

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده صنایع و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار - گرایش مالی

تحلیل رفتار مومنتوم و معکوس مبتنی بر سرمایه گذاری های شرکتی در
شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نگارنده

زهرا احمدی

استاد راهنما

دکتر عبدالمجید عبدالباقی عطاآبادی

استاد مشاور

آقای مجید عامری

مهر ۱۴۰۰

پاس خدای که عدالت، هستی و عشق از او نشئت می‌گیرد.
بانام او آغاز می‌کنم و بایاد او این بخش از رسالت زندگیم را به اتمام می‌رسانم.
تحصیل این رسالت ارزشمند را در کرد و گوهر کرد انقدر زندگی ام می‌دانم؛
مادرم که انگیزه زندگی و حیات بخش وجودم است
و پدری که حامی و تکیه‌گاه من در تمامی دوران زندگیم بوده است.

شکر و قدردانی

شکر شایان ثار ایزدمنان که توفیق را رفیق راهم ساخت تا این پایان نامه را به پایان برسانم. ابتدا از اساتید گران قدرم

جناب دکتر عبدالمجید عبدالباقی عطاآبادی و آقای مجید عامری که زحمت راهنمایی این پایان نامه را بر عهده داشتند، کمال

سپاس را دارم.

بمچنین لازم است از تمامی اساتید دانشکده‌ی صنایع و مدیریت و سایر اعضای هیئت علمی و مسئولین دانشگاه صنعتی شاهرود

که در دوران تحصیل در مقطع کارشناسی ارشد از حضورشان بهره علمی و معنوی بردم شکر میکنم.

و در پایان از همه دوستان ارجمندم که مراد انجام این تحقیق یاری نمودند، قدردانی و شکر می‌نمایم.

تعمدنامه

اینجانب زهرا احمدی دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت کسب و کار گرایش مالی دانشکده صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود نویسنده پایان‌نامه تحلیل رفتار مومنتوم و معکوس مبتنی بر سرمایه گذاری های شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تحت راهنمایی دکتر عبدالمجید عبدالباقی عطاءآبادی متعهد می‌شوم.

- تحقیقات در این پایان‌نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است .
- در استفاده از نتایج پژوهشهای محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است .
- مطالب مندرج در پایان‌نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است .
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می‌باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « Shahrood University of Technology » به چاپ خواهد رسید .
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان‌نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان‌نامه رعایت می‌گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان‌نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است .
- در کلیه مراحل انجام این پایان‌نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری ، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است .

تاریخ

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج ، کتاب ، برنامه های رایانه ای ، نرم افزار ها و تجهیزات ساخته شده است) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می‌باشد . این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود . استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان‌نامه بدون ذکر مرجع مجاز نمی‌باشد.

چکیده

تحقیق حاضر به تبیین نقش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی و بازده‌های فعلی (گذشته) یا به عبارتی اثر ممنتوم و معکوس بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است. در این تحقیق متغیرهای مومنوم و بازده دوره‌های آتی و سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیرهای وابسته و مستقل و همچنین از نسبت بدهی، اندازه شرکت و بازده دارایی به عنوان متغیرهای کنترلی به‌کار گرفته شده است. نمونه آماری این تحقیق شامل ۷۸۵ داده از ۸۸ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۱ مورد استفاده قرار گرفته است. برای بررسی و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندکی و همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است. با توجه به آزمون فرضیه اول نتایج تحقیق نشان داد که سرمایه‌گذاری‌های شرکتی اثر معکوس بر روی دوره‌های آتی دارند. از طرف دیگر نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم اثر مومنوم را نشان می‌دهد که عملکرد دوره‌های آتی بر دوره‌های قبلی دارای اثرگذاری معناداری است. همچنین نتایج آزمون‌های تکمیلی برای متغیرهای کنترلی نشان داد که بازده دارایی بر هر چهار دوره بازده سه‌ماهه بعد اثر معکوس دارد، نسبت بدهی تنها بر بازده سه‌ماهه اول بعد تاثیر منفی دارد و اندازه شرکت بر بازده سه دوره سه ماهه دوم، سوم و چهارم بعد دارای اثر مثبت است که یک رفتار مومنوم را نمایانگر است.

کلمات کلیدی: سرمایه‌گذاری‌های شرکتی، بازده، مومنوم، معکوس، شرکت‌های پذیرفته شده، بورس اوراق بهادار تهران

فهرست مطالب

س	فهرست جداول
۱	فصل ۱: کلیات تحقیق
۲	مقدمه
۳	۱-۱ شرح و بیان مسئله
۵	۱-۲ اهمیت و ضرورت تحقیق
۶	۱-۳ اهداف تحقیق
۶	۱-۴ فرضیات تحقیق
۶	۱-۵ نوآوری تحقیق
۶	۱-۶ روش تحقیق
۷	۱-۷ حدود تحقیق
۷	۱-۷-۱ قلمرو مکانی تحقیق
۷	۱-۷-۲ قلمرو زمانی تحقیق
۷	۱-۷-۳ قلمرو موضوعی تحقیق
۷	۱-۸ تعریف نظری واژه‌ها
۷	۱-۸-۱ سرمایه‌گذاری
۷	۱-۸-۲ بازده
۷	۱-۸-۳ بازده غیرعادی
۸	۱-۸-۴ مومنتوم

۸	۱-۹ جمع‌بندی و خلاصه فصل
۹	فصل ۲: ادبیات و پیشینه تحقیق
۱۰	مقدمه
۱۱	مبانی نظری تحقیق
۱۱	۲-۱ سرمایه‌گذاری
۱۱	۲-۲ انواع سرمایه‌گذاری
۱۲	۲-۳ انواع تحلیل سرمایه‌گذاری
۱۲	۲-۳-۱ تجزیه و تحلیل بنیادین
۱۲	۲-۳-۲ تجزیه و تحلیل تکنیکال (فنی)
۱۳	۲-۴ عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری
۱۳	۲-۴-۱ ویژگی سرمایه‌گذاران
۱۳	۲-۴-۲ ویژگی های بازار سرمایه
۱۴	۲-۵ استراتژی‌های سرمایه‌گذاری
۱۴	۲-۵-۱ استراتژی‌های انفعالی
۱۴	۲-۵-۲ استراتژی‌های فعال
۱۵	۲-۶ استراتژی‌های مومنتوم و معکوس
۱۵	۲-۷ انواع استراتژی مومنتوم
۱۵	۲-۷-۱ استراتژی مومنتوم سود
۱۵	۲-۷-۲ استراتژی مومنتوم صنعت
۱۵	۲-۷-۳ استراتژی مومنتوم قیمت
۱۶	۲-۸ علل مومنتوم

۱۶.....	۲-۹ رابطه مومنتوم و سرمایه‌گذاری
۱۷.....	۲-۱۰ پیشینه تحقیق
۱۷.....	۲-۱۱ مطالعات داخلی
۲۰.....	۲-۱۲ مطالعات خارجی
۲۲.....	۲-۱۳ خلاصه فصل
۲۳	فصل ۳: روش‌شناسی تحقیق
۲۴.....	مقدمه
۲۵.....	۳-۱ نوع و روش تحقیق
۲۵.....	۳-۲ اهداف تحقیق
۲۵.....	۳-۳ فرضیات تحقیق
۲۵.....	۳-۴ قلمرو تحقیق
۲۶.....	۳-۴-۱ قلمرو مکانی تحقیق
۲۶.....	۳-۴-۲ قلمرو زمانی تحقیق
۲۶.....	۳-۴-۳ قلمرو موضوعی تحقیق
۲۶.....	۳-۵ جامعه و نمونه آماری
۲۶.....	۳-۶ روش گردآوری اطلاعات
۲۷.....	۳-۷ متغیرهای تحقیق
۲۷.....	۳-۷-۱ متغیر وابسته
۲۸.....	۳-۷-۲ متغیرهای مستقل
۲۹.....	۳-۷-۳ متغیرهای کنترلی
۳۰.....	۳-۸ روش آماری تحقیق

۳-۸-۱ آمار توصیفی ۳۰

۳-۸-۲ رگرسیون چندکی ۳۰

۳-۹ خلاصه فصل ۳۲

۳۳

فصل ۴: تجزیه و تحلیل آماری تحقیق

مقدمه ۳۴

۴-۱ آمار توصیفی ۳۵

۴-۲ همبستگی متغیرهای تحقیق ۳۷

۴-۳ آزمون فرضیه ۳۸

۴-۴ آزمون فرضیه اول ۳۸

۴-۴-۱ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه اول بعد ۳۹

۴-۴-۲ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه دوم بعد ۴۰

۴-۴-۳ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه سوم بعد ۴۱

۴-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه چهارم بعد

۴۳

۴-۴-۵ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه ماهه اول بعد ۴۴

۴-۴-۶ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه ماهه دوم بعد ۴۵

۴-۴-۷ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه ماهه سوم بعد ۴۷

۴-۴-۸ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه ماهه چهارم بعد ۴۸

۴-۴-۹ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه اول بعد ۴۹

۴-۴-۱۰ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه دوم بعد ۵۱

۴-۴-۱۱ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه سوم بعد ۵۲

- ۱۲-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه ماهه چهارم بعد..... ۵۳
- ۵-۴ آزمون فرضیه دوم..... ۵۵
- ۱-۴-۵ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه ماهه اول بعد بر بازده سه ماهه دوم بعد..... ۵۵
- ۲-۴-۵ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه ماهه اول بعد و بازده سه ماهه دوم بعد بر بازده سه ماهه سوم بعد..... ۵۷
- ۳-۴-۵ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه ماهه اول بعد و بازده سه ماهه دوم بعد و بازده سه ماهه سوم بعد بر بازده سه ماهه چهارم بعد..... ۵۹
- ۶-۴ آزمون‌های تکمیلی..... ۶۲
- ۷-۴ خلاصه فصل..... ۷۲

فصل ۵: نتیجه‌گیری و پیشنهادها ۷۳

- مقدمه..... ۷۴
- ۱-۵ نتایج آزمون فرضیه‌ها..... ۷۵
- ۲-۵ تحلیل مالی مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق..... ۷۶
- ۳-۵ موانع و محدودیت‌های تحقیق..... ۷۶
- ۴-۵ پیشنهادهای تحقیق..... ۷۷
- ۱-۴-۵ پیشنهادهایی بر مبنای نتایج تحقیق..... ۷۷
- ۲-۴-۵ پیشنهادها به محققین آتی..... ۷۷
- منابع و مآخذ..... ۷۸

فهرست جداول

- جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق..... ۳۵
- جدول ۴-۲ نتایج همبستگی متغیرهای تحقیق..... ۳۷
- جدول ۴-۳ نتایج حالت اول آزمون فرضیه اول ۳۹
- جدول ۴-۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت اول آزمون فرضیه اول..... ۳۹
- جدول ۴-۵ نتایج حالت دوم آزمون فرضیه اول..... ۴۰
- جدول ۴-۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوم آزمون فرضیه اول..... ۴۱
- جدول ۴-۷ نتایج حالت سوم آزمون فرضیه اول ۴۱
- جدول ۴-۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت سوم آزمون فرضیه اول..... ۴۲
- جدول ۴-۹ نتایج حالت چهارم آزمون فرضیه اول..... ۴۳
- جدول ۴-۱۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت چهارم آزمون فرضیه اول..... ۴۳
- جدول ۴-۱۱ نتایج حالت پنجم آزمون فرضیه اول..... ۴۴
- جدول ۴-۱۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت پنجم آزمون فرضیه اول..... ۴۵
- جدول ۴-۱۳ نتایج حالت ششم آزمون فرضیه اول..... ۴۵
- جدول ۴-۱۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت ششم آزمون فرضیه اول..... ۴۶
- جدول ۴-۱۵ نتایج حالت هفتم آزمون فرضیه اول..... ۴۷
- جدول ۴-۱۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت هفتم آزمون فرضیه اول..... ۴۷
- جدول ۴-۱۷ نتایج حالت هشتم آزمون فرضیه اول..... ۴۸
- جدول ۴-۱۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت هشتم آزمون فرضیه اول..... ۴۹

- جدول ۴-۱۹ نتایج حالت نهم آزمون فرضیه اول.....۴۹
- جدول ۴-۲۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت نهم آزمون فرضیه اول.....۵۰
- جدول ۴-۲۱ نتایج حالت دهم آزمون فرضیه اول.....۵۱
- جدول ۴-۲۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دهم آزمون فرضیه اول.....۵۱
- جدول ۴-۲۳ نتایج آزمون حالت یازدهم فرضیه اول۵۲
- جدول ۴-۲۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت یازدهم آزمون فرضیه اول.....۵۲
- جدول ۴-۲۵ نتایج حالت دوازدهم آزمون فرضیه اول۵۳
- جدول ۴-۲۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوازدهم آزمون فرضیه اول.....۵۴
- جدول ۴-۲۷ نتایج حالت اول آزمون فرضیه دوم.....۵۵
- جدول ۴-۲۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت اول آزمون فرضیه دوم.....۵۶
- جدول ۴-۲۹ نتایج حالت دوم آزمون فرضیه دوم۵۷
- جدول ۴-۳۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوم آزمون فرضیه دوم.....۵۸
- جدول ۴-۳۱ نتایج حالت سوم آزمون فرضیه دوم.....۵۹
- جدول ۴-۳۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت سوم آزمون فرضیه دوم.....۶۰
- جدول ۴-۳۳ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت اول.....۶۲
- جدول ۴-۳۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت اول.....۶۳
- جدول ۴-۳۵ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت دوم۶۴
- جدول ۴-۳۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت دوم.....۶۵
- جدول ۴-۳۷ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت سوم.....۶۷
- جدول ۴-۳۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت سوم.....۶۸
- جدول ۴-۳۹ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت چهارم.....۶۹

جدول ۴-۴۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت چهارم.....۷۱

فصل ۱: کلیات تحقیق

مقدمه

یکی از مسائلی که امروزه در تصمیم‌های درست مربوط به سازمان‌های اقتصادی مطرح است، مسائل مالی و سرمایه‌گذاری است. از آنجایی که سرمایه‌گذاران به دنبال افزایش سرمایه خود هستند؛ لذا موارد تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری دارای اهمیت می‌شود. بنابراین می‌توان انتخاب استراتژی مناسب برای افزایش بازده و کاهش ریسک را به‌عنوان عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در نظر گرفت.

لذا در این فصل کلیات تحقیق مطرح می‌شود. ابتدا بیان مسئله و اهمیت و ضرورت انجام تحقیق بیان می‌شود، سپس گزاره‌های تحقیق (اهداف و فرضیات)، قلمرو تحقیق و روش و جامعه آماری تحقیق ارائه می‌شود و در نهایت تعاریف نظری واژه‌ها و خلاصه‌ای از فصل مطرح می‌گردد.

۱-۱ شرح و بیان مسئله

علی‌رغم وجود اینکه مباحث تئوریک بسیاری قوی در مورد مدل‌های گام تصادفی بین بازده سهام وجود دارد ولی شواهدی وجود دارد که الگوهای قابل پیش‌بینی را برای بازده سهام تعیین کرده است (باشولیه، ۱۹۰۰). یک دسته از الگوهایی که معمولاً روی آن کار شده، بحث اثرات مومنتوم و بازگشت است. این اثرات بیان می‌کند که سهامی که در گذشته عملکرد بالا (پایین) داشتند در دوره‌های کوتاه‌مدت بین ۳ تا ۱۲ ماه بازهم بازدهی بالا (پایین) را تجربه می‌کنند به عبارت دیگر اگر عملکرد سهامی در گذشته، بالا (پایین) بوده در دوره میان‌مدت هم این روند را ادامه می‌دهند اما شواهد نشان می‌دهند که برای دوره‌های طولانی‌مدت برای مثال ۲۰ تا ۳۶ ماه معمولاً برگشت می‌کنند و افت خواهند کرد (چان و همکاران، ۱۹۹۶؛ کاتلر و همکاران، ۱۹۹۱). حال اگر سرمایه‌گذاران بتوانند این الگوهای مومنتومی و برگشتی را پیش‌بینی کنند می‌توانند بر مبنای آن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را بیان نمایند. طبق ادبیات موجود معمولاً فرضیه‌های متعددی را در این زمینه ارائه می‌شود و محققان آن بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران تورش‌های رفتاری و باورهای خودشان را بروز می‌دهند به عبارت دیگر مومنتوم و معکوس ماحصل واکنش‌ها و تورش‌های رفتاری است (باربریس و همکاران، ۱۹۹۸؛ دنیل و همکاران، ۱۹۹۸).

نیابگ و پیری (۲۰۱۴) در تحقیق خود بیان نمودند سرمایه‌گذاری‌هایی که شرکت‌ها انجام می‌دهند عاملی است که باعث رفتار مومنتوم و معکوس می‌شود به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری‌های امروز باعث رفتار مومنتومی در آینده خواهد شد یا سرمایه‌گذاری‌هایی که قرار است در آینده انجام شود این جبر را ایجاد می‌نماید. سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند در رفتار قیمت‌ها تأثیر داشته باشد، در حالی که می‌تواند با تأخیر زمانی همراه باشد به عبارت دیگر از آنجا که سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها بلافاصله اجرا نمی‌شود واکنش قیمت‌ها به این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند همراه با تأخیر باشد. به عنوان مثال برنده‌ها تنها زمانی برنده می‌شوند که سرمایه‌گذاری بعدی برای آن‌ها وجود داشته باشد و همچنین بازنده‌ها تنها زمانی بازنده هستند که سرمایه‌گذاری بعدی برای آن‌ها وجود نداشته باشد. قواعد مومنتوم و معکوس بدون دلیل اتفاق نمی‌افتد بلکه عواملی محرک می‌تواند باعث این برگشت قیمت‌ها باشند و این رفتار مومنتومی را در خود حفظ کند و همچنین وابسته به الگوهای سیستماتیک در سرمایه‌گذاری شرکت باشند.

لاکونیشاک و همکاران (۱۹۹۴) در تحقیقات خود، سرمایه‌گذاری را درصد تغییرات رشد کل دارایی‌ها به عنوان معیار مناسبی برای آزمون تحقیق خود در نظر می‌گیرند و همچنین وجود رابطه بین رشد درآمد شرکت و بازده را مطرح می‌کنند. غیر از تغییرات در دارایی‌های جاری، تغییر در دارایی‌های ثابت یا بلندمدت مثل

ساختمان یا همان مخارج سرمایه‌ای می‌تواند مبنایی برای اندازه‌گیری شرکت باشد و همچنین عوامل دیگری مانند ارقام تعهدی عملیاتی که شامل دارایی‌های عملیاتی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار است می‌توانند روی بازده و رفتار مومنتومی تأثیر بگذارند.

مفهوم مومنتوم این را بیان می‌کند که یک جسمی که در حین حرکت است تمایل دارد همچنان به حرکت خودش ادامه دهد تا زمانی که نیرویی از بیرون بر آن وارد شود (قانون اول نیوتن)، به عبارت دیگر کاربرد و عملکرد این استراتژی در بازار این‌گونه است که یک‌روند قیمتی تمایل دارد که حرکت خود را حفظ کرده مگر اینکه یک نیرویی از بیرون مانع حرکت آن شود. این استراتژی بیان می‌کند که بازدهی مثبت یا منفی گذشته تا بازه معینی از آینده نیز همچنان باقی خواهد ماند. بلعکس استراتژی معکوس این باور را دارد که باید در جهت خلاف بازار اقدام کرد و همچنین این را بیان می‌کند که اکثریت بازار اشتباه می‌کنند. بنابراین روندهای قیمتی برمی‌گردند و برای دستیابی به بازدهی بیشتر و اضافی می‌بایست شکیباً بود و با شهادت در جهت خلاف بازار حرکت کرد. درنهایت این استراتژی‌ها به دنبال تشخیص روندها با استفاده از ملاک‌های گوناگون و بهره‌گیری از آن‌ها هستند (بدری و فتح‌الهی، ۱۳۹۳).

مبنای فرضیه‌سازی تحقیق این است که سرمایه‌گذاری شرکتی عموماً با تأخیر انجام می‌شود، بنابراین زمانی که با تأخیر انجام می‌شود یک عدم قطعیتی در آن همراه است که مطابق آن یک واکنش قیمتی را به وجود می‌آورد. عدم قطعیت مومنتوم و معکوس ممکن است به دلیل این باشد که قابلیت اجرای پروژه‌ها تا چقدر وجود دارد. بر این اساس ما انتظار داریم سرمایه‌گذاری شرکتی رابطه مثبتی با بازده داشته باشد. همبستگی هم‌زمان مثبت بین سرمایه‌گذاری و بازده یک مفهوم ساده از تحقق ارزش فعلی پروژه‌ها است. درحالی‌که سرمایه‌گذاران ممکن است ارزش مورد انتظار مرتبط با یک پروژه را تا حدی تشخیص دهند اما بخش نامشخص ارزش به‌طور منطقی تا زمانی که پروژه با مدیریت تحقق می‌یابد، به تأخیر می‌افتد. عدم اطمینان مربوط به تحقق سرمایه‌گذاری را می‌توان به تعدادی از عوامل نسبت داد: اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران و مدیر شرکت؛ نرخ تنزیل زمان-زمان انگیزه‌های متضاد، تورش‌های رفتاری در شرکت یا سوگیری‌های رفتاری در اینکه چگونه سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاری شرکت با بازده آتی سهام رابطه منفی دارد. شواهد تجربی و همچنین انگیزه نظری در هر دو مبنای عقلایی و رفتاری این را نشان می‌دهند (کارلسون و سایرین، ۲۰۰۴؛ اکزینگ، ۲۰۰۸؛ تیمن و سایرین، ۲۰۰۴؛ لپسون و سایرین، ۲۰۱۲).

تحقیق حاضر براساس شواهد و مستندات ساجی و همکاران (۲۰۰۷) به دنبال بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری بر روی مومنتوم است و همچنین با توجه به مطالعات نیابگ و پاپری (۲۰۱۴) یک همبستگی مقطعی قوی بین سرمایه‌گذاری قبلی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و تأثیرات مومنتوم نشان داده می‌شود، لذا این تحقیق با استفاده اطلاعات آماری مربوط به بازده به‌صورت دوره‌ای موجود در سایت TSE.ir و به دست آوردن بازده سه‌ماهه بعد، دنبال وجود یا عدم وجود ارتباط بین سرمایه‌گذاری‌ها و رفتار مومنتومی و معکوس آن است.

۲-۱ اهمیت و ضرورت تحقیق

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به‌اندازه‌ای است که از آن به‌عنوان یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه یاد می‌شود. اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند با افتادن در یک دور مثبت، باعث رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن نیز می‌تواند موجب افت اقتصادی و فروغلتیدن به یک سیر نزولی و دور منفی شود. و همچنین ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن شرکت است؛ لذا مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند. در بازار همیشه به دنبال این هستند که الگوهای برای سرمایه‌گذاری پیدا کنند. درنهایت، باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلندمدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذاری، که بر آن تأثیر می‌گذارد امکان‌پذیر نیست. از مدت‌ها قبل تأثیرات سرمایه‌گذاری بر بازده شرکت شناخته شده است و همین‌طور یک همبستگی مقطعی قوی بین سرمایه‌گذاری قبلی شرکت و تأثیرات مومنتوم وجود دارد. سرمایه‌گذاری کانالی است که اثرات مومنتوم و معکوس را نشان می‌دهد. از آنجایی که سرمایه‌گذاری واقعی شرکت نمی‌تواند بلافاصله اجرا شود الگوهای بازگشت به موقع به تأخیر می‌افتد چون درک سرمایه‌گذاری به‌طور ذاتی در زمان به تأخیر می‌افتد و همچنین الگوهای مومنتوم در بازده سهام منحصراً به‌طور همزمان با الگوهای پیش‌بینی شده در سرمایه‌گذاری شرکت رخ می‌دهد. به عنوان مثال برندگان تنها زمانی برنده می‌شوند که سرمایه‌گذاری بعدی وجود داشته باشد و بازندگان تنها زمانی از دست می‌دهند که اتلاف سرمایه‌گذاری بعدی وجود داشته باشد. لذا الگوهای مومنتوم و معکوس در بازگشت‌ها به تنهایی رخ نمی‌دهند بلکه به الگوهای سیستماتیک در سرمایه‌گذاری شرکت وابسته اند.

۱-۳ اهداف تحقیق

هدف ۱- تبیین نقش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

هدف ۲- تبیین نقش بازده‌های فعلی (گذشته) بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (مومنتوم یا معکوس)

۱-۴ فرضیات تحقیق

فرضیه ۱- سرمایه‌گذاری‌های شرکتی اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارند.

فرضیه ۲- بازدهی‌های فعلی (گذشته) دارای اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارند.

۱-۵ نوآوری تحقیق

در تحقیقات پیشین در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل عدم توجه به عوامل بنیادی در مطالعات داخلی پیرامون مومنتوم و همچنین کار نشدن این موضوع در ایران لذا هدف این پژوهش بررسی این مسئله است.

۱-۶ روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و از لحاظ ماهیت و روش نوع علی- پس رویدادی است که اطلاعات آن براساس گزارشات مالی ۳ ماهه گردآوری می‌شود و مورد بررسی قرار می‌گیرد. در روش تحقیق علی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوعی رفتار که قبلاً وجود داشته یا رخ داده از طریق مطالعه نتایج حاصل از آنها، است. لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آنها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عمل است، به عبارت دیگر محقق در روش تحقیق علی- مقایسه‌ای دنبال مطالعه و بررسی علل احتمالی متغیر وابسته است، زیرا متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنا این نوع تحقیق را پس از وقوع (پس رویدادی) مبتنی بر داده‌های عینی می‌نامند.

۱-۷ حدود تحقیق

۱-۷-۱ قلمرو مکانی تحقیق

تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱-۷-۲ قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی در این تحقیق مربوط به شرکت‌هایی است که طی سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۸ فعالیت دارند.

۱-۷-۳ قلمرو موضوعی تحقیق

این تحقیق از لحاظ قلمرو موضوعی در حیطه مدیریت سرمایه‌گذاری هست.

۱-۸ تعریف نظری واژه‌ها

۱-۸-۱ سرمایه‌گذاری

فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شود، تعریف می‌شود. تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است (فزازی، ۲۰۰۰).

۱-۸-۲ بازده

بازده در فرایند سرمایه‌گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲).

۱-۸-۳ بازده غیرعادی

تفاوت بین بازده واقعی سهم و بازده مورد انتظار را بازده غیرعادی یا سود غیرمنتظره می‌گویند که این بازدهی‌ها می‌تواند مثبت یا منفی باشد (برگر و بوناسرسی، ۲۰۱۰).

۴-۸-۱ مومنتوم

مومنتوم مفهومی در علم فیزیک است که بیان می‌کند یک جسم در حال حرکت گرانش دارد که همچنان در حرکت باقی بماند؛ مگر اینکه نیرویی از خارج بر آن وارد شود (قانون اول نیوتن) به عبارت دیگر مصداق این قانون در بازار این است که یک روند قیمتی، تا زمانی که یک نیروی خارجی مانع آن شود؛ باقی خواهد ماند. این استراتژی شامل سرمایه‌گذاری در جهت بازار است و ادعا می‌نماید که بازدهی مثبت یا منفی گذشته تا دوره مشخصی از آینده نیز همچنان تداوم خواهد داشت (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵).

۹-۱ جمع‌بندی و خلاصه فصل

همان‌طور که در این فصل مطرح شد مسئله انتخاب استراتژی افزایش بازده و کاهش ریسک برای سرمایه‌گذاری بسیار بااهمیت است. به همین خاطر در این فصل به بیان مسئله برای یافتن وجود یا عدم وجود ارتباط بین سرمایه‌گذاری‌ها و رفتار مومنتومی و معکوس آن پرداخته شده است، همچنین اهمیت و ضرورت اینکه الگوهای مومنتوم و معکوس در بازگشت‌ها به تنهایی رخ نمی‌دهند بلکه به الگوهای سیستماتیک در سرمایه‌گذاری شرکت وابسته اند و به همین ترتیب اهمیت و ضرورت تحقیق مطرح شد، گزاره‌های تحقیق، نوآوری، استفاده از روش تحقیق، قلمروهای تحقیق و تعریف نظری کلیدواژه‌ها پرداخته شده است.

فصل ۲: ادبیات و پیشینه تحقیق

مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری امر بسیار مهم و رکن اساسی اقتصاد محسوب می‌شود که به آن توجه بسزایی شده است و به‌عنوان عامل مهمی در جهت حل مشکلات اقتصادی، بهبود کارایی و بهره‌وری شرکت‌ها قرار گرفته است. در اکثر اوقات سرمایه‌گذاران به دنبال بالا بردن سرمایه و انتخاب استراتژی مؤثر برای کسب بازده بالاتر و ریسک کمتر بوده‌اند. همچنین این اقدامات باعث می‌شود که از لحاظ اقتصادی یک کشور، توسعه و رشد به سزایی یابد و توجه سرمایه‌گذاران دیگر را به خود جلب نماید. در نتیجه بسط و گسترش سرمایه‌گذاری اهمیت قابل توجهی را به خود اختصاص داده است که می‌تواند یکی از اهرم‌های قوی تلقی شود. در غیر این صورت اگر به سرمایه‌گذاری اهمیت داده نشود و تمرکز شرکت‌ها به سایر عوامل سوق داده شود موجب پیدایش افت اقتصادی و افزایش ریسک سهامداران می‌شود در نتیجه جایگاه سهامداران را در شرکت به خطر می‌اندازد. بنابراین با ارزیابی و بررسی الگوهای سرمایه‌گذاری می‌توان به رشد و توسعه اقتصاد کشور و همچنین افزایش رفاه همگانی، رضایت سهامداران و بالا بردن بهره‌وری شرکت دست‌یافت.

در نتیجه برای درک بهتر این مفاهیم در این فصل که، بخش مبانی نظری است به مباحث و موضوعاتی از قبیل؛ انواع سرمایه‌گذاری، انواع روش‌ها و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، استراتژی مومنتوم و معکوس، انواع مومنتوم و عوامل مؤثر بر مومنتوم و معکوس و در قسمت دوم این بخش به پیشینه‌های خارجی و داخلی اشاره خواهد شد.

مبانی نظری تحقیق

۱-۲ سرمایه‌گذاری

فرآیند سرمایه‌گذاری یک اصل بسیار مهم و اساسی برای رشد و سازندگی اقتصاد کشورها است. امروزه برای حفظ، نگهداری و بقای شرکت‌های تجاری در محیط‌های بسیار رقابتی و پیچیده باید تلاش کنند که دست به فعالیت و پروژه‌های سودآور بزنند یکی از این نوع فعالیت‌ها سرمایه‌گذاری است که شرکت‌ها با توجه به عوامل مختلفی از قبیل نرخ بازده مورد انتظار و ریسک، به سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف می‌پردازند (کاشانی پور و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱).

طبق تحقیقات پیشین محققان، مدیران برای کسب سیاست‌های سرمایه‌گذاری اختیاری نخست برای تأمین منابع مالی اساسی شرکت در جهت سرمایه‌گذاری ابتدا می‌آیند فعالیت‌ها و پروژه‌های باارزش فعلی خالص مثبت را بررسی و حساب می‌کنند. به عبارت دیگر مدیران برای کسب و کارهای تجاری خود، اکثر فعالیت‌ها و پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت را انتخاب نموده و از طریق آن‌ها تأمین مالی شرکت خود را انجام می‌دهند (بالاکریشن و وردی، ۲۰۱۴).

۲-۲ انواع سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری از منظر موضوع، به دو گروه مالی و واقعی تقسیم می‌گردد. شخص برای تحصیل دارایی واقعی بخشی از ارزش را در زمان حال از دست می‌دهد. نمونه‌ای از این نوع سرمایه‌گذاری خرید ساختمان و زمین است. در سرمایه‌گذاری مالی شخص برای تحصیل دارایی مالی بخشی از ارزش را در زمان حال از دست می‌دهد که در نتیجه این سرمایه‌گذاری معمولاً جریانی از وجوه نقد حاصل می‌گردد. بیشتر سرمایه‌گذاری‌هایی که در اقتصادهای سنتی به کار گرفته می‌شد از نوع واقعی بودند، اما اخیراً بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها بر روی دارایی‌های متمرکز انجام می‌گیرد و با گسترش مؤسسات سرمایه‌گذاری مالی راه سرمایه‌گذاری مالی را هموارتر می‌سازد؛ در واقع یعنی این دو سرمایه‌گذاری همسو و مکمل یکدیگرند (فیوزی، مودیلیانی و فری، ۱۳۹۴).

۲-۳ انواع تحلیل سرمایه گذاری

سرمایه گذاران به منظور بهره بردن از نابهنجاری‌های موجود در بازار و چیره شدن بر بازار باید استراتژی معینی را به کارگیرند. برای ارزیابی و انتخاب بهینه دارایی‌ها راه‌های متفاوتی به کار می‌رود. که به طور عمده در دو بخش تحلیل تکنیکال (فنی) و تحلیل بنیادین طبقه‌بندی می‌شود (فلاح شمس و عطایی، ۱۳۹۲).

۲-۳-۱ تجزیه و تحلیل بنیادین

در تحلیل بنیادین با بررسی موقعیت اقتصاد کلان، صنایع مشخص و وضعیت شرکت‌ها به تعیین ارزش ذاتی هر سهم پرداخته می‌شود و با توجه به قیاس آن‌ها با ارزش فعلی درباره‌ی وارد شدن یا خروج از سهم تصمیم‌گیری می‌کنند. این نوع تحلیل عواملی نظیر بودجه سالانه کشور، وضعیت اقتصاد جهانی، اوضاع سیاسی وضعیت عرضه و تقاضا در بازارهای مربوط به این صنعت، قدرت رقابت، سهم بازار، دارایی‌های شرکت و... را شامل می‌شود.

تجزیه و تحلیل بنیادین با مدنظر قرار دادن تغییرهای اقتصاد کلان در تحلیل تغییرات قیمت سهام با فرض اینکه قیمت سهم به ارزش ذاتی و بازده مورد انتظار سرمایه گذاران بستگی دارد، انجام می‌پذیرد. تحلیل بنیادین نسبت به تحلیل تکنیکال سهم، تنوع شاخص بسیاری دارد.

۲-۳-۲ تجزیه و تحلیل تکنیکال (فنی)

در تجزیه و تحلیل تکنیکال با توجه به قیمت‌های پیشین، حجم و نمودارهای آماری موجود روند آینده سهام پیش‌بینی می‌شود (مندلسون، ۲۰۰۰). به بیانی دیگر، به طور مجزا برای تجزیه و تحلیل سهام عادی و وضعیت کلی بازار سهام با توجه به داده‌های مشخص از بازار برای بررسی و پیش‌بینی انواع کالا، ارز، سهام، شاخص‌ها و ... از تحلیل تکنیکال که مبنای ریاضیات دارد، استفاده می‌شود (ورزشکار، ۱۳۹۳).

تنوع در ابزارهای تجزیه و تحلیل تکنیکال زیاد است، به همین خاطر الگویی استخراج شده است که بر این مبناست که از بین تمامی ابزارهای نمونه‌ها، آن‌هایی که استقلال بیشتری نسبت به بقیه دارند، می‌توانند نقاط ورود و خروج سهم را نشان می‌دهند. این الگو به گونه ایست که تجزیه و تحلیل فنی در چهار سطح اصلی قرار دارد. سطح صفر، اسامی شرکت‌ها، کالا و ... را شامل می‌شود. در سطح یک، به بررسی طبقه‌بندی ابزارهای تحلیل فنی می‌پردازد که دو نوع اصلی، اندیکاتورهای نوسانگر و اندیکاتورهای روند دارد. سطح دوم، به تشخیص ابزارهای مربوط به هر نوع از اندیکاتورها می‌پردازد و در نهایت سطح سوم، دارای دونیم سطح مستقل یعنی؛ هشدارهای فروش و هشدارهای خرید است (ورزشکار، ۱۳۹۳).

۲-۴ عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری

بر روی سرمایه‌گذاری در سهام عوامل بسیاری دخیل هستند و اکثر تحقیقاتی در این زمینه جنبه‌ی کمی دارد و تأثیرات عوامل خرد و کلان اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در سهام بررسی شده است. با توجه به اینکه این موضوع جدید است و در نظر گرفتن اهمیت آن، تأثیر عوامل کیفی (رفتاری) بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار در دودسته عوامل، ویژگی‌های سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲-۴-۱ ویژگی سرمایه‌گذاران

۱- تمایل به سرمایه‌گذاری (تمایل به ریسک): در کل احتمال درگیر شدن در یک فعالیت مشخص و در مورد مبحث سرمایه‌گذاری؛ احتمال سرمایه‌گذاری در یک محصول خاص است (وبر و ویلیام ۱۹۹۷؛ وبر و ویلیام ۲۰۰۲؛ سسیتکین و پابلو، ۱۹۹۲). تصمیم‌گیری که برای سرمایه‌گذاری انجام می‌شود همیشه با توجه به روابط ریسک و بازده انجام می‌گیرد و سرمایه‌گذار در تجزیه و تحلیل مدیریت سبد سرمایه‌گذاری خود همواره به عوامل ریسک و بازده توجه می‌کند. سرمایه‌گذاران می‌دانند که بدون قبول ریسک بالا، نمی‌توانند بازده بالایی به دست آورند (جونز، ۱۳۸۶).

۲- ادراک ریسک: به چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات سرمایه‌گذاران درباره ریسک را ادراک ریسک گویند. به نظر السن (۱۹۹۷) با تجربه ادراک ریسک، مدیران سرمایه‌گذاری متخصص و سرمایه‌گذار فردی، سرمایه‌گذاری یکسانی خواهند داشت. با توجه به نظر ایونیو و دیاکول، ادراک ریسک سرمایه‌گذاران را می‌توان با پنج عامل ذکر شده، بررسی کرد (دیاکول و ایونیو ۲۰۰۱):

- عدم اطمینان برای عرضه‌کنندگان سهام
- نگرانی برای وقایع غیرمنتظره
- نگرانی در مورد نوسانات قیمتی سهام
- عدم شفافیت اطلاعات
- عدم ثبات و کاستی در قوانین و مقررات کشور

۲-۴-۲ ویژگی‌های بازار سرمایه

۱- بازده مورد انتظار: با توجه به اینکه به دلیل وجود ریسک سرمایه‌گذاری، نرخ بازده می‌تواند مقدار متعدد داشته باشد، برای محاسبه‌ی بازده مورد انتظار به صورت معیاری از تمایل به مرکز متداول استفاده می‌شود.

۲- اطلاعات عملکرد گذشته: برای اینکه تصمیم‌گیری سریع و درست باشد، وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف الزامی است. اگر اطلاعات دوره‌ای شرکت، منظم‌تر و شفاف‌تر باشند، تأثیر آن بر قیمت سریع‌تر خواهد بود و نقدینگی و گردش مطلوب‌تری خواهد داشت و در نتیجه آن، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام تنزل می‌یابد (عبدالله زاده ۱۳۸۱). در صورتی بازار کاراً می‌شود که اطلاعات کافی درباره شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی و اوراق بهادار، به سرعت و سهولت در دسترس عموم قرار گیرند. سرمایه‌گذاران با کمک این اطلاعات به تفسیر در قیمت ورقه‌ی بهادار می‌پردازند. بنابراین، قیمت همیشه منعکس‌کننده اطلاعات رایج است.

۲-۵ استراتژی‌های سرمایه‌گذاری

به صورت کلی می‌توان استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را در دودسته بخش‌بندی کرد که دسته اول استراتژی‌های فعال و دسته دیگر استراتژی‌های منفعل را شامل می‌شود.

۲-۵-۱ استراتژی‌های انفعالی

در این نوع استراتژی تمرکز بر روی عملکرد دوره بلندمدت در یک قسمت معینی از بازار است به جای اینکه موقتاً برای تحصیل بازده مازاد از تغییرات بازار تأکید نماید. به بیانی دیگر علت نگهداری این نوع استراتژی نداشتن توانایی لازم برای پیش‌بینی کردن است که هدف آن رسیدن و نزدیک کردن به شاخص مبنا است که در اینجا شاخص مبنا همان شاخص موردنظر است که به آن پرتفوی شاخصی نیز می‌گویند.

۲-۵-۲ استراتژی‌های فعال

اکثراً استراتژی‌های فعال برای سازگاری با پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت دارایی‌ها، بخش‌های بازار و سهم نیز انجام می‌گیرد. در حقیقت در این نوع استراتژی تفاوت اطلاعات خاص موردنیاز برای دوره کوتاه‌مدت انتظارات بازده با اطلاعات موردنیاز برای بازده‌هایی با ثبات کوتاه‌مدت خواهد داشت. تنها زمانی که یک سرمایه‌گذار از تصمیم و گزینش فعال خود بهره خواهد برد که بازده پیش‌بینی‌شده از بازده کلی بازار مطلوب‌تر باشد. در زمان انتخاب و تصمیم‌گیری در ارتباط با سرمایه‌گذاری به منظور به‌کارگیری استراتژی‌های فعال یا منفعل و حتی ترکیبی از آن‌ها باید بین شاخص سازی غیر پویا و کم‌هزینه (استراتژی منفعل) و شاخص سازی جذاب و هزینه‌بر اما بالقوه سودآور (استراتژی فعال) تساوی برقرار نماید (فابوزی، ۲۰۰۲).

۲-۶ استراتژی‌های مومنتوم و معکوس

نوعی استراتژی است که برای کسب بازدهی بدون ریسک، اقدام به خرید سهام برنده و فروش سهام بازنده می‌کنند. مومنتوم در مبانی و مباحث علم فیزیک این‌گونه مطرح می‌شود که اجسام در حال حرکت تمایل دارند که به حرکت خود ادامه دهند تا زمانی که یک نیروی خارجی از بیرون به آن‌ها وارد شود (قانون اول نیوتن). به بیانی دیگر، نمونه این قاعده در بازار این‌گونه است که یک جریان قیمتی گرایش به حفظ روند خود دارد تا جایی که یک عامل بیرونی مانع آن شود. ادعای استراتژی مذکور این است که بازدهی مطلوب یا نامطلوب گذشته تا دوره معینی از آینده همواره ادامه خواهد داشت.

با تغییر قیمت دارایی و حرکت آن به سمت ارزش ذاتی خود، حتی با وجود نداشتن علت برای جنبش بیشتر، قیمت دارایی در طی زمان مشخصی همچنان به حرکت قبلی خود ادامه می‌دهد که به این فرایند، شتاب گفته می‌شود. به عبارت دیگر استراتژی شتاب؛ خرید سهامی که در دوره گذشته بازدهی مطلوب داشته است و فروش سهامی که در دوره گذشته بازدهی نامطلوب داشته است (بجیبی زاده فر و لرستانی، ۲۰۱۲)

۲-۷ انواع استراتژی مومنتوم

استراتژی مومنتوم انواع گوناگون دارد. از جمله آن؛ استراتژی مومنتوم سود، استراتژی مومنتوم صنعت، استراتژی مومنتوم قیمت می‌توان نام برد.

۲-۷-۱ استراتژی مومنتوم سود

در این نوع استراتژی مومنتوم با بررسی و سنجش سهمی که سود غیرقابل پیش‌بینی در زمان اخیر در بردارد را همچنان در آینده نزدیک نیز در جهت خود باقی می‌ماند و همین رویه را ادامه خواهد داد. به بیانی دیگر سهامی که معدل مثبت است در زمان آتی بازده مطلوب خواهد داشت.

۲-۷-۲ استراتژی مومنتوم صنعت

در این نوع استراتژی صنایعی که در زمان اخیر بازدهی و عملکرد مطلوب (نامطلوب) داشته است، در زمان آینده به همین بازدهی ادامه خواهند داد (هاتچسون، ۲۰۱۱).

۲-۷-۳ استراتژی مومنتوم قیمت

این استراتژی بیان می‌کند که برای گزینش و انتخاب سهامی که بر مبنای شاخص قدرت نسبی است و نسبت به سهام دیگر عملکرد مطلوب‌تری دارند همچنین در زمان مشخصی حفظ می‌گردند. طبق نتایج

به دست آمده در این روند بازدهی مازادی در مقایسه به بازار تحصیل می گردد. (قالیباف اصل، شمس، ۲۰۱۰).

۸-۲ علل مومنتوم

به میزان تمایل سرمایه گذاران به یک سهم را حجم معاملات گویند. طبق بررسی ها و نتایج پژوهش آذربورن می توان بیان کرد که تمایلات و علایق سرمایه گذاران به سهام می تواند منجر به نمایش حجم معاملات گردد و همچنین اکثر قیمت ها متأثر از این تمایلات و علایق است. نتایج پژوهش های بعدی آذربورن نشان می دهد که افزایش حجم معاملات می تواند قبل از واقعه و رویدادهای مهم رخ دهد و سپس آن را نقصی از قوانین مشکل و مبهمی برای نشان دادن حجم معاملات پنداشت (قالیباف و نادری، ۱۳۸۵).

پیش بینی کردن حرکات آتی سهام می تواند یکی از ابزارهای مؤثر حجم معاملات پیشین دانست (لی و سوامینتان، ۲۰۰۰؛ هانگ و یانگ، ۲۰۰۱؛ دینگ، مکلینج و ونگچوتی، ۲۰۰۵).

فدایی نژاد و صادقی (۱۳۸۵) در تحقیق خود به عوامل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و میزان پوشش تحلیل گران اشاره دارد. مکنایت و هو (۲۰۰۵) طی تحقیقات انجام شده در بازار سهام انگلستان به ارزیابی سودهای مومنتوم با استفاده از متغیرهای پوشش تحلیل گران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که ارتباط سودهای مومنتوم و هر سه عامل مذکور به طور معکوس است و از نظر اهمیت اول نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بعد پوشش تحلیل گران و در نهایت اندازه تأثیرگذاری دارد.

۱- اندازه شرکت: با توجه به اینکه اطلاعاتی که شرکت های کوچک در دسترس عموم قرار می دهند و ابهام اطلاعاتی بالایی دارند، سرمایه گذاران برای به دست آوردن اطلاعات با دشواری بیشتری روبرو هستند پس در نتیجه احتمال سود مومنتوم برای آن ها بیشتر است.

۲- میزان پوشش تحلیل گران: درجه ای از جریان اطلاعات گفته می شود یا به عبارت دیگر به تعداد تحلیل گرانی گفته می شود که اطلاعات آتی شرکت را (به خصوص درباره سود) مطرح می کنند.

۳- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار: شرکت هایی که این نسبت در آن ها بالاتر است، شرکت های ارزشی هستند که در بلندمدت سودهای بیشتری در مقایسه با شرکت هایی که این نسبتشان کمتر است، می دهند.

۹-۲ رابطه مومنتوم و سرمایه گذاری

سرمایه گذاری شرکت در رفتار قیمت سهام نقش اساسی دارد و به عنوان یک ویژگی کلیدی برای تأثیر تأخیر زمانی مرتبط با درک سرمایه گذاری شرکت است. با توجه به این که سرمایه گذاری واقعی شرکت بلافاصله نمی تواند اجرا شود، الگوهای بازگشت در زمان معین به تأخیر می افتد. تأخیر زمانی ذاتی در سرمایه گذاری

شرکت، چیزی است که باعث ایجاد تأخیر زمانی در بازده سهام می‌شود که در قواعد مومنتوم و معکوس قابل‌رؤیت است. بر مبنای تحقیق مورتال و اسکیل (۲۰۱۸) نتایج تجربی نشان می‌دهد که در واقع اثرات مومنتوم و معکوس به‌صورت جداگانه انجام نمی‌گیرد، بلکه هم‌زمان با الگوهای سیستماتیک در سرمایه‌گذاری شرکت ممکن می‌شود. به‌عنوان مثال، برندگان تنها زمانی برنده می‌شوند که سرمایه‌گذاری بعدی نیز وجود داشته باشد، و بازندگان تنها زمانی که باز سرمایه‌گذاری بعدی وجود دارد، بازنده می‌مانند. تأخیر در زمان ذاتی به سرمایه‌گذاری واقعی، عدم قطعیت را در تحقق آن به وجود می‌آورد. به دلیل این تأخیر بازده سرمایه‌گذاران مرتبط با شناسایی یک فرصت سرمایه‌گذاری به‌خوبی قبل از اینکه سرمایه‌گذار متوجه شود اتفاق می‌افتد. تأخیر مرتبط با سرمایه‌گذاری یک فرض استاندارد نئوکلاسیک است (ساموئلسون، ۱۹۴۸).

۱۰-۲ پیشینه تحقیق

۱۱-۲ مطالعات داخلی

بحری ثالث و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان "رابطه پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس" به بررسی تأثیر میانگین تفاضل بازده پرتفوی برندگان در سود و بازندگان آن بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بازده پرتفوی برندگان با بازده پرتفوی بازندگان بر مبنای تأثیر نسبت نگهداری سهامداران نهادی با سودهای مومنتوم رابطه ندارد. نسبت نگهداری سهام توسط سهامداران نهادی در دوره کوتاه‌مدت عامل مؤثری جهت تعیین تغییرات بازدهی مومنتوم و معکوس است.

کیوان و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان "پایداری عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران با استفاده از استراتژی مومنتوم" به بررسی پایداری عملکرد ۵۳ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در ایران در بازه زمانی ۳۱ فروردین سال ۱۳۹۰ الی ۳۱ تیر سال ۱۳۹۵ با استفاده از استراتژی مومنتوم پرداخته می‌شود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که استراتژی مومنتوم در دوره‌های ۳،۶ و ۹ ماهه نشان‌دهنده پایداری در عملکرد صندوق است، در حالی که، استراتژی مومنتوم در دوره‌ی ۱۲ ماهه پایداری قابل ارزیابی نیست و استفاده از استراتژی مومنتوم در پایداری عملکرد صندوق در طی این بازه‌ی زمانی توصیه نمی‌شود.

دولو و طبرسا (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان "بررسی منشأ مومنتوم سبکی در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی سودآوری استراتژی معاملاتی مومنتوم سبکی و منشأ بروز آن در پرتفوی‌های سبکی دو بار مرتب‌شده بر اساس اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ پرداخته است. برای آزمون سودآوری مومنتوم سبکی، از دو روش جگادیش و تیمن (۱۹۹۳) و لو و مکینلی (۱۹۹۰) استفاده کرده است. نتایج تحقیق نشان داد که سودآوری مومنتوم سبکی تقریباً برای

دوره‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت مثبت و معنادار است، اما برای دوره‌های بلندمدت از نظر آماری معنادار نیست و یا به استراتژی معکوس تبدیل می‌شود. بعد از تأیید سودآوری استراتژی مومنتوم سبکی برای دوره کوتاه‌مدت و میان‌مدت، از طریق روش جگادیش و تیمن (۱۹۹۵) به شناسایی منشأ بروز مومنتوم سبکی پرداخته است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که استراتژی برای دوره ۳ و ۶ ماهه، قسمت عظیم سود مومنتوم سبکی با استفاده از نظریه تداوم بازده تشریح می‌شود و استراتژی برای دوره ۱۲ ماهه ریسک به‌عنوان متغیر اصلی سودآوری مومنتوم سبکی شناخته می‌شود.

فریدی (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان " بررسی اثر رفتار جمعی بر بازده مومنتوم در صنایع منتخب " به بررسی اثر رفتار جمعی بر بازده حاصل از استراتژی مومنتوم در سطح صنعت برای ۸۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و طبقه‌بندی آن‌ها در قالب صنایع، در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ پرداخته است. برای اندازه‌گیری رفتار جمعی از ضریب مدل رگرسیونی CSAD چانگ و همکاران (۲۰۰۰) و برای مومنتوم از روش تشکیل پرتفوی طی بازه زمانی ۶ ماه گذشته و طبقه‌بندی صنایع در قالب صنایع برنده و بازنده به‌کاررفته است. نتایج تحقیق نشان داد که بازده به‌دست‌آمده از استراتژی مومنتوم بستگی به سطوح رفتار جمعی دارد. صنایع برنده با سطح رفتار جمعی زیاد، به‌طور معناداری بازده آتی بیشتری از صنایع برنده با سطح رفتار جمعی کم، به وجود می‌آورد. همچنین صنایع بازنده با درجه رفتار جمعی زیاد، به‌طور معناداری بازده آتی کمتری از صنایع بازنده با درجه رفتار جمعی کم، به وجود می‌آورد. این عدم تقارن در رابطه بین رفتار جمعی و بازده مومنتوم، در حقیقت نشان‌دهنده عامل مهمی برای سودآوری استراتژی‌های بدون هزینه مومنتوم است.

موسی شیری و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان " بررسی اثر رفتار جمعی بر بازده مومنتوم در صنایع منتخب " به بررسی سودآوری استراتژی مومنتوم و تأثیر حجم معاملات سهام بر آن برای تمام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ پرداخته است. نتایج تحقیق نشان داد که در اکثر راهبردهای سرمایه‌گذاری مومنتوم مورد آزمون، پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماه گذشته بهترین عملکرد را داشته است و در اکثر بازه‌های زمانی دوره نگهداری (دوره‌های سه، شش، نه و دوازده‌ماهه) به عملکرد بهتر خود نسبت به پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماه گذشته بدترین عملکرد را داشته است، ادامه می‌دهد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که رابطه‌ای بین حجم معاملات (متغیر مستقل) و میانگین بازده (متغیر وابسته) وجود ندارد. درحالی‌که بین مازاد بازده بازار (متغیر مستقل) و مازاد بازده پرتفوی برنده (متغیر وابسته) رابطه معناداری وجود دارد.

بدری و فتح الهی (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "مومنتوم بازده: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران" مومنتوم بازده سهام را در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق وجود مومنتوم در دوره‌های میان‌مدت را نشان داد، اما آرام‌آرام در دوره‌های بلندمدت مومنتوم حذف می‌شود.

حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام" در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۸ پرداختند. در این پژوهش پرتفوی‌هایی برحسب اندازه قیمت نسبت به ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی تشکیل و همچنین به بررسی فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد. نتایج آن این را بیان می‌کند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های داری سائز کوچک نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی پایین یک ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان "بررسی سودآوری استراتژی‌های مومنتوم و معکوس" در طی بررسی‌هایی که انجام شده در بازار سهام تهران طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۸ به این دست یافتند که در بازه زمانی ۳ تا ۱۲ ماه این تداوم بازده یا مومنتوم در رفتار بازده سهام عادی وجود دارد و در نتیجه می‌توان با به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم بازده سرمایه‌گذاری خود را افزایش داد.

فدایی نژاد و صادقی (۱۳۸۵) در تحقیقی با عنوان "بررسی سودمندی استراتژی‌های مومنتوم و معکوس" پرداخته است. در این تحقیق از شبیه‌سازی پرتفوی‌ها در یک دوره زمانی و مقایسه بازدهی آن‌ها به‌عنوان یکی از روش‌های آزمون و ارزیابی سودمندی این استراتژی‌ها مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد که هرکدام از این رویکردها در یک دوره زمانی مشخصی، برتر می‌باشند. برای دوره‌های زمانی یک تا شش‌ماهه استراتژی مومنتوم می‌تواند بازدهی اضافی به وجود آورد و برای دوره‌های زمانی طولانی‌تر استراتژی معکوس، سودمندتر است.

فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "اثرگذاری عوامل رفتاری و انعکاس سوگیری دیر پذیری در رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران" به بررسی یکی از عوامل رفتاری مؤثر راهبرد معاملاتی سرمایه‌گذاران پرداخته است و هدف آن ایجاد بینشی درباره تداوم یا برگشت روند در قیمت سهام است.

آهنگریان (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان "بررسی کارایی استراتژی شتاب و معیارهای مبتنی بر ریسک و بازده در انتخاب پرتفوی مناسب در بورس اوراق بهادار تهران" به دنبال راهی برای استفاده از استراتژی مومنتوم (شتاب) با تعیین معیارهای جدیدی برای تشکیل پرتفوی بهینه در قالب بازده/ریسک است. نتایج تحقیق نشان داد که استراتژی‌های شتاب با توجه به نسبت ریسک/بازده می‌تواند برای دوره‌های زمانی متعدد بازده اضافی به وجود آورد.

فلاح شمس و عطایی (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان "مقایسه کارایی معیارهای استراتژی شتاب (مومنتوم) در انتخاب پرتفوی مناسب" به ارزیابی کارایی استراتژی شتاب در انتخاب پرتفوی مناسب برای ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ پرداختند. نتایج تحقیق بیان می‌کند که با استفاده از استراتژی شتاب بر پایه معیارهای مبتنی بر ریسک تعدیل شده امکان انتخاب پرتفوی مناسب در بورس تهران وجود دارد. ولی از بین این معیارها، معیار M3 عملکرد مطلوب‌تری نسبت به دو معیار دیگر دارد. به‌علاوه، معیارهای EROV و SORTINO در انتخاب پرتفوی مطلوب عملکرد ضعیف‌تری از بازار نشان داده است. در حالی که معیار M3 عملکرد مطلوب‌تری را نسبت به بازار از خود به نمایش گذاشته است.

۱۲-۲ مطالعات خارجی

غزالی و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان "آیا سرمایه گذاران داخلی با کوچک‌ترین دستور تجاری با استفاده از استراتژی‌های مومنتوم در IDX استفاده می‌کنند؟" با هدف بررسی استفاده از استراتژی مومنتوم سرمایه‌گذاران داخلی که اندازه‌های کوچک سفارش را روی IDX تجاری می‌کنند می‌پردازند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران داخلی که در اندازه‌های کوچک سفارش داده می‌شوند تمایل به استفاده از استراتژی مومنتوم در صادرکنندگان سهام دولتی و غیر دولتی دارند. این یافته حاکی از آن است که وقتی IDX عملکرد خوبی داشته باشد، سرمایه‌گذاران باید از این شرایط استفاده کنند، زیرا سهام خرید که قبلاً انجام شده است. بازگشت غیر عادی کوتاه‌مدت را ارائه می‌دهد.

گیو و رایان (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان ارزیابی قابلیت اطمینان سناریوهای ایجاد شده برای بازده شاخص سهام شامل مومنتوم به بررسی روند حرکت هندسی براونی برای بازدهی شاخص سهام می‌پردازد. بر اساس این مدل، سه فرایند مختلف برای ایجاد سناریوها به صورت متحرک در نظر گرفته شده است که با توجه به دفعات به‌روزرسانی پارامتر حرکت و اینکه آیا بر اساس میانگین متحرک ساده یا میانگین متحرک وزن‌دهی برآورد شده متفاوت است. نتایج عددی تحقیق نشان می‌دهد که دفعاتی که بازده مورد انتظار به‌روز می‌شود به‌طور قابل توجهی بر عملکرد روش تولید سناریو تأثیر نمی‌گذارد، درحالی‌که نحوه محاسبه بازده مورد انتظار بر همبستگی خودکار و پراکندگی سناریوهای ایجاد شده به شدت تأثیر می‌گذارد. همه طرح‌های تولید سناریو نسبت به نوسانات تخمینی بازده شاخص بسیار حساس هستند. در میان سه فرآیند مورد آزمایش، الگوریتم‌هایی که برآورد حرکت را با توجه به میانگین متحرک وزن‌دهی ترکیب می‌کنند، می‌توانند سناریوهای قابل اعتمادی را در زمانی که خطای برآورد نوسانات کوچک است، ایجاد کنند.

لارسن و لارسن (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان "یک یادداشت کوتاه در مورد پتانسیل استراتژی سرمایه‌گذاری مبتنی بر شتاب در سرمایه‌گذاری‌های بخش ETFها" برافزایش میانگین عملکرد سالیانه بازدهی یک‌ساله EFFهای SDPR منتخب بخش با بالاترین میانگین بازده سالانه تحقق‌یافته در دوره پنج‌ساله قبلی (استراتژی MaxRet) متمرکز است. از سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۵، استراتژی MaxRet میانگین کل بازده سالیانه بالاتری را نسبت به سبد سهام یکسان (استراتژی EW) صندوق‌های همان بخش ایجاد می‌کند. با توجه به نتایج حاصل، استراتژی MaxRet یک استراتژی کارآمدتر است زیرا ریسک انحراف استاندارد کمتری را در واحد بازده متوسط سالانه نسبت به استراتژی EW در تحقیق ایجاد کرده است. اقدامات ریسک نزولی بیشتر از عملکرد نمونه استراتژی MaxRet پشتیبانی می‌کند.

گو و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان "چه کسی با مومنتوم معامله می‌کند؟" با استفاده از داده‌های منحصربه‌فرد با ساختار مالکیت کامل بازار بورس آلمان، به بررسی معاملاتی گروه‌های سرمایه‌گذار مختلف می‌پردازد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فروش بیش‌ازحد، قیمت‌ها را پایین‌تر از مقدار اساسی خود سوق می‌دهد و پیش‌بینی شده سقوط مومنتوم در بازار است.

راس و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان " پیاده‌سازی مومنتوم آنچه آموخته‌ایم " با استفاده از داده‌های لحظه‌ای هفت‌ساله به ارزیابی قابلیت اجرای مومنتوم سرمایه‌گذاری پرداخته است و نتایج تحقیق نشان می‌دهد که پرتفوی‌های با مومنتوم لحظه‌ای می‌توانند حتی پس از حسابداری هزینه‌ها، هزینه‌های برآورد شده معاملات، مالیات‌ها و سایر اصطکاک‌های مرتبط با پرتفوی‌های زندگی واقعی، حق بیمه را افزایش دهند.

هاکبرد و جانسون (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان "گزینه‌های واقعی و دینامیک ریسک" و همچنین لیو و ژانگ (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان "تفسیر نئوکلاسیک از مومنتوم" استدلال می‌کنند که اثرات مومنتوم و معکوس با تئوری Q سرمایه‌گذاری سازگار هستند.

نیابگ و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان "گسترش شرکت و سرعت قیمت سهام" به این نتایج دست یافتند که یک همبستگی مقطعی قوی بین سرمایه‌گذاری قبلی شرکت و تأثیرات مومنتوم وجود دارد.

لی و لی (۲۰۱۲) در تحقیق خود به بررسی قدرت پیش‌بینی‌کنندگی رشد دارایی‌ها برای ارزیابی بازده آتی سهام پرداختند. نمونه آن‌ها شامل داده‌های ۲۳ کشور در ۳ قاره آمریکا، اروپا و آسیا است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بالایی در معیارهای رشد دارایی برای بازده سهام وجود دارد. این قدرت پیش‌بینی‌کنندگی برای ۴ سال بعد از تاریخ اندازه‌گیری اولیه نیز ادامه داشت. علاوه بر این، آن‌ها بیان نمودند که این نتایج قابل‌تعمیم در نمونه‌های مختلف از جمله نمونه‌های شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های کوچک و شرکت‌های موجود در یک منطقه جغرافیایی است.

کوپر و همکاران (۲۰۰۸)، اثرات سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها را بر بازده آتی سهام موردبررسی قرارداداند. بر اساس نتایج آن‌ها، رشد دارایی‌ها به مقدار فراوانی بازده آتی سهام را پیش‌بینی می‌کند. علاوه بر این، متغیر رشد دارایی‌ها، توانایی پیش‌بینی‌کنندگی خود را در سهام دارد. آن‌ها ادعا می‌کنند که رشد دارایی‌ها نسبت به سایر متغیرهای مبتنی بر بازده مانند B/M تعهدی‌ها و ... در پیش‌بینی بازده آتی، بهتر عمل می‌کنند.

لاکونیشاک و همکاران (۱۹۹۴) در تحقیقی با عنوان "کنترل سرمایه‌گذاری" استدلال می‌کنند که یک رابطه مهمی بین رشد و بازده عایدی شرکت وجود دارد و همچنین بازار سهام، رشدی را بالای قیمت ارزیابی می‌کند و سهام ارزشی را زیر قیمت ارزیابی می‌کند و به راین مبنا باعث ایجاد سودهای مومنتوم بیشتر می‌شود.

۱۳-۲ خلاصه فصل

در نتیجه برای درک بهتر این مفاهیم در این فصل که، بخش مبانی نظری است به مباحث و موضوعاتی از قبیل؛ انواع سرمایه‌گذاری، انواع روش‌ها و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری، عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری، استراتژی-های سرمایه‌گذاری، استراتژی مومنتوم و معکوس، انواع مومنتوم و عوامل مؤثر بر مومنتوم و معکوس و در قسمت دوم این بخش به پیشینه‌های خارجی و داخلی اشاره خواهد شد.

فصل ۳: روش‌شناسی تحقیق

مقدمه

روش تحقیق به‌عنوان اساسی‌ترین بخش تحقیق است و با استفاده از روش درست برای موضوع موردنظر تحقیق، کار تحقیق منطقی‌تر و سریع‌تر به سرانجام می‌رسد. در واقع می‌توان گفت؛ نتایج و دستاوردهای تحقیق متأثر از روشی است که برای تحقیق استفاده می‌شود. برای رسیدن به هدف مطلوب تحقیق باید شناخت جامع از روش‌شناسی موردنظر تحقیق انجام گردد. تعاریف بسیاری از روش تحقیق در اصطلاح شده است که به‌عنوان یکی از تعاریف جامع می‌توان مطرح کرد؛ روش تحقیق به مجموعه‌ای از اصول، ابزار و راه‌های قابل اطمینان و ساختاریافته برای رسیدن به راه‌حل و جواب مسئله موردنظر، از طریق بررسی واقعیت‌ها و کشف مجهولات است.

لذا در این فصل با در نظر داشتن چارچوب نظری که در فصول قبل ارائه شده است به مدل و معرفی روش اقتصادسنجی که در این تحقیق به‌کاررفته، پرداخته شده است. بنابراین پیش از به‌کارگیری این روش، الزامی است درباره اقتصادسنجی و روش‌های آن توضیحاتی مطرح شود.

۱-۳ نوع و روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و از لحاظ ماهیت و روش نوع علی- پس رویدادی است که اطلاعات آن بر اساس گزارشات مالی ۳ ماهه گردآوری می‌شود و مورد بررسی قرار می‌گیرد. در روش تحقیق علی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوعی رفتار که قبلاً وجود داشته یا رخ داده از طریق مطالعه نتایج حاصل از آنها، است. لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آنها به امید یافتن علت وقوع پدیده یا عمل است، به عبارت دیگر محقق در روش تحقیق علی- مقایسه‌ای به دنبال مطالعه و بررسی علل احتمالی متغیر وابسته است، زیرا متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنا این نوع پس از وقوع (پس رویدادی) مبتنی بر داده‌های عینی است.

۲-۳ اهداف تحقیق

هدف ۱- تبیین نقش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار
هدف ۲- تبیین نقش بازده‌های فعلی (گذشته) بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار (مومنتوم یا معکوس)

۳-۳ فرضیات تحقیق

فرضیه ۱- سرمایه‌گذاری‌های شرکتی اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارند.
فرضیه ۲- بازدهی‌های فعلی (گذشته) دارای اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارند.

۴-۳ قلمرو تحقیق

برای تسلط محقق بر موضوع و برای اینکه نتایج نمونه انتخابی را بتوان به جامعه تعمیم دهد، باید تحقیق دارای قلمرو معینی باشد. این تحقیق همانند تمامی تحقیق‌ها دارای سه قلمرو زیر است؛

۳-۴-۱ قلمرو مکانی تحقیق

قلمرو مکانی این تحقیق، از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، استفاده گردیده است.

۳-۴-۲ قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی پژوهش، مربوط به اطلاعات مالی از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۸ است.

۳-۴-۳ قلمرو موضوعی تحقیق

قلمرو موضوعی تحقیق در حیطه مدیریت سرمایه‌گذاری است.

۳-۵ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۸ است.

نمونه آماری تحقیق از بین تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مطابق با شرایط زیر انتخاب شده است:

۱- اطلاعات شرکت در تمامی سال‌های موردبررسی در دسترس باشد.

۲- شرکت‌های واسطه‌گری‌های مالی و سرمایه‌گذاری و بانک‌ها از نمونه آماری تحقیق حذف شده‌اند.

درنهایت ۷۸۵ داده از ۸۸ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۱ استفاده شده است.

۳-۶ روش گردآوری اطلاعات

در این تحقیق از شیوه‌های زیر برای گردآوری داده‌ها استفاده شده است:

- از روش کتابخانه‌ای، با به‌کارگیری از پایان‌نامه و مقالات فارسی و لاتین برای کسب اطلاعات موردنیاز مبانی نظری و پیشینه تحقیق در فصل دوم استفاده شده است.

- به‌منظور جمع‌آوری داده‌های تحقیق برای پاسخ دادن به سؤالات تحقیق، اطلاعات، اسناد و مدارک حاضر در بورس اوراق بهادار تهران به‌کاررفته است.

- با استفاده از نرم‌افزار صفحه گسترده (اکسل)، آماده‌سازی متغیرهای موردنظر در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها انجام شده است. ابتدا اطلاعات موردنظر که از سایت بورس اوراق بهادار تهران به دست آورده

شد، وارد نرم‌افزار اکسل شد و سپس محاسبات موردنظر برای کسب متغیرهای تحقیق انجام گردید. پس از به دست آوردن تمامی متغیرهای موردنیاز مدل‌های این تحقیق، با کمک نرم‌افزار Eviews به تجزیه و تحلیل اطلاعات پرداخته شد.

۳-۷ متغیرهای تحقیق

۳-۷-۱ متغیر وابسته

بازده: بازده در فرایند سرمایه‌گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲).

بازده غیرعادی: تفاوت بین بازده واقعی سهم و بازده مورد انتظار را بازده غیرعادی یا سود غیرمنتظره می‌گویند که این بازدهی‌ها می‌تواند مثبت یا منفی باشد (برگر و بوناسرسی، ۲۰۱۰).

مومنتوم: مومنتوم مفهومی در علم فیزیک است که بیان می‌کند یک جسم در حال حرکت گرایش دارد که همچنان در حرکت باقی بماند؛ مگر اینکه نیرویی از خارج بر آن وارد شود (قانون اول نیوتن) به عبارت دیگر مصداق این قانون در بازار این است که یک روند قیمتی، تا زمانی که یک نیروی خارجی مانع آن شود؛ باقی خواهد ماند. این استراتژی شامل سرمایه‌گذاری در جهت بازار است و ادعا می‌نماید که بازدهی مثبت یا منفی گذشته تا دوره مشخصی از آینده نیز همچنان تداوم خواهد داشت (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵).

نخستین مدلی که بیان شده در تحقیق مورتال و اسکیل (۲۰۱۸) این است که بازدهی‌های گذشته تبعیت می‌کند از سرمایه‌گذاری‌های آینده و این نیز می‌تواند به صورت هم‌زمان هم رخ دهد به عبارت دیگر این رفتار می‌تواند ادامه داشته باشد.

$$I_1 = a + mR_0 + u \quad (3-1)$$

در مدل دوم این را بیان می‌کند که بازده الان (فعلی) تابعی است از سرمایه‌گذاری‌های الان (فعلی)

$$R_1 = b + nI_1 + v \quad (3-2)$$

مدل سوم بازدهی دوره‌های بعدی را بیان می‌کند.

$$R_2 = c + pI_1 + w_0 \quad (3-3)$$

مدل چهارم رفتار مومنتوم را نشان می‌دهد اینکه چقدر بازده امروز با بازده گذشته ارتباط دارد.

$$R_1 = d + mnR_0 + x_0 \quad (3-4)$$

اما اگر همه این مدل‌ها تجمیع شود و در یک مدل آورده شود می‌توان به صورت زیر مدل‌هایی ارائه شود:

بازدهی ۳ ماهه اول

$$R_1 = \alpha + \beta_1 R_0 + \beta_2 R_{-1} + \beta_3 R_{-2} + \beta_4 R_{-3} + \beta_5 I_0 + \beta_6 I_1 \quad (3-5)$$

بازدهی ۳ ماهه دوم (۶ ماهه)

$$R_2 = \alpha + \beta_1 R_0 + \beta_2 R_{-1} + \beta_3 R_{-2} + \beta_4 R_{-3} + \beta_5 I_0 + \beta_6 I_1$$

(۳-۶)

بازدهی ۳ ماهه سوم (۹ ماهه)

$$R_3 = \alpha + \beta_1 R_0 + \beta_2 R_{-1} + \beta_3 R_{-2} + \beta_4 R_{-3} + \beta_5 I_0 + \beta_6 I_1 \quad (3-7)$$

(۷)

بازدهی ۳ ماهه چهارم (یک سال)

$$R_4 = \alpha + \beta_1 R_0 + \beta_2 R_{-1} + \beta_3 R_{-2} + \beta_4 R_{-3} + \beta_5 I_0 + \beta_6 I_1 \quad (3-8)$$

(۸)

۲-۷-۳ متغیرهای مستقل

سرمایه‌گذاری: فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شود، تعریف می‌شود. تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است (فزازی، ۲۰۰۰).

۳-۷-۳ متغیرهای کنترلی

۱- نسبت بدهی

نسبت‌های بدهی توانایی شرکت را در انجام تعهدات بلندمدت و میان‌مدت خود بازتاب می‌دهد و مقدار منابع مالی شرکت برای تسویه بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. به این نسبت، نسبت‌های سرمایه‌گذاری نیز گفته می‌شود، این متغیر همچون رابطه (۳-۹) از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (آبو، ۲۰۱۷).

$$\text{Ratio Debt} = \frac{\text{Long - Term Debt}}{\text{Total Assets}} \quad (3-9)$$

۲- اندازه شرکت

اندازه شرکت به شاخصی برای مقایسه شرکت با بقیه شرکت‌ها، همین‌طور با صنعت و بازار گفته می‌شود. اندازه شرکت به‌عنوان یک مبنا برای سرمایه‌گذاری در بورس است. شرکت‌ها در شرایط مشابه به دلیل وجود تفاوت در اندازه آن‌ها، رفتار مختلفی از خود نشان می‌دهند. این متغیر همانند رابطه (۳-۱۰) از لگاریتم فروش محاسبه می‌شود (آبو، ۲۰۱۷؛ طاهری، ۱۳۹۸).

(۳-۱۰)

$$\text{size}_{it} = \log(\text{sale}_{it})$$

۳- بازده دارایی‌ها

بازده دارایی به شاخصی گفته می‌شود که از چگونگی سودآوری شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت است و این شاخص به‌شدت به صنعت وابسته است. با توجه به معادله حسابداری، دارایی‌های شرکت شامل بدهی و حقوق صاحبان سهام است و برای مدیریت وجوه شرکت از آن استفاده می‌شود. میزان بازده دارایی یک ذهنیت به سرمایه‌گذار می‌دهد که شرکت تا چه میزان در تبدیل وجهی که به‌عنوان سرمایه، سرمایه‌گذاری کرده است با موفقیت به سود خالص تبدیل می‌شود. هرچه بازده دارایی بیشتر باشد، بهتر است؛ زیرا موجب کسب پول بیشتر شرکت از سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. این نسبت مطابق رابطه (۳-۱۱) از حاصل تقسیم سود خالص بعد از مالیات به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (پینوو، ۱۳۸۳).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Assets}} \quad (3-11)$$

۳-۸ روش آماری تحقیق

در مرحله اول به اطلاعات آماری لازم به منظور بررسی داده‌های تحقیق و سپس آزمون‌های آماری برای آزمون کردن فرضیه‌ها پرداخته می‌شود.

۳-۸-۱ آمار توصیفی

آمار توصیفی، به مجموعه‌ای از روش‌ها و شیوه‌ها گفته می‌شود که برای تلخیص، ترسیم نمودار، تهیه جدول، توصیف و تفسیر و جمع‌بندی داده‌های جمع‌آوری شده از نمونه آماری مورد استفاده قرار می‌گیرد. یک مجموعه داده آماری به مجموعه‌ای از مقادیر یک یا چند متغیر گفته می‌شود. بنابراین، آمار توصیفی، به بخشی از آمار گفته می‌شود که در آن به خصایص نمونه آماری تحقیق پرداخته می‌شود. برای نمایش این آمار غالباً از جداولی با اطلاعات آماره‌های توصیفی، شاخص‌های مرکزی همچون؛ مد، میانه و میانگین و نمودارها و شاخص‌های پراکندگی از جمله؛ دامنه تغییرات، واریانس، انحراف استاندارد، چولگی، کشیدگی و چارک بندی استفاده می‌شود. مراحل کلی توصیف داده‌ها تحقیق به شرح زیر آمده است؛

۱- توصیف الگوی کلی و تلخیص داده‌های تحقیق

الف) تهیه جداول آماری از داده‌های تحقیق

ب) ترسیم نمودار داده‌های تحقیق

۲- محاسبه شاخص‌های مرکزی و پراکندگی آماری

یکی از اساسی‌ترین عوامل در مجموعه فرآیند تحلیل آماری، آمار توصیفی است. آمار توصیفی به منظور ایجاد ایده در ذهن محقق به تلخیص داده‌ها پرداخته است تا اساسی‌ترین خصایص آن‌ها را مشخص نماید (حبیب پور گتایی، صفری شالی، ۱۳۹۵؛ طاهری، ۱۳۹۸).

۳-۸-۲ رگرسیون چندکی

برای اولین بار در سال ۱۹۷۸ این رگرسیون توسط کونکر و باسک معرفی گردید. رگرسیون چندکی یک روش آماری برای محاسبه و ترسیم منحنی‌های مختلف در چندک‌های مختلف است. به عبارت دیگر دیگر این روش امکان بررسی روابط متغیرهای مستقل و وابسته در چندک‌های مختلف را می‌دهد. این رگرسیون با برآورد مقدار عرض از مبدأ و ضرایب شیب در چندک‌های مختلف باعث می‌شود که توانایی بالایی در داده‌های پرت داشته باشند. از طرفی با توجه به این که رگرسیون خطی عملکرد ضعیفی در تحلیل داده‌ها دارد، به

همین خاطر به کارگیری از روش رگرسیون چندکی تحلیل مناسب‌تری نسبت به رگرسیون خطی به همراه دارد. و جهت دیگر این روش برعکس رگرسیون حداقل مربعات که بر متغیر مکان (میانگین شرطی) تمرکز دارد، رگرسیون چندکی معیار معین و منظمی برای چگونگی اثرگذاری متغیرهای مستقل بر روی مکان و شکل توزیع دارد (عبدالباقی عطاءآبادی و همکاران، ۱۳۹۹).

در مدل رگرسیون خطی به صورت $Y_i = X_i\beta_\tau + \varepsilon_{\tau i}$

$$\beta_\tau = \beta_0(\tau), \beta_1(\tau), \dots, \beta_k(\tau) \quad \text{و} \quad X_i = X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{ik}$$

به ترتیب X_i و β_τ بردارهایی از مقادیر معلوم و پارامترهای نامعلوم بوده و $\varepsilon_{\tau i}$ یک متغیر تصادفی رؤیت نشده است.

فرض کنید: $Q_\tau(\varepsilon_{\tau i} | X_i) = 0$ چندک شرطی τ ام توزیع Y به شرط متغیرهای مستقل X به صورت $Q_\tau(Y_i | X_i) = X_i\beta_\tau$ تعریف می‌گردد. برآورد پارامترهای مدل رگرسیون چندکی به روش حداقل قدر مطلق انحرافات (LAD) صورت می‌پذیرد که در آن پارامتر رگرسیونی τ امین چندک توزیع به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$\beta_\tau = \min_{\beta \in R^p} \left[\sum \tau |Y_i - X_i\beta| + \sum (1 - \tau) |Y_i - X_i\beta| \right] = \sum_{i=1}^n P_\tau(Y_i - X_i\beta)$$

که $P_\tau(U)$ تابع مقادیر قدر مطلق شیب است و به صورت:

$$0 < \tau < 1 \quad P_\tau(U) = u(\tau - 1(u < 0))$$

تعریف شده است. این برآوردها فرم بسته‌ای ندارد، اما با به کارگیری روش‌های عددی می‌توان برآورد پارامترها را در مدل رگرسیونی چندکی محاسبه کرد و همچنین جواب‌های نهایی مدل رگرسیون چندکی می‌توانند یکتا نباشند. البته با استفاده از معیارهای مطلوب و درست می‌توان به جواب یکتا رسید (کوئنکر، ۲۰۰۵).

۳-۹ خلاصه فصل

در این فصل به روش‌شناختی تحقیق پرداخته شده است. در ابتدا نوع و روش تحقیق، اهداف، فرضیه‌های تحقیق و قلمرو و سپس جامعه آماری، متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آن‌ها مطرح شد. مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق بیان شد. این تحقیق از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و از لحاظ ماهیت و روش نوع علی- پس رویدادی است که اطلاعات آن بر اساس گزارشات مالی ۳ ماهه گردآوری می‌شود و با توجه به اهداف تحقیق که تبیین نقش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و تبیین نقش بازده‌های فعلی (گذشته) بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (مومنتوم یا معکوس) است، در فصل چهارم داده‌های گردآوری شده با کمک نرم‌افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و فرضیه‌ها آزمون می‌شوند.

فصل ۴: تجزیہ و تحلیل آماری تحقیق

مقدمه

در عصر حاضر با توجه به این که اکثر تحقیقات بر اطلاعات گردآوری شده موردنظر موضوع تحقیق است، تجزیه و تحلیل اطلاعات از اساسی ترین بخش های تحقیق است. محقق برای کسب پاسخ مطلوب به سؤال های تحقیق، به تجزیه و تحلیل داده ها می پردازد. در این فصل با توجه به روش تحقیقی که در فصل قبل به طور کامل تشریح شد و طبقه بندی داده ها ، پردازش های مربوط به مدل های آزمون فرضیه انجام می شود و در نهایت تجزیه و تحلیل و تفاسیر مربوط به آن انجام می شود.

با توجه به این که تحقیق، به بررسی رابطه بین رفتار مومنتوم و معکوس مبتنی بر سرمایه گذاری های شرکتی می پردازد؛ در این فصل جداول آماری مربوط به متغیرهای تحقیق ارائه می شود و نتایج مربوط به آن ها مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. دسته بندی داده های گردآوری شده با کمک نرم افزار Excel انجام شده است و سپس آزمون های مربوط به مدل های فرضیه با استفاده از نرم افزار Eviews انجام شده است.

۴-۱ آمار توصیفی

جدول (۴-۱) مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است. در این جدول به منظور بررسی شاخص‌های مرکزی از شاخص‌هایی همچون؛ میانگین، میانه و همچنین برای شاخص‌های پراکندگی از انحراف معیار و چولگی و کشیدگی و آماره جارک برای تمامی متغیرهای تحقیق استفاده شده است.

جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

NPM	IFIX	IINVEST	ITOTAL	SIZE	ROA	R4	R3	R2	R1	LEV	Log F	Log T	Log I	
0.13	0.29	3.29	0.23	12.38	10.21	1.26	0.92	0.65	0.28	0.62	5.58	5.77	4.58	میانگین
0.105	0.014	0	0.023	12.29	8.38	0.56	0.37	0.32	0.09	0.62	5.5	5.66	4.81	میانه
0.37	1.48	34.79	1.18	0.62	14.32	2.11	1.47	0.99	0.57	0.24	0.71	0.71	1.38	انحراف معیار
-2.78	10.503	14.42	14.44	0.52	0.14	3.24	2.11	1.78	3.06	1.308	0.18	0.46	-0.48	چولگی
26.408	138.96	232.66	271.73	2.99	5.053	20.7	9.36	7.63	25.7	8.33	4.14	3.8	3.38	کشیدگی
14715.8	481097.4	1361809	1856733	28.17	109.46	9088.02	1484.6	867.7	14068.2	898.6	36.96	38.09	28.19	آماره جارک-برا
.	.	.	.	0.000001	.	.	.	.	.	.	.	.	0.000001	سطح معناداری

Log I: لگاریتم سرمایه‌گذاری Log T: لگاریتم کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری Log F: لگاریتم دارایی ثابت LEV: نسبت بدهی R1: بازده سه ماهه اول بعد R2: بازده سه ماهه دوم بعد R3: بازده سه ماهه سوم بعد R4: بازده سه ماهه چهارم بعد ROA: بازده دارایی SIZE: اندازه شرکت ITOTAL: درصد تغییرات کل سرمایه‌گذاری IINVEST: درصد تغییرات سرمایه‌گذاری IFIX: درصد تغییرات دارایی ثابت NPM: حاشیه سود خالص

میانگین متغیر حاشیه سود خالص ۰,۱۳ است. یعنی به طور متوسط ۱۳ درصد درآمدشان سود داشتند و میانه این متغیر ۱۰ درصد است و دارای انحراف معیار ۰,۳۷ است. این متغیر دارای چولگی به سمت چپ یعنی؛ -۲,۷۸ و کشیدگی ۲۶,۴ است. متوسط متغیر درصد تغییرات دارایی ثابت ۰,۲۹ و میانه آن ۰,۰۱ است و با انحراف معیار ۱,۴ که نشان‌دهنده پراکندگی نسبتاً بالای درصد تغییرات دارایی ثابت است. این متغیر چوله به راست است با مقدار ۱۰,۵ و کشیدگی ۱۳۸,۹ است. میانگین متغیر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها معادل عدد ۳,۲ است، دارای انحراف معیار ۳۴,۷۹ و با چولگی ۱۴,۴۲ و کشیدگی ۲۳۲,۶ است.

متغیر درصد تغییرات کل سرمایه‌گذاری دارای میانگین ۰,۲۳ و میانه ۰,۰۲ است و با پراکندگی نسبتاً بالا یعنی با انحراف معیار ۱,۱۸ است. این متغیر چوله به راست است و دارای کشیدگی معادل ۲۷۱,۷ است. میانگین متغیر اندازه شرکت‌ها ۱۲,۳۸ است و دارای انحراف معیار ۰,۶۲ است و چولگی به راست دارد و کشیدگی آن ۲,۹۹ است. متوسط متغیر بازده دارایی ۱۰,۲۱ است و دارای پراکندگی نسبتاً بالا معادل ۱۴,۳۲ است. چولگی این متغیر ۰,۱۴ و کشیدگی آن ۵,۰۵ است. متغیر بازده سه‌ماهه چهارم بعد با میانگینی معادل ۱,۲۶ است. میانه آن ۰,۵۶ و انحراف معیار این متغیر ۲,۱۱ است، چولگی به راست دارد و کشیدگی معادل ۲۰,۷۶ دارد. میانگین متغیر بازده سه‌ماهه سوم بعد ۰,۹۲ است و میانه آن ۰,۳۷، دارای پراکندگی ۱,۴۷ است. دارای چولگی به راست با عدد ۲,۱۱ و کشیدگی ۹,۳۶ است. متوسط متغیر بازده سه‌ماهه دوم بعد ۰,۶۵ است، با پراکندگی ۰,۹۹ و چولگی به سمت راست دارای عدد ۱,۷۸ و کشیدگی ۷,۶۳ است. میانگین و میانه متغیر بازده سه‌ماهه اول برابر با ۰,۲۸ و ۰,۰۹۸ است، انحراف معیار آن ۰,۵۷ و دارای مقدار چولگی مثبت ۳,۰۶ و کشیدگی ۲۵,۷ است. متغیر بعدی نسبت بدهی‌ها با میانگین ۰,۶۲ و انحراف معیار ۰,۲۴ است. این متغیر چوله به سمت چپ با مقدار ۱,۳ دارد و کشیدگی آن ۸,۳۳ است. میانگین و انحراف معیار متغیر لگاریتم کل دارایی ثابت برابر است با ۵,۵ و ۰,۷۱ و دارای چولگی مثبت ۰,۱۸ و کشیدگی ۴,۱۴ است. همچنین متغیر لگاریتم کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با میانگین ۵,۷۷ و پراکندگی ۰,۷۱، چوله به راست است و کشیدگی ۳,۸ دارد. در نهایت میانگین متغیر لگاریتم سرمایه‌گذاری ۴,۵۸ است و با انحراف معیار ۱,۳۸ و چولگی منفی ۰,۴۸ که نشان‌دهنده چولگی به سمت چپ است و دارای کشیدگی ۳,۳۸ است.

همچنین با توجه به سطح معناداری آماره جاک- برا که زیر ۵٪ است، پس می‌توان گفت برای تمامی متغیرها غیرنرمال بودن را نشان می‌دهد و همچنین با توجه به اطلاعات جدول (۴-۱) اکثر متغیرهای ما دارای کشیدگی و چولگی هستند.

۴-۲ همبستگی متغیرهای تحقیق

در جدول (۲-۴) نتایج همبستگی متغیرهای تحقیق مطرح شده است.

جدول ۲-۴ نتایج همبستگی متغیرهای تحقیق

NP M	IFIX	IINVEST	ITOTAL	SIZE	ROA	R4	R3	R2	R1	LEV	Log F	Log T	Log I	
۱	-0.08	-0.002	-0.02	0.35	0.7	-0.14	-0.1	-0.11	-0.08	-0.67	0.03	0.19	0.19	NPM
	۱	-0.01	0.91	-0.08	-0.07	-0.05	-0.05	-0.05	-0.03	0.01	-0.003	-0.03	-0.08	IFIX
		۱	0.04	-0.02	-0.008	-0.04	-0.05	-0.06	-0.04	0.01	0.02	0.02	0.03	IINVEST
			۱	-0.06	-0.01	-0.05	-0.05	-0.04	-0.02	-0.04	-0.005	-0.02	-0.09	ITOTAL
				۱	0.33	۰.۰۷	۰.۰۳	۰.۰۶	۰.۰۶	-0.2	۰.۶۴	۰.۸	۰.۶۲	SIZE
					۱	-0.14	-0.11	-0.14	-0.12	-0.7	۰.۰۵	۰.۰۵	۰.۱۱	ROA
						۱	۰.۸۳	۰.۷۸	۰.۵۹	0.09	-0.06	-0.07	-0.05	R4
							۱	۰.۸۸	۰.۶۷	0.08	-0.09	-0.08	-0.02	R3
								۱	0.74	0.08	-0.05	-0.05	-0.02	R2
									۱	0.07	-0.04	-0.02	0.01	R1
										۱	0.002	-0.02	-0.02	LEV
											۱	0.84	0.43	Log F
												۱	0.7	Log T
													۱	Log I

Log I : لگاریتم سرمایه‌گذاری Log T : لگاریتم کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری Log F : لگاریتم دارایی ثابت LEV : نسبت بدهی R1 : بازده سه‌ماهه اول بعد R2 : بازده سه‌ماهه دوم بعد R3 : بازده سه‌ماهه سوم بعد R4 : بازده سه‌ماهه چهارم بعد ROA : بازده دارایی SIZE : اندازه شرکت ITOTAL : درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری IINVEST : درصد تغییرات سرمایه‌گذاری IFIX : درصد تغییرات دارایی ثابت NPM : حاشیه سود خالص

در جدول (۲-۴) نتایج تحلیل همبستگی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. همبستگی ضریب حاشیه سود خالص و نسبت بدهی برابر است با ۰,۶۷- که رابطه منفی بین آن‌ها را نشان می‌دهد و همبستگی ضریب حاشیه سود خالص با بازده سه‌ماهه اول بعد برابر است با ۰,۰۸- که نشان‌دهنده رابطه معکوس آن‌ها است. همچنین همبستگی ضریب حاشیه سود خالص و بازده سه‌ماهه دوم بعد معادل ۰,۱۱- است و همبستگی ضریب حاشیه سود خالص و بازده سه‌ماهه سوم بعد عددی برابر با ۰,۱- است که نشان‌دهنده رابطه معکوس آن‌ها است. همبستگی ضریب حاشیه سود خالص و بازده سه‌ماهه چهارم بعد برابر با ۰,۱۴- که رابطه معکوس را نشان می‌دهد. متغیر حاشیه سود خالص و بازده دارایی دارای همبستگی مثبت ۰,۷ است، یعنی رابطه مستقیم دارند.

پارامتر حاشیه سود خالص و اندازه شرکت دارای همبستگی مثبت ۰,۳۵ است، یعنی دارای رابطه مستقیم هستند. همبستگی که بین درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و حاشیه سود خالص است عددی معادل ۰,۰۲- است که نشان‌دهنده ارتباط معکوس و منفی این دو پارامتر است. عدد ۰,۰۲- همبستگی درصد تغییرات سرمایه‌گذاری و حاشیه سود خالص را نشان می‌دهد. همبستگی ضریب حاشیه سود خالص و درصد تغییرات دارایی ثابت برابر با ۰,۰۸- که رابطه معکوس را نشان می‌دهد. ضریب درصد تغییرات دارایی ثابت با نسبت بدهی همبستگی مثبت ۰,۰۱ دارد یعنی با افزایش نسبت بدهی، ضریب درصد تغییرات دارایی ثابت نیز بیشتر می‌شود. همبستگی سایر متغیرها نیز در جدول (۴-۲) ارائه شده است.

۴-۳ آزمون فرضیه

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق بر بررسی رفتار مومنتومی قیمت سهام نسبت به سرمایه‌گذاری در این بخش به مدل‌سازی تأثیر تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده دوره‌های آتی پرداخته می‌شود.

۴-۴ آزمون فرضیه اول

برای فرضیه اول تحقیق حاضر که سرمایه‌گذاری‌های شرکتی اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارند، است می‌توان حالت‌های مختلف را در نظر گرفت که به شرح زیر آمده است:

۱-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه اول بعد

جدول ۳-۴ نتایج حالت اول آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R1				
سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر
0.016	-2.406	0.006	-0.01	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0	11.649	0.042	0.49	عرض از مبدأ
0.28		میانگین متغیر وابسته	0.000076	Pseudo R-squared
0.56		انحراف معیار متغیر وابسته	0.604	S.E. of regression
123.48		مشاهدات	0.49	دهک متغیر وابسته
			2.45	پراکندگی
			0.83	سطح معناداری

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۳-۴) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب 0.014 و سطح معناداری 0.016 در سطح 5% درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت اول آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک
0.1532	-1.429938	0.041371	-0.059158	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.8695	-0.164417	0.072232	-0.012041	
0.2914	1.055832	0.006298	0.006650	
0.5167	0.648793	0.006963	0.004517	
0.8228	0.224055	0.007223	0.001618	
0.6976	-0.388762	0.006988	-0.002717	
0.0977	-1.658284	0.006519	-0.010810	
0.0164	-2.406270	0.006175	-0.014859	
0.0947	0.119808	0.103526	0.012403	
0.2603	1.126691	0.018457	0.020795	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل سرمایه‌گذاری و دارایی ثابت بر دهک‌های مختلف بازده به تحلیل حساسیت پرداخته شده است همان‌طور که مشاهده می‌شود در دهک‌های پایین بازده تأثیر سرمایه‌گذاری عموماً منفی و در دهک‌های بالا عموماً اثر مثبت دارد به عبارتی می‌توان گفت در شرکت‌هایی که بازده پایینی دارند، اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد و در شرکت‌هایی که بازده بالا دارند این اثر مثبت است. اگرچه از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۲-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه دوم بعد

جدول ۴-۵ نتایج حالت دوم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R2				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.03	0.01	-3.18	0.001
عرض از مبدأ	0.91	0.06	14.55	0
Pseudo R-squared	0.001	میانگین متغیر وابسته		0.66
S.E. of regression	1.02	انحراف معیار متغیر وابسته		0.99
دهک متغیر وابسته	0.9	مشاهدات		236.96
پراکندگی	3.41			
سطح معناداری	0.28			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۵) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب -0.03 و سطح معناداری 0.001 در سطح 5% درصد خطای دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه دوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.7187	-0.360355	0.072549	-0.026143	0.100	
0.8873	0.141776	0.010351	0.001468	0.200	
0.7992	-0.254520	0.012279	-0.003125	0.300	
0.5725	-0.564713	0.013567	-0.007661	0.400	
0.2736	-1.095729	0.013745	-0.015060	0.500	
0.0529	-1.939591	0.013142	-0.025490	0.600	
0.0015	-3.185963	0.012355	-0.039363	0.700	
0.0000	-4.869118	0.011201	-0.054541	0.800	
0.5016	0.672350	0.041504	0.027905	0.900	

به‌منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف بازده به تحلیل حساسیت پرداخته‌شده است با توجه به جدول (۴-۶) در اکثر دهک‌ها بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به عبارتی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۳-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه سوم بعد

جدول ۴-۷ نتایج حالت سوم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R ^۲				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.04	0.014994	-3.308	0.001
عرض از مبدأ	1.057	0.083094	12.72	0.00
Pseudo R-squared	0.001	میانگین متغیر وابسته		0.93
S.E. of regression	1.52	انحراف معیار متغیر وابسته		1.526
دهک متغیر وابسته	1.04	مشاهدات		353.2
پراکندگی	4.53			
سطح معناداری	0.25			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۷) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب ۰,۰۴- و سطح معناداری ۰,۰۰۱ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت سوم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.6989	-0.387036	0.085304	-0.033016	0.100	
0.8457	-0.194746	0.012221	-0.002380	0.200	
0.6362	-0.473288	0.014705	-0.006960	0.300	
0.4475	-0.760115	0.016509	-0.012549	0.400	
0.2266	-1.210266	0.017358	-0.021007	0.500	
0.0362	-2.099304	0.016324	-0.034269	0.600	
0.0010	-3.308585	0.014994	-0.049608	0.700	
0.0000	-5.652246	0.014685	-0.083004	0.800	
0.0000	-10.06530	0.013077	-0.131628	0.900	

همان‌طور که برای آزمون فرضیه اول و دوم مطرح شد، برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل سرمایه‌گذاری و دارایی ثابت بر دهک‌های مختلف بازده در جدول (۴-۸) مشاهده می‌شود. در تمامی دهک‌ها بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه برخی از آن‌ها از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری بر بازده سه ماهه چهارم بعد

جدول ۹-۴ نتایج حالت چهارم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R۴				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری	-0.054	0.019	-2.844	0.004
عرض از مبدأ	1.364	0.103	13.21	0.000
Pseudo R-squared	0.0008	میانگین متغیر وابسته		1.259
S.E. of regression	2.129	انحراف معیار متغیر وابسته		2.126
دهک متغیر وابسته	1.336	مشاهدات		464.275
پراکندگی	5.648			
سطح معناداری	0.426			

بر اساس خروجی جدول شماره (۹-۴) که به بررسی تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری بر بازده آتی پرداخته است، درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری با ضریب -0.054 و سطح معناداری 0.004 در سطح 5% خطا دارای اثر منفی بر بازده سه ماهه چهارم بعد مشاهده می شود که نشان دهنده وجود یک رفتار معکوس به جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۱۰-۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت چهارم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری
0.8040	-0.248289	0.113960	-0.028295	0.100	0.100
0.7248	0.352189	0.016030	0.005646	0.200	0.200
0.9489	-0.064101	0.019518	-0.001251	0.300	0.300
0.6556	-0.446146	0.021723	-0.009691	0.400	0.400
0.3433	-0.948257	0.021950	-0.020814	0.500	0.500
0.0924	-1.685517	0.020658	-0.034819	0.600	0.600
0.0046	-2.844074	0.019138	-0.054431	0.700	0.700
0.9982	-0.002312	0.327992	-0.000758	0.800	0.800
0.9939	-0.007674	0.065883	-0.000506	0.900	0.900

تحلیل حساسیت ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف در جدول (۴-۱۰) ارائه شده است همان‌طور که مشاهده می‌شود در اکثر دهک‌ها بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به عبارتی دیگر می‌توان مطرح کرد که در اکثر شرکت‌ها بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری اثر معکوس وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند اما در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۵ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه‌ماهه اول بعد

جدول ۴-۱۱ نتایج حالت پنجم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R1				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات دارایی ثابت	-0.037	0.0278	-1.348	0.178
عرض از مبدأ	-0.249	0.016	-15.59	0
Pseudo R-squared	0.016	میانگین متغیر وابسته		0.285
S.E. of regression	0.79	انحراف معیار متغیر وابسته		0.568
دهک متغیر وابسته	-0.264	مشاهدات		19.856
پراکندگی	1.989			
سطح معناداری	0.0032			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات دارایی ثابت بر بازده آتی تأثیر دارد. بر اساس خروجی جدول (۴-۱۱) مشاهده می‌شود که درصد تغییرات کل دارایی ثابت با ضریب $-0,037$ و سطح معناداری $0,178$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد دارد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۱۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت پنجم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات دارایی ثابت
0.1781	-1.348039	0.027871	-0.037571	0.040	
0.2140	-1.243903	0.035095	-0.043655	0.100	
0.4363	-0.778999	0.019783	-0.015411	0.200	
0.5938	-0.533673	0.025842	-0.013791	0.300	
0.9745	0.031932	0.007509	0.000240	0.400	
0.8182	0.229928	0.006966	0.001602	0.500	
0.6990	-0.386816	0.006982	-0.002701	0.600	
0.1473	-1.450982	0.007462	-0.010828	0.700	
0.8827	0.147593	0.046625	0.006882	0.800	
0.3169	1.001646	0.017974	0.018003	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر دهک‌های مختلف بازده به تحلیل حساسیت پرداخته شده است. با توجه به جدول (۴-۱۲) چند مورد در دهک بالا و پایین مثبت است اما اکثراً بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات دارایی ثابت دارد به عبارتی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۶ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه‌ماهه

دوم بعد

جدول ۴-۱۳ نتایج حالت ششم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R ₂				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات دارایی ثابت	-0.03	0.0106	-2.876	0.004
عرض از مبدأ	0.771	0.06	12.857	0.0000
Pseudo R-squared	0.0017	میانگین متغیر وابسته		0.661
S.E. of regression	1.0035	انحراف معیار متغیر وابسته		0.997
دهک متغیر وابسته	0.758	مشاهدات		241.164
پراکندگی	3.119			
سطح معناداری	0.274			

با توجه به اینکه درصد تغییرات دارایی ثابت بر بازده آتی تأثیر دارد، فرضیه تحقیق است و بر اساس خروجی جدول (۴-۱۳) مشاهده می‌شود که درصد تغییرات کل دارایی ثابت با ضریب $-0,03$ و سطح معناداری $0,004$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه دوم بعد دارد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۱۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت ششم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات دارایی ثابت
0.6831	-0.408478	0.048472	-0.019800	0.100	
0.8991	0.126858	0.011440	0.001451	0.200	
0.8034	-0.249053	0.012640	-0.003148	0.300	
0.7104	0.371464	0.014971	0.005561	0.400	
0.7240	-0.353276	0.013326	-0.004708	0.500	
0.0224	-2.288937	0.011311	-0.025890	0.600	
0.0042	-2.876183	0.010613	-0.030526	0.660	
0.0021	-3.088367	0.010904	-0.033675	0.700	
0.0000	-5.563146	0.009788	-0.054450	0.800	
0.5359	0.619315	0.039451	0.024433	0.900	

جدول (۴-۱۴) برآورد تحلیل حساسیت ضرایب برای بررسی تأثیر درصد تغییرات دارایی ثابت بر دهک‌های مختلف بازده را نشان می‌دهد. تعدادی از دهک بالا و پایین مثبت است اما اکثراً بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات دارایی ثابت دارد. به عبارتی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات دارایی ثابت وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۷-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه‌ماهه

سوم بعد

جدول ۴-۱۵ نتایج حالت هفتم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R ^۳				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات دارایی ثابت	-0.034	0.0164	-2.112	0.035
عرض از مبدأ	1.056	0.083	12.647	0.0000
Pseudo R-squared	0.001	میانگین متغیر وابسته		0.936
S.E. of regression	1.53	انحراف معیار متغیر وابسته		1.527
دهک متغیر وابسته	1.046	مشاهدات		352.952
پراکندگی	4.516			
سطح معناداری	0.235			

با توجه به اینکه درصد تغییرات دارایی ثابت بر بازده آتی تأثیر دارد، فرضیه تحقیق است و بر اساس خروجی جدول (۴-۱۵) مشاهده می‌شود که درصد تغییرات کل دارایی ثابت با ضریب -0.034 و سطح معناداری 0.035 در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد دارد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۱۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت هفتم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات دارایی ثابت
0.6757	-0.418523	0.058521	-0.024493	0.100	
0.8676	-0.166755	0.014217	-0.002371	0.200	
0.6749	-0.419623	0.016507	-0.006927	0.300	
0.4739	-0.716585	0.017462	-0.012513	0.400	
0.5834	-0.548643	0.016810	-0.009223	0.500	
0.1424	-1.468815	0.015560	-0.022855	0.600	
0.0350	-2.112950	0.016408	-0.034669	0.700	
0.0000	-6.111872	0.013543	-0.082774	0.800	
0.0000	-9.114040	0.014408	-0.131312	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات دارایی ثابت بر دهک‌های مختلف بازده در جدول (۴-۱۶) به تحلیل حساسیت پرداخته شده است همان‌طور که مشاهده می‌شود تمامی دهک‌های بازده تأثیر منفی دارند، به عبارتی؛ اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات دارایی ثابت وجود دارد. اگرچه از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۸ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد

جدول ۴-۱۷ نتایج حالت هشتم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R۴				
سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر
0.001	-3.268	0.015	-0.051	درصد تغییرات دارایی ثابت
0.0000	13.19	0.103	1.364	عرض از مبدأ
1.26		میانگین متغیر وابسته	0.0011	Pseudo R-squared
2.128		انحراف معیار متغیر وابسته	2.13	S.E. of regression
463.849		مشاهدات	1.336	دهک متغیر وابسته
			5.561	پراکندگی
			0.344	سطح معناداری

فرضیه تحقیق بررسی تأثیر درصد تغییرات دارایی ثابت بر بازده آتی است و بر اساس خروجی جدول (۴-۱۷) مشاهده می‌شود که درصد تغییرات کل دارایی ثابت با ضریب $-0,051$ و سطح معناداری $0,001$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد دارد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۱۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت هشتم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات دارایی ثابت
0.7951	-0.259801	0.079389	-0.020625	0.100	
0.7367	0.336394	0.016753	0.005636	0.200	
0.9516	-0.060672	0.019530	-0.001185	0.300	
0.6336	-0.476830	0.019974	-0.009524	0.400	
0.8802	-0.150731	0.021449	-0.003233	0.500	
0.3100	-1.016041	0.019565	-0.019879	0.600	
0.0011	-3.268550	0.015738	-0.051441	0.700	
0.0000	-5.295159	0.016709	-0.088479	0.800	
0.9728	-0.034075	0.062235	-0.002121	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات دارایی‌های ثابت بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۱۸) در اکثر دهک‌ها بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات دارایی‌های ثابت دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۹ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه اول بعد

جدول ۴-۱۹ نتایج حالت نهم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R1				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات سرمایه‌گذاری	-0.0007	0.0002	-2.856	0.004
عرض از مبدأ	0.394	0.039	10.044	0.000
Pseudo R-squared	0.0007	میانگین متغیر وابسته		0.281
S.E. of regression	0.576	انحراف معیار متغیر وابسته		0.566
دهک متغیر وابسته	0.394	مشاهدات		125.935
پراکندگی	2.14			
سطح معناداری	0.51			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۱۹) مشاهده می‌شود. خالص سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,0007$ و سطح معناداری $0,004$ در سطح 5% درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۲۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت نهم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات سرمایه‌گذاری
0.0000	-4.730937	0.000391	-0.001849	0.100	
0.0001	-3.818900	0.000532	-0.002031	0.200	
0.5761	-0.559446	0.000244	-0.000136	0.300	
0.4739	-0.716557	0.000278	-0.000199	0.400	
0.2991	-1.039288	0.000293	-0.000305	0.500	
0.1085	-1.607427	0.000288	-0.000463	0.600	
0.0044	-2.856675	0.000268	-0.000766	0.700	
0.0000	-4.996064	0.000231	-0.001155	0.800	
0.4321	0.786073	0.000680	0.000534	0.900	

به‌منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۲۰) در اکثر دهک‌ها بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۱۰-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه

دوم بعد

جدول ۴-۲۱ نتایج حالت دهم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R ²				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات سرمایه‌گذاری	-0.0016	0.00053	-3.144	0.001
عرض از مبدأ	0.912	0.063	14.283	0.000
Pseudo R-squared	0.0014	میانگین متغیر وابسته		0.66
S.E. of regression	1.029	انحراف معیار متغیر وابسته		1.0007
دهک متغیر وابسته	0.905	مشاهدات		234.134
پراکندگی	3.5			
سطح معناداری	0.338			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر مینا خروجی جدول شماره (۴-۲۱) مشاهده می‌شود. خالص سرمایه‌گذاری با ضریب ۰,۰۰۱۶- و سطح معناداری ۰,۰۰۱ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه دوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۲۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دهم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات سرمایه‌گذاری
0.0287	-2.192893	0.000746	-0.001635	0.100	
0.0404	-2.054144	0.000974	-0.002001	0.200	
0.4815	-0.704377	0.000493	-0.000347	0.300	
0.3601	-0.915770	0.000561	-0.000513	0.400	
0.1857	-1.324795	0.000595	-0.000788	0.500	
0.0441	-2.016861	0.000586	-0.001182	0.600	
0.0017	-3.144266	0.000539	-0.001695	0.700	
0.0000	-5.152330	0.000441	-0.002272	0.800	
0.0000	-7.376050	0.000411	-0.003032	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۲۲) در کلیه دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۴-۱۱ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه

سوم بعد

جدول ۴-۲۳ نتایج آزمون حالت یازدهم فرضیه اول

متغیر وابسته: R۳				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات سرمایه‌گذاری	-0.0019	0.0006	-2.982	0.003
عرض از مبدأ	1.054	0.084	12.528	0.000
Pseudo R-squared	0.0015	میانگین متغیر وابسته		0.935
S.E. of regression	1.534	انحراف معیار متغیر وابسته		1.531
دهک متغیر وابسته	1.048	مشاهدات		349.009
پراکندگی	4.613			
سطح معناداری	0.29			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۲۳) مشاهده می‌شود. خالص سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,0019$ و سطح معناداری $0,003$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۲۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت یازدهم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	تغییرات سرمایه‌گذاری
0.0763	-1.775151	0.000919	-0.001632	0.100	
0.0912	-1.691493	0.001183	-0.002001	0.200	
0.4394	-0.773717	0.000629	-0.000487	0.300	
0.3867	-0.866193	0.000711	-0.000616	0.400	
0.2164	-1.237339	0.000752	-0.000931	0.500	
0.0580	-1.898821	0.000751	-0.001425	0.600	
0.0030	-2.982949	0.000669	-0.001996	0.700	
0.0000	-6.085429	0.000532	-0.003240	0.800	
0.0000	-10.09997	0.000497	-0.005022	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۲۴) در همه دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۱۲-۴-۴ آزمون اثر درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد

جدول ۴-۲۵ نتایج حالت دوازدهم آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: R۴				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات سرمایه‌گذاری	-0.0016	0.0006	-2.333	0.019
عرض از مبدأ	1.363	0.103	13.171	0.000
Pseudo R-squared	0.0013	میانگین متغیر وابسته		1.255
S.E. of regression	2.131	انحراف معیار متغیر وابسته		2.128
دهک متغیر وابسته	1.336	مشاهدات		455.9007
پراکندگی	5.668			
سطح معناداری	0.316			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات سرمایه‌گذاری بر بازده آتی تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۲۵) مشاهده می‌شود. خالص درصد تغییرات سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,0016$ و سطح معناداری

۰,۰۱۹ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۲۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوازدهم آزمون فرضیه اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات سرمایه-گذاری
0.1428	-1.467377	0.001004	-0.001473	0.100	
0.1300	-1.515901	0.001302	-0.001973	0.200	
0.3271	-0.980760	0.001783	-0.001749	0.300	
0.7360	-0.337284	0.004263	-0.001438	0.400	
0.6826	-0.409132	0.000879	-0.000360	0.500	
0.2800	-1.081200	0.000807	-0.000872	0.600	
0.0199	-2.333826	0.000691	-0.001613	0.700	
0.0000	-4.405230	0.000638	-0.002809	0.800	
0.0000	-8.420799	0.000630	-0.005301	0.900	

به‌منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل سرمایه‌گذاری بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۲۶) در همه دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر کل سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگرچه اکثراً از لحاظ آماری معنادار نیستند ولی در کل ضرایب اثر منفی دارد.

۴-۵ آزمون فرضیه دوم

برای فرضیه دوم تحقیق حاضر که بازدهی‌های فعلی (گذشته) دارای اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارند، است می‌توان حالت‌های مختلف را در نظر گرفت که به شرح زیر آمده است:

۴-۵-۱ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد بر بازده سه‌ماهه دوم بعد

جدول ۴-۲۷ نتایج حالت اول آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: R ₂				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
R ₁	1.41	0.096	14.551	0.000
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.016	0.0067	-2.381	0.017
عرض از مبدأ	0.161	0.018	8.818	0.000
Pseudo R-squared	0.431	میانگین متغیر وابسته		0.651
S.E. of regression	0.663	انحراف معیار متغیر وابسته		0.977
دهک متغیر وابسته	0.442	مشاهدات		130.55
پراکندگی	0.963			
سطح معناداری	0.000			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد بر بازده سه‌ماهه دوم بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۲۷) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب -0.0016 و سطح معناداری 0.017 در سطح 5% درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه دوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه اول بعد با ضریب 1.41 و سطح معناداری 0.000 در سطح 5% درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه دوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۲۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت اول آزمون فرضیه دوم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	R ₁
0.0000	15.36981	0.057948	0.890647	0.100	R ₁
0.0000	19.06178	0.054615	1.041053	0.200	
0.0000	26.81031	0.042723	1.145406	0.300	
0.0000	20.09766	0.060241	1.210703	0.400	
0.0000	21.08636	0.064406	1.358082	0.500	
0.0000	14.55127	0.096960	1.410894	0.550	
0.0000	16.65739	0.090795	1.512406	0.600	
0.0000	19.67220	0.081941	1.611968	0.700	
0.0000	17.78026	0.096876	1.722473	0.800	
0.0000	19.17420	0.098320	1.885213	0.900	
0.8473	-0.192705	0.069887	-0.013467	0.100	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه-گذاری
0.3927	-0.855355	0.005766	-0.004932	0.200	
0.2148	-1.241664	0.006346	-0.007880	0.300	
0.1334	-1.502737	0.006883	-0.010343	0.400	
0.3214	-0.992398	0.009026	-0.008958	0.500	
0.0175	-2.381878	0.006745	-0.016065	0.550	
0.6224	0.492638	0.025433	0.012529	0.600	
0.9298	-0.088134	0.020196	-0.001780	0.700	
0.0797	-1.755360	0.014150	-0.024838	0.800	
0.9597	-0.050512	0.112907	-0.005703	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۲۸) در همه دهک‌ها، بازده سه‌ماهه دوم بعد تأثیر مثبت بر بازده سه‌ماهه اول بعد دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه دوم بعد و بازده سه‌ماهه اول بعد وجود دارد. در همه دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

۲-۵-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد بر بازده سه‌ماهه سوم بعد

جدول ۴-۲۹ نتایج حالت دوم آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: R۳				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
R _۱	-0.23	0.086	-2.68	0.007
R _۲	1.649	0.103	16.0049	0.000
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.009	0.005	-1.971	0.049
عرض از مبدأ	0.185	0.02	8.89	0.0000
Pseudo R-squared	0.6405	میانگین متغیر وابسته		0.923
S.E. of regression	0.774	انحراف معیار متغیر وابسته		1.46
دهک متغیر وابسته	1.435	مشاهدات		115.967
پراکندگی	1.321			
سطح معناداری	0.000			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد بر بازده سه‌ماهه سوم بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۲۹) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,009$ و سطح معناداری $0,049$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه دوم بعد با ضریب $1,649$ و سطح معناداری $0,000$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه سوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه اول بعد با ضریب $-0,23$ و سطح معناداری $0,007$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

جدول ۴-۳۰ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت دوم آزمون فرضیه دوم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	
0.8157	-0.233167	0.050807	-0.011846	0.100	R ₁
0.6693	0.427351	0.120949	0.051687	0.200	
0.4073	0.829196	0.085125	0.070585	0.300	
0.5069	0.664058	0.093813	0.062297	0.400	
0.7631	0.301595	0.132190	0.039868	0.500	
0.4524	0.751958	0.061641	0.046351	0.600	
0.4053	-0.832709	0.096890	-0.080681	0.700	
0.0075	-2.680778	0.086080	-0.230762	0.760	
0.0074	-2.687165	0.094349	-0.253532	0.800	
0.0281	-2.200631	0.147390	-0.324351	0.900	
0.0000	19.66974	0.043991	0.865288	0.100	R ₂
0.0000	9.277631	0.101465	0.941356	0.200	
0.0000	30.27833	0.033764	1.022306	0.300	
0.0000	20.28578	0.055260	1.121002	0.400	
0.0000	20.08873	0.059646	1.198218	0.500	
0.0000	18.91330	0.067491	1.276476	0.600	
0.0000	14.43738	0.101465	1.464890	0.700	
0.0000	16.00495	0.103071	1.649645	0.760	
0.0000	22.49996	0.075675	1.702689	0.800	
0.0000	15.47226	0.121907	1.886177	0.900	
0.4050	0.833350	0.004078	0.003399	0.100	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری
0.9208	0.099450	0.005060	0.000503	0.200	
0.7652	-0.298841	0.005354	-0.001600	0.300	
0.5794	-0.554495	0.005479	-0.003038	0.400	
0.4122	-0.820511	0.005510	-0.004521	0.500	
0.2567	-1.135140	0.005444	-0.006179	0.600	
0.6478	0.456982	0.031741	0.014505	0.700	
0.0491	-1.971654	0.005045	-0.009946	0.760	
0.9434	-0.071087	0.033168	-0.002358	0.800	
0.0000	-4.171040	0.004691	-0.019567	0.900	

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه گذاری و بازده سه ماهه اول بعد و بازده سه ماهه دوم بعد بر دهک های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۳۰) در دهک های بالا بازده تأثیر بازده سه ماهه اول بعد عموماً منفی و در دهک های پایین عموماً اثر مثبت دارد به عبارتی می توان گفت در شرکت هایی که بازده بالایی دارند، اثر معکوس بین بازدهی و بازده سه ماهه اول بعد وجود دارد و در شرکت هایی که بازده پایینی دارند این اثر مثبت است. در اکثر دهک ها، بازده تأثیر

مثبت بر بازده سه‌ماهه دوم بعد دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه سوم بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد وجود دارد و در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

۳-۵-۴ آزمون اثر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد و بازده سه‌ماهه سوم بعد بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد

جدول ۴-۳۱ نتایج حالت سوم آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: R۴				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
R۱	-0.382	0.289	-1.322	0.186
R۲	0.872	0.447	1.948	0.051
R۳	1.285	0.227	5.65	0.000
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.018	0.008	-2.066	0.039
عرض از مبدأ	0.742	0.061	12.007	0.0000
Pseudo R-squared	0.619	میانگین متغیر وابسته		1.260796
S.E. of regression	1.783	انحراف معیار متغیر وابسته		2.101850
دهک متغیر وابسته	4.429	مشاهدات		97.28587
پراکندگی	5.870872			
سطح معناداری	0.000000			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد و بازده سه‌ماهه سوم بعد بر بازده سه‌ماهه چهارم تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۳۱) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب -0.018 و سطح معناداری 0.039 در سطح 5% درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه سوم بعد با ضریب 1.285 و سطح معناداری

۰,۰۰۰ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه دوم بعد با ضریب ۰,۸۷۲ و سطح معناداری ۰,۰۵۱ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و بازده سه‌ماهه اول بعد با ضریب ۰,۳۸۲- و سطح معناداری ۰,۱۸۶ بالاتر از ۵ درصد خطاست از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۴-۲۲ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج حالت سوم آزمون فرضیه دوم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک
R_۱				
0.2783	-1.085162	0.064903	-0.070430	0.100
0.1467	-1.452996	0.095061	-0.138123	0.200
0.0000	-4.424342	0.047477	-0.210054	0.300
0.0003	-3.627083	0.060276	-0.218626	0.400
0.0015	-3.197232	0.081047	-0.259126	0.500
0.0543	-1.928364	0.142242	-0.274294	0.600
0.0027	-3.009674	0.072708	-0.218828	0.700
0.3644	-0.907702	0.202082	-0.183430	0.800
0.2430	-1.168626	0.382023	-0.446442	0.900
0.1864	-1.322692	0.289302	-0.382657	0.930
R_۲				
0.0001	3.998199	0.109279	0.436921	0.100
0.0007	3.389673	0.105937	0.359093	0.200
0.0000	9.046184	0.055204	0.499388	0.300
0.0000	6.305071	0.074210	0.467897	0.400
0.0000	6.367275	0.081991	0.522056	0.500
0.0000	4.613768	0.103467	0.477372	0.600
0.0002	3.700235	0.099207	0.367090	0.700
0.2796	1.082267	0.162250	0.175597	0.800
0.0972	1.660879	0.418336	0.694806	0.900
0.0518	1.948876	0.447542	0.872203	0.930
R_۳				
0.0000	5.984188	0.087380	0.522901	0.100
0.0000	13.75643	0.051303	0.705750	0.200
0.0000	13.06292	0.054081	0.706454	0.300
0.0000	12.48293	0.061880	0.772445	0.400
0.0000	15.72220	0.052381	0.823544	0.500
0.0000	11.21486	0.087503	0.981330	0.600
0.0000	11.42558	0.101700	1.161980	0.700
0.0000	11.01332	0.123436	1.359438	0.800
0.0000	6.786131	0.203515	1.381078	0.900
0.0000	5.650985	0.227462	1.285382	0.930

درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه- گذاری	0.100	0.015180	0.004368	3.475027	0.0005
	0.200	0.008503	0.006674	1.274034	0.2031
	0.300	0.007965	0.006527	1.220360	0.2228
	0.400	0.009799	0.006255	1.566727	0.1177
	0.500	0.008586	0.005962	1.440210	0.1503
	0.600	0.007166	0.005780	1.239716	0.2155
	0.700	0.003783	0.006104	0.619803	0.5356
	0.800	-0.002152	0.005852	-0.367748	0.7132
	0.900	-0.004259	0.009053	-0.470428	0.6382
	0.930	-0.018182	0.008800	-2.066088	0.0392

به منظور برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد و بازده سه‌ماهه سوم بعد بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. با توجه به جدول (۴-۳۲) در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر بازده سه‌ماهه دوم بعد دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه چهارم بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد وجود دارد و همچنین در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر بازده سه‌ماهه سوم بعد دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه چهارم بعد و بازده سه‌ماهه سوم بعد وجود دارد و نیز در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

۴-۶ آزمون‌های تکمیلی

به منظور بررسی دقیق‌تر و بهتر فرایند آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های تکمیلی برای بررسی متغیرهای کنترلی استفاده شده است که در حالت‌های زیر مطرح شده است:

جدول ۴-۳۳ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت اول

متغیر وابسته: R1				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه-گذاری	-0.075	0.042	-1.78	0.075
بازده دارایی	-0.021	0.004	-4.769	0.000
اندازه شرکت	0.004	0.056	0.086	0.93
نسبت بدهی	-0.49	0.138	-3.53	0.0004
عرض از مبدأ	-0.034	0.683	-0.05	0.9596
Pseudo R-squared	0.076	میانگین متغیر وابسته		0.284754
S.E. of regression	0.999	انحراف معیار متغیر وابسته		0.567719
دهک متغیر وابسته	-0.32	مشاهدات		11.69232
پراکندگی	4.36			
سطح معناداری	0.0001			

فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و اندازه شرکت و نسبت بدهی بر بازده سه‌ماهه اول بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۳۳) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب -0.075 و سطح معناداری 0.075 در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده دارایی با ضریب -0.021 و سطح معناداری 0.000 در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و نسبت بدهی با ضریب -0.49 و سطح معناداری 0.0004 در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و همچنین اندازه شرکت با ضریب 0.004 و سطح معناداری 0.93 بالاتر از ۵ درصد خطاست بنابراین از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۴-۳۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت اول

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.0753	-1.781363	0.042271	-0.075300	0.020	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.1756	-1.355967	0.043472	-0.058947	0.100	
0.7479	-0.321566	0.080896	-0.026014	0.200	
0.2586	1.130809	0.006388	0.007223	0.300	
0.3491	0.936951	0.007047	0.006603	0.400	
0.5540	0.592152	0.007267	0.004303	0.500	
0.8250	0.221170	0.007288	0.001612	0.600	
0.3938	-0.853315	0.007504	-0.006404	0.700	
0.9821	0.022428	0.089555	0.002009	0.800	
0.4169	0.812323	0.020312	0.016500	0.900	
0.0000	-4.769659	0.004464	-0.021292	0.020	بازده دارایی
0.4352	-0.780835	0.001364	-0.001065	0.100	
0.3415	-0.951825	0.001241	-0.001182	0.200	
0.1648	-1.390661	0.001362	-0.001893	0.300	
0.2744	-1.093843	0.001450	-0.001586	0.400	
0.0180	-2.372641	0.001566	-0.003714	0.500	
0.0036	-2.924666	0.001821	-0.005326	0.600	
0.0060	-2.755776	0.002831	-0.007801	0.700	
0.0094	-2.605693	0.003589	-0.009351	0.800	
0.0375	-2.084836	0.004608	-0.009607	0.900	
0.9308	0.086841	0.056962	0.004947	0.020	اندازه شرکت
0.2204	1.226669	0.023549	0.028886	0.100	
0.1719	1.367560	0.020869	0.028539	0.200	
0.0096	2.596430	0.021753	0.056481	0.300	
0.0131	2.489151	0.023918	0.059534	0.400	
0.0005	3.484093	0.029918	0.104238	0.500	
0.0001	4.027511	0.035565	0.143238	0.600	
0.0045	2.850884	0.051670	0.147305	0.700	
0.0538	1.932140	0.084053	0.162402	0.800	
0.9192	-0.101508	0.101347	-0.010288	0.900	
0.0004	-3.530487	0.138893	-0.490361	0.020	نسبت بدهی
0.7060	-0.377372	0.096694	-0.036490	0.100	
0.8499	-0.189312	0.080273	-0.015197	0.200	
0.7618	-0.303278	0.079054	-0.023975	0.300	
0.9924	-0.009473	0.083299	-0.000789	0.400	
0.3346	-0.965705	0.087971	-0.084954	0.500	
0.4746	-0.715383	0.107581	-0.076961	0.600	
0.7825	-0.276217	0.192864	-0.053272	0.700	
0.8456	0.194762	0.282203	0.054962	0.800	
0.6568	-0.444534	0.285388	-0.126865	0.900	

برای برآورد ضرایب تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و نسبت بدهی و اندازه شرکت بر دهک‌های مختلف بازده تحلیل حساسیت انجام شده است. بر اساس جدول (۴-۳۴) در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر اندازه شرکت دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه اول بعد و اندازه شرکت وجود دارد و در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر بازده دارایی دارد. به عبارتی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه اول بعد و بازده دارایی وجود دارد و همچنین در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر نسبت بدهی دارد. به بیانی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه اول بعد و نسبت بدهی وجود دارد و نیز با وجود اینکه عموم دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد اما به دلیل اینکه از نظر آماری معنادار نیستند به همین خاطر در کل اثر منفی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

جدول ۴-۳۵ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت دوم

متغیر وابسته: R۲				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.023	0.013483	-1.747319	0.081
نسبت بدهی	0.096	0.324029	0.296503	0.766
بازده دارایی	-0.011	0.005103	2.312108	0.021
اندازه شرکت	0.274	0.081759	3.361470	0.0008
عرض از مبدأ	-2.552260	1.032731	2.471369	0.0137
Pseudo R-squared	0.024583	میانگین متغیر وابسته		0.660972
S.E. of regression	0.994301	انحراف معیار متغیر وابسته		0.996993
دهک متغیر وابسته	0.828171	مشاهدات		234.0592
پراکندگی	3.070258			
سطح معناداری	0.001439			

با توجه به اینکه فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و اندازه شرکت و نسبت بدهی بر بازده سه‌ماهه دوم بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۳۵) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,023$ و سطح معناداری $0,081$ در سطح 5 درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده دارایی با ضریب $-0,011$ و سطح معناداری $0,021$ در سطح 5

درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و اندازه شرکت با ضریب ۰,۲۷۴ و سطح معناداری ۰,۰۰۰۸ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و همچنین نسبت بدهی با ضریب ۰,۰۹۶ و سطح معناداری ۰,۷۶۶ بالاتر از ۵ درصد خطاست بنابراین از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۴-۳۶ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت دوم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک
درصد تغییرات کل				
دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.448437	0.074998	-0.033632	0.100
	0.230471	0.010368	0.002390	0.200
	-0.083630	0.011865	-0.000992	0.300
	-0.211373	0.012640	-0.002672	0.400
	-0.523522	0.012962	-0.006786	0.500
	-1.057925	0.013337	-0.014109	0.600
	-1.747319	0.013483	-0.023560	0.680
	-2.155788	0.013902	-0.029969	0.700
	-3.027308	0.015142	-0.045840	0.800
	0.331015	0.040172	0.013298	0.900
نسبت بدهی	-0.295503	0.172621	-0.051010	0.100
	-0.509288	0.160484	-0.081733	0.200
	-1.179867	0.168308	-0.198581	0.300
	-0.328807	0.155375	-0.051088	0.400
	-0.349765	0.166666	-0.058294	0.500
	-0.196499	0.231481	-0.045486	0.600
	0.296503	0.324029	0.096075	0.680
	-0.168644	0.375425	-0.063313	0.700
	-0.202865	0.648519	-0.131562	0.800
	0.560253	0.664836	0.372476	0.900
بازده دارایی	-1.285684	0.002364	-0.003039	0.100
	-1.937877	0.002368	-0.004590	0.200
	-2.977354	0.002641	-0.007863	0.300
	-2.973596	0.002791	-0.008299	0.400
	-3.362803	0.002958	-0.009948	0.500
	-3.431691	0.003591	-0.012325	0.600
	-2.312108	0.005103	-0.011798	0.680
	-2.509202	0.005874	-0.014739	0.700
	-2.355310	0.008131	-0.019152	0.800
	-1.631458	0.010806	-0.017630	0.900

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک
0.1871	1.320730	0.039694	0.052425	0.100
0.0265	2.223257	0.039478	0.087770	0.200
0.0020	3.096319	0.042121	0.130420	0.300
0.0000	4.614994	0.044339	0.204626	0.400
0.0000	4.904691	0.049537	0.242964	0.500
0.0000	4.731772	0.065231	0.308658	0.600
0.0008	3.361470	0.081759	0.274832	0.680
0.0026	3.018195	0.089186	0.269181	0.700
0.0874	1.711878	0.187680	0.321285	0.800
0.6791	0.413856	0.234120	0.096892	0.900

برای بررسی تحلیل حساسیت ضرایب، تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و نسبت بدهی و اندازه شرکت بر دهک‌های مختلف بازده انجام شده است. بر اساس جدول (۳۶-۴) در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر اندازه شرکت دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه دوم بعد و اندازه شرکت وجود دارد و در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر بازده دارایی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه دوم بعد و بازده دارایی وجود دارد و همچنین در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر نسبت بدهی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه دوم بعد و نسبت بدهی وجود دارد و نیز اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به عبارتی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

جدول ۴-۳۷ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت سوم

متغیر وابسته: R۳				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه-گذاری	-0.031	0.018	-1.73	0.084
نسبت بدهی	0.032	0.392	0.082	0.934
بازده دارایی	-0.012	0.007	-1.759	0.078
اندازه شرکت	0.315	0.106	2.971	0.003
عرض از مبدأ	-2.898	1.36	-2.131	0.033
Pseudo R-squared	0.012	میانگین متغیر وابسته		0.935
دهک متغیر وابسته	0.927	مشاهدات		350.502
پراکندگی	4.045			
سطح معناداری	0.046			

با توجه به اینکه فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و اندازه شرکت و نسبت بدهی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۳۷) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,031$ و سطح معناداری $0,084$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده دارایی با ضریب $-0,012$ و سطح معناداری $0,078$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و اندازه شرکت با ضریب $0,315$ و سطح معناداری $0,003$ در سطح ۵ درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و همچنین نسبت بدهی با ضریب $-2,898$ و سطح معناداری $0,033$ و بالاتر از ۵ درصد خطاست بنابراین از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۴-۳۸ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت سوم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.6376	-0.471311	0.086701	-0.040863	0.100	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.9425	0.072191	0.012059	0.000871	0.200	
0.9834	0.020851	0.014062	0.000293	0.300	
0.8693	-0.164605	0.015798	-0.002600	0.400	
0.5937	-0.533796	0.016892	-0.009017	0.500	
0.2624	-1.121785	0.017139	-0.019226	0.600	
0.0841	-1.730141	0.018122	-0.031354	0.670	
0.0242	-2.259866	0.018893	-0.042695	0.700	
0.0000	-4.196864	0.019646	-0.082453	0.800	
0.0000	-5.888394	0.022442	-0.132149	0.900	
0.6859	-0.404613	0.191680	-0.077556	0.100	نسبت بدهی
0.4927	-0.686453	0.185954	-0.127649	0.200	
0.6000	0.524609	0.183919	0.096485	0.300	
0.6656	0.432409	0.202350	0.087498	0.400	
0.2731	1.096953	0.240931	0.264290	0.500	
0.5132	0.654237	0.301583	0.197307	0.600	
0.9342	0.082539	0.392844	0.032425	0.670	
0.6470	-0.458113	0.439832	-0.201493	0.700	
0.7627	-0.302064	0.649054	-0.196056	0.800	
0.6199	0.496199	1.163014	0.577086	0.900	
0.0715	-1.805322	0.002554	-0.004612	0.100	بازده دارایی
0.0407	-2.050564	0.002620	-0.005372	0.200	
0.1076	-1.611395	0.002865	-0.004616	0.300	
0.0436	-2.021554	0.003148	-0.006364	0.400	
0.0197	-2.338120	0.003700	-0.008652	0.500	
0.0691	-1.820700	0.005120	-0.009322	0.600	
0.0789	-1.759754	0.007129	-0.012545	0.670	
0.1020	-1.637747	0.008257	-0.013523	0.700	
0.0064	-2.733756	0.010489	-0.028674	0.800	
0.3731	-0.891241	0.019213	-0.017124	0.900	
0.0229	2.280467	0.047204	0.107648	0.100	اندازه شرکت
0.0009	3.326861	0.047365	0.157576	0.200	
0.0001	4.082050	0.050495	0.206121	0.300	
0.0000	5.156068	0.053753	0.277155	0.400	
0.0000	5.078162	0.059883	0.304096	0.500	
0.0001	3.979822	0.074800	0.297689	0.600	
0.0031	2.971665	0.106055	0.315160	0.670	
0.0455	2.003503	0.131428	0.263317	0.700	
0.4969	0.679814	0.215935	0.146795	0.800	
0.7093	-0.372993	0.495451	-0.184799	0.900	

برای بررسی تحلیل حساسیت ضرایب، تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و نسبت بدهی و اندازه شرکت بر دهک‌های مختلف بازده انجام شده است. بر اساس جدول (۴-۳۸) در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر اندازه شرکت دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه سوم بعد و اندازه شرکت وجود دارد و در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر بازده دارایی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه سوم بعد و بازده دارایی وجود دارد و همچنین در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر نسبت بدهی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه سوم بعد و نسبت بدهی وجود دارد و نیز اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

جدول ۴-۳۹ نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت چهارم

متغیر وابسته: R۴				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری	-0.053	0.021	-2.43	0.015
نسبت بدهی	-0.257	0.755	-0.34	0.733
بازده دارایی	-0.037	0.0106	-3.531	0.0004
اندازه شرکت	0.704	0.202	3.481	0.0005
عرض از مبدأ	-6.314	2.497	-2.528	0.0117
Pseudo R-squared	0.023	میانگین متغیر وابسته		1.259
S.E. of regression	2.196	انحراف معیار متغیر وابسته		2.126
دهک متغیر وابسته	1.8	مشاهدات		442.64
پراکندگی	7.681412			
سطح معناداری	0.004135			

با توجه به اینکه فرضیه تحقیق این است که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و اندازه شرکت و نسبت بدهی بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد تأثیر دارد بر اساس خروجی جدول شماره (۴-۳۹) مشاهده می‌شود. درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری با ضریب $-0,053$ و سطح معناداری $0,015$ در سطح 5 درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و بازده دارایی با ضریب $-0,037$ و سطح معناداری $0,0004$ در سطح 5 درصد خطا دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و اندازه شرکت با ضریب $0,704$ و سطح معناداری $0,0005$ در سطح 5 درصد خطا دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و همچنین نسبت بدهی با ضریب $-0,257$ و سطح معناداری $0,733$ بالاتر از 5 درصد خطاست بنابراین از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۴-۴ تحلیل حساسیت ضرایب نتایج آزمون‌های تکمیلی حالت چهارم

سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	دهک	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.7094	-0.372770	0.116846	-0.043557	0.100	درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری
0.8561	-0.181405	0.061053	-0.011075	0.200	
0.7234	0.354030	0.018405	0.006516	0.300	
0.8563	0.181171	0.019955	0.003615	0.400	
0.9927	-0.009208	0.021645	-0.000199	0.500	
0.4966	-0.680175	0.021567	-0.014670	0.600	
0.0478	-1.982556	0.021628	-0.042879	0.700	
0.0154	-2.430218	0.021957	-0.053360	0.760	
0.0097	-2.593655	0.023315	-0.060470	0.800	
0.5097	-0.659630	0.070697	-0.046634	0.900	
0.5705	-0.567546	0.227337	-0.129024	0.100	نسبت بدهی
0.8936	-0.133836	0.220002	-0.029444	0.200	
0.6965	0.390171	0.223864	0.087345	0.300	
0.6880	0.401780	0.246842	0.099176	0.400	
0.1736	1.362255	0.288620	0.393174	0.500	
0.8986	-0.127498	0.379098	-0.048334	0.600	
0.6150	-0.503177	0.531241	-0.267308	0.700	
0.7335	-0.340592	0.755508	-0.257320	0.760	
0.7733	-0.288216	1.127598	-0.324992	0.800	
0.7863	0.271179	1.686308	0.457292	0.900	
0.0334	-2.131859	0.002769	-0.005904	0.100	بازده دارایی
0.0146	-2.448738	0.003093	-0.007574	0.200	
0.0057	-2.774115	0.003627	-0.010060	0.300	
0.0019	-3.114144	0.004152	-0.012929	0.400	
0.0103	-2.571825	0.004818	-0.012392	0.500	
0.0000	-4.098048	0.005846	-0.023958	0.600	
0.0116	-2.532017	0.009234	-0.023380	0.700	
0.0004	-3.531437	0.010667	-0.037668	0.760	
0.0005	-3.488568	0.012652	-0.044138	0.800	
0.0014	-3.210512	0.015535	-0.049876	0.900	
0.0273	2.211448	0.055969	0.123772	0.100	اندازه شرکت
0.0010	3.296144	0.058660	0.193350	0.200	
0.0001	3.907226	0.065175	0.254655	0.300	
0.0000	5.806226	0.068672	0.398728	0.400	
0.0000	6.434190	0.073668	0.473997	0.500	
0.0000	6.382201	0.086374	0.551257	0.600	
0.0015	3.187348	0.137573	0.438494	0.700	
0.0005	3.481750	0.202220	0.704081	0.760	
0.0017	3.146945	0.234390	0.737611	0.800	
0.3884	0.863081	0.724645	0.625427	0.900	

برای بررسی تحلیل حساسیت ضرایب، تأثیر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و نسبت بدهی و اندازه شرکت بر دهک‌های مختلف بازده انجام شده است. بر اساس جدول (۴-۴۰) در کلیه دهک‌ها، بازده تأثیر مثبت بر اندازه شرکت دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در همه شرکت‌ها اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه چهارم بعد و اندازه شرکت وجود دارد و در تمامی دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر بازده دارایی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در تمامی شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه چهارم بعد و بازده دارایی وجود دارد و همچنین در اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر نسبت بدهی دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازده سه‌ماهه چهارم بعد و نسبت بدهی وجود دارد و نیز اکثر دهک‌ها، بازده تأثیر منفی بر درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری دارد. به بیانی دیگر می‌توان گفت در اکثر شرکت‌ها اثر معکوس به‌جای اثر مومنتوم بین بازدهی و درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری وجود دارد.

۴-۷ خلاصه فصل

در فصل حاضر تحقیق، نتایج مربوط به آمار توصیفی و همبستگی متغیرهای تحقیق در قالب یک جدول مطرح شد. سپس با کمک نرم‌افزار Eviews آزمون‌های مربوط به فرضیات تحقیق انجام شد که فرضیه اول تحقیق سرمایه‌گذاری‌های شرکتی اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارند و فرضیه دوم تحقیق بازدهی‌های فعلی (گذشته) دارای اثر معناداری بر روی بازده دوره‌های آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارند، است و نتایج آن در به‌صورت جداول در حالات مختلف ارائه شده است. در فصل بعدی، نتایج مربوط به آزمون‌ها ارائه می‌شود.

فصل ۵: نتیجه گیری و پیشنهادها

مقدمه

تحقیق حاضر به تحلیل رفتار مومنتوم و معکوس مبتنی بر سرمایه‌گذاری‌های شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای همین منظور در ابتدا در فصل اول به تشریح کلیات تحقیق، بیان مسئله، به اهداف و فرضیات آن اشاره شده است. سپس بعد از جمع‌آوری اطلاعات موردنظر در فصول بعد به مبانی نظری و پیشینه آن، روش تحقیق و تجزیه و تحلیل آماری مرتبط با موضوع تحقیق پرداخته شده است. حال در فصل حاضر به تفسیر و تلخیص اطلاعات به دست آمده از نتایج آزمون‌های فرضیه پرداخته می‌شود و محدودیت‌هایی که در تحقیق با آن مواجه شده مطرح می‌گردد. همچنین با توجه به فرضیات تحقیق و اهداف آن پیشنهادها بیان می‌گردد.

۵-۱ نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به موضوع تحقیق و فرضیات مربوط به آن، نتایج آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل آن‌ها مطرح شده است.

همانطور که نتایج تحقیقات بر مبنای فرضیه اول در حالات مختلف نشان داد درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری، درصد تغییرات دارایی ثابت و همچنین درصد تغییرات سرمایه‌گذاری همگی بر بازده سه‌ماهه اول، دوم، سوم و چهارم بعد اثر منفی دارد که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است.

نتایج تحقیقات بر مبنای فرضیه دوم در حالت اول اثر منفی و معکوس را بین درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده سه‌ماهه دوم بعد نشان می‌دهد در حالی که بازده سه‌ماهه اول بعد بر بازده سه‌ماهه دوم بعد اثر مثبت دارد که یک رفتار مومنتوم را دارا است.

در حالت دوم درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و نیز بازده سه‌ماهه اول بعد هر دو دارای اثر منفی بر بازده سه‌ماهه سوم بعد هستند که این یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم را نشان می‌دهد ولی بازده سه‌ماهه دوم بعد دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه سوم بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است.

و در حالت سوم بر مبنای نتایج به دست آمده می‌توان گفت درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری اثر منفی و یا معکوس بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد دارد و بازده سه‌ماهه سوم بعد و بازده سه‌ماهه دوم بعد هر دو دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد است که نشان‌دهنده رفتار مومنتوم است و نیز بازده سه‌ماهه اول بعد از نظر آماری معنادار نیست.

و در حالت نهایی به منظور تقویت بررسی آزمون فرضیه از آزمون‌های تکمیلی در حالات مختلف استفاده شد که نتایج آن برای حالت اول نیز نشان داد که درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی و نسبت بدهی هر سه اثر منفی بر بازده سه‌ماهه اول بعد دارد و از طرفی اندازه شرکت از نظر آماری معنادار نیست.

و برای حالت دوم نتایج حاکی از اثر منفی و معکوس درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی هر دو دارای بر بازده سه‌ماهه دوم بعد است و یک رفتار مومنتومی بین اندازه شرکت و بازده سه‌ماهه دوم بعد دیده شده است، اما نسبت بدهی از نظر آماری معنادار نیست.

در حالت بعدی اثر معکوس درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی بر بازده سه‌ماهه سوم مشهود است. در حالی که اندازه شرکت دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه سوم بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و همچنین نسبت بدهی از نظر آماری معنادار نیست.

و در نهایت درصد تغییرات کل دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری و بازده دارایی هر دو دارای اثر منفی بر بازده

سه‌ماهه چهارم بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار معکوس به‌جای رفتار مومنتوم است و اندازه شرکت دارای اثر مثبت بر بازده سه‌ماهه چهارم بعد است که نشان‌دهنده وجود یک رفتار مومنتوم است و همچنین نسبت بدهی از نظر آماری معنادار نیست.

۲-۵ تحلیل مالی مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، اکثر متغیرها بر روی بازده‌ها اثر منفی دارد، به عبارتی دیگر می‌توان گفت؛ وقتی شرکت‌ها در دارایی‌های ثابت یا اوراق بهادار جدید سرمایه‌گذاری می‌کنند، جریان‌های نقد از این شرکت‌ها خارج می‌شود. این کاهش جریان‌های نقد شرکت می‌تواند هزینه‌های شرکت را افزایش دهد که در کوتاه‌مدت اثر منفی بر روی سودآوری آن‌ها می‌گذارد، در نتیجه واکنش منفی بازار را به همراه خواهد داشت.

و در کل تحلیل حساسیت نشان می‌دهد برای شرکت‌هایی که نوسان در عملکردشان دارند؛ یعنی عملکردی بالا و پایین دارند، تغییرات سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر روی بازده دوره بعد دارند. برای توجیه این روند می‌توان گفت این امکان وجود دارد که اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری، قبل از انتشار به‌موقع در بازار منتشر شده و اثرش را روی بازده گذاشته باشد. بنابراین وقتی خبر در زمان معین منتشر می‌شود، دیگر در دوره‌های بعد اثری بر روی بازده نخواهد داشت.

۳-۵ موانع و محدودیت‌های تحقیق

از آنجایی که امکان وجود محدودیت‌هایی در مسیر انجام هر فعالیت علمی وجود دارد، در همین راستا بیان می‌شود که در این تحقیق نیز محدودیت‌هایی وجود دارد که به شرح زیر است؛ با توجه به شرایط متغیرهای پژوهش، امکان انجام پژوهش درباره تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران میسر نیست، بنابراین، این امر به کاهش تعداد نمونه‌ها منجر شده است و تعمیم نتایج پژوهش به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود.

۵-۴ پیشنهادهای تحقیق

در این قسمت از تحقیق با توجه به نتایج به دست آمده، پیشنهادهایی بر مبنای نتایج تحقیق و همچنین پیشنهادهایی جهت انجام تحقیقات آتی مطرح می‌شود. بعد از پیاده‌سازی مراحل یک تحقیق، پیشنهادهایی درباره نتایج تحقیق و راه‌کارها و پیشنهادها برای بهبود و ارتقا تحقیقات آتی مطرح می‌گردد. در همین راستا پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۵-۴-۱ پیشنهادهایی بر مبنای نتایج تحقیق

۱. با توجه به نتایج تحقیق توصیه می‌شود که سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که دارایی‌های ثابت بالایی دارند، سرمایه‌گذاری نکنند؛ زیرا رابطه معکوس بین تغییرات دارایی‌های ثابت و عملکرد بازده دوره‌های آتی وجود دارد. از طرفی دیگر شرکت‌هایی که تغییرات اندازه مثبتی دارند، سرمایه‌گذاری کنند؛ زیرا رابطه مثبتی بین اندازه شرکت و عملکرد بازده دوره‌های آتی وجود دارد.
۲. توصیه می‌شود تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند تحلیل‌های خاصی مبنی بر سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت‌ها و اثر مومنتوم یا معکوس داشتن بازده‌های ۳ ماهه بر هم به عمل آورند.

۵-۴-۲ پیشنهادها به محققین آتی

به محققین آتی توصیه می‌شود که تحقیق حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به تعیین اثر صنعت آزمون و به صورت مقایسه‌ای در صنایع متفاوت بپردازند. همچنین توصیه می‌شود سایر تحقیقات با در نظر گرفتن سایر متغیرها انجام شود. و در نهایت پیشنهاد می‌شود تحقیقات آتی در مورد ویژگی‌های سرمایه‌گذاری باشد تا ناهنجاری‌های موجود در قیمت‌های اوراق بهادار، درک و کشف شوند.

منابع و مآخذ

- اسلامی بیدگلی غلامرضا ، نبوی چاشمی سیدعلی، یحیی زاده فر محمود، ایکانی صدیقه (۱۳۸۹) "بررسی سودآوری استراتژی مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران" ، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، تابستان، شماره ۱، صص ۵۶-۱.
- اصل، ح. ق.، حسن قالیباف، و نادری. (۱۳۸۵). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق. *تحقیقات مالی*، ۸(۲۱).
- بحری ثالث، جمال، پاک مرام، عسگر، افروزیان اذر، قادری، و قدرت. (۱۳۹۷). رابطه پرتفوی سود دیدگان و زیان دیدگان بر پایه نرخ نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی با سودهای مومنتوم و معکوس. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۸)، ۲۹۷-۳۱۲.
- بدری، احمد و فؤاد فتح الهی ۱۳۹۳ " مومنتوم بازده : شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره نهم، صص ۲۰-۱.
- تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر(۱۳۸۲)، مدیریت سرمایه‌گذاری، نشر نگاه دانش، چاپ اول.
- حبیب‌پور گتایی، کرم؛ صفری شالی، رضا (۱۳۹۵). راهنمای کامل SPSS در تحقیقات پیمایشی، انتشارات متفکران، چاپ هفتم.
- حیدرپور، فرزانه، یداله تاری وردی و مریم محرابی (۱۳۹۲)، "تاثیر گرایش های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره هفده، صص ۱-۱۳.
- طاهری، زهرا.(۱۳۹۸). تاثیر نوسانات ویژه بر قیمت‌گذاری نادرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه صنعتی شاهرود.
- دولو، مریم و طبرسا، بهاره. (۱۳۹۷). مومنتوم سبکی و منشأ بروز آن. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۳)، ۳۲۰-۳۴۲.
- عبدالباقی عطاءآبادی، عبدالمجید. میرلوحی، سید مجتبی. عبدالهی، مریم.(۱۳۹۹). اثربخشی مومنتوم مبتنی بر توده‌واری صنعت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. سال هشتم. شماره ۲۹. صص ۱۵۷-۱۷۵.
- عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۸۱) مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار تهران، نشر پردازشگران، چ ۱.

- فدائی نژاد، محمداسماعیل، مایلی، محمدرضا، امامدوست، و مصطفی. (۱۳۹۴). اثرگذاری عوامل رفتاری و انعکاس سوگیری دیرپذیری در رفتار معاملاتی سرمایه گذاران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*, ۱۴(۴), ۲-۲۲.
 - فدائی نژاد، محمد اسماعیل و محسن صادقی (۱۳۸۵)، "بررسی سودمندی استراتژیهای مومنتوم و معکوس"، پیام مدیریت، زمستان ۸۴ و بهار ۸۵، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۳۱-۷.
 - فلاح شمس لیالستانی، م.، میرفیض، عطایی، و یونس. (۱۳۹۲). مقایسه کارایی معیارهای استراتژی شتاب (مومنتوم) در انتخاب پرتفوی مناسب. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۴(۱۶), ۱۰۹-۱۲۵.
 - قالیباف اصل حسن، شمس شهاب الدین، سادهوند محمدجواد. (۱۳۸۹) بررسی بازده اضافی استراتژی شتاب و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱، صص ۹۹-۱۱۶.
 - کاشانی پور، محمد و مومنی یانسی، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری. ۱۴، ۴-۱۹.
 - کیوان، جنانی، و وکیلی فرد. (۱۳۹۶). پایداری عملکرد صندوق های سرمایه گذاری مشترک در ایران با استفاده از استراتژی مومنتوم. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*, ۱۱(۴۰), ۱۷۲-۱۶۱.
 - موسوی شیرینی، محمود، صالحی، مهدی، شاکری، مریم و بخشیان، عسل. (۱۳۹۴). سودآوری استراتژی مومنتوم و تاثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره بیست و پنجم، ۱۰۷-۱۲۳.
 - ورزشکار، هادی (۱۳۹۳)، بررسی و مقایسه بازدهی اکتسابی ناشی از انتخاب سهم بر اساس تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده مدیریت واحد تهران مرکز.
 - یحیی زاده فر، محمود، و لرستانی. (۲۰۱۲). بررسی تاثیر حجم معامله بر بازدهی استراتژیهای شتاب و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های تجربی حسابداری*, ۲(۴), ۳۳-۴۸.
- Aabo, T., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2017). Idiosyncratic volatility: An indicator of noise trading?. *Journal of Banking & Finance*, 75, 136-151.
 - Bachelier, Louis, 1900. *Theorie de la speculation*. Ann. Sci. Éc. Norm. Supér 3 17, 21-86.
 - Baltzer, M., Jank, S., & Smajlbegovic, E. (2019). Who trades on momentum?. *Journal of Financial Markets*, 42, 56-74.

- Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., 1998. A model of investor sentiment. *J. Financ. Econ.* 49, 307–343.
- Berger, A.N., & Udell, E. (2014). Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry, *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1082.
- Carlson, Murray, Fisher, Adlai, Giammarino, Ron, 2004. Corporate investment and asset price dynamics: implications for the cross-section of returns. *J. Finance* 59, 2577–2603.
- Chan, L.K.C., Jegadeesh, N., Lakonishok, J., 1996. Momentum strategies. *J. Finance* 51, 1681–1713.
- Chien-Chiang Lee a, Chi-Chuan Lee (2012). The link between life insurance activities and economic growth: Some new evidence.
- Cooper, M., Gulen, H., Schill, M., 2008. Asset growth and the cross-section of stock returns. *J. Finance* 68, 1609–1651.
- Cutler, David N., Poterba, James M., Summers, Lawrence H., 1991. Speculative dynamics. *Rev. Econom. Stud.* 58, 529–546.
- Daniel, Kent, Hirshleifer, David, Subrahmanyam, Avanidhar, 1998. A theory of overconfidence, self-attribution, and security market under and over-reactions. *J. Finance* 53, 1839–1885.
- Diacon, S.R. & C. Ennew. "Consumer perceptions of financial risk", *Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, 2001, Vol. 26 No. 3.
- Fazzari, S.R., Hubbard, R.Z., & Hubbard, R.Z. (2000), "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales." *The Quarterly Journal of Economics*, 115, 595-705.
- Guo, X., & Ryan, S. (2020). A Time Series Momentum Hybrid That Controls Downside Risk. *Available at SSRN 3748126*.
- Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184.

- Hackbarth, Dirk, Johnson, Timothy, 2015. Real options and risk dynamics. *Rev. Econom. Stud.* 82, 1449–1482.
- Huang, B., & Yang, C. (2001) "An empirical investigation of trading volume and return volatility of the Taiwan stock market". *Global Finance journal*, 12(1), 55-77.
- Liu, L. X., & Zhang, L. (2014). A neoclassical interpretation of momentum. *Journal of Monetary Economics*, 67, 109-128.
- Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2000). Price momentum and trading volume. *the Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *J. Finance* 46, 1541–1578.
- Lipson, Marc, Mortal, Sandra, Schill, Michael, 2012. On the scope and drivers of the asset growth effect. *J. Financ. Quant. Anal.* 46, 1651–1682.
- Mendelsohn L. B. (2000). *Trend Forecasting with Technical Analysis: Unleashing the Hidden Power of Inter-market Analysis to Beat the Market*, Marketplace Books.
- Mortal, S. C., & Schill, M. J. (2018). The role of firm investment in momentum and reversal. *Journal of Empirical Finance*, 48, 255-274.
- Nyberg, Peter, Poyry, Salla, 2014. Firm expansion and stock price momentum. *Rev. Finance* 18, 1465–1505.
- Olsen, R. "Investment risk: The expert's perspective", *Financial Analysis Journal*,
- 1997, Vol . 53, No.2, 6.
- Ross, A., Moskowitz, T. J., Israel, R., & Serban, L. (2017). Implementing momentum: What have we learned?. *Available at SSRN 3081165*.
- Sagi, Jacob, Seasholes, Mark,(2007). Firm-specific attributes and the cross-section of momentum. *J. Financ. Econ.* 84, 389–434.
- Samuelson, Paul A., 1948. *Economics: An Introductory Analysis*. McGraw-Hill.

- Sitkin, S.B. & A.L. Pablo. "Reconceptualizing the determinants of risk behaviour",
- *Academy of Management Review*, 1992, Vol.17.
- Syamni, G., Azis, N., Musnadi, S., & Faisal, F. (2021). The Momentum Strategy of Small Foreign Investors in the Indonesia Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 361-372.
- Titman, S., Wei, K., Xie, F., (٢٠٠٤). Capital investments and stock returns. *J. Financ. Quant. Anal.* 39, 677–700.
- Weber, E. & R. Milliman. (١٩٩٧)"Perceived risk attitudes Relating risk perception to risky choice", *Management Science*, Vol.43, No.2.
- Xing, Yuhang, (٢٠٠٨). Interpreting the value effect through the Q-theory: an empirical investigation. *Rev. Financ. Stud.* 21 4, 1767–1795.

Abstract

The present study explains the role of corporate investments and current (past) returns, or in other words, a momentary and inverse effect on the returns of future periods of shares of companies listed on the stock exchange. In this research, momentum variables and returns of future periods and investment as dependent and independent variables as well as debt ratio, company size and return on assets have been used as control variables. The statistical sample of this research includes 785 data from 88 companies listed on the Tehran Stock Exchange for the years 1391-1389. Multiple regression method was used to test the hypotheses and Excel and Eviews software were used to analyze the data. According to the first hypothesis test, the research results showed that corporate investments have the opposite effect on future periods. On the other hand, the results of testing the second hypothesis of the momentum effect show that the performance of future periods has a significant effect on previous periods. Also, the results of supplementary tests for control variables showed that the return on assets has an inverse effect on all four periods of return in the next quarter, the debt ratio has a negative effect only on the return of the first quarter and the size of the company on the return of three periods of the second, third and fourth quarters. The dimension has a positive effect that represents a momentum behavior.

Keywords: corporate financing , return , momentum , inverse , accepted firms, Tehran stock exchange.



**Shahrood University of
Technology**

Faculty of Industries and Management

M.Sc.(M.A.) Thesis in
The Field Of Business Management, Financial Orientation

Analysis of momentum and inverse behavior based on corporate investments
in companies listed on the Tehran Stock Exchange

By
Zahra Ahmadi

Supervisor
Abdolmajid Abdolbaghi Ataabadi(Ph.D)

Advisor
Majid Ameri

October ,2021