فصلنامه حسابداری مالی/سال سیزدهم/ شماره ۵۰/تابستان ۱۴۰۰/صفحات ۸۶- ۴۱

تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر هزینه‌های نگهداشت راهبردهای معاملاتی

مریم ابراهیمی*
لیلا صفدریان**
مسعود فولادی***
مریم فرهادی****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۱۵

چکیده

گزارشگری مالی یکی از اساسی‌ترین منابع اطلاعاتی شرکت‌هاست. بدیهی است اگر کیفیت گزارشات مالی یک شرکت ضعیف باشد، تصمیمات سرمایه‌گذاری با خطای بیشتر و در نتیجه بازده کل کمتری همراه خواهند بود. اثر کیفیت گزارشگری مالی به‌ویژه در زمانی که نیاز است تا انجام تصمیم‌گیری‌ها در کوتاه‌ترین زمان ممکن صورت گیرد، بیشتر خواهد بود. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر هزینه‌های نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری که ناشی از زمان نگهداشت این پرتفوی‌هاست، می‌باشد. در این پژوهش، نقش کیفیت گزارشگری مالی در زمان اتخاذ دو راهبرد ارزشی و حرکتی مورد بررسی قرار گرفت. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چندگانه به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. قلمرو زمانی پژوهش، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۸ است. روش نمونه‌گیری نیز روش حذف سیستماتیک طبق معیارهای اعمال شده می‌باشد. نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود،

* دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مبارکه ، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
Email: mams474@yahoo.com
** استادیار گروه حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول).
Email: l.safdarian@mau.ac.ir
*** استادیار گروه حسابداری، واحد شاهین‌شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
Email: m.foladim@mau.ac.ir
**** استادیار گروه حسابداری، واحد مبارکه ، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
Email: m.farhadi@mau.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

راهبرد ارزشی را کمتر از راهبرد حرکتی اتخاذ کنند و همچنین این عامل باعث کاهش هزینه‌های حاصل از اتخاذ راهبرد حرکتی در مقایسه با راهبرد ارزشی (ناشی از زمان کمتر نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری) می‌شود.

واژه‌های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، راهبرد ارزشی، راهبرد حرکتی، هزینه‌های نگهداشت.

۱- مقدمه

ارتباط بین مدیریت مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به‌عنوان مالی رفتاری معروف شده است، باعث شده که پژوهشگران بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آن‌ها در شرایط مختلف به عمل آورند. به‌ویژه مطالعه ناهنجاری‌های بازارهای مالی که نشان از انحراف از قواعد منطقی و عقلانی داشته و تئوری‌های مالی استاندارد در تبیین آن‌ها ناتوان می‌باشند، توجه زیادی را به خود اختصاص داده است (سینایی و اژدرپور، ۱۳۹۲). ازآنجایی‌که راهبردهای سرمایه‌گذاری از مفاهیم موردتوجه و بااهمیت مدیریت مالی و نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری است، از همین مطالعات راهبردهای ارزشی[1] و حرکتی[2] که از مباحث جدی تحلیل فنی است، معرفی شده‌اند. این دو راهبرد نقشی مهم در ادبیات حسابداری دارند و اتخاذ هر یک از آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران، برای ایجاد منافع اقتصادی در شرکت‌ها مؤثر خواهد بود. واضح است که سرمایه‌گذاران با دلایل متفاوتی وارد یک سرمایه‌گذاری می‌شوند و زمانی که یک روند در بازار شکل می‌گیرد، افراد زیادی در آن نقش دارند. بسیاری از این افراد صرفاً فقط زمانی که در بازار یک روند قطعی وجود دارد تصمیم به ورود می‌گیرند؛ شعار آن‌ها این است که "روند دوست شماست" یا "سوار بر روندها شوید". این همان راهبرد حرکتی است و اساس آن از علم فیزیک (اینرسی) نشات می‌گیرد. در فیزیک وقتی نیرویی بر جسمی وارد می‌شود، شروع به ذخیره شدن در آن می‌شود، وقتی به‌اندازه کافی نیرو وارد شد پتانسیل ذخیره شده در جسم، بالفعل گشته و باعث حرکت آن می‌شود. در این حالت حتی اگر نیروی وارد شده قطع گردد، جسم به حرکت خود ادامه می‌دهد (ثقفی و صاحبقرانی، ۱۳۹۲). مفهوم این قانون در بازار سرمایه این است که یک روند تمایل دارد به حرکت نزولی یا صعودی خود ادامه دهد؛ مگر این که یک نیروی بزرگ‌تر از روند غالب، باعث تغییر روند شود. کسانی که به راهبرد حرکتی اعتقاد دارند، اغلب معاملاتشان در جهت بازار است و معتقدند که رشد منفی یا مثبت گذشته یک سهم، در آینده نیز به‌احتمال قوی ادامه خواهد داشت. در این راهبرد، سهامی که بازده و عملکرد گذشته خوبی ندارند فروخته شده و سهام با بازدهی و عملکرد بهتر نگهداری و خریداری می‌شوند؛ زیرا

1 Value Strategy
2 Momentum Strategy

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

این اعتقاد وجود دارد که سهام با عملکرد خوب، به‌احتمال قوی عملکرد خوب خود را در میان‌مدت حفظ خواهد کرد. این راهبرد شامل سرمایه‌گذاری در جهت بازار است و ادعا می‌کند که بازدهی مثبت یا منفی گذشته تا دوره مشخصی از آینده نیز همچنان تداوم خواهد داشت (فدایی نژاد و صادقی، ۱۳۸۵). این ادعا توسط جگادیش و تیتمن[1] (۱۹۹۳) مورد پژوهش قرار گرفت. آن‌ها نشان دادند که سهامی که در ۶ ماه گذشته بازده بیشتری کسب کرده‌اند، در سال بعد نیز نسبت به سایر سهام بازده بیشتری به دست خواهد آورد (هاشمی و میرکی، ۱۳۹۲). جگادیش و تیتمن (۲۰۰۶) همچنین نشان دادند که اوراق بهاداری که عملکرد خوبی (بدی) را در گذشته تجربه کرده‌اند، گرایش دارند که این بازدهی خوب را در آینده نیز ادامه دهند و یا به عبارتی بهتر نیروی حرکت، اعتقاد به استمرار بازدهی میان‌مدت تاریخی در میان‌مدت آتی دارد (امینی، ۱۳۸۹).

بر این اساس، برخی از سرمایه‌گذاران هنگام خرید، راهبرد حرکتی را در پیش می‌گیرند تا سهام با نرخ قیمت به سود بالا یا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (سهام گران) را خریداری کنند و با این فرض که سهام برنده[2] در آینده نیز برنده است، منتفع گردند (قالیباف اصل، بابا لوئیان و جولا، ۱۳۸۷). موسوی شیری، صالحی، شاکری و بخشیان (۱۳۹۴) نیز در پژوهش خود نشان دادند که پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماهه گذشته بهترین عملکرد را داشته است (برنده)، در اکثر بازه‌های زمانی دوره نگهداری (دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماهه)، به عملکرد بهتر خود نسبت به پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماهه گذشته بدترین عملکرد را داشته است (بازنده) ادامه می‌دهند.

بر اساس مفاهیم موجود از فرضیه بازار کارا[3]، نگرش راهبرد حرکتی دقیقاً مخالف با این فرضیه است؛ زیرا در فرضیه بازار کارا، نمی‌توان بازده‌ها را پیش‌بینی نمود و بازده‌ها از گام تصادفی برخوردارند. در حقیقت اساس این راهبرد، بر این اصل استوار است که بازار سرمایه نسبت به اخبار و اطلاعات جدید، واکنش بیش‌ازحد نشان می‌دهد که بارها تأیید شده است. سرمایه‌گذاران به اطلاعات و اخبار مربوط به شرکت بیش واکنشی نشان داده و با ایجاد تقاضای بالا برای سهام آن شرکت، باعث می‌شوند تا قیمت سهام بالاتر از قیمت واقعی خود افزایش یابد. همچنین در هنگام انتشار اخبار و اطلاعات منفی درباره یک شرکت، سرمایه‌گذاران واکنش منفی بیش‌ازحدی به این اطلاعات نشان می‌دهند و با افزایش عرضه، قیمت آن سهم به پایین‌تر از قیمت واقعی خود می‌رسد. پس از بیش واکنشی به اطلاعات کوتاه‌مدت، قیمت سهام در " بلندمدت" تعدیل شده

1 Jegadeesh & Titman

۲ سهامی که عملکرد آن ها طی یک دوره بهتر از متوسط بازار باشد.

3 Efficiency Market Hypothesis

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

و اصلاح می‌شود؛ به‌عبارت‌دیگر، سرمایه‌گذاران در بلندمدت به اشتباه قیمت‌گذاری[1] خود پی برده و با افزایش عرضه، قیمت سهم کاهش می‌یابد و اصلاح می‌گردد.

از دیگر راهبردهای بااهمیت و کاربردی در حسابداری راهبرد ارزشی است. راهبرد ارزشی بر اساس تئوری بازار کارا توسط گراهام و داد[2] (۱۹۳۴) مطرح شده و پدیده‌ای است که در آن اوراق و سهامی که کمتر قیمت‌گذاری شده‌اند برای سرمایه‌گذاری بهتر از اوراقی است که بیشتر قیمت‌گذاری شده‌اند و صرف ارزش، بازدهی است که با خرید (در مدت طولانی نگه‌داشتن دارایی کمتر قیمت‌گذاری شده) و فروش (در مدت کوتاه نگه‌داشتن دارایی بیشتر قیمت‌گذاری شده)، به دست می‌آید و عموماً سهامی با نسبت قیمت به ارزش دفتری یا نسبت قیمت به سود، پایین‌تر از میانگین و با سود تقسیمی بالا جهت سرمایه‌گذاری انتخاب می‌شود (سلیمانیان، فروغی و امیری، ۱۳۹۸). اساس این راهبرد بر مبنای ارزش آتی یک شرکت است که در آن، سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات موجود و شاخصی‌هایی خاص که مهم‌ترین آن‌ها ارزش دفتری به بازار است، به بررسی ارزش آینده یک شرکت در "طولانی‌مدت" می‌پردازند. برای هر سهم، شاخص‌های بنیادی مانند ارزش دفتری و عایدی هر سهم و همچنین شاخص‌های بازار مانند قیمت و بازده سهام تعریف می‌شوند (سلیمانیان و همکاران، ۱۳۹۸). راهبرد ارزشی در واقع انتخاب سهم‌هایی است که زیر ارزش ذاتی خود در بازار معامله می‌شوند. یک سرمایه‌گذار با راهبرد ارزشی به دنبال سهم‌هایی با شرایط بنیادی قوی است که به نسبت شرایط سهم در بازار ارزان به فروش می‌رسد و در این راستا عواملی مانند سود هر سهم، سود نقدی، ارزش دفتری و جریان نقدی را زیر نظر دارد. در این راهبرد نیز، اشتباه قیمت‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. سرمایه‌گذار ارزشی شرکت‌هایی را جستجو می‌کند که در بازار به‌درستی ارزش‌گذاری نشده‌اند و وقتی‌که بازار اشتباه خود در ارزش‌گذاری را تصحیح می‌کند، پتانسیل رشد و افزایش قیمت سهم را دارند (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۸۷).

از سویی دیگر یک سرمایه‌گذار منطقی برای دنبال کردن یک راهبرد خاص جهت به حداکثر رساندن منافع حاصل از سرمایه‌گذاری خود، باید هم‌زمان، بازده و ریسک آن راهبرد را در نظر بگیرد. چنانچه بیان گردید، مفهوم مشترکی همچون "اشتباه قیمت‌گذاری" در هر دو راهبرد حرکتی و ارزشی وجود دارد که در "بلندمدت یا کوتاه‌مدت" اصلاح خواهد گردید. این امر باعث خواهد شد تا منافع نهایی حاصل از یک سرمایه‌گذاری نه‌تنها تحت تأثیر بازده‌های آتی هر یک از این دو راهبرد قرار گیرد، بلکه زمان دستیابی به این بازده‌ها نیز اهمیت ویژه‌ای خواهد یافت.

1 Misspricing
2 Graham & Dodd

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

در حقیقت این سرمایه‌گذار می‌بایست ریسکی را که به سبد اوراق بهادار خود به دلیل قرار دادن اوراق بهادار اشتباه قیمت‌گذاری شده در پرتفوی‌اش اضافه می‌شود را نیز در نظر بگیرد. از مهم‌ترین عوامل ایجاد این ریسک، سرمایه‌گذاری اشتباه در اوراق بهادار و از دست دادن فرصت‌های بهتر سرمایه‌گذاری (ایجاد فرصت از دست رفته سرمایه‌گذاری) است. می‌توان گفت برای سبد سرمایه‌گذاری او، ریسک کل نه‌تنها تابعی از مقدار ریسکی است که به‌طور کامل پوشش داده نمی‌شود (ریسک غیرقابل‌اجتناب)، بلکه همچنین تابعی از تعداد ماه‌هایی که باید تمام اوراق بهادار پرتفوی خود را نگهداری کند تا در طی آن زمان اصلاح قیمت به‌درستی صورت گیرد، نیز هست (بوشی، گودمن و ساندر[1]، ۲۰۱۹). بنا بر آنچه گفته شد، اتخاذ هر یک از راهبردهای یاد شده، انتخاب صحیح اوراق بهادار در پرتفوی یک سرمایه‌گذار و یا اصلاح اشتباه قیمت‌گذاری اوراق بهادار آن پرتفوی، نیازمند وجود اطلاعاتی با کیفیت و قابل‌اتکاست که بتوان از آن‌ها به‌صورتی مطمئن استفاده نمود. جایگاه ارزشمند اطلاعات در توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری مورد اتفاق صاحب‌نظران علوم اقتصادی است (حیدری کرد زنگنه و عالی پور، ۱۳۸۶). گزارشگری مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزاش کارایی آن ایفا می‌کند (ثقفی و عرب مازار یزدی، ۱۳۸۹). پژوهشگران از جمله بوشمن، پیوتروسکی و اسمیت[2] (۲۰۰۱) و لامبرت، لوز و ورچیا[3] (۲۰۰۷) اشاره نموده‌اند که گزارشگری مالی با کیفیت می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله توسعه سرمایه‌گذاری داشته باشد. بنا بر آنچه گفته شد، هر چه به هنگام استفاده از اطلاعات گزارشگری مالی یک شرکت، این اطلاعات قابلیت اتکا بالاتر و کیفیت بیشتری داشته باشند، سرمایه‌گذاران جهت پیش‌بینی قیمت سهام و تصمیم برای قرار دادن سهام آن شرکت در پرتفوی سرمایه‌گذاری‌شان، اطمینان بیشتری خواهند داشت؛ همچنین زمان اصلاح قیمت‌گذاری اشتباه و در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری کمتر خواهد بود و به‌عکس، با کیفیت پایین و ضعیف گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاران باید ریسک بیشتر ناشی از اشتباه در قیمت‌گذاری را تحمل نمایند یا به دنبال یافتن منابع اطلاعاتی دیگری برای تصمیم‌گیری باشند. بدیهی است که در صورت ضعیف بودن گزارشگری مالی، زمان اصلاح قیمت و در نتیجه زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری، به دلیل نبودن اطلاعات قابل‌اتکا بیشتر خواهد شد. این موضوع باعث ایجاد هزینه‌هایی با عنوان "هزینه‌های نگهداشت[4]" خواهد گردید و بدون شک این امر، بر منافع آتی سرمایه‌گذاری این

1 Bushee, Goodman & Sunder
2 Bushman, Piotroski & Smith
3 Lambert, Leuz & Verrecchia
4 Holding Cost

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

سرمایه‌گذاران اثرات متفاوتی خواهد داشت؛ به‌ویژه برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی که دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت هستند و در زمان ایجاد پرتفوی سرمایه‌گذاری، انتظار کسب سود در کوتاه‌ترین زمان ممکن را دارند.[۱]

پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی یک شرکت بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، بخصوص زمانی که آن شرکت ویژگی بازده‌های خوب ناشی از عملکرد گذشته (منطبق با راهبرد حرکتی) و یا نسبت ارزش دفتری به بازار بالاتر (منطبق با راهبرد ارزشی) را دارد، با تأکید بر هزینه‌های نگهداشت می‌پردازد. در حقیقت کیفیت ضعیف گزارشگری مالی به‌ویژه بر ادراک سرمایه‌گذاران نهادی (و از مهم‌ترین آن‌ها سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت)، از هزینه‌های نگهداشت راهبردهای مختلف تأثیر خواهد گذاشت و آن‌ها در تصمیم‌گیری‌های خود به‌جز بازده سرمایه‌گذاری این هزینه‌ها را نیز در نظر خواهند گرفت و در زمان بهره‌گیری از این راهبردها، هردوی منافع و هزینه‌ها با یکدیگر مقایسه و در تصمیم‌گیری‌ها استفاده می‌شوند. به‌طور خاص پژوهش حاضر برای آن دسته از سرمایه‌گذاران بالفعلی که در کوتاه‌مدت در حال اتخاذ راهبردهای ارزشی و حرکتی هستند، معیارهایی جهت شناسایی سهام یک شرکت در قالب سهام ارزشی و یا سهام حرکتی معرفی و ایجاد خواهد نمود تا این سرمایه‌گذاران بتوانند بین این دو نوع سهام تمایز قائل گردیده و نسبت به نگهداری یا فروش آن تصمیمات صحیحی اتخاذ نمایند.

از طرفی ازآنجایی‌که یکی از بحث‌برانگیزترین مشاهدات در حوزه مالی در سال‌های اخیر سودمندی راهبردهای سرمایه‌گذاری است، شناسایی این راهبردهای سرمایه‌گذاری با توجه به نوسانات بازار و تأثیر کیفیت گزارشگری مالی[۲] بر آن‌ها، می‌تواند منجر به ارائه‌ی راهکارهای مناسب برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بازار سرمایه گردد. تفاوت کلیدی بین دو راهبرد ارزشی و حرکتی اجازه می‌دهد تا بررسی شود که آیا کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، سبب می‌شود تا ریسک و در پی آن هزینه‌های نگهداشت راهبردهای سرمایه‌گذاری، بر بازده آن‌ها فزونی یافته و پیرو آن به‌کارگیری این راهبردها توسط سرمایه‌گذاران غیر سودمند واقع شود؟

این پژوهش ازآن‌جهت که رابطه بین راهبردهای معاملاتی ارزشی و حرکتی سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت ضعیف گزارشگری مالی را بررسی می‌کند و ازآن‌جهت که به سرمایه‌گذاران نهادی و به‌صورتی ویژه، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت می‌پردازد؛ پژوهشی نوآورانه است. از

---

۱ هزینه های نگهداشت عبارتند از هزینه های مربوط به در شرایط ابهام نگه داشتن یک موقعیت سرمایه گذاری در اوراق بهادار که به درستی قیمت گذاری نشده اند، برای یک مدت طولانی تا زمانی که قیمت اشتباه اصلاح گردد.

2 Financial Reporting Quality (FRQ)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

سویی دیگر در پژوهش‌های پیشین فقط نقش کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر بازده‌های آتی سرمایه‌گذاری بررسی شده است؛ ولیکن در پژوهش حاضر به نقش کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در راهبردهای ارزشی و حرکتی بر مدت‌زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری و متعاقب آن هزینه‌های نگهداشت سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود.

در ادامه ساختار مقاله به‌این‌ترتیب خواهد بود؛ ابتدا مبانی نظری پژوهش تشریح می‌گردد. بخش بعد به پیشینه‌های تجربی و طرح فرضیه‌های پژوهش اختصاص دارد. در ادامه روش‌شناسی پژوهش، جامعه آماری و مدل‌ها و متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. در بخش پایانی نیز پس از بیان یافته‌های پژوهش، بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها خواهد آمد.

۲- مبانی نظری پژوهش

ادبیات بزرگی در ارتباط باوجود حرکت در قیمت‌های اوراق بهادار وجود دارد. این ادبیات بیان می‌دارد که راهبردهای حرکتی تمایل دارند تا در کوتاه‌مدت، آغاز به اصلاح قیمت بازده‌های ماه‌های آتی کنند. این بدان معناست که شرکت‌هایی که به‌عنوان برنده‌های پیشین هستند، تمایل دارند تا در سه‌ماهه بعد از شکل‌گیری پرتفوی نیز، اعلامیه سود مثبت داشته باشند. این در حالی است که در راهبردهای ارزشی، بازده‌های غیرعادی در طی سال‌های آتی هم ادامه می‌یابد (لاپورتا، لوکانیشوک، شلیفر و ویشنی[1]، ۱۹۹۷). در حقیقت در راهبرد حرکتی، اکثریت بازده‌های پس از اعلام سود برای برندگان گذشته در طول یک ماه پس از شکل‌گیری پرتفوی‌ها نیز اتفاق می‌افتد و نشان از پاسخ سرمایه‌گذاران به سود در "کوتاه‌مدت" دارد. درحالی‌که در راهبرد ارزشی، سرمایه‌گذاران به‌تدریج و در "درازمدت" در مورد ارزش‌های ذاتی شرکت آگاه می‌شوند (بوشی، گودمن و ساندر[2]، ۲۰۱۹). برای سرمایه‌گذارانی که در بازار اوراق بهادار به دنبال تشکیل پرتفوی و دستیابی به منافع خود هستند، انتخاب هر سهم بر اساس راهبردی خاص بسیار بااهمیت است. به‌جز بازده اوراق بهادار، دو پارامتر عمده دیگری که آن‌ها در انتخاب هر راهبرد برای انتخاب سهم در نظر می‌گیرند، افق زمانی سرمایه‌گذاری خود و میزان پذیرش ریسک است. هر سرمایه‌گذار باید برحسب شرایط خود (دو عامل فوق) دست به انتخاب راهبرد سرمایه‌گذاری بزند. به‌طورکلی می‌توان گفت که اگر پارامتر اول بر روی طیفی از کوتاه‌مدت تا بلندمدت و پارامتر دوم بر روی طیفی از ریسک گریز تا ریسک‌پذیر بررسی شود، هرچه افق سرمایه‌گذاری بلندتر باشد، انتخاب راهبردهای مبتنی بر ابزار تحلیل بنیادی توجیه بیشتری دارد (متناسب با راهبرد ارزشی). ابزار تحلیل تکنیکال نیز بیشتر متناسب با سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت‌تر است و در حقیقت

1 Laporta, Lakonishok, Shleifer & Vishny
2 Bushee, Goodman & Sunder

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

متناسب با راهبرد حرکتی است (فروغی و همکاران، ۱۳۸۹)؛ بنابراین می‌توان پیش‌بینی نمود آن دسته از سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت که در پی رسیدن به منافع حاصل از سرمایه‌گذاری پرتفوی خود در کوتاه‌ترین زمان هستند، بهترین انتخاب خود را راهبرد حرکتی قرار می‌دهند. به ترتیبی مشابه، برای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت نیز که منافع بلندمدت را پیگیری می‌کنند، راهبرد ارزشی از جذابیت بیشتری برخوردار است و آن را اتخاذ خواهند نمود.

بدیهی است که این سرمایه‌گذاران، جهت اتخاذ هر یک از راهبردهای موردنظر خود به دنبال جمع‌آوری اطلاعاتی هستند تا بر مبنای آن شرکت‌ها را تحلیل کرده و با توجه به معیارهای از پیش تعیین شده هر یک از این دو راهبرد، شرکت‌هایی که مناسب برای راهبرد حرکتی و یا ارزشی هستند شناسایی نموده و در آن‌ها سرمایه‌گذاری کنند. کاملاً واضح است که بهترین منبع برای این اطلاعات، گزارش‌های مالی شرکت‌ها هستند که تجزیه‌وتحلیل جامعی از وضعیت آن‌ها ارائه می‌دهند و به‌عنوان راهنمایی قابل‌اتکا به سرمایه‌گذاران یاری می‌رسانند. می‌توان پیش‌بینی نمود که هر چه گزارشگری مالی شرکت‌ها از کیفیت ضعیف‌تری برخوردار باشد، اطلاعات محرمانه در ارتباط با آن شرکت‌ها جایگزین بهتری برای سرمایه‌گذاران خواهند بود و تمایل آن‌ها برای استفاده از علامت‌های این‌گونه اطلاعات بیشتر از اطلاعات گزارشات مالی است. در نتیجه این امر، بازدهی که آن‌ها به دست خواهند آورد، بر مبنای اطلاعات محرمانه و خصوصی خواهد بود که ممکن است به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای بیشتر از بازده ناشی از گزارش‌های مالی باشد. پژوهش‌های قبلی مانند آبارنابل و بوشی[1] (۱۹۹۸) و بوشی و گودمن[2] (۲۰۰۷)، این پیش‌بینی را تأیید نمودند. آن‌ها نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی ضعیف، بازده راهبردهای حرکتی و ارزشی را افزایش می‌دهد که این افزایش عموماً به دلیل کشف و به‌کارگیری اطلاعات خصوصی و محرمانه و سپس درک ارزش این دسته از اطلاعات و به‌کارگیری آن‌ها در موقعیت‌های مناسب است. بدری و فتح الهی (۱۳۹۳) نیز دریافتند که در راهبردهای معاملاتی مبتنی بر مومنتوم، بازده تا دوره میان‌مدت وجود دارد. همچنین نشان دادند که مدل ریسکی مانند مدل سه عاملی فاما و فرنچ[3] (۱۹۹۳) تا دوره میان‌مدت توانایی توضیح مومنتوم را ندارد و بازده اضافی مومنتوم پس از کنترل ریسک، چالشی قابل‌تأمل می‌باشد. در این دسته از پژوهش‌ها، آن‌ها فقط بازده‌های سهام را بررسی نمودند و هیچ توجهی به هزینه‌های تحمیل شده ناشی از کیفیت ضعیف گزارشگری مالی نداشته‌اند.

1 Bushee & Abarbanell
2 Bushee & Goodman
3 Fama & French

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

در مقدمه ذکر گردید که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی می‌تواند خطر آربیتراژ راهبردهای ارزشی و حرکتی را از طریق افزایش هزینه‌های نگهداشت افزایش دهد؛ بنابراین پیش‌بینی می‌شود که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی نه‌تنها بر افزایش بازده‌ها مؤثر خواهد بود، بلکه باعث افزایش هزینه‌های هر سرمایه‌گذاری نیز می‌باشد. حال سؤال این است که برای سرمایه‌گذاران با افق زمانی متفاوت، اثر هزینه‌های ناشی از کیفیت ضعیف گزارشگری مالی چه تأثیری بر تصمیم‌گیری آن‌ها در انتخاب سهم خواهد داشت؟

می‌توان گفت، در شرایط کیفیت ضعیف گزارشگری مالی و در زمان اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی، اگر اصلاح اشتباه در قیمت‌گذاری به‌منظور استفاده در هر یک از این راهبردها، متکی بر شناخت ارزش‌های ذاتی یک شرکت توسط سرمایه‌گذاران باشد که از طریق افشای عمومی اقلام اطلاعاتی موجود در صورت‌های مالی، مثلاً سودها، به دست می‌آید، در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی ضعیف می‌تواند هزینه‌های نگهداشت را افزایش دهد. در حقیقت، کیفیت ضعیف گزارشگری مالی باعث می‌شود که سود پیام‌دهی ضعیفی داشته باشد و در نتیجه سرمایه‌گذاران ناآگاه قبل از بررسی مجدد ارزش‌های ذاتی شرکت (مخصوصاً زمانی که این ارزش‌ها به‌صورت اطلاعات محرمانه هستند)، انتظار تحقق سودهای بیشتری را داشته باشند. حال اگر دوره مورد انتظار اصلاح قیمت طول بکشد، این سرمایه‌گذاران انتظار دارند که به دلیل افزایش هزینه‌های نگهداشت، منافع مورد انتظار حاصل از بازده‌ها بالا روند و اگر این اتفاق نیفتد، آن‌ها از اتخاذ آن راهبرد منصرف می‌شوند؛ بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که هزینه‌های نگهداشت ناشی از کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، تمایل سرمایه‌گذاران خبره[1] برای اتخاذ برخی از راهبردهای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد؛ در این میان و به‌طور خاص، راهبردهایی که تأکید بر سرمایه‌گذارانی دارند که قرار است با استفاده از سودها، در باورهای خود در مورد ارزش‌های ذاتی شرکت جهت تصحیح قیمت‌ها تجدیدنظر کنند و راهبردهای ارزشی از این‌گونه راهبردها هستند (بوشی و همکاران، ۲۰۱۹). البته علت تأکید بر سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان سرمایه‌گذاران خبره آن است که این مالکان و سرمایه‌گذاران در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آن‌ها نقش کلیدی دارند (علی نژاد ساروکلائی و بحرینی، ۱۳۹۲). دو راهبرد گفته شده در ماهیت و زمان اصلاح قیمت خود متفاوت هستند. راهبردهای ارزشی زمانی اصلاح قیمت را انجام می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی در مورد ارزش‌های ذاتی شرکت در حال کسب اطلاعات هستند، درحالی‌که راهبردهای حرکتی بازده‌های کوتاه‌مدت را پیش‌بینی می‌کنند. این تفاوت اساسی باعث می‌شود که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی،

1 Sophisticated Investors

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

هزینه‌های نگهداشت قابل‌توجهی برای راهبردهای ارزشی تحمیل کند؛ که در تقابل با منافع این راهبرد باعث شود تا اتخاذ این راهبرد توسط سرمایه‌گذاران نهادی سودمند نباشد.

بوشی و همکاران (۲۰۱۹)، پیامدهای ضعف کیفیت گزارشگری مالی به هنگام اتخاذ راهبردهای ارزشی و حرکتی بر روی پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خبره و با تجربه را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که هزینه‌های نگهداشت به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران نهادی با افق دید کوتاه‌مدت به‌عنوان گروه مهمی از سرمایه‌گذاران با تجربه بسیار مهم هستند. طبق پژوهش بوشی در سال ۱۹۹۸، سرمایه‌گذاران نهادی به سه دسته سرمایه‌گذاران نهادی اختصاصی[1]، شبه شاخصی[2] و گذرا[3] تقسیم می‌شوند که سرمایه‌گذاران نهادی "گذرا" سرمایه‌گذارانی هستند که پرتفوی سرمایه‌گذاری آن‌ها دارای تنوع بالا و گردش بالا است و در مجموع، این سرمایه‌گذاران افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت دارند. در حقیقت هر سه ماه اضافی که یک سرمایه‌گذار گذرا باید برای اصلاح قیمت صبر کند، بازده‌های اضافی پرتفوی سرمایه‌گذاران گذرا را کاهش می‌دهد و آن‌ها را به‌طور فزاینده‌ای با هزینه‌های فرصت ناشی از عدم سرمایه‌گذاری در سایر فرصت‌های بالقوه سودآور مواجه می‌کند (بوشی و همکاران، ۲۰۱۹). تعدیل قیمت در راهبردهای ارزشی چندین سال است که باعث شده تا سرمایه‌گذاران بخصوص سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، در باورهای خود نسبت به ارزش ذاتی شرکت‌ها تجدیدنظر کنند و پیش‌بینی می‌شود که ضعف کیفیت گزارشگری مالی، طول مدت‌زمان لازم برای اصلاح قیمت در شرکت‌های با سهام ارزشی (شرکت‌هایی که از نظر بنیادی و در بلندمدت دارای ارزش هستند) را افزایش می‌دهد و در نتیجه، احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در سهام ارزشی سرمایه‌گذاری کنند و به‌احتمال زیاد، در سهام حرکتی که بازده آن‌ها ذاتاً سریع‌تر است، سرمایه‌گذاری می‌نمایند (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۷). همچنین پیش‌بینی می‌شود که برای این دسته خاص از سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، کیفیت ضعیف گزارشگری مالی باعث گردد تا اگر شرکتی بازده‌های گذشته خوبی داشته باشد (راهبرد حرکتی)، این سرمایه‌گذاران بازده‌های آتی کوتاه‌مدت شرکت را کسب کرده و سهام این شرکت را در زمانی کوتاه به فروش برسانند تا هزینه‌های نگهداشت زیادی متحمل نشوند و به منافع موردنظر خود دست یابند؛ و اگر شرکتی ارزش دفتری به بازار بالایی داشته باشد (راهبرد ارزشی)، به‌منظور دستیابی به بازده‌های آن سهام در بلندمدت، علیرغم تحمیل هزینه‌های نگهداشت، زمان بیشتری پرتفوی خود را نگه دارند تا

1 Dedicated
2 Quasi-Indexing
3 Transient

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

بازده‌های این سهام را کسب نمایند و به خالص منافع این سهام دست یابند (بوشی و همکاران، ۲۰۱۹).

از این‌رو این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که آیا کیفیت ضعیف گزارشگری مالی به هنگام اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی، بر وزن سهام شرکت‌های موجود در پرتفوی سرمایه‌گذاران نهادی گذرا و همچنین مدت‌زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر دارد؟ در حقیقت پژوهش حاضر به‌صورت ویژه بر هزینه‌های نگهداشت تأکید دارد.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه خارجی

پونتیف[1] (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان آربیتراژ گران و افسانه ریسک غیر نظام‌مند، به بررسی اهمیت هزینه‌های نگهداشت احتمالی پرداخت. وی اهمیت هزینه‌ها را با یک مثال نشان داد که در آن، هزینه‌های نگهداشت، مربوط به هزینه‌های اشتباه قیمت‌گذاری هر ماه و تعداد ماه‌ها تا زمان تصحیح و اصلاح قیمت‌گذاری اشتباه است. او تأکید می‌کند که اگر قیمت‌گذاری اشتباه با سرعت کافی تصحیح نشود، هزینه‌های نگهداشت می‌توانند منافع مورد انتظار بازده را بالا ببرند و منجر به این شوند که سرمایه‌گذار فرصت آربیتراژ را فراموش کند.

ژانگ[2] (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان عدم اطمینان اطلاعاتی و بازده‌های سهام، به بررسی تأثیر عدم اطمینان اطلاعاتی بر بازده‌های سهام پرداخت. وی دریافت که عدم اطمینان مرتبط با اختلال گزارشگری یا نوسان پذیری اساسی در اطلاعات، اوضاع کم واکنشی سرمایه‌گذاران را بدتر می‌کند و سودآوری راهبردهای حرکتی را افزایش می‌دهد.

برد و کاساوچیا[3] (۲۰۰۷) در پژوهشی با نام افزایش ارزش با استفاده از شاخص‌های حرکتی، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا اندازه‌های مومنتوم سودها و قیمت‌های مختلف می‌توانند برای افزایش عملکرد یک پرتفوی از طریق زمان‌بندی ورود برای خرید یک سهام ارزشی (یا جداسازی سهام رشدی که هنوز زمان برای بازده دارند)، استفاده شوند یا خیر؟ آن‌ها دریافتند که تعدادی از عوامل جداگانه و ترکیب آن‌ها همچون فاکتورهای مومنتوم سود و قیمت می‌توانند از طریق شناسایی سهامی که در آینده نزدیک عملکرد خوبی ندارند، باعث افزایش عملکرد پرتفوی ارزشی شوند.

1 Pontiff
2 Zhang
3 Bird & Casavecchia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

فیلیپ و کارتیک[1] (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان راهبردهای ارزشی و حرکتی: بازده‌هایی از اوراق بهادار کنترل شده با ریسک، به بررسی دو روش محبوب برای مدیریت سبد سهام، راهبردهای سرمایه‌گذاری ارزشی و حرکتی پرداختند. چندین محقق بررسی کرده و دریافته‌اند که چنین راهبردهای سرمایه‌گذاری بازدهی بالاتری دارند. با این وجود، عدم توافق درباره منبع چنین بازده‌های غیرعادی وجود دارد. در این پژوهش آن‌ها با مدل‌سازی ریسک اوراق بهادار با استفاده از نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ، یک توضیح جایگزین برای این اضافه بازدهی ارائه دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بازدهی برتر مشاهده شده در مطالعات قبلی را می‌توان به اثر تعدیلی ریسک نسبت داد.

لی، بروکس و مفری[2] (۲۰۰۹) در پژوهشی با نام راهبردهای حرکتی کم‌هزینه به بررسی تأثیر هزینه‌های معاملاتی بر سودآوری راهبردهای حرکتی در انگلستان پرداختند و نتیجه گرفتند که سهام‌های بازده برای معاملات گران‌تر هستند تا سهام برنده. در حقیقت تقارن مشاهده شده در هزینه‌های برندگان و بازندگان معاملات بسیار عمده، مربوط به هزینه بالای فروش سهام بازنده با اندازه کوچک و حجم معاملات کم است. ازآنجایی‌که هزینه‌های معامله به‌شدت بر سود خالص راهبرد حرکتی تأثیر می‌گذارد، این پژوهش با راه‌اندازی لیست کوتاه از میان تمام سهام‌های برنده و بازنده و آن‌هایی که کمترین هزینه معامله را دارند، یک راهبرد جدید برای هزینه‌های نسبی کم‌هزینه را تعریف نمود. درحالی‌که این مطالعه به‌شدت سودآوری راهبردهای حرکتی را زیر سؤال می‌برد، اما آن‌ها نتیجه گرفتند که در صورت تصمیم مدیران برای اتخاذ راهبردهای با قدرت نسبی و البته کم‌هزینه، هنوز جایی برای افزایش بازده مبتنی بر راهبرد حرکتی وجود دارد.

لیوو و پاتاری[3] (۲۰۱۱) در پژوهش خود با عنوان افزایش عملکرد یک پرتفوی ارزشی با استفاده از راهبرد حرکتی و راهبرد کوتاه‌مدت: شواهدی از فنلاند، به بررسی ارزش‌افزوده ناشی از ترکیب مومنتوم قیمت با راهبردهای ارزشی مختلف در بازار سهام فنلاند بر روی داده‌های مربوط به سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۸ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که در نظر گرفتن مومنتوم در قیمت سهام ارزشی، عملکرد یک پرتفوی را افزایش می‌دهد. در میان پرتفوی‌های با بهترین عملکرد، بهبود عملکرد حاصل از درج یک شاخص حرکت برای پرتفوی‌های با سهام ارزشی که بر اساس معیار ارزش دفتری به بازار تشکیل می‌شوند، بیشترین عملکرد را دارد. همچنین عملکرد تعدیل

1 Philip & Karthic
2 Li, Brooks & Miffre
3 Leivo & Patari

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

شده بر اساس ریسک پرتفوی‌های برنده ارزشی نیز ارزشی بهتر بودند. عملکرد این پرتفوی‌ها به‌طور تقریبی بیش از دو برابر میانگین بازده بازار سهام و با کاهش نوسانات همراه بودند.

مافیت[1] (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان عدم شفافیت گزارشگری مالی و تجارت شکل گرفته از طریق سرمایه‌گذاران نهادی بین‌المللی، به بررسی میزان آگاهی سرمایه‌گذاران نهادی از اهمیت شفافیت گزارشگری مالی در یک نمونه از بازار تجارت بین‌المللی پرداخت. او دریافت که سرمایه‌گذاران نهادی در سطح معینی از تجارت به این موضوع آگاه هستند که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بااهمیت است. به‌طور متوسط در محیط بین‌المللی پژوهش او، برای سرمایه‌گذاران نهادی که تصمیم به تجارت در آن بازارها دارند، مزایای عدم شفافیت از هزینه‌ها بیشتر است.

باروسو و سانتا کلارا[2] (۲۰۱۴) در پژوهشی با نام مومنتوم، مومنتوم خود را دارد، به بررسی راهبرد حرکتی در کوتاه‌مدت و بلندمدت پرداختند. آن‌ها دریافتند که در مقایسه با بازار، راهبرد ارزشی یا فاکتورهای اندازه، راهبرد حرکتی بالاترین نسبت شارپ را به سرمایه‌گذاران ارائه داده است. با این حال، به همان نسبت بدترین سقوط‌ها نیز رخ داده است و این راهبرد را برای سرمایه‌گذاران که از انحراف منفی و بازده‌های کم خوششان نمی‌آید جذاب نمی‌کند. آن‌ها دریافتند که ریسک راهبرد حرکتی در طول زمان بسیار متغیر و البته قابل پیش‌بینی است و مدیریت این ریسک‌ها می‌تواند عملاً خرابی‌ها را از بین می‌برد و نسبت شارپ راهبرد حرکتی مخصوصاً در کوتاه‌مدت را تقریباً دو برابر کند. همچنین راهبرد حرکتی کنترل شده با ریسک یک راهبرد پیچیده‌تر از نسخه اصلی است.

زرمبا و کونیکزا[3] (۲۰۱۵) در پژوهش خود با عنوان آیا مزایای راهبردهای حرکتی و ارزشی در بازارهای نوظهور یک توهم است؟ دبه بررسی بازدهی این دو راهبرد پرداختند. در حقیقت آن‌ها با استفاده از پرتفوی بندی و همچنین داده‌های مقطعی، تأثیر نقدینگی و هزینه‌های معاملات را بر راهبردهای ارزشی و حرکتی در ۱۱ بازار سهام[4] در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که پاسخ به این سؤال در این بازارها مثبت است؛ بازده‌های راهبردهای ارزشی و حرکتی و همچنین اثر هم‌افزایی ترکیب این دو راهبرد بالا بود ولی اثر

1 Maffett
2 Barroso & Santa - Clara
3 Zaremba & Konieczka
۴ بلغارستان، کرواسی، جمهوری چک، استونی، مجارستان، لتونی، لیتوانی، لهستان، رومانی، اسلواکی و اسلوون

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

نقدینگی و هزینه‌های معاملات تقریباً کشنده بود. پس از لحاظ این دو اثر، فقط مقداری از بازده‌ها باقی می‌ماندند و اثرات راهبرد ارزشی و حرکتی تقریباً از بین رفتند.

کاکیکی، تانگ و یان[1] (۲۰۱۶) در پژوهش خود با عنوان آیا اندازه، راهبرد ارزشی و حرکتی باعث ایجاد بازده سهام در بازارهای نوظهور می‌شوند؟ مشابه با پژوهش دیگران، به بررسی اثرات اندازه، ارزش و حرکت در ۱۸ بازار سهام در حال ظهور در طول دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۳ پرداختند تا بازدهی آن‌ها را بررسی نمایند. آن‌ها دریافتند که راهبردهای ارزشی و حرکتی معمولاً در بازدهی برتر و خاص در بازارهای نوظهور خیلی موفق نیستند. همچنین اثرات بازدهی در راهبرد ارزشی در بلندمدت و بین بازارهای مختلف به‌صورت مثبت افزایش می‌یابد و این افزایش حتی در طول بحران‌های مالی جهانی نیز بوده است و دوام داشته‌اند.

کیم و سا[2] (۲۰۱۸) نیز در پژوهشی با نام راهبردهای حرکتی و ارزشی مبتنی بر احساسات، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا می‌توان با استفاده از احساسات، بازده‌های راهبردهای ارزشی و حرکتی را پیش‌بینی نمود و آیا بازده راهبرد حرکتی به‌گونه‌ای قابل پیش‌بینی برای سرمایه‌گذاران قابل بهره‌برداری است یا خیر؟ برای این منظور، آن‌ها با پیشنهاد یک راهبرد ارزش و حرکتی جدید که بر توانایی احساسات در پیش‌بینی بازده ای راهبردهای حرکتی و ارزشی آینده متکی است، از یک رویکرد جدید استفاده می‌کنند. آن‌ها دریافتند که راهبردهای ارزشی و حرکتی جدید به‌طور قابل‌توجهی از راهبردهای حرکتی و ارزشی متداول بهتر عمل می‌کنند. نتیجه آن‌ها بیش از آنچه که رگرسیون‌های پیش‌بینی خطی معمول نشان می‌دهند، با قدرت بیشتری از پیش‌بینی بازده راهبرد حرکتی حمایت می‌کند.

یو، فونگ و لئونگ[3] (۲۰۱۹) در پژوهشی با نام راهبرد معاملاتی حرکتی یا معکوس: کدام یک در بازار سهام چین بهتر کار می‌کنند، به بررسی راهبرد حرکتی و معکوس در بازارهای سهام چین پرداختند. این مطالعه به بررسی الگوهای برگشتی حرکت کوتاه در افق کوتاه از سال ۲۰۱۰ در بورس سهام چین، وقتی سرمایه‌گذاران برای نخستین بار مجاز به شرکت در فروش کوتاه‌مدت سهام بودند، پرداخته است. از بازده هفتگی اوراق بهادار منفی بازنده برای سهام در بورس اوراق بهادار شانگهای، بورس شنژن و رشد سرمایه‌گذاری بازار، برای بررسی سودآوری راهبرد معاملات استفاده شده است. روش معکوس، بازدهی هفتگی سهام را به‌طور قابل‌توجهی در سراسر سه بازار، افزایش می‌دهد. الگویی از پرتفوی برنده- منفی بازنده برای شرکت‌های با بازده پایین نیز در سه

1 Cakici, Tang & Yan
2 Kim & Suh
3 Yu, Fung & Leung

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

بازار چین مشاهده می‌شود و الگوی معکوس برای کسب بازده برای شرکت‌های با گردش مالی بالا وجود دارد.

بوشی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی، افق سرمایه‌گذاری و راهبردهای معاملاتی سرمایه‌گذاران نهادی، به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر هزینه‌های نگهداشت راهبردهای معاملاتی ارزشی و حرکتی پرداختند. آن‌ها دریافتند که به دلیل افزایش هزینه‌های ناشی از نگهداشت موقعیت سرمایه‌گذاری، این دسته از سرمایه‌گذاران در زمانی که کیفیت گزارشگری مالی ضعیف است، بیشترین درصد از پرتفوی خود را به شرکت‌های با راهبرد حرکتی اختصاص می‌دهند و فقط درصد کمی از پرتفوی را به شرکت‌های با راهبرد ارزشی اختصاص می‌دهند. این در حالی است که برای سرمایه‌گذاران بلندمدت این نتایج برعکس بود. نتایج حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، به دلیل افزایش هزینه‌های نگهداری بالای یک موقعیت سرمایه‌گذاری، ترجیح می‌دهند که درصد بالایی از پرتفوی خود را به سهام شرکت‌هایی که برندگان پیشین بوده‌اند اختصاص دهند و تا مدتی طولانی در انتظار بازدهی شرکت‌های ارزشی نمانند و درصد پایینی از پرتفوی خود را به این‌گونه شرکت‌ها اختصاص دهند.

دالکویست و هاسلفت[1] (۲۰۲۰) در پژوهشی با نام مومنتوم اقتصادی و بازده‌های جاری، به بررسی راهبرد حرکتی در بازار چین پرداختند. آن‌ها دریافتند که راهبرد حرکتی در چین عملکرد ضعیفی دارد؛ زیرا قیمت سهام در هنگام باز بودن بازارها نسبت به بسته بودن آن‌ها بسیار متفاوت عمل می‌کند. همچنین دریافتند که بازده سهام‌هایی که مربوط به برندگان روز گذشته‌اند، به‌طور مداوم نسبت به بازندگان روز گذشته در دوره‌های بعدی به‌صورت روزانه پیشی می‌گیرند. تجزیه‌وتحلیل بیشتر نشان داد که ناهمگنی سرمایه‌گذاران عاملی بااهمیت می‌باشد و این ناهمگنی عملاً بازده سرمایه‌گذاران دنبال کننده راهبرد معاملاتی حرکتی را از بین می‌برد.

گائو، زینگ و شیونگ[2] (۲۰۲۱) نیز در پژوهشی با عنوان ناهمگنی سرمایه‌گذاران و راهبردهای مبتنی بر حرکت در چین، به بررسی راهبردهای مبتنی بر حرکت در بازار چین پرداختند. آن‌ها نیز به ترتیبی مشابه با پژوهش دالکویست و هاسلفت (۲۰۲۰)، به بررسی بازده‌های ناشی از راهبردهای مبتنی بر حرکت بر اساس شاخص‌هایی جدید از بازده‌های خرید و نگهداشت پرداختند. آن‌ها نیز دریافتند که عامل ناهمگنی سرمایه‌گذاران از نظر تمایل آن‌ها به پیگیری راهبرد حرکتی، باعث از بین بردن بازده‌های قابل پیش‌بینی و متصور برای این راهبرد است.

[1] Dahlquist & Hasseltoft
2 Gao, Xing & Xiong

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

سابیر[1] (۲۰۲۱) در پژوهش خود با نام ناهنجاری و عملکرد راهبرد سرمایه‌گذاری حرکتی در فنلاند، به بررسی بازده راهبرد حرکتی در شرکت‌های با عملکرد بهتر نسبت به شرکت‌های با عملکرد بدتر و شرکت‌های با عملکرد بالاتر از متوسط پرداخت. نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که سبد سهام شرکت‌های با عملکرد بهتر تقریباً بدون استثناء، عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های دیگر و بازار دارند. در طول دوره، سبد سهام برنده به‌طور متوسط ۹/۲۲ درصد در سال بازدهی اضافی را تحقق می‌بخشد و اختلاف بین سهام برنده و بازنده تقریباً ۱۵٪ در سال است. همچنین این پژوهش نشان داد که بازده راهبرد حرکتی نمی‌تواند با افزایش سطح ریسک توضیح داده شود و به نظر نمی‌رسد که نسبت ریسک – بازده به‌طور قابل‌توجهی با هم ارتباط داشته باشند.

۲-۳-پیشینه داخلی

هاشمی و میرکی (۱۳۹۲) در پژوهشی با نام بررسی بازده مازاد بر ریسک مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی بازده مازاد بر ریسک مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد باوجود اینکه پرتفوی بندی بر اساس مومنتوم نه و ده ماهه بازدهی مثبت و معنی‌داری ایجاد می‌کند، اما به‌کارگیری راهبرد حرکتی در دوره زمانی مورد بررسی بازده مازاد بر ریسک (بازده غیرعادی) ایجاد نکرده است؛ به‌عبارت‌دیگر سودهای ناشی از به‌کارگیری راهبرد حرکتی به علت پذیرش ریسک بیشتر است.

پور زمانی و قمری (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، به بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر سرعت تعدیل قیمت سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که در بازار سرمایه ایران رابطه میان تغییرات کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت معنی‌دار نبوده و با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، سرعت تعدیل قیمت سهام تغییر معنی‌داری از خود نشان نمی‌دهد.

عبدالباقی و حجتی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان بررسی اثربخشی راهبرد حرکتی مبتنی بر سیگنال‌های بنیادی در تفکیک سهام رشدی- ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به دنبال بررسی اثربخشی راهبرد حرکتی مبتنی بر تحلیل هم‌زمان بنیادی و بررسی رفتار تکنیکال پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری بودند؛ بنابراین با توجه به محتوای اطلاعاتی پنج متغیر بنیادی اساسی در تشخیص سهام ارزشی- رشدی (برنده- بازنده) یعنی نسبت‌های مالی سود به

1 Sabir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

قیمت؛ سود تقسیمی به قیمت؛ فروش به قیمت؛ جریان نقد عملیاتی به قیمت؛ ارزش دفتری به قیمت و سود تقسیمی به سود؛ سهام به پرتفوی‌های برنده و بازنده طبقه‌بندی و عملکرد کوتاه‌مدت و بلندمدت آتی آن‌ها در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ در نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

هاشم نژاد، محمدی و هاشم نیا (۱۳۹۶) در پژوهشی با نام رابطه بین راهبردهای معاملاتی و کیفیت گزارشگری مالی، به بررسی رابطه بین راهبردهای معاملاتی و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج آن‌ها که با استفاده از راهبردهای تهاجمی و تدافعی انجام گرفته است، حاکی از ارتباط مستقیم و معکوس معناداری بین راهبردهای تهاجمی و تدافعی با کیفیت گزارشگری مالی است.

بدری، دولو و آقاجانی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان منبع ایجاد مومنتوم؛ شواهدی از نحوه تعدی ریسک، به توضیح بازده اضافی مومنتوم با استفاده از رگرسیون سری زمانی مبتنی بر مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و مدل وانگ و وو[1] (۲۰۱۰) پرداختند که پویایی بتای پرتفوی مومنتوم را ملحوظ می‌کند. شواهد نشان داد که در اغلب راهبردهای مومنتوم، اندازه و صنعت، تعدیل بازده بابت ریسک به شیوه رایج مبتنی بر مدل سه املی، به افزایش بازده منجر می‌شود. درحالی‌که استفاده از بازده‌های تعدیل شده به روش وانگ و وو (۲۰۱۰) به کاهش بازده اضافی این راهبردها منجر خواهد شد؛ بنابراین نمی‌توان توضیح ریسک محور مومنتوم را قویاً مردود دانست؛ زیرا بخشی از عدم امکان انتساب بازده اضافی مومنتوم به عامل ریسک، ناشی از نحوه تعدیل ریسک است؛ اما در مورد مومنتوم نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نمی‌توان نحوه تعدیل ریسک را دلیل رد توضیح ریسک محور بازده اضافی استراتژی یادشده دانست.

دولو و تبرسا (۱۳۹۸) در پژوهشی با نام راهبرد حرکتی و منبع آن، به بررسی سودآوری راهبرد حرکتی بر اساس اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و همچنین منشأ آن از طریق تجزیه سود راهبرد پرداختند. نتایج نشان داد که برای دوره‌های سه و شش‌ماهه، مزایای اصلی راهبرد حرکتی برای دوره‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت به‌صورت مثبت و معناداری وجود دارند. همچنین برای راهبردهای ۳ و ۶ ماهه، " ریسک" و بازده‌های بازگشتی" از اجزای اصلی راهبرد حرکتی هستند.

هاشمی و حسینی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان سرمایه‌گذاران خبره و راهبرد معاملاتی تعهدی، به‌کارگیری «راهبرد اقلام تعهدی سنتی» و «راهبرد اقلام تعهدی نسبی» توسط سرمایه‌گذاران خبره را آزمون نمودند. نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران خبره، از راهبردهای یاد شده

1 Wang & Wu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

استفاده نمی‌کنند. همچنین نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران خبره‌ای که از راهبرد اقلام تعهدی سنتی استفاده می‌کنند، بازده مازاد و بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بیشتری در مقایسه با سرمایه‌گذاران خنثی نسبت به این راهبرد، کسب نمی‌کنند؛ اما در مورد راهبرد اقلام تعهدی نسبی، شواهدی از کسب بازده مازاد و بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بیشتر، یافت شد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، میزان به‌کارگیری راهبرد ارزشی توسط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا را کاهش می‌دهد.

فرضیه دوم: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، میزان به‌کارگیری راهبرد حرکتی توسط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا را افزایش می‌دهد.

فرضیه سوم: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، مدت‌زمان نگهداشت پرتفوی با راهبرد ارزشی توسط سرمایه‌گذاران نهادی را افزایش می‌دهد.

فرضیه چهارم: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، مدت‌زمان نگهداشت پرتفوی با راهبرد حرکتی توسط سرمایه‌گذاران نهادی را کاهش می‌دهد.

۵- روش پژوهش

هدف کلی از این پژوهش بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر اتخاذ راهبردهای معاملاتی توسط سرمایه‌گذاران نهادی با تأکید بر هزینه‌های نگهداشت است. هدف از انتخاب روش پژوهش آن است که مشخص شود چه روشی اتخاذ گردد تا اهداف پژوهش سریع‌تر، آسان‌تر، کم‌هزینه‌تر و دقیق‌تر و صحیح‌تر تحقق یابد و این امر به هدف، ماهیت موضوع پژوهش و امکانات پژوهشگر بستگی دارد. به دلیل این‌که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف بنیادی تجربی است. همچنین این پژوهش، از لحاظ ماهیت، توصیفی - همبستگی است؛ زیرا در این نوع پژوهش‌ها، پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چندگانه استفاده شده است. داده‌های جمع‌آوری شده، توسط نرم‌افزار اکسل محاسبه و با نرم‌افزار استتا مورد تجزیه‌وتحلیل قرار گرفته است. همچنین از سایت‌های کدال، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جهت استخراج داده‌ها استفاده شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

۶- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری مورد بررسی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. تعداد شرکت‌های استفاده شده برای این پژوهش، ۸۹ شرکت موجود در ۲۰ صنعت مختلف بوده‌اند. روش نمونه‌گیری نیز روش حذف سیستماتیک طبق معیارهای اعمال شده جهت انتخاب نمونه به شرح زیر بوده است: ۱) شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌گری مالی نباشند تا اطلاعات به‌دست‌آمده قابلیت همگن شدن را داشته باشند. ۲) شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده باشند یا سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم نمی‌شود حذف شدند تا اطلاعات شرکت‌های منتخب قابلیت مقایسه داشته باشند. ۳) شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۲ پذیرفته شده باشند و شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده باشند، حذف شدند. ۴) شرکت‌هایی با اطلاعات صورت‌های مالی ناقص حذف شدند و شرکت‌های منتخب برای انجام پژوهش، اطلاعات قابلیت دسترسی داشته باشند. مراحل انتخاب نمونه آماری در جدول (۱) آورده شده است.

جدول (۱): مراحل انتخاب نمونه آماری

عنوان	تعداد
تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا تاریخ ۱۳۹۸/۱۲/۲۹	۳۶۸
شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ	(۸۳)
شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده‌اند.	(۴۱)
شرکت‌هایی که دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبود.	(۲۷)
شرکت‌هایی که طی این دوره زمانی جزء شرکت‌های بورس نبوده‌اند.	(۶۲)
شرکت‌هایی که برای محاسبه متغیرها فاقد اطلاعات لازم بودند.	(۶۶)
تعداد نمونه نهایی	۸۹

دوره مطالعه این پژوهش برای فرضیه‌های اول و دوم، سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می‌باشد که اطلاعات، به‌صورت فصلی استفاده شده است و برای فرضیه‌های سوم و چهارم، به دلیل تعریف خاص متغیر وابسته که نیاز به اطلاعات دو سال آینده آخرین فصل نمونه دارد، سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است تا بتوان از داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ برای متغیر وابسته استفاده نمود.

۷- مدل روش پژوهش برحسب هدف، نوع داده‌ها و نحوه اجرا

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

۱-۷- مدل‌های پژوهش

در این پژوهش به پیروی از پژوهش بوشی و همکاران (۲۰۱۹) و به‌منظور آزمون فرضیه اول و دوم از مدل (۱) استفاده شده است.

$$TRA_{BET} = \theta_0 + \theta_1 \text{POOR_AQ} * \text{VALUE} + \theta_2 \text{POOR_AQ} * \text{PAST_WINNER} + \theta_3 \text{VALUE} + \theta_4 \text{PAST_WINNER} + \theta_5 \text{POOR_AQ} + \theta_6 \text{CONTROLS} + \theta_7 \text{POOR_AQ} * \text{CONTROLS} + \text{quarter fixed effects} + \text{industry fixed effects} + \text{error}$$

مدل (۱)

همچنین به‌منظور آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش نیز از مدل (۲) استفاده شده است.

$$THELD = \theta_0 + \theta_1 \text{POOR_AQ} * \text{VALUE} + \theta_2 \text{POOR_AQ} * \text{PAST_WINNER} + \theta_3 \text{VALUE} + \theta_4 \text{PAST_WINNER} + \theta_5 \text{POOR_AQ} + \theta_6 \text{CONTROLS} + \theta_7 \text{POOR_AQ} * \text{CONTROLS} + \text{quarter fixed effects} + \text{industry fixed effects} + \text{error}$$

مدل (۲)

۲-۷- متغیرهای پژوهش

۱-۲-۷- متغیرهای وابسته

قبل از تعریف متغیر وابسته فرضیه‌های اول و دوم، با تعریف سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، مهم‌ترین متغیر پژوهش، آشنا می‌شویم.

TRA: متغیر سرمایه‌گذار نهادی گذرا است. مطابق با تعریف بوشی (۱۹۹۸)، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند که حجم بزرگی از عملیات آن‌ها به معامله سهامشان برمی‌گردد. علاوه بر این مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. لذا با بررسی یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهم شرکت مشخص گردیده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

بر اساس دسته‌بندی بوشی (۱۹۹۸)، درصورتی‌که سرمایه‌گذار نهادی گذرا باشد، این متغیر، عدد یک و در غیر این صورت صفر است. بوشی (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی را بر اساس تنوع و گردش پرتفوی‌هایشان و روش خوشه‌بندی به سه دسته تقسیم می‌کند. سرمایه‌گذار نهادی اختصاصی که نشانگر سرمایه‌گذار نهادی با گردش پایین و تنوع پایین پرتفوی سهام است. سرمایه‌گذار نهادی گذرا که نشانگر سرمایه‌گذار نهادی با گردش بالا و تنوع بالا در پرتفوی است؛ سرمایه‌گذار نهادی شبه شاخصی که نشانگر سرمایه‌گذار نهادی با گردش پایین و تنوع بالا در پرتفوی است.

تنوع نشان‌دهنده وزن سهم موردنظر در پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی است و گردش نشان‌دهنده میزان تغییرات درصد سهم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار نهادی در سهام شرکت است (ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴). یکی از شاخص‌هایی که بوشی (۱۹۹۸) برای اندازه‌گیری تنوع استفاده نمود، شاخص APH است که طبق رابطه (۱) محاسبه شده است.

$$\mathrm{AHP} = \frac{\sum_{K=1}^{n}[(S_{k,t}P_{k,t})PH_{k,t}]}{\sum_{k=1}^{n}(S_{k,t}P_{k,t})}$$ رابطه (۱)

S: تعداد سهام شرکت k در پایان فصل t که از سوی سهامدار نهادی نگهداری می‌شود.

P: قیمت سهم k در پایان فصل t.

PH: درصدی از کل سهام شرکت k که از سوی سهامدار نهادی در پایان فصل نگهداری می‌شود.

همچنین برای اندازه‌گیری گردش پرتفوی از شاخص PT و به‌صورت قدرمطلق تغییرات پرتفوی سهامدار نهادی در رابطه (۲) استفاده شده است.

$$PT = \frac{\sum_{K=1}^{n}|[S_{k,t}P_{k,t} - S_{k,t-1}P_{k,-1}\Delta P_{k,t}]}{\sum_{k=1}^{n}(\frac{S_{k,t}P_{k,t} - S_{k,t-1}P_{k,t-1}}{2})}$$ رابطه (۲)

ΔP: تفاوت قیمت سهام بین فصل‌های t و t-۱.

پس از انجام محاسبات بالا بر اساس مطالعه بوشی (۱۹۹۸) برای هر سهامدار نهادی، سهامداران نهادی بر اساس دو معیار تنوع و گردش بر طبق جدول (۲) به سه دسته تقسیم می‌شوند:

جدول (۲): دسته‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی بر اساس پژوهش بوشی (۱۹۹۸)

شاخص‌ها / نوع سهامدار نهادی	تنوع	گردش
گذرا	بالا	بالا
اختصاصی	پایین	پایین
شبه شاخصی	بالا	پایین

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

منظور از اعداد بالا و پایین گردش و تنوع به ترتیب، اعداد بالاتر از میانگین و پایین‌تر از میانگین گردش و تنوع است.

TRA_BET: متغیر بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، عبارت است از بالاترین درصدی که یک سرمایه‌گذار نهادی گذرا در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت موردمطالعه در یک فصل سرمایه‌گذاری کرده است. برای محاسبه این متغیر ابتدا سرمایه‌گذاران نهادی گذرای شرکت موردمطالعه نمونه در یک فصل مشخص شده‌اند و سپس درصد وزنی شرکت موردمطالعه در پرتفوی هر کدام از این سرمایه‌گذاران نهادی گذرا مشخص گردیده است. این درصدهای وزنی برحسب مقدار به‌صورت صعودی، در پنج گروه دسته‌بندی شده‌اند. بالاترین گروه، به گروه شرط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا نام‌گذاری گردید و چهار گروه دیگر، گروه‌های غیر شرط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا نامیده شده‌اند. میانگین درصدها در گروه شرط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (گروه پنجم) برای آن شرکت – فصل، به‌عنوان بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا است.

THELD: مدت‌زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی است که عبارت است از میانگین فصولی که یک سرمایه‌گذار نهادی با داشتن بالاترین درصد سرمایه‌گذاری در شرکت موردمطالعه در فصل t تا هشت فصل بعد از آن فصل منتظر خواهد ماند تا درصد وزنی پرتفوی‌اش به درصد متوسط سرمایه‌گذاری آن‌ها کاهش پیدا کند.

۲-۲-۷- متغیرهای مستقل

POOR_AQ: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی است که در این پژوهش ابتدا از کیفیت اقلام تعهدی[1] به‌عنوان شاخصی برای نشان دادن کیفیت گزارشگری مالی شرکت استفاده شده است. بدین منظور ابتدا بر پایه پژوهش دیچو و دچو[2] (۲۰۰۳)، مدل (۳) تخمین زده شده است.

$$TTA_i = \alpha_1 (1/A_{i,-1}) + \alpha_2 [\Delta(sales_i - AR_i)/A_{i,-1}] + \alpha_3(PPE_i/A_{i,-1}) + \varepsilon_i$$

مدل (۳)

که در این مدل:

TAA_i: مجموع اقلام تعهدی تقسیم بر جمع دارایی‌های فصل گذشته.

$\Delta sales_i$: تغییر در فروش خالص و درآمد ارائه خدمات.

A_i: کل دارایی‌های فصل.

A_{i-1}: کل دارایی‌های فصل قبل.

1 AQ
2 Dechow & Dechev

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

AR_i: حساب‌ها و اسناد دریافتنی تجاری.

PPE_i: دارایی‌های ثابت مشهود.

و TAA_i در مدل (۳) از رابطه (۳) به‌دست‌آمده است:

$$TTA_i = [(\Delta CA_i) - (\Delta CASH_i)] - [(\Delta CL_i) - (\Delta RLTP_i)] - DA_i \quad \text{رابطه (۳)}$$

ΔCA_i: تغییر در دارایی‌های جاری.

$\Delta CASH_i$: تغییر در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت شرکت.

ΔCL_i: تغییر در بدهی‌های جاری.

$\Delta RLTP_i$: تغییر در تسهیلات مالی کوتاه‌مدت و حصه جاری بدهی‌های بلندمدت.

DA_i: استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود.

جهت محاسبه کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در یک فصل- شرکت، مدل (۳) جداگانه و به‌صورت "مقطعی" برای شرکت‌های نمونه در فصل‌های t-۱ تا t -۵ تخمین زده شد و پسماند مدل در هر یک از این تخمین‌ها به دست آمدند. سپس انحراف معیار پسماندهای پنج فصل فوق، به‌عنوان شاخصی برای کیفیت اقلام تعهدی آن شرکت در نظر گرفته شده است. مقدار بالای انحراف معیار پسماندهای پنج فصل گذشته نشان‌دهنده کیفیت پایین‌تر اقلام تعهدی و در نتیجه شفافیت کمتر صورت‌های مالی و کیفیت پایین گزارشگری مالی است (اندرسن؛ هونگ و اولسون[1]، ۲۰۱۲). بدین منظور درصورتی‌که در هر فصل تمام انحراف معیارهای پسماند شرکت‌ها به‌صورت صعودی مرتب‌سازی شوند، اگر انحراف معیار پسماند آن شرکت در دسته سی درصد بالای این انحراف معیارها باشد، متغیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی برای آن شرکت مساوی با یک و در غیر این صورت صفر است.

VALUE: متغیر راهبرد ارزشی است که برای محاسبه آن، در ابتدا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برای تمام شرکت‌های نمونه در هر فصل محاسبه و بر اساس صعودی مرتب شدند. راهبرد ارزشی برابر با یک است، اگر مقدار نسبت ارزش دفتری به بازار یک شرکت در یک فصل، در محدوده سی درصد بالاترین مقادیر این نسبت برای سایر شرکت‌ها قرار داشته باشد و در غیر این صورت صفر است.

1 Anderson, Hong & Olson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

PAST_WINNER: متغیر راهبرد حرکتی است که برای محاسبه آن، در ابتدا بازده‌های خرید و نگهداشت یک شرکت در یک فصل، بر اساس بازده‌های ماهانه یازده ماه قبل یعنی ماه‌های ۱- t تا ۱۲-t برای آخرین روز هر فصل و با استفاده از رابطه (۴) محاسبه گردید.

$$SAR(t) = \prod_{i=t-12}^{i=t-1} (1+i) - 1$$ رابطه (۴)

سپس بازده‌های خرید و نگهداشت محاسبه شده برای تمام شرکت‌ها بر اساس صعودی مرتب شدند. راهبرد حرکتی برابر با یک است، اگر مقدار بازده‌های خرید و نگهداشت محاسبه شده یک شرکت در یک فصل، در محدوده سی درصد بالاترین مقادیر مشابه این متغیر برای سایر شرکت‌ها قرار داشته باشد و در غیر این صورت صفر است.

R(X): رتبه دهک متغیر (X) است که برای محاسبه آن، متغیر موردنظر بر اساس اندازه، به معیار صفر تا نه تبدیل شدند.

۳-۲-۷- متغیرهای کنترلی

MVE: ارزش بازار سهام یک شرکت در هر فصل که از ضرب قیمت بازار هر سهم در تعداد سهام شرکت i در پایان فصل t به دست آمد.

BETA: حساسیت بازده سهم i به بازده بازار است که بر اساس بازده ماهانه در طول شصت ماه گذشته منتهی به ماه t (آخرین ماه هر فصل) به دست آمد و به‌صورت حاصل تقسیم کوواریانس بازده هر سهم و بازار بر انحراف معیار بازده بازار محاسبه گردید.

IRISK: این متغیر ریسک غیر سیستماتیک طی ۶۰ ماه گذشته است که به‌صورت انحراف معیار پسماندهای مدل (۴) که به‌صورت سری زمانی تخمین زده می‌شود، محاسبه شده است.

$$r_{i,t} - r_{if,t} = \alpha_{i,t} + \beta m_{i,t}(r_{i,t} - r_{if,t}) + \epsilon_{i,t}$$ مدل (۴)

$\mathbf{r_{i,t}}$: بازده شرکت.

$\mathbf{r_{f,i}}$: بازده بدون ریسک.

$\mathbf{\beta m_{i,t}}$: میزان حساسیت به پرتفوی بازار.

TURN: میانگین ماهانه گردش سهام که به‌صورت حجم تعداد سهام تقسیم بر میانگین سهام منتشر شده طی ۱۲ ماه گذشته محاسبه شد.

NUM_INST: تعداد سهامداران نهادی یک شرکت در یک فصل.

SUE: معیاری از تغییرات غیرمنتظره سود است که تغییرات غیرمنتظره سود نیز از طریق تفاوت نسبت سود خالص تحقق‌یافته در دوره t با نسبت سود خالص مورد انتظار و سپس تقسیم بر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

انحراف معیار سود غیرمنتظره به دست آمد. انحراف معیار نیز بر اساس پنجره متحرکی از هشت فصل گذشته هر فصل حساب می‌شود. جهت محاسبه سود مورد انتظار نیز به پیروی از پژوهش اسلون[1] (۱۹۹۶) از رابطه (۵) استفاده شده است:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ACC_{it-1} + \alpha_2 CF_{it-1} + \varepsilon_{it}$$ مدل (۵)

ROA_{it}: سود حاصل از عملیات در حال تداوم شرکت i در فصل t که بر کل دارایی‌های پایان فصل تقسیم شده است.

ACC_{it-1}: کل اقلام تعهدی شرکت i در فصل t-1 که بر کل دارایی‌های پایان فصل تقسیم شده است.

CF_{it-1}: جزء نقدی سود شرکت i در فصل t-1 که بر کل دارایی‌های پایان فصل تقسیم شده است و از تفاوت سود حاصل از عملیات در حال تداوم و اقلام تعهدی به دست آمد.

در مدل (۵) جهت برآورد سود مورد انتظار در هر فصل، از روش رگرسیون متحرک با پنجره متحرک سه فصل استفاده می‌شود؛ به‌عبارت‌دیگر برای هر فصل یک مدل رگرسیون سه فصل تخمین زده می‌شود.

توضیح آن‌که برای محاسبه سود غیرمنتظره هر فصل، کافی است تا اختلاف بین سود تحقق‌یافته آن فصل با سود پیش‌بینی شده همان فصل محاسبه گردد. در مدل (۵) سود تحقق‌یافته همان متغیر وابسته است و سود پیش‌بینی شده نیز با استفاده از اطلاعات واقعی دوره قبل یعنی اقلام تعهدی و جزء نقدی سود فصل قبل محاسبه می‌گردد. مابه‌التفاوت این سودها همان سود غیرمنتظره خواهد بود که با توجه به مدل (۵)، اجزای خطای مدل (۵)، همان سود غیرمنتظره می‌باشند. در انتها به‌منظور همگن‌سازی سودهای غیرمنتظره، سود غیرمنتظره محاسبه شده هر فصل، بر انحراف معیار سودهای غیرمنتظره هشت فصل قبل تقسیم می‌گردد و در مدل‌های اصلی استفاده می‌شود. منظور از پنجره متحرک سه فصل آن است که به‌عنوان‌مثال برای محاسبه سود غیرمنتظره فصل t باید از سود تحقق‌یافته فصل t و همچنین سود پیش‌بینی شده فصل t که با استفاده از اطلاعات اقلام تعهدی و جزء نقدی سود فصل t-1 محاسبه می‌شود استفاده نمود. به همین ترتیب، از اطلاعات اقلام تعهدی و جزء نقدی سود فصل t برای پیش‌بینی و محاسبه سود فصل t+1 استفاده می‌شود و سپس از اختلاف سود پیش‌بینی شده با سود واقعی فصل t+1 سود غیرمنتظره فصل t+1 محاسبه می‌گردد. در حقیقت از فصل t-1 تا t+1 پنجره‌ای سه فصل در نظر می‌گیریم.

AGE: تعداد فصل‌هایی که یک شرکت در بورس اوراق بهادار عضو شده است.

1 Sloan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

LEV: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های یک فصل

NEARN: شاخصی که درصورتی‌که درآمد قبل از اقلام غیرمترقبه فصل قبل منفی باشد، یک و در غیر این صورت صفر است.

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱-۱- یافته‌های توصیفی پژوهش

نتایج آمار توصیفی حاصل از متغیرهای این پژوهش در جدول‌های (۳)، (۴) و (۵) ارائه شده است. دوره مطالعه در فرضیه‌های اول و دوم، فصل‌های مربوط به سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است ازآنجاکه برای محاسبه متغیر وابسته در فرضیه‌های سوم و چهارم نیاز به داده‌های هشت فصل پس از هر فصل نمونه وجود دارد، بنابراین دوره مطالعه فرضیه‌های سوم و چهارم فصل‌های سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ است و فصل‌های سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به‌عنوان اطلاعات کمکی جهت محاسبه متغیر وابسته هستند. لذا دوره‌های مطالعه در فرضیه‌های اول و دوم با فرضیه‌های سوم و چهارم متفاوت بوده و آمار توصیفی این داده‌ها در دو بخش مجزا ارائه گردیده است.

جدول (۳). نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بخش الف- متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم

متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	TRA_BET	۱۷۸۰	۱۴/۰۲۳	۲۴/۱۹۲	۰	۹۵/۴۳
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی	POOR_AQ	۱۷۸۰	۰/۳	۰/۴۵۸	۰	۱
ارزش دفتری به بازار	BEME	۱۷۸۰	-۰/۹۷۸	۰/۶۹۶	-۲/۸۴	۰/۵۴
بازده انباشته خرید و نگهداشت	PASTET_R	۱۷۸۰	۰.۵۴۴۴	۰.۹۱۹	-۰.۵۱	۴.۵۵
راهبرد ارزشی	VALUE	۱۷۸۰	۰/۳۰۰	۰/۴۵۸	۰	۱
راهبرد حرکتی	PAST_WINNER	۱۷۸۰	۰/۳۴۱	۰/۴۷۴	۰	۱
کیفیت اقلام تعهدی	AQ	۱۷۸۰	-۱/۱۲۷	۰/۸۳۳	-۴/۰۵۱	۰/۰۷۴
ارزش بازار سهام	MVE	۱۷۸۰	۲/۵۰۵	۰/۰۴۶	۲/۴۲۵	۲/۶۴۴
حساسیت بازده سهم به بازده بازار	BETA	۱۷۸۰	۰/۷۷۴	۰/۸۰۱	-۱/۶۶	۱/۶۸
ریسک غیر سیستماتیک	IRISK	۱۷۸۰	-۱.۹۹۰	۰/۵۷۶	-۳	-۱
میانگین ماهانه گردش سهام	TURN	۱۷۸۰	۰/۱۲۰	۰/۰۷۱	۰	۰/۹۲
تعداد سهامداران نهادی	NUM_INST	۱۷۸۰	۰/۹۹۲	۱/۴۳۵	۰	۹
تغییرات غیرمنتظره سود	SUE	۱۷۸۰	-۳/۴۴۱	۲/۵۷۶	-۱۰/۵۴	۰/۹۸
کل اقلام تعهدی	ACC	۱۷۸۰	-۰/۰۰۲	۰/۳۹۸	-۲/۱۴۲	۱/۹۱۶
سن شرکت	AGE	۱۷۸۰	۸۹/۶۰۰	۲۹/۹۸۵	۳۰/۳۳	۱۸۳
اهرم	LEV	۱۷۸۰	۰/۵۹۱	۰/۲۱۷	۰/۰۵	۱/۵۵
سود منفی	NEARN	۱۷۸۰	۰/۱۹۴	۰/۳۹۵	۰	۱

بخش ب- متغیرهای فرضیه‌های سوم و چهارم

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری	THELD	۱۷۸۰	۰/۷۰۸	۱/۶۰۹	۰	۸
ارزش دفتری به بازار	BEME	۱۷۸۰	-۰/۹۲۲	۰/۹۴۶	-۸/۲۹	۱۴
بازده انباشته خرید و نگهداشت	PAST_RET	۱۷۸۰	۰/۳۶۴۳	۰/۹۲۲	-۰/۵۱	۴/۵۵
راهبرد ارزشی	VALUE	۱۷۸۰	۰/۳۴۵	۰/۴۷۵	۰	۱
راهبرد حرکتی	PAST_WINNER	۱۷۸۰	۰/۲۹۳	۰/۴۵۵	۰	۱
کیفیت اقلام تعهدی	AQ	۱۷۸۰	-۱/۰۹۸	/۹۲۸۲	-۴/۷۱۰	-۰/۰۰۱
ارزش بازار سهام	MVE	۱۷۸۰	۲/۵۹۶	۰/۱۲۰	۲/۴۳۰	۲/۸۶۷
حساسیت بازده سهام به بازده بازار	BETA	۱۷۸۰	۰/۸۶۹	۰/۸۵۴	-۱/۶۶	۱/۸۹۴
ریسک غیر سیتماتیک	IRISK	۱۷۸۰	-۱/۵۷۴	۰/۸۷۷	-۳/۶۰۰	-۰/۰۲۳
میانگین ماهانه گردش سهام	TURN	۱۷۸۰	۰/۰۱۲	۰/۰۷۱	۰	۰/۹۲۰
تعداد سهامداران نهادی	NUM_INST	۱۷۸۰	۱/۰۲۲	۱/۶۹۲	۰	۲۳
تغییرات غیرمنتظره سود	SUE	۱۷۸۰	-۲/۷۶۹	۲/۹۳۵	-۱۰/۵۳۹	۰/۸۵۶
کل اقلام تعهدی	ACC	۱۷۸۰	۰/۱۵۳	۱/۴۲۴	-۳/۱۰۵	۱۰/۲۳۹
سن شرکت	AGE	۱۷۸۰	۶۵/۶۰۰	۲۹/۹۸۵	۶/۳۳	۱۵۹
اهرم	LEV	۱۷۸۰	۰/۵۹۳	۰/۲۰۶	۰/۱۱۰	۱/۱۸۸
سود منفی	NEARN	۱۷۸۰	۰/۱۷۹	۰/۳۸۳	۰	۱

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۳) بخش الف، مربوط به فرضیه‌های اول و دوم پژوهش است و آمار توصیفی متغیرهای مربوط به این دو فرضیه را نشان می‌دهد. میانگین بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، عدد ۱۴/۰۲۳۹ درصد و کمینه صفر و بیشینه ۹۵/۴۳ درصد است. در مقایسه، میانگین درصد غیر بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا عدد ۱/۱۱۰۸ و کمینه و بیشینه به ترتیب صفر و ۵۹/۳۱ درصد است. این اختلاف نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای در موقعیت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شرکت می‌کنند و در حقیقت، آن‌ها مدیریت فعال برای سبد سهام خود دارند و در آن دسته از راهبردهای معاملاتی شرکت می‌کنند که نیاز به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری با درصد وزنی بالا در شرکت‌ها دارد. بخش ب جدول، مربوط به آمار توصیفی متغیرهای فرضیه‌های سه و چهار پژوهش است. میانگین متغیر زمان نگهداشت پرتفوی ۰/۷۰۸ فصل و کمینه و بیشینه آن صفر و هشت فصل است.

جدول (۴) همچنین نتایج آمار توصیفی متغیرهای وابسته استفاده شده در این پژوهش را، قبل از آنکه این متغیرها به مقیاس [۹ و ۰) تبدیل شوند نشان می‌دهد.

در ادامه، جدول (۵) نمونه را بر اساس بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (بخش الف) و همچنین زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری آن‌ها (بخش ب)، به دو دسته تقسیم و اطلاعاتی در مورد آمار توصیفی متغیرها ارائه می‌دهد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

جدول (۴). نتایج آمار توصیفی حاصل از تقسیم نمونه بر اساس بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا و زمان نگهداشت پرتفوی

بخش الف- آمار توصیفی به تفکیک TRA_BET بالا و TRA_BET پایین[1]

		بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاران نهادی گذرا - بالا		بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاران نهادی گذرا - پایین	
متغیر	نماد متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی	POOR_AQ	۰/۰۱۳	۰/۴۶۴۶	-۰/۰۰۴	۰/۴۵۶
راهبرد ارزشی	VALUE	۰/۲۷۲	۰/۴۴۵	۰/۳۶۳	۰/۴۸۱
راهبرد حرکتی	PAST_WINNER	۰/۳۷۰	۰/۴۸۳	۰/۳۳۱	۰/۴۷۱
ارزش بازار	MVE	۲/۹۰۳	۱/۹۳۰	۲/۹۴۳	۲/۱۶۹
حساسیت بازده سهام به بازده بازار	BETA	۶/۸۴۹	۲/۲۶۰	۶/۷۶۶	۶/۶۳۶
ریسک غیر سیستماتیک	IRISK	۲/۷۷۶	۲/۷۳۹	۳/۰۶۳	۲/۹۱۲
میانگین ماهانه گردش سهام	TURN	۰/۰۷۰	۰/۶۱۷	۰/۰۸۴	۰/۵۶۰
تعداد سهامداران نهادی	NUM_INST	۱/۰۲۱	۱/۲۰۴	۰/۹۴۱	۱/۴۱۹
تغییرات غیر منتظره سود	SUE	۵/۵۵۵	۲/۱۶۱	۵/۷۰۴	۲/۲۴۷
کل اقلام تعهدی	ACC	۴/۹۰۸	۰/۸۹۳	۴/۹۴۷	۰/۹۶۱
سن شرکت	AGE	۳/۷۳۳	۲/۰۵۸	۳/۲۸۵	۱/۸۹۵
اهرم	LEV	۳/۲۹۳	۱/۴۸۸	۲/۹۸۷	۱/۴۷۲
سود منفی	NEARN	۰/۱۹۹	۰/۳۹۹	۰/۱۹۲	۰/۳۹۴

بخش ب- آمار توصیفی به تفکیک THELD بالا و THELD پایین

۱ منظور از مقدار بالا و پایین این متغیر، به ترتیب مقادیر بالاتر و پایین تر از میانگین این متغیر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

متغیر	نماد متغیر	زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری بالا		زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری پایین	
		میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی	POOR_AQ	۰/۲۷۸	۰/۴۴۸	۰/۳۰۷	۰/۴۶۱
راهبرد ارزشی	VALUE	۰/۳۲۹	۰/۴۷۰	۰/۳۵۱	۰/۴۷۷
راهبرد حرکتی	PAST_WINNER	۰/۲۷۸	۰/۴۴۸	۰/۲۹۹	۰/۴۵۸
ارزش بازار	MVE	۳/۴۸۲	۲/۷۲۶	۳/۲۲۰	۲/۷۷۰
حساسیت بازده سهام به بازده بازار	BETA	۶/۳۵۴	۲/۷۲۰	۶/۶۷۹	۲/۲۰۶
ریسک غیر سیستماتیک	IRISK	۵/۲۳۱	۲/۵۰۱	۵/۱۱۶	۲/۴۱۳
میانگین ماهانه گردش سهام	TURN	۰/۰۹۴	۰/۴۷۸	۰/۱۱۲	۰/۷۰۹
تعداد سهامداران نهادی	NUM_INST	۰/۳۰۵	۰/۷۰۲	۰/۱۸۴	۰/۶۹۹
تغییرات غیر منتظره سود	SUE	۶/۶۸۷	۲/۴۳۷	۶/۱۷۴	۲/۶۷۶
کل اقلام تعهدی	ACC	۲/۰۴۷	۰/۷۳۸	۲/۰۶۳	۱/۰۲۱
سن شرکت	AGE	۳/۱۹۱	۳/۰۱۷	۳/۴۶۳	۳/۳۵۷
اهرم	LEV	۴/۱۵۲	۱/۷۴۴	۳/۹۴۱	۱/۹۵۳
سود منفی	NEARN	۰/۱۵۹	۰/۳۶۶	۰/۱۸۶	۰/۳۸۹

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج بخش (الف)، شرکت‌های با درصد بالای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، دارای میانگین کیفیت گزارشگری مالی ضعیف‌تری هستند (عدد ۰/۰۱۳۹ در مقایسه با ۰/۰۰۴۹-)؛ اگرچه، این سؤال به وجود می‌آید که این سرمایه‌گذاران کدام‌یک از راهبردها را اتخاذ می‌کنند که منجر به ایجاد چنین موقعیت‌های سرمایه‌گذاری بالایی در شرکت‌های با کیفیت پایین گزارشگری مالی است. از طرفی شرکت‌های با درصد بالاتر سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، نسبت به شرکت‌های با درصد پایین سرمایه‌گذاری، دارای مقدار متغیر راهبرد حرکتی بالاتر هستند (عدد ۰/۳۷۰۱ در مقایسه با ۰/۳۳۱۶) و مقدار راهبرد ارزشی آن‌ها کمتر است (عدد ۰/۲۷۲۷ در مقایسه با ۰/۳۶۳۴). این شرکت‌ها از نظر ابعاد دیگر نیز متفاوت هستند؛ مانند ارزش بازار پایین‌تر، مقادیر عدم اطمینان (مقدار کمتر BETA و بالاتر IRIS) و مقدار کمتر AGE، نقدینگی کمتر (TURN)، مالکان نهادی بیشتر، اقلام تعهدی کمتر، شوک‌های سود سال جاری بیشتر و شرکت‌های پرمخاطره‌تر از دیدگاه یک شخص معقول و محتاط.

در بخش (ب) نیز اختلاف‌هایی با توجه به کیفیت گزارشگری مالی دیده می‌شود. شرکت‌های با زمان نگهداشت کمتر، کیفیت گزارشگری مالی ضعیف‌تری دارند؛ همچنین برای این شرکت‌ها، مقدار عددی راهبرد ارزشی و راهبرد حرکتی، بیشتر است.

جدول (۵) تجزیه‌وتحلیلی برای پیش‌بینی فرضیه‌هاست تا بررسی گردد که آیا کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، موقعیت‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا را به صورتی متفاوت در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

راهبردهای ارزشی و حرکتی تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ این نوع تحلیل در پژوهش ازآن‌جهت مفید است که بخش الف جدول (۴) نشان می‌دهد که به خاطر مزایای عدم شفافیت اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا سهام با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی را ترجیح می‌دهند؛ بنابراین جدول (۵) کمک می‌کند تا درکی صحیح از ارتباط بین "میزان ترجیح کیفیت ضعیف گزارشگری مالی توسط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا" و "مشخصه‌هایی از شرکت که به هزینه‌های نگهداشت سرمایه‌گذاری مربوط‌اند"، به وجود بیاید.

جدول (۵). نتایج آمار توصیفی نمونه به تفکیک کیفیت گزارشگری مالی و راهبردهای معاملاتی

بخش الف- مقادیر میانگین درصدهای بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا بر اساس راهبردهای معاملاتی و کیفیت گزارشگری مالی

متغیر	راهبرد ارزشی = ۱ (۱)	راهبرد ارزشی = ۰ (۲)	راهبرد حرکتی = ۱ (۳)	راهبرد حرکتی = ۰ (۴)
کیفیت گزارشگری مالی ضعیف	۱۰/۳۰۷	۱۴/۳۷۵	۱۱/۶۰۷	۱۶/۰۵۱
کیفیت گزارشگری مالی متوسط	۱۱/۴۲۸	۱۵/۶۷۵	۱۵/۱۳۱	۱۳/۸۲۵
کیفیت گزارشگری مالی خوب	۸/۳۷۰	۱۷/۱۷۶	۱۴/۷۳۹	۱۵/۲۵۹

بخش ب- مقادیر میانگین زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری بر اساس راهبردهای معاملاتی و کیفیت گزارشگری مالی

متغیر	راهبرد ارزشی = ۱ (۱)	راهبرد ارزشی = ۰ (۲)	راهبرد حرکتی = ۱ (۳)	راهبرد حرکتی = ۰ (۴)
کیفیت گزارشگری مالی ضعیف	۰/۶۰۷	۰/۶۵۱	۰/۳۹۹	۰/۶۹۳
کیفیت گزارشگری مالی متوسط	۱/۸۱۴	۰/۶۶۰	۰/۶۸۹	۰/۷۶۲
کیفیت گزارشگری مالی خوب	۰/۸۶۲	۰/۶۴۶	۰/۶۵۴	۰/۷۶۷

منبع: یافته‌های پژوهش

بخش الف از جدول (۵)، نمونه را هم‌زمان بر اساس کیفیت گزارشگری مالی و راهبردهای معاملاتی تقسیم‌بندی کرده و مقادیر میانگین متغیر بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در این چهار دسته را ارائه داده است. ستون‌های (۱) و (۲) نشان می‌دهند زمانی که کیفیت گزارشگری مالی ضعیف است، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا بزرگ‌ترین درصد سرمایه‌گذاری پرتفوی خود را در شرکت‌های با راهبرد ارزشی صفر قرار می‌دهند تا راهبرد ارزشی برابر با یک (عدد ۱۴/۳۷۵۲ در مقایسه با ۱۰/۳۰۷۰). همچنین زمانی که کیفیت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

گزارشگری مالی خوب است، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا بیشترین سهم سرمایه‌گذاری خود را در شرکت‌های با راهبرد ارزشی صفر اتخاذ می‌کنند تا راهبرد ارزشی یک (عدد ۱۷/۱۷۶۸ در مقایسه با ۸/۳۷۰۲). این نتایج در حالت ضعیف بودن کیفیت گزارشگری مالی، با فرضیه اول سازگار است؛ اما برای بخش دوم (در حالت کیفیت گزارشگری مالی قوی)، نتایج با فرضیه اول سازگار نیستند.

ستون‌های (۳) و (۴) تجزیه‌وتحلیلی موازی و مشابه برای راهبرد حرکتی فراهم می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی گذرا بیشتر خواهان آن هستند که در شرایط کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، بالاترین درصد سهم پرتفوی سرمایه‌گذاری خود را در شرکت‌های با راهبرد حرکتی داشته باشند تا دیگر شرکت‌ها (عدد ۱۱/۶۰۷۰ در مقایسه با ۱۶/۰۵۱۹). این نتیجه با فرضیه دوم این پژوهش ناسازگار است. همچنین در شرایط کیفیت گزارشگری مالی خوب، بالاترین درصد سهم پرتفوی سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در شرکت‌های با راهبرد حرکتی است (۱۵/۲۵۹۷ درصد در مقایسه با ۱۴/۷۳۹۴ درصد).

بخش ب جدول (۵) نیز شواهدی از میانگین مقدار زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در شرایط تقسیم‌بندی نمونه بر مبنای فوق فراهم می‌کند. ستون‌های (۱) و (۲) نشان می‌دهند که در بین شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی ضعیف، زمان نگهداشت در شرکت‌های با راهبرد ارزشی یک کمتر از شرکت‌های با راهبرد ارزشی صفر است (۰/۶۰۷۳ در مقایسه با ۰/۶۵۱۵) که با فرضیه سوم پژوهش ناسازگار است و برای کیفیت خوب گزارشگری نیز برخلاف حالت نخست است (۰/۸۶۲۲ در مقایسه با ۰/۶۴۶۴). با توجه به ستون‌های (۳) و (۴) زمانی که کیفیت گزارشگری مالی ضعیف است، زمان نگهداشت برای شرکت‌های با راهبرد حرکتی کمتر از دیگر شرکت‌های با راهبرد حرکتی صفر است (۰/۳۹۹۰ در مقایسه با ۰/۶۹۳۵) که با فرضیه چهارم پژوهش سازگار است؛ همچنین برای شرکت‌های با کیفیت خوب گزارشگری مالی نیز، زمان نگهداشت برای شرکت‌های با راهبرد حرکتی، کوچک‌تر از سایر شرکت‌ها است (عدد ۰/۶۵۴۳ در مقایسه با ۰/۷۶۷۹) که پیش‌بینی صحیحی در شرایط کیفیت خوب گزارشگری مالی به دست نمی‌دهد.

۸-۲- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

۸-۲-۱- نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم

همان‌طور که پیشتر گفته شد، به پیروی از پژوهش بوشی و همکاران (۲۰۱۹)، برای بررسی فرضیه‌های اول و دوم پژوهش از مدل (۱) استفاده شده است. با توجه به اینکه در مدل (۱) اثرات فصل و صنعت در نظر گرفته شده‌اند، برای برازش مدل، از رگرسیون چندگانه به روش اثرات ثابت استفاده شده است. قبل از ارائه نتایج، به بررسی فرض‌های کلاسیک رگرسیون خطی در مدل

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

(۱) می‌پردازیم. به‌منظور آزمون فرض همسانی واریانس در داده‌های ترکیبی، از آزمون والد تعدیل شده[1] استفاده شده است. با توجه به‌احتمال آماره خی دو (۰/۰۰۰۰) فرض صفر همسانی واریانس رد شده و مدل با مشکل ناهمسانی واریانس اجزای اخلال مواجه است. همچنین، برای بررسی فرض عدم خودهمبستگی اجزای اخلال، آزمون وولدریج[2] مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به معناداری آماره اف آزمون وولدریج (۰/۰۰۱۳)، مدل (۱) با مشکل خودهمبستگی اجزای اخلال مواجه است.

برای رفع هم‌زمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی باقیمانده‌ها، مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته[3] برازش گردیده است. آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس[4]، برای متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم نیز انجام گردید و با در نظر گرفتن مقادیر کمتر از ده، عدم وجود همخطی برای برخی از متغیرها اثبات گردید. آن دسته از متغیرها که همخطی داشتند نیز درصورتی‌که متغیر کنترلی بودند حذف شده‌اند و همخطی متغیرهای مستقل اصلی با روش تمرکززدایی رفع گردیده است.

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر، داده‌های فصلی در پنج سال جمع‌آوری شده‌اند، دوره زمانی برابر با ۲۰ فصل است. لذا انجام آزمون مانایی متغیرها لازم می‌باشد. برای آزمون مانایی، آزمون لوین لین و چو[5] برای تک تک متغیرها انجام شده است. داده‌های مانای دارای تفاضل مرتبه اول به شرح جدول (۶) بودند:

جدول (۶). متغیرهای مانا در اولین تفاضل

متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم			
RTURN	POOR_AQ*VALUE	NEARN	POOR_AQ*RTURN

برای هم انباشتگی نیز از آزمون پدرونی[6] برای متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم استفاده گردید که با توجه به معناداری آماره (۰/۰۰۰۰)، هم جمعی بین داده‌ها وجود داشته و مدل‌ها قابل برازش بودند.

نتایج حاصل از برازش مدل (۱)، به‌صورت جدول (۷) می‌باشد که در آن، مقدار ضرایب متغیرهای مستقل و معناداری آن‌ها آورده شده است و آماره اف عدد (۰.۰۰۰۰) است که نشان از معناداری کلی مدل است. ضرایب متغیرهای راهبرد ارزشی و حرکتی (۲/۸۸۹۵- و ۳/۱۶۴۵)

1 Modified Wald Test
2 Wooldrige
3 Generalized Least Squares (GLS)
4 Variance Inflation Factor (VIF)
5 Levin, Lin & Chui
6 Pedroni

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

در سطح پنج درصد معنادار هستند و نشان می‌دهند که هر چه شرکتی، مشخصات راهبرد ارزشی (نسبت ارزش دفتری به بازار) بیشتری داشته باشد، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، آن شرکت را در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود کمتر قرار می‌دهند و هرچه شرکت شرایط راهبرد حرکتی بیشتری داشته باشد (بازده خرید و نگهداشت بالاتر)، آن شرکت در پرتفوی سرمایه‌گذاری این سرمایه‌گذاران آورده می‌شود و تمایل آن‌ها به اتخاذ راهبرد حرکتی بیشتر است. با واردکردن متغیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، ضرایب تغییر می‌نمایند (۶/۶۵۰۵- و ۳/۶۶۲۳-).

جدول (۷). نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره	معناداری ضرایب
عرض از مبدأ	cons	۹/۱۴۴	۴/۲۱۰	۰/۰۳۰	۰/۰۳۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی* راهبرد ارزشی	Pooraq*value	-۶/۶۵۰	۲/۵۵۵	-۲/۶۰	۰/۰۰۹
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی* راهبرد حرکتی	Pooraq*past_winner	-۳/۶۶۲	۲/۴۵۳	-۱/۴۹	۰/۱۳۵
راهبرد ارزشی	value	-۲/۸۸۹	۱/۳۱۰	-۲/۲۰	۰/۰۲۸
راهبرد حرکتی	past_winner	۳/۱۶۴	۱/۳۵۰	۲/۳۴	۰/۰۱۹
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی	pooraq	۸/۸۴۶	۴/۴۲۶	۲/۰۰	۰/۰۴۶
ارزش بازار سهام شرکت	rmve	-۰/۴۳۶	۰/۲۷۳	-۱/۶۰	۰/۱۱۰
حساسیت بازده سهم نسبت به بازده بازار	rbeta	۰/۰۳۸	۰/۲۲۵	۰/۱۷	۰/۸۶۳
ریسک غیر سیستماتیک	ririsk	-۰/۲۷۳	۰/۱۹۰	-۱/۴۳	۰/۱۵۲
میانگین ماهانه گردش سهام	rturn	-۱/۰۴۵	۰/۹۴۹	-۱/۱۰	۰/۲۷۱
تعداد سهامداران نهادی شرکت	rnum_inst	۰/۰۷۹	۰/۴۱۷	۰/۱۹	۰/۸۴۹
تغییرات غیرمنتظره سود	rsue	۰/۲۸۲	۰/۲۵۵	۱/۱۱	۰/۲۶۸
کل اقلام تعهدی شرکت	racc	-۰/۳۴۴	۰/۵۵۸	-۰/۶۲	۰/۵۳۷
اهرم شرکت	rlev	۰/۴۶۵	۰/۳۷۵	۱/۲۴	۰/۲۱۵
تعداد فصل‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار عضو شده است	rage	۱/۴۰۰	۰/۲۹۱	۴/۸۰	۰/۰۰۰
درآمد قبل از اقلام غیرمترقبه منفی	nearn	-۱/۴۸۲	۱/۳۷۳	-۱/۰۸	۰/۲۸۰
درصد غیر بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	tranobet1	۱/۱۲۵	۰/۱۰۷	۱۰/۴۳	۰/۰۰۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * ارزش بازار سهام شرکت	poor_aq*rmve	-۰/۱۱۸	۰/۶۲۴	-۰/۱۹	۰/۸۵۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * ریسک غیر سیستماتیک	poor_aq*ririsk	۰/۴۸۲	۰/۴۲۹	۱/۱۲	۰/۲۶۲
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * میانگین ماهانه گردش سهام	poor_aq*rturn	-۰/۹۱۹	۱/۸۵۶	-۰/۵۰	۰/۶۲۰

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * تعداد سهامداران نهادی شرکت	poor_aq*rnum_inst	۰/۰۶۵	۰/۸۸۱	۰/۰۷	۰/۹۴۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * اهرم شرکت	poor_aq*rlev	-۱/۳۰۷	۰/۸۴۳	-/۵۵	۰/۱۲۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * تعداد فصل‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار عضو شده است	poor_aq*rage	-۰/۵۱۳	۰/۵۹۸	-۰/۸۶	۰/۳۹۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * درآمد قبل از اقلام غیرمترقبه منفی	poor_aq*nearn	-۳/۰۸۲	۳/۰۴۲	-۱/۰۱	۰/۳۱۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * درصد غیر بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	poor_aq*tranobet	-۰/۰۵۹	۰/۲۳۵	-۰/۲۵	۰/۸۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

در حقیقت، برای شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، برای سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، ترجیحی در اتخاذ هیچ‌یک از راهبردهای حرکتی و ارزشی وجود ندارد و میزان اتخاذ راهبرد ارزشی در پرتفوی سرمایه‌گذاری‌شان به‌مراتب کمتر خواهد بود. ضریب مثبت کیفیت ضعیف گزارشگری مالی نیز نشان‌دهنده آن است که هر چه کیفیت گزارشگری مالی ضعیف‌تر شود، درصد قرار گرفتن آن شرکت در پرتفوی سرمایه‌گذاران نهادی گذرا بیشتر خواهد بود. از طرفی، با توجه به معنادار نبودن متغیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * راهبرد حرکتی نمی‌توان به‌صورت قطعی در ارتباط با راهبرد حرکتی در زمان کیفیت ضعیف گزارشگر مالی اظهارنظر نمود. بر اساس فرضیه‌های اول و دوم، انتظار می‌رود که اتخاذ راهبرد ارزشی در زمان کیفیت ضعیف گزارشگری مالی کمتر از راهبرد حرکتی باشد و ضرایب به ترتیب منفی و مثبت باشند؛ که با توجه به نتایج و معناداری هریک از این ضرایب، برای راهبرد ارزشی فرضیه (اول) تأیید و برای راهبرد حرکتی فرضیه (دوم) رد می‌شود.

۲-۲-۸- نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

همان‌طور که پیشتر گفته شد، به پیروی از پژوهش بوشی و همکاران (۲۰۱۹)، برای بررسی فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش از مدل (۲) استفاده شده است. با توجه به اینکه در مدل (۲) اثرات فصل و صنعت در نظر گرفته شده‌اند، برای برازش مدل، مجدداً از رگرسیون چندگانه به روش اثرات ثابت استفاده شده است. قبل از ارائه نتایج، به بررسی فرض‌های کلاسیک رگرسیون خطی در مدل (۲) می‌پردازیم. به‌منظور آزمون فرض همسانی واریانس در داده‌های ترکیبی، از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. با توجه به‌احتمال آماره خی دو (۰/۰۰۰۰) فرض صفر همسانی واریانس رد شده و مدل با مشکل ناهمسانی واریانس اجزای اخلال مواجه است. همچنین،

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

برای بررسی فرض عدم خودهمبستگی اجزای اخلال، آزمون وولدریج مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به معناداری آماره اف آزمون وولدریج (۰/۰۰۱۵)، مدل (۲) با مشکل خودهمبستگی اجزای اخلال مواجه است.

مانند فرضیه‌های اول و دوم، برای رفع هم‌زمان ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی باقیمانده‌ها، مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته برازش گردیده است. آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس، برای متغیرهای فرضیه‌های سوم و چهارم نیز انجام گردید و با در نظر گرفتن مقادیر کمتر از ده، عدم وجود همخطی برای برخی از متغیرها اثبات گردید. به طریقی مشابه، آن دسته از متغیرها که همخطی داشتند نیز درصورتی‌که متغیر کنترلی بودند حذف شده‌اند و همخطی متغیرهای مستقل اصلی با روش تمرکززدایی رفع گردیده است.

با توجه به اینکه در فرضیه‌های سوم و چهارم نیز، داده‌های فصلی در ۵ سال جمع‌آوری شده‌اند، دوره زمانی برابر با ۲۰ فصل است. لذا انجام آزمون مانایی متغیرها لازم می‌باشد. برای آزمون مانایی، آزمون لوین، لین و چو برای تک تک متغیرها انجام شده است. داده‌های مانای دارای تفاضل مرتبه اول به شرح جدول (۸) بودند:

جدول (۸). متغیرهای مانا در اولین تفاضل

متغیرهای فرضیه‌های سوم و چهارم			
RBETA	RTURN	RNUM_INST	NEARN
POOR_AQ*RTURN	POOR_AQ*NUMINST	POOR_AQ*NEARN	

برای هم انباشتگی نیز از آزمون پدرونی برای متغیرهای کلیه فرضیه‌ها استفاده گردید که با توجه به معناداری آماره (۰/۰۰۰۰)، هم جمعی بین داده‌ها وجود داشته و مدل‌ها قابل برازش بودند.

نتایج حاصل از آزمون مدل (۲)، به‌صورت جدول (۹) می‌باشد. آماره اف عدد (۰.۰۰۰۰) است که نشان از معناداری کلی مدل است. متغیرهای راهبرد ارزشی و حرکتی (۰/۳۳۵۷ و ۰/۰۷۵۳-) هستند که راهبرد ارزشی معنادار و راهبرد حرکتی بی‌معنی است. برخلاف نتایج مدل (۱)، ضریب راهبرد حرکتی منفی و ضریب راهبرد ارزشی مثبت است که نشان‌دهنده آن است که در شرایط عادی، در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی، زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی کمتر خواهد بود. به ترتیب عکس، برای راهبرد ارزشی، زمان نگهداشت بیشتر است. با اضافه شدن اثر متغیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، ضرایب تغییر می‌نمایند (۰/۲۵۰۸- و ۰/۳۴۲۳). در حقیقت، برای شرکت‌های با کیفیت ضعیف‌تر گزارشگری مالی، زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در زمان اتخاذ هردوی راهبردهای ارزشی و حرکتی کمتر می‌شود. مثبت و معنادار نبودن ضریب متغیر مستقل کیفیت ضعیف گزارشگری

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

مالی*راهبرد ارزشی، نشان‌دهنده رد فرضیه سوم پژوهش است. همچنین منفی و معناداری ضریب متغیر مستقل کیفیت ضعیف گزارشگری مالی*راهبرد حرکتی، تأییدکننده فرضیه چهارم پژوهش است. ضریب کیفیت ضعیف گزارشگری مالی مثبت است که نشان می‌دهد، با ضعیف‌تر شدن کیفیت گزارشگری مالی، زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد که برخلاف پیش‌بینی‌های این پژوهش بوده است.

جدول (۹). نتایج آزمون مدل (۱) – فرضیه‌های سوم و چهارم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره	معناداری ضرایب
عرض از مبدأ	cons	۰/۹۳۷	۰/۲۱۰	۴/۴۶	۰/۰۰۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی* راهبرد ارزشی	Pooraq*value	-۰/۲۵۰	۰/۱۷۶	-۱/۴۲	۰/۱۵۶
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی* راهبرد حرکتی	Pooraq*past_winner	-۰/۳۴۲	۰/۱۷۲	-۱/۹۸	۰/۰۴۷
راهبرد ارزشی	value	۰/۲۳۵	۰/۰۹۳	۲/۵۲	۰/۰۱۲
راهبرد حرکتی	past_winner	-۰/۰۷۵	۰/۰۹۷	-۰/۷۷	۰/۴۴۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی	pooraq	۰/۹۱۶	۰/۳۶۴	۲/۵۲	۰/۰۱۲
ارزش بازار سهام شرکت	rmve	-۰/۰۲۳	۰/۰۲۲	-۱/۰۱	۰/۳۱۰
حساسیت بازده سهم نسبت به بازده بازار	rbeta	-۰/۱۰۵	۰/۰۲۰	-۵/۰۷	۰/۰۰۰
ریسک غیر سیستماتیک	ririsk	-۰/۰۰۹	۰/۰۱۸	-۰/۵۴	۰/۵۸۶
میانگین ماهانه گردش سهام	rturn	۰/۰۵۳	۰/۰۶۵	۰/۸۲	۰/۴۱۰
تعداد سهامداران نهادی شرکت	rnum_inst	۰/۵۹۳	۰/۸۰۶	۷/۳۶	۰/۰۰۰
تغییرات غیرمنتظره سود	rsue	۰/۱۰۲	۰/۰۲۲	۴/۶۳	۰/۰۰۰
کل اقلام تعهدی شرکت	racc	-۰/۰۱۲	۰/۰۳۶	-۰/۳۵	۰/۷۳۰
اهرم شرکت	rlev	۰/۰۳۸	۰/۰۲۴	۱/۶۱	۰/۱۰۷
تعداد فصل‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار عضو شده است	rage	-۰/۰۹۱	۰/۰۲۳	-۳/۹۳	۰/۰۰۰
درآمد قبل از اقلام غیرمترقبه منفی	nearn	-۰/۲۱۹	۰/۱۱۳	-۱/۹۳	۰/۰۵۴
درصد غیر بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	tranobet1	۰/۰۱۸	۰/۰۰۶	۳/۰۰	۰/۰۰۳
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * ارزش بازار سهام شرکت	poor_aq*rmve	۰/۱۴۶	۰/۰۴۲	۳/۴۳	۰/۰۰۱
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * حساسیت بازده سهم نسبت به بازده بازار	poor_aq*rbeta	-۰/۰۲۱	۰/۰۳۹	-۰/۵۵	۰/۵۸۲
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * میانگین ماهانه گردش سهام	poor_aq*rturn	-۰/۰۸۲	۰/۱۰۸	-۰/۷۶	۰/۴۴۹
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * تعداد سهامداران نهادی شرکت	poor_aq*rnum_inst	-۰/۶۵۸	۰/۱۲۲	-۵/۳۶	۰/۰۰۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * اهرم شرکت	poor_aq*rlev				

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * تغییرات غیرمنتظره سود	poor_aq*rsue	-۰/۱۷۹	۰/۰۴۰	-۴/۴۲	۰/۰۰۰
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * اهرم شرکت	poor_aq*rlev	-۰/۰۷۵	۰/۰۴۵	-۱/۶۷	۰/۰۹۶
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * تعداد فصل‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار عضو شده است	poor_aq*rage	۰/۱۱۰	۰/۰۴۱	۲/۶۷	۰/۰۰۸
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * درآمد قبل از اقلام غیرمترقبه منفی	poor_aq*nearn	۰/۰۶۱	۰/۲۳۳	۰/۲۶	۰/۷۹۷
کیفیت ضعیف گزارشگری مالی * درصد غیر بزرگ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	poor_aq*tranobet	۰/۰۱۲	۰/۰۱۰	۱/۲۱	۰/۲۲۵

منبع: یافته‌های پژوهش

۹- بحث و نتیجه‌گیری

راهبردهای معاملاتی و سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر موردتوجه قرارگرفته‌اند. سرمایه‌گذاران با اتخاذ هر یک از راهبردهای موجود، سعی در بیشینه کردن بازده و کمینه کردن مخاطرات سرمایه‌گذاری‌های خود هستند؛ به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاران شرکت‌ها با نقش بااهمیت در بازار سرمایه هستند، نیاز به بررسی بیشتر دارند.

در پژوهش حاضر نقش کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر انتخاب از بین راهبردهای ارزشی و حرکتی توسط سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصله از داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه‌های اول و دوم نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، تمایل کمتری برای اتخاذ راهبرد ارزشی نسبت به راهبرد حرکتی دارند. این نتیجه با توجه به تعریف این نوع از سرمایه‌گذاران نهادی که دارای پرتفوی با تنوع و گردش بالا هستند، سازگار است. در حقیقت این سرمایه‌گذاران همواره در پی حداکثر کردن منافع خود از طریق اتخاذ راهبردهای کوتاه‌مدت‌تر هستند. این شرایط در زمانی که کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های نمونه ضعیف باشد به‌مراتب تشدید شده است. نتایج نشان دادند که در این حالت، این سرمایه‌گذاران همچنان تمایل بسیار اندکی به اتخاذ راهبرد ارزشی دارند که با فرضیه اول پژوهش سازگار است. برای راهبرد حرکتی، در زمان کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، برخلاف فرضیه دوم، نتایج نشان‌دهنده عدم تمایل این سرمایه‌گذاران به به‌کارگیری این راهبرد بودند که به معنای رد فرضیه دوم است. نتایج حاصله از داده‌ها در آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم نشان می‌دهند که زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی به‌مراتب بیشتر از راهبرد حرکتی است. با توجه به آنکه در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

راهبرد ارزشی برای تصحیح اشتباه قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاران، نیاز به زمان بیشتری نسبت به راهبرد حرکتی است، این نتایج مورد انتظار بوده است.

بوشی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود به تأثیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش‌های آنان نشان داد که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی باعث کاهش میزان سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به سرمایه‌گذاری با اتخاذ راهبرد ارزشی و افزایش سرمایه‌گذاری با راهبرد حرکتی می‌گردد؛ که با نتایج حاصل از فرضیه اول این پژوهش همسو و با نتایج فرضیه دوم نا همسو بوده است. از طرفی دیگر، این پژوهشگران در ادامه پژوهش خود به تأثیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر طول مدت‌زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در زمان اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی بیشتر از راهبرد حرکتی است که با فرضیه سوم این پژوهش مطابقت نداشته و با فرضیه چهارم پژوهش مطابقت دارد.

خلاصه‌ای از نتایج پژوهش حاضر با ترکیبی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری‌ها بیان می‌دارد که در شرایط کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا، با وجودی که تمایلی برای اتخاذ راهبرد ارزشی ندارند، ولی راهبرد حرکتی هم در دسته راهبردهای انتخابی آن‌ها قرار ندارد. از سویی دیگر، در شرایط فوق، هر زمان هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی را اتخاذ کردند، پرتفوی سرمایه‌گذاری خود را فقط تا زمان کوتاهی نگهداری می‌کنند. این نتایج مشابه آن است که گفته شود آن‌ها در این شرایط برای گریز از عدم اطمینان اطلاعاتی ناشی از کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، راهبردی کوتاه‌مدت به‌جز راهبرد حرکتی و مشابه آن را اتخاذ می‌کنند و تمرکز بر برندگان پیشین و بازده‌های خرید و نگهداشت گذشته، تأثیر در پرتفوی آن‌ها نداشته است. همچنین در مجموع، تمایلی نیز به نگهداشت پرتفوی خود در طولانی‌مدت، در زمان اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی ندارند. با توجه به دوره زمانی آزمون فرضیه‌ها، به نظر می‌رسد که یکی از دلایل مهم این بی‌تفاوتی سرمایه‌گذاران نهادی به شرکت‌های باارزش و سرعت عمل در انتخاب و نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری را می‌توان در عدم اطمینان‌ها و آشفتگی‌های بازار در سال‌های ۹۷ و ۹۸ که به تأثیرات تحریم‌های سیاسی – اقتصادی بوده است، جستجو کرده است.

در سال‌های فوق، هجوم فراوان سرمایه‌گذاران حقیقی جدید با سطح دانش مالی مختلف به بازار در بورس، باعث گردید تا انتظار دستیابی به بازده کوتاه‌مدت با کمترین سطح مخاطره به‌شدت تقویت‌شده و رویکرد ذهنی فوق به تمام سرمایه‌گذاران تسری یابد و آن‌ها را به فکر فرار

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های هرچند باارزش و روی آوردن به سرمایه‌گذاری‌های زودبازده انداخته است؛ به‌ویژه زمانی که شناسایی این شرکت‌ها مستلزم وجود اطلاعات قابل‌اتکا بوده که موجود نبوده است و گزارشگری مالی شرکت‌ها در سطحی ضعیف می‌باشد.

۱۰-پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

بنا بر نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، پیشنهادها به شرح زیر است:

۱) با توجه به نتیجه فرضیه‌های اول و دوم مبنی بر آن‌که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا تمایل کمی به اتخاذ راهبرد ارزشی داشته باشند و با توجه به آن‌که در این فرضیه تنها معیار به کار گرفته شده جهت بررسی راهبرد ارزشی، ارزش دفتری به ارزش بازار سهام بوده است، پیشنهاد می‌شود که این سرمایه‌گذاران به هنگام تصمیم جهت اتخاذ راهبرد ارزشی و قبل از آن‌که سهام شرکتی را به خاطر منطبق بودن با راهبرد ارزشی کنار گذارند؛ و همچنین به‌منظور جلوگیری از تصمیم‌گیری اشتباه، از معیارهای دیگری همچون سود هر سهم یا بازده آن سهم به‌عنوان معیاری جهت تشخیص راهبرد ارزشی استفاده نمایند. بعلاوه این سرمایه‌گذاران درصورتی‌که بر اساس کلیه معیارهای فوق، سهام شرکتی را به‌عنوان سهام ارزشی شناسایی نکردند، با توجه به آنکه نتایج فرضیه دوم راهبرد حرکتی را به‌عنوان راهبردی جایگزین برای راهبرد ارزشی نمی‌داند، جهت تصمیم‌گیری به بررسی شرایط سایر راهبردهای حسابداری همچون راهبرد معکوس، تدافعی، تهاجمی و ... بپردازند.

۲) بر اساس یافته‌های فرضیه سوم، مبتنی بر عدم تأثیرگذاری کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری در هنگام اتخاذ راهبرد ارزشی می‌توان مشابه با پیشنهاد اول پیشنهاد نمود که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا قبل از تصمیم برای فروش سهام فوق، به‌جز معیار ارزش دفتری به بازار، از سایر معیارهای گفته شده در قبل نیز استفاده و نتایج را مورد بررسی بیشتری قرار دهند و پس‌ازآن تصمیم‌گیری نمایند.

۳) با توجه به نتایج حاصل از فرضیه چهارم مبنی بر تأثیر فزاینده کیفیت ضعیف گزارشگری مالی به هنگام اتخاذ راهبرد حرکتی بر کوتاه شدن زمان نگهداشت پرتفوی سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا و با توجه به فرضیه دوم که اتخاذ راهبرد حرکتی در این شرایط را برای این سرمایه‌گذاران رد می‌نماید، پیشنهاد می‌شود که قبل

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

از تصمیم برای فروش هر سهم، به بررسی شرایط سایر راهبردهای حسابداری نیز پرداخته شود تا تصمیم‌گیری صحیح‌تری صورت گیرد.

همچنین پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی به شرح زیر است:

۱) فرضیه‌های این پژوهش برای سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت آزمون گردید و پیشنهاد می‌گردد که برای سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت (شاخصی) نیز بر اساس تعریف بوشی (۲۰۰۲) از این سرمایه‌گذاران نهادی آزمون گردد.

۲) فرضیه‌ها به‌جای فصل – شرکت، به‌صورت سال - شرکت و با دوره زمانی بزرگ‌تر از پنج سال آزمون گردد.

۳) به‌منظور محاسبه کیفیت گزارشگری مالی، از شاخص‌های دیگری به‌جز کیفیت اقلام تعهدی مربوط به مدل دیچو و دیچی (۲۰۰۳) مانند مدل‌های هیلی[1] (۱۹۸۵)، مدل جونز[2] (۱۹۹۱)، دچو و همکاران (۱۹۹۵)، کازنیک[3] (۱۹۹۹)، جتر و شیواکومار[4] (۱۹۹۹)، بال و شیواکومار[5] (۲۰۰۵) و مک نیکولز[6] (۲۰۰۲) استفاده شود و مدل‌ها مجدداً آزمون شوند.

۴) به دلیل آن‌که سال‌های ۹۷ و ۹۸ سال‌هایی پر از تنش سیاسی و اقتصادی بوده است، به نظر می‌رسد که می‌توان آزمون‌هایی مجدد برای فرضیه‌های چهارگانه فوق در دو دوره: قبل از سال ۹۷ و بعد از سال ۹۷ (سال‌های ۹۷ و ۹۸) ترتیب داده و نتایج را با یکدیگر مقایسه نمود.

۵) با توجه به آن‌که در این پژوهش، داده‌ها بر اساس بیست صنعت جمع‌آوری شده‌اند و بر روی این داده‌ها آزمون‌ها انجام‌گرفته‌اند، پیشنهاد می‌گردد تا برای هر یک از صنایع فوق به‌صورت جداگانه آزمون‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

محدودیت‌های مربوط به پژوهش نیز به‌صورت زیر است:

۱) داده‌های استفاده شده از صورت‌های مالی برای محاسبه متغیرهای اقلام تعهدی، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و سایر متغیرها از بابت تورم تعدیل نشده است، در صورت تعدیل از این بابت ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

---

1 Healy
2 Jones
3 Kasznik
4 Jeter & Shivakumar
5 Ball & Shivakumar
6 Mcnichols

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

۲) با توجه به این‌که نمونه آماری در این پژوهش بر اساس صنعت انتخاب نگردیده است، ممکن است نتایج این پژوهش در صنایع مختلف متفاوت باشد.
۳) این پژوهش با استفاده از داده‌های شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و در یک بازه زمانی خاص انجام شده است؛ لذا در تعمیم نتایج این پژوهش به سایر دوره‌های زمانی و نیز به شرکت‌های خارج از بورس اوراق بهادار تهران باید بااحتیاط عمل نمود.
۴) یکی از محدودیت‌ها، امکان تأثیر متغیرهای دیگری است که کنترل آن‌ها خارج از دسترس پژوهشگر است و امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند تغییر مقررات دولتی، تغییر قوانین سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان مقام ناظر و شرکت بورس به‌عنوان نهاد اجرایی، جابه‌جایی مدیران، ضعف در سیستم بودجه‌ریزی و ... بازدهی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند و این می‌تواند بر اعتبار درونی و بیرونی پژوهش حاضر خدشه وارد نماید.

۱۱- منابع

امینی، نقی. (۱۳۸۹). **بررسی مومنتوم قیمت و سود و رابطه آن‌ها با یکدیگر در بورس اوراق بهادار تهران**، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

بدری، احمد؛ مریم دولو و فروغ آقاجانی. (۱۳۹۷). منبع ایجاد مومنتوم؛ شواهدی از نحوه تعدیل ریسک، **چشم‌انداز مدیریت مالی** ۳(۲۳): ۳۱-۹.

بدری، احمد؛ و فؤاد فتح الهی. (۱۳۹۳). مومنتوم بازده: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری** ۳(۹): ۲۰-۱.

پورزمانی، زهرا؛ و منا قمری. (۱۳۹۳). ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، **پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی** (۲۱): ۱۱۶-۹۱.

ثقفی، علی؛ و امیرعباس صاحبقرانی. (۱۳۹۲). استراتژی‌های نیروی حرکت، اثبات محتوای اطلاعاتی سود حسابداری، **پژوهش حسابداری** ۳(۱۰): ۴۰-۲۳.

ثقفی، علی؛ و مصطفی عرب مازار یزدی. (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، **پژوهش‌های حسابداری مالی** (۴): ۲۰–۱.

حیدری کرد زنگنه، غلامرضا؛ و زهره عالی‌پور. (۱۳۸۶). **مهندسی فرهنگ خصوصی‌سازی**، تهران، پندار فارس.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

دولو، مریم؛ و مریم تبرسا. (۱۳۹۸). راهبرد حرکتی و منبع آن، **مجله تحقیقات مالی** ۳(۲۲): ۳۴۲-۳۲۰.

ستایش، محمدحسین؛ و مهدی ابراهیمی میمند. (۱۳۹۴). رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه علمی – پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی** (۴۸): ۷۵-۵۳.

سلیمانیان، غلامرضا؛ داریوش فروغی و هادی امیری. (۱۳۹۸). بسط مدل‌های عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای از طریق قیمت‌گذاری عوامل ارزش، مومنتوم و کیفیت سهام، **فصلنامه حسابداری مالی** ۱۱(۴۴): ۶۲-۳۷.

سینایی، حسنعلی؛ و لیلا اژدرپور. (۱۳۹۲). بررسی سودمندی استراتژی‌های شتاب و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی** ۶(۲۱): ۵۰-۲۹.

عبدالباقی، عبدالمجید؛ و محمد حجتی. (۱۳۹۳). بررسی اثربخشی استراتژی مومنتوم مبتنی بر سیگنال‌های بنیادی در تفکیک سهام رشدی- ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **کنفرانس بین‌المللی مدیریت در قرن ۲۱**، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت.

علی نژاد ساروکلائی، مهدی؛ و مریم بحرینی. (۱۳۹۲). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، **فصلنامه علمی پژوهش حسابداری مالی** ۵(۱۹): ۱۰۹-۹۱.

فدایی نژاد محمد اسماعیل؛ و محسن صادقی. (۱۳۸۵). بررسی سودمندی راهبردهای حرکت و معکوس، **پیام مدیریت** ۷(۱۸): ۳۱-۷.

فروغی، داریوش؛ صمدی، سعید و قاسم مؤذنی (۱۳۸۹). مقایسه ریسک سهام رشدی و سهام قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، **مجله پژوهشی حسابداری مالی** ۴(۶): ۸۸-۶۷.

قالیباف اصل، حسن؛ شهرام بابالوئیان و جعفر جولا. (۱۳۸۷). مقایسه بازدهی رشدی با سهام ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه بورس اوراق بهادار** ۳(۸): ۱۳۴-۱۱۱.

موسوی شیری، محمود؛ مهدی صالحی؛ مریم شاکری و عسل بخشیان. (۱۳۹۴). سودآوری استراتژی مومنتوم و تأثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق تهران، **مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار** ۴(۲۵): ۱۲۳-۱۰۷.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

هاشم‌نژاد، علی؛ داور محمدی و شهرام هاشم‌نیا. (۱۳۹۶). رابطه بین راهبردهای تجاری و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **کنفرانس علمی بین‌المللی مدیریت، اقتصاد کاربردی و تجارت**، تابستان، شیراز.

هاشمی، سید عباس؛ و سید احسان حسینی. (۱۳۹۷). سرمایه‌گذاران خبره و راهبرد معاملاتی اقلام تعهدی، **فصلنامه علمی مدیریت دارایی و تأمین مالی** ۴(۲۷): ۴۸-۳۱.

Abarbanell, J., & B. Bushee. (1998), Abnormal returns to a fundamental analysis strategy, **Accounting Review** 73 (1): 19-45.

Andersen, M.L., Y.D. Hong & L. Olsen. (2012). Accruals Quality and Corporate Social Responsibility: The Role of Industry, **Journal of Accounting and Finance** 12(2): 65-79.

Ball, R., & L. Shivakumar. (2005). Earning quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics** 39(1): 83-128.

Barroso, P., & P. Santa-Clara. (2014). Momentum has its moments, **Journal of Financial Economics** 116(1): 111-120.

Bird, R., & C. Lorenzo. (2007). Value enhancement using momentum indicators: the European experience**, International Journal of Managerial Finance** 17(3): 18-32.

Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, **Accounting Review** 73: 305-333.

Bushee, B.J., & T.H. Goodman. (2007). Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns?, **Journal of Accounting Research** 45(2): 289-321.

Bushee, B.J., T.H. Goodman & S.V. Sunder. (2019). Financial Reporting Quality, Investment Horizon, and Institutional Investor Trading Strategies, **Journal of accounting review** 94 (3): 87-112.

Bushman, R., J. Piotroski & A. Smith. (2001). **What Determines Corporate Transparency**?, First draft, September.

Cakici, N., Y. Tang & A. Yan. (2016). Do the size, value, and momentum factors drive stock returns in emerging markets?, **Journal of International Money and Finance**, 69: 179-204.

Dahlquist, M., & H. Hasseltoft. (2020). Economic momentum and currency returns, **Journal of Financial Economics** 1(136): 152-167.

Dechow, P., & I. Dichev. (2003). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors, **The Accounting Review** 77: 35-59.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

Dechow, P., R. Sloan & A. Sweeney. (1995). Detecting earnings management. **Accounting Review** 70(2): 193–225.

Gao, Y., X. Han. Y. Li & X. Xiong. (2021). Investor heterogeneity and omentum-based trading strategies in China, **International Review of Financial Analysis** 3(74): 101-65.

Graham, B., D. Dodd. (1934). **Security Analysis**. New York: McGraw hill.

Healy P.M. (1985). Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. **Journal of Accounting and Economics** 7: 85-107.

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

Jeter, K.R.R., & L. Shivakumar. (1999). The pricing of discretionary accruals'. **Journal of Accounting and Economics** 22:249–281.

Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research** 29(2): 193-228.

Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research** 37(1): 57-81.

Kim, B., & S. Su. (2018). Sentiment-based momentum strategy, **International Review of Financial Analysis** 58(52-68).

La Porta, R., J. Lakonishok, A. Shleifer & R. Vishny. (1997). Good news for value stocks: further evidence on market efficiency, **Journal of Finance** 52(2): 859-874.

Lambert, R., C. Leuz & R. Verrecchia. (2007). Accounting information، disclosure، and the cost of capital, **Journal of Accounting Research** 45: 385-420.

Leivo, H.T., & J. Ptari. (2011). Enhancement of value portfolio performance using momentum and the long-short strategy: The Finnish evidence, **Journal of Asset Management** 11: 401–416.

Li, X., C. Brooks & J. Miffre. (2009).Low-cost momentum strategies, **Journal of Asset Management** 9: 366–379.

Maffett, M. (2012). Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors, **Journal of Accounting and Economics** 54(2-3): 201-220.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]

McNichols, M. (2002). Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, **The Accounting Review** 77(s-1): 61-69

Philip, S., & S. Karthik. (2008). Value and Momentum Strategies: Returns From Risk-Controlled Portfolios, **The Journal of Business and Economic Studies** 14(2): 25-38.

Pontiff, J. (2006). Costly arbitrage and the myth of idiosyncratic risk, **Journal of Accounting and Economics** 42(1-2): 35-52.

Sbir, M. (2021). **Momentum anomaly and performance of the momentum investment strategy in Helsinki Stock Exchange**, Master's thesis, Strategic Finance and Analytics, School of Business and Management.

Sloan, R.G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flow about future earnings?, **The Accounting Review** 7 (3): 289–315.

Yu, L., H.G. Fung & W.K. Leung. (2019). Momentum or contrarian trading strategy: Which one works better in the Chinese stock market, **International Review of Economics & Finance**, 62(3): 87-105.

Zaremba, A., & P. Konieczka. (2015). Are Value, Size and Momentum Premiums in CEE Emerging Markets Only Illusionary?, **Journal of Economics and Finance** 65(1): 84-104.

Zhang, X.F. (2006). Information uncertainty and stock returns, **Journal of Finance** 61(1): 105-137.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1400.13.50.6.3]