۰۰۹۳)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد که یافته‌های فوق در راستای فرضیه دوم؛ بوده و حاکی از تأیید آن دارد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۸۰٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰.۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

## بحث

در مسیر آزمون فرضیه اول پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس‌های ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، تاکید بر این مطلب داشت که بین استراتژی مومنتوم با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد. این تأثیر؛ با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده (۹۶٪) قوی و با توجه احتمال آماره  $t$  (۰.۰۰۰۰۰) کاملاً معنادار می‌باشد که یافته‌های مذکور در انطباق با فرضیه اول بوده و حاکی از تأیید آن دارد که یافته‌های مذکور در انطباق با یافته‌های پولیام (۲۰۲۰) می‌باشد.

در مسیر آزمون فرضیه دوم پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس‌های ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، تاکید بر این مطلب داشت که بین رشد اقتصادی با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد. این تأثیر، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده (۸۰٪) قوی و با توجه احتمال آماره  $t$  (۰.۰۰۹۳) معنادار می‌باشد که یافته‌های مذکور در انطباق با فرضیه دوم بوده و حاکی از تأیید آن دارد که یافته‌های مذکور در انطباق با یافته‌های علی محمدی (۱۳۹۸) و فیلی (۱۳۹۸) می‌باشد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها،

از آنجایی که پیش‌بینی بازار بورس، یکی از ابزارهای کاهش عدم اطمینان است، سرمایه‌گذاران همواره به دنبال روش‌هایی می‌باشند که بازده سهام را بهتر پیش‌بینی نموده تا بتوانند از سرمایه‌گذاری خود حداکثر بازدهی را کسب کنند. در این ارتباط مطالعات نظری و تجربی بسیاری نشان داده‌اند که اطلاعات مربوط به سود در تعیین بازدهی قیمتی سهام حائز اهمیت است. موضوع سودآوری راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم در بورس‌های مختلف دنیا مورد توجه قرار گرفته و تحقیقات بسیاری در این زمینه انجام گرفته است؛ اما در کشور ما چندان به این موضوع پرداخته نشده و به همین دلیل نهادهای ذیربط نیز از وجود نارسایی‌های بازار و چگونگی مقابله با آن‌ها آگاهی چندانی ندارند. ثبات اقتصادی جزو مهم ترین عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری در هر کشوری می‌باشد و از جمله مسائلی که بازارهای سرمایه در دنیا و همچنین بر روی میزان سرمایه‌گذاری در این بازارها نقش دارند، متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشند که نوسانات آن‌ها روی بازدهی سهام اثر می‌گذارد. در دوران رونق اقتصادی، همراه با ثبات نسبی قیمت‌ها و با توجه به این که در این دوران پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و سفته‌بازان پول و بورس سه گروه مختلف هستند و بر اساس انگیزه‌های مختلف رفتار می‌کنند. سرمایه‌گذاری تولیدی روند معمولی خود را طی می‌کند و در قالب آن سرمایه‌گذاران برای ساخت کارخانه، خرید وسایل تولید و افزایش موجودی انبار هزینه می‌کنند و بنابراین ظرفیت اقتصادی مرتب بالا می‌رود و منجر به افزایش کارایی اقتصادی می‌شود. جابجایی‌های روزانه قیمت سهام به خوبی در بورس مشهود می‌باشد که باعث شده است که بازار متلاطم شود. یک بازار به شدت متغیر باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران اعتماد خود را از دست دهند و از بازار فاصله بگیرند. چنین چیزی ممکن است که باعث تعطیلی بازار شود و به طور منفی بر روی اقتصاد اثرگذار باشد. بازیگران بازار سرمایه و بازار؛ ترکیبی از خطرپذیری و بازده است. در واقع بازیگران بازار سرمایه و بازار؛ همیشه مترصد آن هستند که کدام سهام را در چه موقعی خرید و در چه زمانی بفروشند. یعنی هنر بازیگران بازار در شناسایی سهام یا دارایی مطلوب از یک طرف و زمان معامله از طرف دیگر است که این امر مستلزم دانش بازار است یعنی به‌طریق اولی افراد بدون دانش بازار یا باید از بازیگران پیروی کنند یا سرمایه خود را از طریق کارگزاران و متولیان صندوق‌های سپرده وارد بازار کنند؛ چه در غیر این صورت ممکن است با خطرات از بین رفتن اصل سرمایه‌گذاری هم مواجه شوند نکته اساسی

حائز اهمیت آن است که بازار سرمایه برخلاف بازار پول (که حداقل سود سپرده‌ها را تضمین می‌کند)، ریسک‌پذیر است و ریسک جزء لاینفک این بازار و قاعده حاکم بر بازی است.

از این رو؛ به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد که از طریق بهبود بازده سهام و رشد اقتصادی؛ زمینه‌های بهبود استراتژی‌های مومنتوم را فراهم آورند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که واحدهای هدف سرمایه‌گذاری را بر اساس استراتژی‌های مومنتوم رتبه‌بندی نموده و انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در واحدهایی انجام دهند که در سطح بالایی از نظر استراتژی‌های مومنتوم قرار داشته باشند. زیرا به تبع این امر؛ در این گونه واحدها، بازده سهام و رشد اقتصادی در سطح مطلوب بوده و این امر تضمین‌کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق می‌باشد. به مراجع استانداردگذاری سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد که به تدوین دستورالعمل‌ها و الزامات لازم در جهت سنجش صحیح استراتژی‌های مومنتوم بپردازند.

در جهت روشن شدن ابعاد بیشتر اهمیت پژوهش حاضر؛ موضوعات زیر به عنوان موضوعاتی برای محققین آتی پیشنهاد می‌گردد.

- بررسی رابطه بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده سهام در دوره حیات شرکتها.
- بررسی رابطه بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده سهام در دوره سیکل تجاری شرکتها.
- بررسی رابطه بین استراتژی مومنتوم و رشد اقتصادی با بازده سهام در صنایع مختلف.

## منابع

- ✓ سلیمانی، لیلا، (۱۴۰۱)، رابطه حجم معاملات و بازده سهام: رویکرد فراتحلیل. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه ارومیه، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
- ✓ اختری، سیامک، (۱۴۰۰)، بررسی مقایسه‌ای راهبردهای معاملاتی قدرت نسبی (مومنتوم) و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی الوند.
- ✓ جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، (۱۳۷۶)، مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.
- ✓ رضافر، لیلا، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر تعامل اثر تمایلاتی و تورش لنگر قیمتی بر مومنتوم بازده سهام، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه خوارزمی، دانشکده علوم مالی.
- ✓ زحمتکش پسیخانی، مصطفی، (۱۳۹۹)، رابطه‌ی بین بازده سهام در افق‌های سرمایه‌گذاری مختلف و استراتژی‌های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی راهبرد شمال، گروه مدیریت.
- ✓ الماسی، پژمان، (۱۴۰۱)، بررسی تأثیر مدیریت سود واقعی بر بازده سهام با تأکید بر اثرگذار بودن بازار، اندازه، ارزش، مومنتوم، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی کار قزوین، گروه حسابداری.
- ✓ ندافی، فاطمه، (۱۳۹۹)، مومنتوم باقیمانده و بازده‌های مقطعی سهام، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ Chen, M, Choonsik, Leea, Heungju Parkb.(2023).Financial constraints, board governance standards, and corporate cash holdings. Available at: Review of Financial Economics. Online 22 October. Doi:10.1016/j.rfe.2015.10.001
- ✓ Daimu, Ikeya, Hikaru, Fujise, Akiyoshi, Hishikawa.(2022). Orbital effects on tunnel-electron momentum distributions: Ar and H2 studied by electron-ion coincidence

- momentum imaging. Journal of Electron Spectroscopy and Related Phenomena 31 December 2022...
- ✓ Huang, Hong-Gia Wei-Che Tsai J. Jimmy Yang. (2022). Intraday momentum in the VIX futures market. Journal of Banking & Finance 9 December 2022...
  - ✓ Matthias, X. Hanauer Steffen Windmüller. (2022). Enhanced momentum strategies. Journal of Banking & Finance 5 November 2022...
  - ✓ Rashid, Abdul, Madiha Fayyaz & Maria Karim (2019) Investor sentiment, Evidence of Informational Asymmetries from Management Earning Forecasts and Stock Returns, The Accounting Review, Vol. 64, No. 1, pp. 1-27
  - ✓ Romain, Marignier, Sean, J. Pittock Bruce, A. C. Cree. (2021). AQP4-IgG-seronegative patient outcomes in the N-MOmentum trial of inebilizumab in neuromyelitis optica spectrum disorder. Multiple Sclerosis and Related Disorders 1 November 2021...