

بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام صنعت پتروشیمی

سید عبدالله حیدریه^۱ و سمیرا صفری^{۲*}

^۱گروه مدیریت مالی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران
^۲کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران (نویسنده مسئول)

چکیده

محقق در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام صنعت پتروشیمی پرداخت. در گام نخست، تعداد هشت شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک قلمروی زمانی هشت ساله از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ از طریق نمونه‌گیری به روش غربالگری انتخاب و به استخراج داده‌های لازم و آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. پس از گذر از مراحل یاد شده، این نتیجه حاصل شد که نرخ تورم، میزان عرضه پول و نرخ ارز بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر منفی و معناداری دارند.

واژه‌های کلیدی: نرخ تورم، میزان عرضه پول، نرخ ارز، سودآوری استراتژی مومنتوم، صنعت پتروشیمی.

مقدمه

عوامل زیادی بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بازار سهام صنعت پتروشیمی دخالت دارند این عوامل در سه دسته کلی عوامل کلان اقتصادی، عوامل خرد اقتصادی و عوامل غیر اقتصادی طبقه بندی شده و به طور خلاصه عبارتند از عوامل کلان که مهم‌ترین این عوامل عبارتند از سیاست‌ها و خط‌مشی‌های دولت، عوامل فرهنگی و اجتماعی، وضعیت صنعت و شرایط اقتصادی و دوران‌های تجاری و مالی و عوامل خرد که این عوامل موجبات تغییر در ریسکی خواهند شد که مربوط به وضعیت عمومی بازار نبوده و مختص وضعیت هر شرکت است (ریسک غیر سیستماتیک) که به طور خلاصه عبارتند از میزان تقاضا و کشش کالای تولیدی شرکت، سیاست‌ها و خط‌مشی‌های مدیریت، وضعیت مالی و حساب‌های شرکت، میزان وابستگی تولید شرکت به عوامل حیاتی و به خارج، وضعیت عمومی و جهانی منابع عوامل غیر اقتصادی نیز بر فرآیند تصمیم‌گیری پیرامون سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیر می‌گذارد و شامل تمایل به ریسک، ادراک ریسک، نرخ بازده مورد انتظار، تجربه و دانش سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران، بازده تاریخی و اطلاعات عملکرد گذشته است (مهریزیان، ۱۳۹۵).

این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام صنعت پتروشیمی است. سؤال اصلی این پایان‌نامه این است که فاکتورهای اقتصادی چه تأثیری بر سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام دارند؟ هر چند تحقیقات چندی در مورد سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام به طور کلی انجام گرفته است اما تاکنون پژوهش‌های جامعی در مورد سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام صنعت پتروشیمی از یک طرف و از طرف دیگر تاثیر فاکتورهای اقتصادی بر این سودآوری انجام نگرفته است و بنابراین می‌توان گفت که این پژوهش از منظری جدید به استراتژی مومنتوم و بازار بورس سهام پتروشیمی می‌نگرد.

بیان مساله

از آنجایی که پیش‌بینی بازار بورس، یکی از ابزارهای کاهش عدم اطمینان است، سرمایه‌گذاران همواره به دنبال روش‌هایی می‌باشند که بازده سهام را بهتر پیش‌بینی نموده تا بتوانند از سرمایه‌گذاری خود حداکثر بازدهی را کسب کنند. در این ارتباط مطالعات نظری و تجربی بسیاری نشان داده‌اند که اطلاعات مربوط به سود در تعیین بازدهی قیمتی سهام حائز اهمیت است. موضوع سودآوری راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم در بورس‌های مختلف دنیا مورد توجه قرار گرفته و تحقیقات بسیاری در این زمینه انجام گرفته است؛ اما در کشور ما چندان به این موضوع پرداخته نشده و به همین دلیل نهادهای ذیربط نیز از وجود نارسایی‌های بازار و چگونگی مقابله با آن‌ها آگاهی چندانی ندارند. ثبات اقتصادی جزو مهم‌ترین عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری در هر کشوری می‌باشد و از جمله مسائلی که بازارهای سرمایه در دنیا و همچنین بر روی میزان سرمایه‌گذاری در این بازارها نقش دارند، متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشند که نوسانات آن‌ها روی بازدهی سهام اثر می‌گذارد. در دوران رونق اقتصادی، همراه با ثبات نسبی قیمت‌ها و با توجه به این که در این دوران پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و سفته‌بازان پول و بورس سه گروه مختلف هستند و بر اساس انگیزه‌های مختلف رفتار می‌کنند. سرمایه‌گذاری تولیدی روند معمولی خود را طی می‌کند و در قالب آن سرمایه‌گذاران برای ساخت کارخانه، خرید وسایل تولید و افزایش موجودی انبار هزینه می‌کنند و بنابراین ظرفیت اقتصادی مرتب بالا می‌رود و منجر به افزایش کارایی اقتصادی می‌شود. جابجایی‌های روزانه قیمت سهام به خوبی در بورس مشهود می‌باشد که باعث شده است که بازار متلاطم شود. یک بازار به شدت متغیر باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران اعتماد خود را از دست دهند و از بازار فاصله بگیرند. چنین چیزی ممکن است که باعث تعطیلی بازار شود و به طور منفی بر روی اقتصاد اثرگذار باشد (تفضلی، ۱۳۷۸). بازیگران بازار سرمایه و بازار؛ ترکیبی از خطرپذیری و بازده است. در واقع بازیگران بازار سرمایه و بازار؛ همیشه مترصد آن هستند که کدام سهام را در چه موقعی خرید و در چه زمانی بفروشند. یعنی هنر بازیگران بازار

در شناسایی سهام یا دارایی مطلوب از یک طرف و زمان معامله از طرف دیگر است که این امر مستلزم دانش بازار است یعنی به طریق اولی افراد بدون دانش بازار یا باید از بازیگران پیروی کنند یا سرمایه خود را از طریق کارگزاران و متولیان صندوق‌های سپرده وارد بازار کنند؛ چه در غیر این صورت ممکن است با خطرات از بین رفتن اصل سرمایه‌گذاری هم مواجه شوند نکته اساسی حائز اهمیت آن است که بازار سرمایه برخلاف بازار پول (که حداقل سود سپرده‌ها را تضمین می‌کند)، ریسک‌پذیر است و ریسک جزء لاینفک این بازار و قاعده حاکم بر بازی است (مظفری، ۱۳۹۵). حال باید پرسید چگونه می‌توان با استفاده از متغیرهای کلان اقتصادی؛ سودآوری راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم را محاسبه یا برآورد کرد؟ (مظفری، ۱۳۹۵).

پژوهش حاضر؛ به دنبال بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در بازار سهام صنعت پتروشیمی می‌باشد.

اهمیت و ضرورت پژوهش

سیاست‌گذاران معمولاً تمایل دارند که نسبت به نحوه کنترل متغیرها و به وجود آوردن یک محیط توانمند و مناسب برای جذب بازده سهام بیشتر، اطلاعات به دست آورند. بنابراین نیاز است ارزیابی‌های عمیق و جامع نسبت به رابطه بین نوسانات بازده بازار و متغیرهای اقتصاد کلان و اثرات تغییرات این متغیرها بر روی تغییرپذیری نوسانات بازده بازار در بورس اوراق بهادار صورت گیرد. بازار سهام نقش مهمی در رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند؛ چرا که به عنوان یک عامل واسطه بین قرض‌دهندگان سرمایه و وام‌گیرندگان عمل می‌نماید. یک بازار سهام با عملکرد مناسب در رشد اقتصادی، با توجه به دو کانال مهم، نقش ایفا می‌کند: تحکیم و تقویت صرفه جویی‌ها و تخصیص کارآمدتر منابع. به علاوه بازارهای سهام باعث می‌شوند که شرکت‌ها بتوانند به سادگی و با کارآمدی، سرمایه به دست آورند چرا که آنها باعث ایجاد یک محیط توانمندکننده و مناسب برای انجام معاملات تجاری می‌شوند. شرکت‌هایی که در فهرست بورس حضور دارند، با تغییرات بسیار بالا در نوسانات بازده بازار مواجه می‌باشند. در اکثر مطالعاتی که در ارزیابی استراتژی مومنتوم بازار سهام انجام می‌شوند، تغییرپذیری بالا و متغیرهای اقتصاد کلان، در بازارهای توسعه یافته به خوبی مشهود است. در واقع مطالعات محدودی نسبت به استراتژی مومنتوم و نوسانات بازده بازار، و همچنین متغیرهای اقتصاد کلان، انجام شده است. بورس اوراق بهادار با متمرکز کردن سرمایه‌ها و تخصیص بهینه‌ی آنها، در راستای افزایش تولید و اهداف توسعه اقتصادی و اجتماعی، آثار انکارناپذیری را بر متغیرهای کلان اقتصادی بر جای می‌گذارد. برای مثال از یک طرف، بر تولید ناخالص داخلی اثر گذاشته و از سوی دیگر، با جذب نقدینگی بر سایر متغیرها مانند حجم پول و نرخ تورم تأثیرگذار است. رابطه بین فعالیت‌های این بازارها و شاخص‌های کلان اقتصادی را می‌توان در بورس‌های معتبر دنیا - که قریب به پانصد سال از عمر آنها می‌گذرد - مشاهده کرد. دولت‌ها نیز با آگاهی به این امر، از تأثیر متقابل این متغیرها بر یکدیگر در جهت تدوین سیاست‌های پولی و مالی مناسب استفاده می‌کنند. از جمله در تعدیل ساختار بودجه‌های سالانه و تأمین مالی طرح‌های توسعه، ضمن آن‌که سهم دولت را از مجموعه‌ی هزینه‌های کشور کاهش و درآمدهای مالیاتی را افزایش می‌دهد؛ نقدینگی موجود را نیز که دارای اثر فوری شدید است - جذب می‌کند؛ همچنین استفاده از بورس، اتکای دولت‌ها را به بودجه‌ی عمرانی کاهش داده و مادام که پروژه‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری زیربنایی از طریق این بازار تأمین مالی می‌شوند، در اثر کاهش هزینه‌های دولتی، از نرخ تورم نیز کاسته می‌گردد (مظفری، ۱۳۹۵). به طور خلاصه استراتژی مومنتوم بازده عبارت است از جریان نقدی ناشی از خرید و فروش آن شامل سود سهام دریافتی و مبلغ حاصل از تفاوت فروش با خرید. در شرایط کنونی و نوسانات قابل ملاحظه قیمت سهام این سوال مطرح شده که آیا قیمت‌های فعلی سهام در بازار سرمایه تبلور واقعی از انتظارات آتی آنها است یا منعکس‌کننده ارزش ذاتی آنها؟ تغییرات شدید در قیمت سهام و تأثیر آن بر پایه پولی در سه سال گذشته ریسک‌پذیری در بازار سرمایه و بازار را به شدت افزایش داده است. بدیهی است در یک بازار کارا، قیمت‌ها باید

منعکس کننده تمام اطلاعات مربوط به عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌ها باشد؛ یعنی کلیه عوامل اقتصاد کلان و خرد، عملاً در بازار سرمایه نقش خود را فارغ از خیال‌پردازی‌های بازیگران به‌طور واقعی نشان می‌دهد. یعنی در یک بازار کاراً، قاعدتاً باید نرخ بازده و نرخ خطرپذیری برابر شوند؛ اما ممکن است تأثیرات عوامل ناشی از متغیرهای اقتصاد خرد نظیر فرآیند تصمیم‌گیری‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک و بازده، عملاً نقش عوامل کلان را خنثی و در جهت عکس آن عمل کنند (مریخی‌پور، ۱۳۹۰).

مروری بر مطالعات صورت گرفته

مطالعات خارجی

*دلگارد^۱ (۲۰۱۵) به بررسی رابطه نقدشوندگی و بازده سهام پرداخت و دریافت بین متغیرهای مذکور، رابطه معناداری وجود دارد. بعبارت دیگر، با افزایش نقدشوندگی سهام، بازده آنها بصورت معناداری افزایش می‌یابد.

*ابوالقاسم و همکاران^۲ (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی بر نسبت نقدینگی پرداختند و دریافتند که شاخص‌های نقدینگی، بصورت معناداری از ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی تأثیر پذیر هستند.

*ایجاز و پولاک (۲۰۱۵) در مقاله‌ای با عنوان اثر کوتاه مدت استراتژی مومنتوم: مطالعه موردی بورس‌های خاورمیانه می‌نویسند که نتایج این مطالعه از تأثیر استراتژی کوتاه مدت مومنتوم بر بازارهای بورس خاورمیانه حکایت می‌کند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه قادر نیست تناسب استراتژی مومنتوم را برای بورس‌های کشورهای منطقه توضیح دهد.

داون و دیگران (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان مومنتوم و استراتژی‌های متضاد در بورس استرالیا به بررسی همسویی استراتژی مومنتوم و استراتژی‌های مقابل در بورس استرالیا از ۱۹۹۲-۲۰۱۱ می‌پردازد. استراتژی‌های مقابل در افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت وجود دارند در حالی که استراتژی مومنتوم در افق‌های میان مدت و بلند مدت تأثیر گذاری بیشتری دارد. نویسندگان در این مقاله نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران استرالیایی در دوره زمانی دسامبر ۱۹۹۲ تا اگوست ۲۰۱۱ با اجرای همزمان استراتژی مومنتوم و استراتژی‌های مقابل با داشتن سبدهایی با رتبه‌ها و بازه‌های زمانی متفاوت.

*الیاس و دیگران (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان استراتژی مومنتوم در بورس مالزی به تحلیل تناسب استراتژی مومنتوم در بورس مالزی می‌پردازد و ابتدا به تبیین مفهوم مومنتوم که می‌تواند برای سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد می‌پردازد. اطلاعات مورد نیاز مقاله از طریق تمرکز بر میانگین ماهیانه شاخص‌های ۲۴ بخش صنعتی مالزی جمع‌آوری شده است. سپس سهام این شرکت‌ها از بالاترین به پایین‌ترین بر اساس میانگین درآمد ماهیانه رتبه بندی شد و بعد برای اینکه آزمایش شود که آیا بتا استراتژی مومنتوم را بیان می‌کنند؟ بازدهی امنیت در مقابل بازدهی بازار کاهش می‌یابد و شیب به این ترتیب میانگین بتا است. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که استراتژی مومنتوم برای بورس مومنتوم مناسب است و می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران به کار گرفته شود.

مطالعات داخلی

*حقیقت (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر ساختار سیاسی بر ساختار اقتصادی ایران پس از انقلاب اسلامی پرداخت. یافته‌ها نشان داد در نظام‌های سرمایه‌داری جهان امروز، دو راه کار برای حفظ امنیت و ثبات اقتصادی پیش‌بینی شده است، راه کار اول مربوط به کشورهای دمکراتیک است که در آنها امنیت و ثبات از طریق نظام‌های پارلمانی، قوه قضاییه مستقل و نهادهای مدنی چون اتحادیه کارفرمایان و یا کارگران از مجاری دمکراتیک همچون چانه‌زنی و گفتگو تامین می‌گردد. جمهوری اسلامی هر چند نهادهای دمکراتیک چون ریاست جمهوری و پارلمان دارد، اما به علت فقدان نهادهای مدنی امکان اتخاذ سیاست‌های پردوام اقتصادی وجود نداشته و امنیت و ثبات اقتصادی

¹ Delgard

² Abolghasem et al

تامین نمی‌گردد. راه‌کار دوم مربوط به کشورهای غیر دموکراتیک است، در این کشورها، منافع حکومت و سرمایه‌داران باهم گره خورده است و از آنجایی که این نظام‌ها، اقتدارگرا هستند، هر گونه عاملی را که به گونه‌ای امنیت‌بخش خصوصی را به خطر اندازد با شدت سرکوب می‌کنند و ضمناً چون چرخش نخبگان در آنها وجود ندارد و یا کم است، امکان اتخاذ سیاست‌های پردوام اقتصادی فراهم می‌شود. نظام جمهوری اسلامی به هیچ عنوان دیکتاتوری نیست، زیرا اولاً نهادهای دموکراتیک چون ریاست جمهوری و مجلس را دارد و ثانیاً نظامی است مذهبی و به واسطه مذهب باید حامی و مدافع مستضعفان باشد و ثالثاً تاسیس این نظام، پس از انقلابی مذهبی به رهبری روحانیت و یا بسیج توده‌های فقیر و با شعارهای حمایت از فقیر در برابر غنی شکل گرفته و لذا نمی‌تواند از حمایت فوری فقراء خودداری نماید. نتیجه نهایی این پژوهش این است که در ایران پس از انقلاب اسلامی، روش سنتی حفظ امنیت و ثبات اقتصادی بخش خصوصی از بین رفته و روش دیگری نیز جایگزین آن نشده و در نتیجه هر گونه تلاشی برای خصوصی‌سازی منجر به گسترش فعالیت‌های تجاری و دلالی و غیر تولیدی می‌گردد و نظام اقتصاد آزاد مناسب ساختار سیاسی جمهوری اسلامی نیست.

*سروش یار و احمدی (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران با اشاره به بررسی رفتار توده‌وار در بازار سرمایه ایران مورد توسط محققان در دو دهه اخیر بسیاری بوده است. لیکن تحقیقات اندکی به بررسی عوامل اثرگذار بر وقوع این پدیده پرداخته‌اند. هدف این تحقیق بررسی نقش مومنتوم، احساسات سرمایه‌گذاران و اندازه شرکت بر رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور از بازده روزانه سهام شرکت‌ها و بازده بازار طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ استفاده شده است. مدل به کار رفته در این تحقیق رگرسیون چند متغیره است که با استفاده از تکنیک‌های مربوط به داده‌های سری زمانی برازش شده است. همچنین از آزمون علیت گرنجر به منظور تعیین رابطه علی بین احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار توده‌وار بهره گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار تأثیر معنی‌داری دارد. آزمون علیت گرنجر نیز مؤید این نتیجه است. لیکن شواهدی مبنی بر وجود تأثیر معنی‌دار متغیرهای مومنتوم و اندازه شرکت بر رفتار توده‌وار مشاهده نگردید.

*موسوی شیرینی و دیگران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان سودآوری استراتژی مومنتوم و تأثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق بهادار تهران دو استراتژی معامله را که به صورت گسترده‌ای در بازارهای سرمایه دنیا مورد استفاده قرار می‌گیرند، استراتژی‌های مومنتوم و معکوس می‌داند. این استراتژی‌ها همیشه به عنوان تحلیل تکنیکال معروف بوده‌اند. بر اساس استراتژی سرمایه‌گذاری مومنتوم بر خلاف فرضیه بازار کارا، بازده سهام عادی در بازه‌های زمانی مختلف دارای رفتار خاصی است و می‌توان با به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری مناسب با افق زمانی مورد نظر، بازدهی بیش از بازده بازار به دست آورد. بیان شد یکی از چالش‌انگیزترین مشاهدات در بازارهای مالی این است که بر خلاف فرضیه بازار کارا که زیربنای بسیاری از نظریه‌های ارائه شده در تئوری مالی مدرن است، بازده سهام عادی در بازه‌های زمانی مختلف دارای رفتار خاصی است و سرمایه‌گذاران انفرادی می‌توانند بدون تحمل ریسک بیشتر و تنها با به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری مناسب، بازدهی بیش از بازده بازار به دست آورند. بررسی‌های انجام گرفته نشان می‌دهد که در بازه زمانی ۳ تا ۱۲ ماه پدیده تداوم بازده یا مومنتوم در رفتار بازده سهام عادی وجود دارد و بنابراین می‌توان با به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری مومنتوم بازده سرمایه‌گذاری خود را افزایش داد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: نرخ تورم بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: میزان عرضه پول بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: نرخ ارز بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.

مدل پژوهش

جهت آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهیم کرد:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 ER_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه فوق:

R: استراتژی مومنتوم،

INF: نرخ تورم

MS: عرضه پول و

ER: نرخ ارز می باشد.

متغیرهای پژوهش و شیوه ارزیابی آنان

نرخ تورم

متغیر مذکور از طریق مراجعه به گزارشات اقتصادی بانک مرکزی قابل دستیابی است.

میزان عرضه پول

متغیر مذکور از طریق مراجعه به گزارشات اقتصادی بانک مرکزی قابل دستیابی است.

نرخ ارز

متغیر مذکور از طریق مراجعه به گزارشات اقتصادی بانک مرکزی قابل دستیابی است.

استراتژی مومنتوم

در ابتدا بازده سهام با استفاده از رابطه زیر محاسبه می گردد.

$$R_{it} = \frac{\alpha(D_t + p_t)(1 + a + b) - (p_{t-1} + ca)}{p_{t-1} + ca} \cdot 100$$

که در رابطه فوق:

α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی.

β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته.

C : مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات،

D_t : سود نقدی پرداختی،

P_1 : قیمت سهام در پایان دوره و

P_0 : قیمت سهام در ابتدای دوره می باشد.

سپس، بازده ماهانه کلیه سهام نمونه در دوره های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه طبق رابطه زیر به صورت هندسی تجمیع شده است. این دوره تجمیع بازدهی، دوره تشکیل یا مشاهده نامیده میشود که شامل یک دوره j ماهه می باشد.

$$R_{ij} = \prod_{t=1}^{t=j} R_{it} \quad , \quad j = 3, 6, 9, 12$$

بر مبنای بازده تجمعی، تمامی شرکت ها به صورت نزولی رتبه بندی گردیده است. سپس، سهام رتبه بندی شده به پنج پرتفوی مجزا تقسیم شده است. گروه دارای بالاترین بازده جمعی، پرتفوی برنده و گروه دارای پایین ترین بازده تجمعی، پرتفوی بازنده نامیده می شود. بازده دو پرتفوی برنده و بازنده، طی ۱، ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماه بعدی اندازه گیری شده است. دوره های ۱، ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه پس از تشکیل پرتفوی های برنده و بازنده که طی آن عملکرد این دو پرتفوی اندازه گیری می شود، دوره نگهداری یا آزمون است که k ماهه می باشد. بین دوره تشکیل (j) و دوره نگهداری (k)، وقفه زمانی وجود ندارد. بازده هر پرتفوی طی دوره نگهداری یا آزمون (بر اساس روش اوزان مساوی) به شرح رابطه زیر محاسبه شده است.

$$R_{pzt_k} = \sum_{i=1}^{i=n} x_{it} * R_{it} \quad , \quad k = 1,3,6,9,12$$

روش شناسی پژوهش

روش تحقیق حاضر، توصیفی از نوع اکتشافی است که جهت آزمون فرضیات، داده‌ها به روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری گردید؛ بنابراین از نظر جهت و ماهیت، این تحقیق، پس رویدادی است و با توجه به متغیرهای تحقیق، از نظر هدف، کاربردی است. در این تحقیق از روش کتابخانه‌ای و استفاده از مقالات علمی و پژوهشی معتبر برای گردآوری اطلاعات استفاده می‌شود. همچنین اطلاعات مورد نیاز از جمله قیمت سهام شرکت‌های نمونه به صورت روزانه، قیمت سهام در ابتدای دوره مورد نظر، قیمت سهام پایان هر ماه و پایان دوره مورد نظر، سود پرداختی به هر سهم، تعداد سهام منتشر شده هر شرکت و سایر اطلاعات مورد نیاز از سایت‌های بورس اوراق بهادار تهران، سایت کدال و همچنین اطلاعات موجود در نرم افزار ره‌آورد نوین موجود در کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. فیش‌برداری، مشاهده و استفاده از بانک‌های اطلاعاتی از جمله ابزارهای گردآوری اطلاعات در آن پایان نامه هستند. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های پتروشیمی فعال در بازار بورس هستند.

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های حاضر در صنعت پتروشیمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ به مدت هشت سال بوده است. برای دستیابی به نتایج قابل اتکا، شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۸۸ وارد بورس شده یا در طی دوره پژوهش از بورس خارج شده‌اند در جامعه آماری قرار نگرفتند. افزون بر این، برای حصول به نمونه‌ی آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. لذا، جامعه آماری با استفاده از شرایط و محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

- ۱- شرکت‌های نمونه در طی این دوره هشت ساله عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.
 - ۲- شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند (به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه).
 - ۳- داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
 - ۴- شرکت‌ها در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.
 - ۵- شرکت‌ها جزء بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آنها متفاوت است.
- *پس از نمونه‌گیری فوق؛ تعداد ۸ شرکت بعنوان نمونه آماری انتخاب شد.
- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

مشاهدات	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	نماد	متغیر
۷۲۸	۲.۰۷۱	۹.۰۰۰	۳۴.۷۰۰	۱۵.۶۰۰	۱۸.۳۰۰	INF	نرخ تورم
۷۲۸	۱.۰۱۹	۱۶.۷۵۵	۱۸.۵۷۰	۱۷.۳۱۷	۱۷.۳۱۷	MS	عرضه پول
۷۲۸	۱.۲۵۲	۹.۴۱۵	۱۱.۷۵۷	۱۰.۶۸۹	۱۰.۶۱۹	ER	نرخ ارز
۷۲۸	۲.۲۰۹	-۰.۱۷۵	۰.۴۶۸	۰.۲۸۷	۰.۳۳۵	R	بازده سودآوری مومنتوم

آزمون نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش

پیش فرض آنکه آزمون‌های آماری، نتایج صحیحی را تبیین نمایند، کسب اطمینان از نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش ضروری می‌باشد. بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش دارای توزیع نرمال است: H_0

توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش دارای توزیع نرمال نیست: H_1

نتایج آزمون مذکور در نگاره زیر ارائه شده است.

نتایج آزمون نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره جارک برا	احتمال آماره جارک برا
جملات خطای فرضیه‌های پژوهش	RESIDUAL	۹۲,۶۱۰	۰,۰۶۵

به لحاظ آنکه احتمال آماره جارک - برا برای توزیع آماری جملات خطای فرضیه‌های پژوهش، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، فرض H_0 تأیید شده و نرمال بودن توزیع آماری آن را تأیید می‌نماید.

بررسی نبود همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی

نتایج بررسی نبود همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش در نگاره نشان داده شده است. چنانچه تلورانس^۱ کوچکتر از ۰/۲ یا مقدار عامل تورم واریانس^۲ در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می‌توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

آماره‌های همخطی		متغیرهای مستقل و کنترلی	
عامل تورم واریانس	تلورانس	نماد	نام متغیر
۲,۰۶۴	۰,۴۸۵	INF	نرخ تورم
۲,۰۴۵	۰,۴۸۲	MS	عرضه پول
۲,۰۳۷	۰,۴۹۱	ER	نرخ ارز

با توجه به آنکه مقدار تلورانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج می‌باشد، لذا می‌توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای پژوهش، همخطی وجود ندارد.

آزمون واریانس ناهمسانی

در تحلیل رگرسیون‌های خطی چند متغیره، هنگامی این مشکل بوجود می‌آید که فرض کلاسیک تساوی واریانس جملات خطا، با واقعیت منطبق نباشد. وجود رابطه میان واریانس جملات خطا و یکی از متغیرهای مستقل، تنها یکی از عواملی است که فرض تساوی واریانس جملات خطا را نقض می‌نماید. در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت^۳ استفاده شده است و نتایج در نگاره زیر بیان شده است.

توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

همسانی واریانس: H_0

ناهمسانی واریانس: H_1

¹ Tolerance

² VIF

³ White Test

بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	کلیه فرضیه‌ها	۴,۲۱۹	(۳,۴۴۴)	۰,۰۸۰۶

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

بررسی همبستگی میان متغیرهای پژوهش

نتایج بررسی همبستگی میان متغیرهای پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است.

نتایج بررسی همبستگی میان متغیرهای پژوهش

نرخ ارز	عرضه پول	نرخ تورم	بازده سودآوری مومنتوم	
ER	MS	INF	R	
			۱	R
		۱	-۰.۰۳۴	INF
	۱	-۰.۰۱۴	-۰.۰۱۸	MS
۱	-۰.۰۶۵	-۰.۱۳۷	-۰.۱۳۲	ER

با توجه به آنکه ضریب همبستگی میان متغیرهای تعریف شده؛ احراز می‌گردد که بین متغیرهای نرخ تورم، عرضه پول و نرخ ارز با استراتژی مومنتوم ارتباط منفی وجود دارد.

آزمون چاو و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون چاو، به انتخاب الگوی داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی پرداخته شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

H_0 : پذیرش داده‌های تلفیقی

H_1 : پذیرش داده‌های تابلویی

نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

بررسی نتایج آزمون چاو

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
چاو	فرضیه‌ها	۲۰,۹۶۳	(۱۰۹,۶۱۶)	۰,۰۰۰۰

بر طبق داده‌های نگاره فوق، مقدار احتمال آماره آزمون چاو، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا الگوی مناسب برای فرضیه پژوهش، استفاده از روش داده‌های تابلویی می‌باشد. به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، جهت انجام رگرسیون داده‌های ترکیبی، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

H_0 : استفاده از روش اثرات تصادفی

H_1 : استفاده از روش اثرات ثابت

نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

بررسی نتایج آزمون هاسمن

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
هاسمن	فرضیه‌ها	۴۶,۱۹۵	۹	۰,۰۰۰۰

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

آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۰,۰۰۰۲	۰,۵۵۰	۰,۵۸۱۸	
نرخ تورم	INF	-۰,۰۱۰	-۳,۲۸۳	۰,۰۰۱۱	
عرضه پول	MS	-۰,۰۱۰	-۳,۳۸۵	۰,۰۰۰۷	
نرخ ارز	ER	-۰,۰۵۷	-۱۳,۰۶۹	۰,۰۰۰۰	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F	
۰,۶۶۲	۰,۶۵۴	۱,۹۵۸	۸,۵۴۰	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از نگاره فوق، بیان کننده مطالب زیر است:

* نرخ تورم بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر منفی و معناداری دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (-۰,۰۱۰)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره t آن (۰,۰۰۱۱)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد.

* میزان عرضه پول بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر منفی و معناداری دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (-۰,۰۱۰)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره t آن (۰,۰۰۰۷)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد.

* نرخ ارز بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر منفی و معناداری دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (-۰,۰۵۷)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره t آن (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد.

* بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۶۵٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است.

* برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن (۱,۹۵) در بازه بهینه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

* به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ بعبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

خلاصه پژوهش

نتایج کلی حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، بشرح اطلاعات مندرج در نگاره زیر می‌باشد.

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

ردیف	فرضیه‌ها	نوع رابطه	معنی دار بودن یا نبودن	نتیجه آزمون فرضیه
۱	فرضیه اول: نرخ تورم بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.	منفی	معنادار	تأیید فرضیه
۲	فرضیه دوم: میزان عرضه پول بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.	منفی	معنادار	تأیید فرضیه
۳	فرضیه سوم: نرخ ارز بر سودآوری استراتژی مومنتوم تأثیر معناداری دارد.	منفی	معنادار	تأیید فرضیه

پیشنهادات

پیشنهادات مبتنی بر یافته‌ها

* به مدیران در سطح کلان پیشنهاد می‌گردد که از طریق فراهم آوردن تمهیدات لازم کاهش نرخ تورم، کاهش نرخ ارز و کاهش عرضه پول؛ زمینه‌های بهبود سودآوری استراتژی مومنتوم را فراهم آورند.

* به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که در هنگامی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اقدام نمایند که در آن وضعیت، نرخ تورم، نرخ ارز و عرضه پول در سطح پایینی باشد؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه مواقع سودآوری استراتژی مومنتوم در سطح مطلوبی خواهد بود و به تبع این امر، زمینه‌های کسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری موفق، بیشتر خواهد بود.

* به محققین دانشگاهی پیشنهاد می‌گردد که به بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم تحت تأثیر سایر عوامل محتمل پرداخته و نتایج را با نتایج پژوهش فعلی مقایسه نمایند.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

- * بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در صنایع مختلف،
- * بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در شرکت‌های زیان‌ده،
- * بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در شرکت‌های ورشکسته،
- * بررسی تأثیر فاکتورهای منتخب اقتصادی بر سودآوری استراتژی مومنتوم در شرایط بحران مالی.

منابع و مأخذ

احمدی، زانیار. (۱۳۹۳). راهنمای محاسبه شاخص در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی. کد گزارش: ۹۳ - ۳۳ - ۲۰۱۵.

اسلاملوئیان، کریم و هاشم زارع. (۱۳۸۵). تأثیر متغیرهای کلان و دارایی‌های جایگزین بر قیمت سهام در ایران: یک الگوی خود همبسته با وقفه‌های توزیعی؛ فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال هشتم، شماره ۲۹، ۴۶-۱۷.

بختیاری، صادق. (۱۳۹۲). شاخص ترکیبی رفاه اقتصادی، اندازه‌گیری و مقایسه روند آن با تولید ناخالص داخلی برای ایران طی دوره زمانی. اولین همایش الکترونیکی چشم انداز اقتصادی ایران، ص ۲۸.

بهشتی، کریم. (۱۳۹۳). تأثیر تورم، نااطمینانی تورمی و مخارج دولت بر رشد اقتصادی در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تبریز - دانشکده مدیریت و حسابداری.

بیدگلی، غلامرضا و سید علی نبوی چاشمی و محمود یحیی زاده فرو صدیقه ایکانی. (۱۳۸۹). بررسی سودآوری استراتژی مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، تابستان ۱۳۸۹.

پاکدین امیری، علیرضا، پاکدین امیری، مرتضی، پاکدین امیری، مجتبی. (۱۳۸۸). ارائه مدل پیش‌بینی شاخص کل قیمت سهام با رویکرد شبکه‌های عصبی (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، دو فصلنامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی، س ۶، ۱۱، ص ۸۳-۱۰۸.

- پیریایی، خسرو و شهسوار محمد رضا. (۱۳۸۸). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال ۹، شماره اول.
- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی. (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.
- جهانخانی، علی و ظریف‌فرد، احمد. (۱۳۷۴). آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟ مجله پژوهشات مالی، دانشگاه تهران، سال دوم.
- حدادیان، حمیدرضا. (۱۳۹۵). تأثیر باز بودن اقتصاد و تورم بر سودآوری بانک‌های تجاری. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان.
- حسن زاده، محمد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه تجربی بین حجم معاملات و بازده سهام در شرایط رونق و رکود بازار سرمایه. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی - دانشکده مدیریت و حسابداری.
- حسینی، حمید (۱۳۷۹) بررسی واکنش‌های شاخص کل قیمت سهام در بورس تهران به تغییرات نرخ تورم در کشور. پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی.
- حقیقت، حمیدرضا. (۱۳۹۶). تأثیر ساختار سیاسی بر ساختار اقتصادی ایران پس از انقلاب اسلامی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- حلافی، حمیدرضا. (۱۳۸۶). نرخ واقعی ارز و رشد اقتصادی ایران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۹، ص ۷۷-۸۹.
- حیدرپور، فرزانه، تاروی وردی، یداله، و محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۷، صص: ۱۳-۱.
- رستمی، محمدرضا، برخورداری، فرناز. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود: مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۶، صفحه ۴۹ تا ۶۸.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، سیمبر، فرشید، طوطیان، صدیقه. (۱۳۸۴). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام شرکت‌های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌نامه اقتصادی، دوره ۵، شماره ۲ (پیاپی ۱۷)؛ از صفحه ۲۰۹ تا ۲۳۶.
- زارع رفیع، سمیه. (۱۳۹۲). تأثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده امور اقتصادی.
- زمانی، الناز. (۱۳۹۴). اثر متقابل نرخ تورم و نرخ ارز در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد - دانشکده ادبیات و علوم انسانی.
- سجادی، حسین، فرازمنند، حسن، علی صوفی، هاشم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله اقتصاد کلان، شماره ۳۹، (۲۸ صفحه - از ۱۲۳ تا ۱۵۰).
- سعیدی، علی و شیرینی قهی، امیر. (۱۳۹۱). ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۸، صص: ۹۱-۱۷۲.
- سعیدی، پرویز، امیری، عبدالله. (۱۳۸۷). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدل‌سازی اقتصادی، دوره ۲، شماره ۲ (پیاپی ۶)؛ از صفحه ۱۱۱ تا ۱۳۰.
- سهرابی ام آباد، معصومه. (۱۳۹۲). رابطه بین نوسان‌پذیری ارزی و بازده سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- شجری، هوشنگ، نصراللهی، خدیجه. (۱۳۸۷). نظریه‌های نرخ ارز و جهانی سازی بازارهای بین‌المللی سرمایه. انتشارات چشمه.

- شهسواری، محمدرضا. (۱۳۹۲). رابطه شفافیت با نقدینگی شرکت‌ها و نقدینگی و بازده بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- غفاری، یونس. (۱۳۸۳). راهنمای سرمایه‌گذاری در بورس، تبریز: انتشارات شایسته.
- فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل و محسن، صادقی. (۱۳۸۵). بررسی سودمندی استراتژیهای مومنتوم و معکوس، پیام مدیریت، شماره‌های ۱۷ و ۱۸.
- فرجی، یوسف. (۱۳۷۸). پول، ارز و بانکداری. چاپ دوم. شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
- فرهنگ علوم اجتماعی. (۱۳۸۴). نوشته گولد و کولب - ترجمه محمد جواد زاهدی - نشر مازیار - چاپ دوم.
- فلاح، شمس، میرفیض و یونس عطایی. (۱۳۹۲). مقایسه کارایی معیارهای استراتژی شتاب (مومنتوم) در انتخاب پرتفوی مناسب، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار.
- کریم‌زاده، فاطمه. (۱۳۸۶). بررسی عوامل موثر بر حجم سپرده‌ها در بانک‌های دولتی ایران. رساله کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد. دانشگاه علامه طباطبایی.
- کیان ارثی، زهرا. (۱۳۹۲). رابطه نااطمینانی نرخ ارز و نوسانات بازده سهام در ایران با استفاده از گارچ چندمتغیره. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران - دانشکده امور اقتصادی.
- لطفی مزرعه شاهی، محمد. (۱۳۷۶). بررسی اثرات تورم بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد اقتصاد.
- محسنی، موسوی، رضا، سبحانی پور. مینا. (۱۳۸۷). بررسی گذر نرخ ارز در اقتصاد ایران. پژوهش‌های اقتصادی. ص ص ۱۲۹-۱۴۹.
- مرادی، احمد. (۱۳۹۱). تاثیر حجم معاملات سهام شرکت‌ها بر نوسان پذیری بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان - دانشکده اقتصاد.
- مریخی‌پور، محمد. (۱۳۹۰). بررسی اثرات فضای کسب و کار بر رشد اقتصادی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده امور اقتصادی
- مسلمی، زهره. (۱۳۸۹). بررسی اثر حجم معاملات بر بازده و نوسان بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س) - دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- مشرقی، گلاره. (۱۳۸۴). بررسی علل افت و خیزهای بورس اوراق بهادار (جایگاه بورس در اقتصاد کلان)
- مظفری، فاطمه. (۱۳۹۵). رابطه بین ثبات و کارایی نسبی بانک‌های ایران طی سال‌های (۱۳۹۱-۱۳۸۲). پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه یزد - دانشکده علوم اقتصادی
- مهریزیان، جلیل. (۱۳۹۵). بررسی اثر برخی از عوامل بانکی و کلان اقتصادی بر سوددهی شعب بانک تجارت در مشهد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد - دانشکده علوم اقتصادی.
- هاشمی، امینه؛ شریفی رنایی، حسین؛ قبادی، سارا. ۱۳۹۲. بررسی چگونگی تجهیز منابع بانک‌های تجاری با اثرپذیری از سیاست‌های پولی. اولین همایش الکترونیکی ملی چشم‌انداز اقتصاد ایران با رویکرد حمایت از تولید ملی.
- هاشمی، عباس و فواد، میرکی. (۱۳۹۲). بررسی بازده مازاد بر ریسک مومنتوم در بورس اوراق بهادار، تهران، پژوهش حسابداری، بهار، شماره ۳۹.
- هراتی، محدثه. (۱۳۹۵). بررسی اثرات نااطمینانی تورم و نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری و مصرف بخش خصوصی در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده امور اقتصادی.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ آقاجانی، حسنعلی و پاکدین امیری، علیرضا. (۱۳۸۸)، ارائه مدل عوامل بازاریابی موثر بر شاخص قیمت سهام با رویکرد فازی (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، مجموعه مقالات همایش منطقه‌ای تخصصی مدیریت.

یزدانی دهنوی، محسن.(۱۳۸۴). مولفه‌های موثر بر موفقیت بانک‌ها و موسسات مالی در تجهیز منابع پولی. مجله مدیرساز. شماره ۱۷. صص. ۶۵-۷۸.

Almejyesh, S. S., & Rajha, k. S. (2014). Behavioral Determinants and Their Impact on Customer Savings Deposits in Islamic Banks in Saudi Arabia. *Journal of Islamic Banking and Finance*, Vol. 2, No. 1, pp: 163-186.

Athanasoglou, Panayiotis P.; Brissimis, Sophocles N.; Delis, Matthaios D.(2008). Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability. *Journal of International Financial Markets, Institution & Money*, Vol. 18, PP. 121-136.

Bergeron, C.(2013).Dividend sensitivity to economic factors, stock valuation, and long-run risk, *Finance Research Letters*, Volume 10, Issue ,December 2013, Pages 184–195.

Buzbora, F.(2004).Measurment and application of intellectual capital in Turkey. *The learning organization*.Vol 11.No 4,5 .pp:357-367.

Dalgaard, R.(2015).Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark, MS Thesis, Copenhagen Business School.

Deron Liang, Chia-Chi Lu, Chih-Fong Tsai, Guan-An Shih.(2016).Financial Ratios and Corporate Governance Indicators in Bankruptcy Prediction: A Comprehensive Study, *European Journal of Operational Research* (2016), doi: 10.1016/j.ejor.2016.01.012.

Donga, Yizhe, Michael, Firthb, Wenxuan, Houc, , Weiwei Yangd.(2016). Evaluating the performance of Chinese commercial banks: A comparative analysis of different types of banks. *European Journal of Operational Research*. Volume 252, Issue 1, 1 July 2016, Pages 280–295.

Fama, E. F. (1981).Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 545-565.

Grinblatt.M., Moskowitz.T.(1999). Does industry explain Momentum? ,*Journal of Financial* 54, PP. 1212-1249.

Grinblatt.M., Titman,S.(1989).Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings, *Journal of Business* 62, PP. 394-415.

Grundy.B.D., Martin.J.S.(2001). Understanding the nature of risks and the sources of rewards to momentum investing.,*Review of Financial Studies* 14, PP. 29-78.

Guerin J. and Lahreche Revil.(2004).Exchange Rate Volatility and Growth", University of Amiens.

Haron, S., & Wan, Azmi WS.(2008).Determinants of Islamic and conventional deposits in the Malaysian banking system". *Man. Finance*, 34(9), pp: 618-643.

Humpe, A., P. Macmillan.(2006).Can macroeconomic variables ..explain.longiiterm stock market movements? A comparison of the US and Japan,boom Empirical appropriate cointegrating.vector; Working.Paper, <http://ideas.repec.org/p/san/crieff/0511.html>.

Ibrahim,M.H.(2003) Macroeconomic forces and capitalmarket integration;;i*Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 8, No. 1, PP. 19-40.

Jegadeesh.N., Titman.S.(2001).Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations ,*Journal of Financial* 56, 699-720.

Junkin, K. (2012). Macroeconomic determinants of stock market behaviour in South Africa. Rhodes University. Retrieved from <http://eprints.ru.ac.za/3658/>

Kalui, F. M. (2004). Determinants of stock price volatility. An empirical investigation of NSE Unpublished MBA research project, University of Nairobi.

- Kim, Taehyuk & Ha. Aejin.(2010).Investor Sentiment and Market Anomalies. 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.
- Kirui, E., Wawire, W., & Onono, P. O.(2014).Macroeconomic Variables, Volatility and Stock Market Returns: A Case of Nairobi Securities Exchange, Kenya (Doctoral dissertation, Canadian Center of Science and Education.
- Latif. M, Shoukat Malik, M & Aslam, S(2012).Intellectual Capital efficiency and corporate performance in developing countries: A Comparison between islamic and conventional banks of Pakistan . Interdisciplinaty journal of contemporary research in business.VOL.4. NO.1.PP: 405-420.
- Maditinos. D, Chatzoudes. D & Tsairidis. C.(2012).The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. Journal of Intellectual Capital.Vol. 12. No. 1.PP:132-151
- Mustafa, Haluk Güler,Gürsu Keles, Tandoğan PolatCentral.(2016).An empirical decomposition of the liquidity premium in breake veninflation rates. The Quarterly Review of Economics and Finance journal homepage: www.elsevier.com/locate/qref.
- Ogneva,M.(2012).Accrual quality and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks. The Accounting Review, 87, 1415–1444.
- Plessis, Marina du.(2007).The role of knowledge management in Innovation, Jornal of Knowledge Management, 11(4), 20-29.
- Poitras, M.(2004).The impact of macroedonomic announcements on stock prices: In search of stsrtpendence; Southern Economic Journal, Vol. 70, iNo. 3, PP.549-565.
- Reilly. Frank k. & Keith C. Brown.(2000).Investment Analysis and Portfolio Management, 6ed, the Dryden Press, p.154.
- Richards, A.J.(1997).Winner-loser reversals in national stock market indices: can they be explained?.,Journal of finance 52 (5),PP. 267-284.
- Rouwenhorst. K.(1998).International momentum strategies, Journal of finance 53 PP. 267-284.