

## **The role of financial Reporting Quality on the Tendency of Transient Institutional Investors in Adopting Value and Momentum Trading Strategies**

**Maryam Ebrahimi\***, **Leila Safdarian\*\***,  
**Masoud Fouladi\*\*\***, **Maryam Farhadi\*\*\*\***

Research Paper

### **Abstract**

In recent years, the concept of trading strategies value and Momentum strategies has become important. The present study investigates the role of financial reporting quality on the willingness of short-term institutional investors and the timing of achieving the return of each of the two strategies. Investigating data related to the companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2013 to 2020 indicate that The results indicate that the tendency of transient institutional investors to invest in companies with poor financial reporting decreases during the both value and momentum strategies. Institutional investors also achieve abnormal returns in the momentum strategy faster than value strategy.

**Keywords: Financial Reporting Quality; Value Strategy; Momentum Strategy; Short-Term Institutional Shareholders.**

---

Received: 2021.October.19, Accepted: 2022.February.25.

\*Ph.D. Candidate in Accounting, Mobarakeh Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

\*\* Assistant Prof, Department of Accounting, Mobarakeh Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran (Corresponding Author). E-Mail: L.safdarian@mau.ac.ir

\*\*\* Assistant Prof, Department of Accounting, Shahin Shahr Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

\*\*\*\* Assistant Prof, Department of Accounting, Mobarakeh Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

## نقش کیفیت گزارشگری مالی بر گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در اتخاذ راهبردهای معاملاتی ارزشی و حرکتی

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

مقاله پژوهشی

### چکیده

در سال‌های اخیر، مفهوم راهبردهای معاملاتی ارزشی و حرکتی اهمیت یافته است. در این پژوهش، نقش کیفیت گزارشگری مالی بر تمایل سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت به اتخاذ راهبردهای حرکتی یا ارزشی و همچنین زمان‌بندی دستیابی به بازده هر یک از دو راهبرد گفته شده مورد بررسی قرار می‌گیرد. بررسی داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ نشان داد که میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، در زمان اتخاذ هر دو راهبرد ارزشی و حرکتی کاهش می‌یابد. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی نسبت به زمان اتخاذ راهبرد حرکتی زودتر به بازده‌های غیرعادی دست می‌یابند.

**کلیدواژه‌ها:** کیفیت گزارشگری مالی؛ راهبرد ارزشی؛ راهبرد حرکتی؛ سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۷/۲۷، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۱۲/۰۶.

\* دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: L.safdarian@mau.ac.ir

\*\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

\*\*\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

## ۱. مقدمه

فرضیه بازار کارا تحت سیطره فرض تصمیمات عقلایی سرمایه‌گذاران در مطالعات تجربی بسیاری مورد چالش قرار گرفته است که نتایج آن‌ها بیانگر وجود خلاف قاعده‌هایی است که در تضاد با فرضیه بازار کارا و مالی کلاسیک است [۷]. به عبارتی بر اساس تئوری مالی رفتاری، فرض انسان منطقی که همواره در بهینه‌سازی منافع خود کامیاب است مورد تردید قرار می‌گیرد [۱۹]. تمرکز مالی رفتاری بیشتر بر تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌باشد [۲۲]. در واقع تئوری مالی رفتاری اصلی‌ترین پیش فرض فرضیه بازار کارا یعنی عقلانیت سرمایه‌گذاران را نشانه می‌رود. بسیاری از مدل‌های پیش‌بینی بازده با فرض کارا بودن بازار تدوین شده است که بر اساس آن، افراد به صورت منطقی و عقلایی تصمیم‌گیری می‌کنند؛ اما نتایج پژوهش‌هایی نشان از ناکارایی بازار و به تبع آن نارسایی در مدل‌های پیش‌بینی بازده و تصمیمات اقتصادی غیرمنطقی افراد دارد [۳۹]. ماحصل این عوامل، ظهور راهبردهای معاملاتی جدیدی بوده که از جمله آن‌ها می‌توان به راهبردهای حرکتی<sup>۱</sup> و ارزشی<sup>۲</sup> اشاره نمود. نام راهبرد حرکتی از واژه مومنتوم<sup>۳</sup> گرفته شده است که به معنای عزم حرکت یا نیروی اولیه حرکت است [۴۴]. وقتی قیمت یک دارایی تغییر می‌کند و به ارزش ذاتی خود می‌رسد، حتی اگر دلیلی برای حرکت بیشتر وجود نداشته باشد باز هم قیمت دارایی در همان جهت قبلی برای مدتی به حرکت خود ادامه می‌دهد [۵۰]. این راهبرد در مقابل فرضیه بازار کارا قرار می‌گیرد. در مقابل، راهبرد ارزشی بر اساس تئوری بازار کارا توسط گراهام و داد<sup>۴</sup> (۱۹۳۴) مطرح شده و راهبردی است که در آن اوراق و سهامی که کمتر قیمت‌گذاری شده‌اند برای سرمایه‌گذاری بهتر از اوراقی است که بیشتر قیمت‌گذاری شده‌اند [۲۱]. اساس این راهبرد بر مبنای ارزش آتی یک شرکت است که در آن، سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات موجود و شاخص‌هایی خاص که مهم‌ترین آن‌ها ارزش دفتری به بازار است، به بررسی ارزش آینده یک شرکت در "طولانی‌مدت" می‌پردازند. اشتباه قیمت‌گذاری در این دو راهبرد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مدت‌زمانی که طول می‌کشد تا یک سرمایه‌گذار قیمت‌گذاری اشتباه خود را اصلاح کند. زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری<sup>۵</sup> نامیده می‌شود. از آنجایی که ماهیت راهبرد ارزشی مبتنی بر انتظار سرمایه‌گذاران در درازمدت به‌منظور دستیابی به بازده‌ها می‌باشد، زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری در این راهبرد نیز طولانی خواهد بود. همچنین در راهبرد حرکتی، از آن جهت که سرمایه‌گذاران بر اساس روند بازدهی پیشین در کوتاه‌مدت اصلاح قیمت را انجام داده و تصمیم‌گیری می‌کنند، زمان نگهداشت سرمایه‌گذاری کوتاه است. اتخاذ هر یک از راهبردهای یاد شده نیاز به وجود اطلاعاتی با کیفیت و قابل اتکاست که

<sup>1</sup> Momentum Strategy

<sup>2</sup> Value Strategy

<sup>3</sup> Momentum

<sup>4</sup> Graham & Dadd

<sup>5</sup> Holding Time

بتوان از آن‌ها به صورتی مطمئن استفاده نمود. گزارشگری مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا می‌کند [۳۲]؛ بنابراین پیش‌بینی می‌شود که یک سرمایه‌گذار با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، در زمان تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار یک شرکت، در صورت ضعیف بودن کیفیت گزارشگری مالی آن شرکت، به دلیل آن‌که اطلاعات این گزارش‌ها برای تجزیه و تحلیل‌های بنیادی ابزاری مناسب نخواهند بود، تمایلی به اتخاذ راهبرد ارزشی نخواهد داشت. حال در شرایطی که گزارشگری مالی شرکت‌ها ضعیف باشد، عدم تمایل سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت به اتخاذ راهبرد ارزشی به مراتب بیشتر شده و آن‌ها به راهبردهای زود بازده‌تر و از آن جمله راهبرد حرکتی تمایل بیشتری پیدا می‌کنند. در بین این سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران نهادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در میان تمام سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاری فردی می‌باشند، زیرا آن‌ها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می‌باشند و آگاه‌تر از دیگران هستند. هر چه کیفیت گزارشگری مالی ضعیف باشد، آن دسته از تصمیمات که وابستگی بیشتری به گزارش‌های مالی دارند، بیشتر تحت تأثیر قرار می‌گیرند. از این‌رو، سرمایه‌گذاران نهادی در زمان تصمیم برای اتخاذ راهبرد ارزشی که نیاز به اطلاعات موجود در گزارشگری مالی شرکت‌ها جهت انجام تحلیل‌های بنیادی دارد، زمان بیشتری را صرف اصلاح قیمت‌گذاری و تصمیم‌گیری صحیح خواهند نمود [۱۱]. زمان بیشتر برای اصلاح قیمت، سرمایه‌گذار نهادی را از سرمایه‌گذاری در سایر بازارها یا اوراق بهادار شرکت‌های دیگر بازمی‌دارد و در نتیجه، برای این سرمایه‌گذار اتخاذ راهبرد ارزشی سودمند نخواهد بود. در شرایط ضعیف گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (طبق دسته‌بندی بوشی ۱۹۹۸) گرایش کمتری به اتخاذ راهبرد ارزشی و گرایش بیشتری به راهبردهای با افق کوتاه‌مدت و از آن جمله راهبرد حرکتی خواهند داشت؛ بنابراین پیش‌بینی می‌شود که گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به سرمایه‌گذاری در یک شرکت در زمانی که کیفیت گزارشگری مالی یک شرکت ضعیف باشد، به هنگام اتخاذ راهبرد ارزشی کاهش می‌یابد. همچنین به هنگام اتخاذ راهبرد حرکتی، میزان گرایش این سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی افزایش می‌یابد. از سویی دیگر پژوهش‌های قبلی نشان دادند که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، بازده راهبردهای حرکتی و ارزشی را افزایش می‌دهد که این افزایش عموماً به دلیل کشف و به‌کارگیری اطلاعات خصوصی و محرمانه است [۱، ۱۱، ۲۵، ۲۹، ۲۴، ۳۵، ۵]. این پژوهش‌ها در ارتباط با وجود بازدهی هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی توضیحاتی ارائه داده‌اند ولی در مورد زمان دست‌یابی به بازده در هر یک از راهبردهای یاد شده توضیحی نداده‌اند. همچنین بوشی و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر کیفیت ضعیف گزارشگری

مالی بر اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی توسط سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به‌عنوان یکی از تأثیرگذارترین سرمایه‌گذاران خبره<sup>۱</sup> پرداختند. آن‌ها نشان دادند که از میان راهبردهای ارزشی و حرکتی، راهبرد حرکتی از آن جهت که بر دست‌یابی به بازده در کوتاه‌مدت و حداکثر در فصول اولیه پس از سرمایه‌گذاری تأکید دارد، از جذابیت ویژه‌ای در بین سرمایه‌گذاران نهادی و به‌ویژه سرمایه‌گذاران گذرا برخوردار است. پژوهش‌های دیگر نیز دریافتند که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی می‌تواند منجر به عدم اطمینان بیشتر شده و بازده بالقوه آتی را که سرمایه‌گذاران می‌توانند از هر دو راهبرد کسب کنند، از طریق اطلاعات محرمانه و خصوصی افزایش دهد [۹، ۵، ۲، ۳۹]. از آنجایی که پژوهش‌های حاضر به بررسی زمان‌بندی این دو راهبرد نپرداخته‌اند، در ادامه پس از بررسی کاهش یا افزایش میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی و حرکتی، به بررسی مدت‌زمان تحقق بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت این دو راهبرد پرداخته می‌شود. پیش‌بینی می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی نسبت به زمانی که راهبرد ارزشی را اتخاذ می‌کنند، سریع‌تر به بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت دست یابند.

از این‌رو این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که آیا کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی کاهش و در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی افزایش می‌دهد؟ همچنین آیا در زمان کیفیت ضعیف گزارشگری مالی زمان تحقق بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت در راهبرد ارزشی بیشتر از راهبرد حرکتی است؟

#### چارچوب نظری

بوشی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) رفتار سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت پیش از ایجاد پرتفوی سرمایه‌گذاری خود و با در نظرگیری کیفیت گزارشگری مالی در هر یک از دو راهبرد ارزشی و حرکتی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که این دسته از سرمایه‌گذاران با در نظرگیری کیفیت گزارشگری مالی و به دلیل افزایش هزینه‌های ناشی از نگهداشت موقعیت سرمایه‌گذاری، تمایل زیادی به اتخاذ راهبرد حرکتی دارند و از اتخاذ راهبرد ارزشی سرباز می‌زنند. همچنین آن‌ها دریافتند که بازدهی غیرعادی حاصل از سرمایه‌گذاری با اتخاذ راهبرد حرکتی سریع‌تر از راهبرد ارزشی اتفاق می‌افتد [۹]. نتایج پژوهش باتزر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) نشان داد که سرمایه‌گذاران خارجی و مؤسسات مالی به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک طرفدار راهبرد حرکتی هستند و سرمایه‌گذاران خصوصی مخالف این راهبرد می‌باشند [۸]. مطالعه گنگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) بیان

<sup>۱</sup> Sophisticated Investor

<sup>۲</sup> Bushee et al

<sup>۳</sup> Baltzer et al

<sup>۴</sup> Gang et al

می‌کند راهبردهای حرکتی برای افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت کمتر از یک هفته سودآور هستند و راهبرد معکوس متناسب با افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشند. این نتایج با بازارهای ایالات متحده آمریکا متفاوت و مخالف بودند [۲۰]. لارسن و دینگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در خود دریافتند که راهبرد حرکتی بازده‌های اضافی بیشتر و سریع‌تری نسبت به راهبرد ارزشی دارند [۳۱]. نتایج پژوهش آروئسی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) نشان می‌دهد که فعالیت‌های گذشته سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور قابل‌توجهی بر رفتارها و راهبردهای معاملاتی آن‌ها تأثیر دارد و سرمایه‌گذاران نهادی خرد نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی تمایل بیشتری به اتخاذ راهبردهای حرکتی دارند و دوره‌های نگهداشت کوتاه‌تری برای سرمایه‌گذاری دارند [۵]. پژوهش گائو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) بیان می‌دارد که عامل ناهمگنی سرمایه‌گذاران از نظر تمایل آن‌ها به پیگیری راهبرد حرکتی، باعث از بین بردن بازده‌های قابل‌پیش‌بینی و متصور برای این راهبرد است [۲۱]. نتایج پژوهش سابی<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) حاکی از آن است که سبد سهام شرکت‌های با عملکرد بهتر تقریباً بدون استثناء، عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های دیگر و بازار دارند. همچنین این 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 [۳۸]. لین و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) نیز دریافتند که راهبرد حرکتی جدید با ترکیبی از علامت‌های میانگین متحرک قیمت سهام، به‌طور قابل‌توجهی بهتر از راهبرد خرید و نگهداشت عمل کرده و بازدهی بیشتر و هزینه‌های کمتری دارد. همچنین آن‌ها نشان دادند که سودآوری راهبرد حرکتی جدید زمانی افزایش می‌یابد که ریسک اطلاعات بالا باشد و راهبرد حرکتی جدید دارای بازدهی ثابت در میان سری‌های زمانی مختلف است [۳۴].

نتایج پژوهش مهرآور و همکاران (۱۴۰۰) نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت و استراتژی کسب‌وکار تأثیر می‌گذارد [۳۶]. مطالعه هاشم نژاد و همکاران (۱۳۹۶) حاکی از ارتباط مستقیم و معکوس معناداری بین راهبردهای تهاجمی و تدافعی با کیفیت گزارشگری مالی است [۲۴]. دولو و همکاران (۱۳۹۷) نیز به توضیح بازده اضافی مومنتوم با استفاده از رگرسیون سری زمانی مبتنی بر مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) پرداختند. شواهد نشان داد که اغلب راهبردهای مومنتوم به افزایش بازده منجر می‌شود [۴]. نتایج پژوهش ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۰) نیز بیان می‌کند که کیفیت ضعیف گزارشگری مالی باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نهادی گذرا در پرتفوی سرمایه‌گذاریشان راهبرد ارزشی را از راهبرد حرکتی کمتر اتخاذ نمایند و همچنین این عامل باعث کاهش هزینه‌های حاصل از اتخاذ راهبرد حرکتی در مقایسه با راهبرد ارزشی می‌شود [۱۷].

<sup>1</sup> Larsen and Ding

<sup>2</sup> Arroisi et al

<sup>3</sup> Gao et al

<sup>4</sup> Sabir

<sup>5</sup> Lin et al

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشند:  
 فرضیه اول: میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی کاهش می‌یابد.  
 فرضیه دوم: میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی، در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی افزایش می‌یابد.  
 فرضیه سوم: کیفیت ضعیف گزارشگری مالی سبب می‌شود مدت‌زمان تحقق بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت راهبرد ارزشی در مقایسه با راهبرد حرکتی افزایش یابد.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت، توصیفی - همبستگی است. به منظور آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چندگانه استفاده شده است.

#### جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری

به دلیل آن که متغیر مستقل فرضیه‌های اول و دوم این پژوهش سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد، نمونه مورد استفاده برای آزمون این فرضیه‌ها، داده‌های فصلی تعداد ۱۴۳ سرمایه‌گذار نهادی در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. در حقیقت در هر فصل سرمایه‌گذاران نهادی آن فصل بر اساس تعریف سرمایه‌گذاران نهادی مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مشخص گردید. از بین این سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذارانی که در هر شانزده فصل مربوط به سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۸ وجود داشته و داده‌های آن‌ها موجود بود، به‌عنوان نمونه قابل بررسی انتخاب گردیدند. همچنین برای بررسی فرضیه سوم پژوهش از داده‌های ماهانه ۸۹ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است. لازم به ذکر است که برای محاسبه متغیر وابسته در فرضیه سوم از داده‌های ماهانه سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ استفاده گردید. در حقیقت برای فرضیه‌های اول و دوم از داده‌های مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۸ استفاده شده و در فرضیه سوم از داده‌های خود شرکت استفاده گردیده است.

#### روش تحلیل داده‌ها

در این پژوهش به پیروی از مطالعه بوشی و همکاران (۲۰۱۹) [۹] و به‌منظور آزمون فرضیه اول از مدل (۱) استفاده شده است.

$$AQ\_TILT_{VALUE} = \pi_0 + \pi_1 TRA + CONTROLS + quarterfix edeffect + error \quad (1) \text{مدل}$$

در صورتی که  $\pi_1$  منفی و معنادار باشد، فرضیه اول رد نخواهد شد. این بدان معناست که هر چه متغیر TRA (سرمایه‌گذاران نهادی گذرا) افزایش پیدا نماید، متغیر وابسته AQ\_TILT value (میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با

کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی) کاهش می‌یابد. به پیروی از بوشی و همکاران (۲۰۱۹) و به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز از مدل (۲) استفاده شده است.

$$AQ\_TILT_{momentum} = \pi_0 + \pi_1 TRA + CONTROLS + quarterfixedeffect + error \quad \text{مدل (۲)}$$

در صورتی که  $\pi_1$  مثبت و معنادار باشد، فرضیه دوم رد نخواهد شد. در حقیقت نشان‌دهنده آن است که هر چه متغیر TRA (سرمایه‌گذاران نهادی گذرا) افزایش پیدا نماید، متغیر وابسته AQ\_TILT momentum (میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی) نیز افزایش می‌یابد. به پیروی از مطالعه بوشی و همکاران (۲۰۱۹) [۹] و به‌منظور منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل (۳) استفاده شده است.

$$\begin{aligned} SAR(m) = & \delta_0 + \delta_1 RAQ * RBEME + \delta_2 RAQ * PAST\_RET \\ & + \delta_3 RBEME + \delta_4 PAST\_RET + \delta_5 RAQ + \delta_6 RIRISK \quad \text{مدل (۳)} \\ & + \delta_7 RIRISK * RBEME + \delta_8 RIRISK * RPAST\_RET \\ & + \delta_9 RMVE + \delta_{10} RAQ * MVE + \delta_{11} RIRISK * RMVE \\ & + \delta_{12} RBETA + \delta_{13} RAQ * RBETA + \delta_{14} RIRISK * RBETA \\ & + \delta_{15} RMVE * RBEME + \delta_{16} RMVE * RPAST\_RET + monthfixedeffect \\ & + industryfixedeffect + error \end{aligned}$$

SAR(m): بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت سهم شرکت برای سه‌ماهه m ام، RAQ: رتبه دهک کیفیت گزارشگری مالی، RBEME: رتبه دهک ارزش دفتری به بازار سهام، RPAST\_RET: رتبه دهک بازده خرید و نگهداشت سهام، IRISK: ریسک غیر سیستماتیک، RMVE: رتبه دهک ارزش بازار سهام، RBETA: رتبه دهک حساسیت بازده سهم به بازده بازار برای آزمون راهبردهای حرکتی و ارزشی، مدل (۳) به صورت ماهانه و در افق‌های سرمایه‌گذاری سه‌ماهه، شش‌ماهه، نه‌ماهه، دوازده‌ماهه و ... بیست‌و‌چهار ماهه برآزش و بر اساس آن که در کدام افق سرمایه‌گذاری (m) ضرایب  $\delta_1$  و  $\delta_2$  معنادار شود، فرضیه سوم مورد بررسی و آزمون قرار می‌گیرد. اگر در طی افق‌های سرمایه‌گذاری سه‌ماهه، ضریب  $\delta_2$  زودتر از ضریب  $\delta_1$  معنادار شود، فرضیه سوم رد نخواهد شد.

متغیرهای این پژوهش نیز متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی هستند که به شرح زیر می‌باشند. راهبرد ارزشی: در ابتدا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار یک شرکت در روز پایانی یک فصل محاسبه می‌گردد. سپس بر اساس این نسبت شرکت‌ها به صورت صعودی مرتب می‌شوند. اگر این نسبت در یک فصل از سی درصد کل نمونه بزرگ‌تر باشد، متغیر راهبرد ارزشی عدد یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.



راهبرد حرکتی: در ابتدا بازده‌های خرید و نگهداشت یک شرکت در یک فصل، بر اساس بازده‌های ماهانه از یک تا یازده ماه قبل از ماه آخر فصل مورد مطالعه یعنی ماه‌های  $t-1$  تا  $t-11$  قبل آخرین ماه هر فصل و با استفاده از رابطه (۱) محاسبه می‌گردد.

$$SR = \prod_{t=m-1}^{t=m-1} (1 + R_{it}) - 1 \quad \text{رابطه (۱)}$$

$SR(m)$ : بازده انباشته خرید و نگهداشت سهم شرکت برای ماه  $m$  ام،  $R_{it}$ : بازده سهم شرکت  $i$  در دوره‌های ۱ تا  $m$  ام، سپس بر اساس بازده‌های خرید و نگهداشت محاسبه شده، شرکت‌ها به صورت صعودی مرتب می‌شوند. اگر مقدار بازده خرید و نگهداشت یک شرکت در یک فصل از سی درصد بازده خرید و نگهداشت کل نمونه بزرگ‌تر باشد، متغیر راهبرد ارزشی عدد یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

کیفیت گزارشگری مالی<sup>۱</sup>: در این پژوهش از کیفیت اقلام تعهدی به‌عنوان شاخصی برای نشان دادن کیفیت گزارشگری مالی شرکت استفاده می‌شود. بدین منظور ابتدا بر پایه پژوهش دیچو و دچو<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، مدل (۴) تخمین زده می‌شود.

$$\frac{TAA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{1t} \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_{2t} \left[ \frac{\Delta(sales_{it} - AR_{it})}{A_{it-1}} - 1 \right] + \alpha_{3t} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

$TAA_{it}$ : مجموع اقلام تعهدی،  $\Delta sales_{it}$ : خالص فروش و درآمد ارائه خدمات،  $A_{it}$ : کل دارایی‌ها،  $A_{it}$ : حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری،  $PPE_{it}$ : دارایی‌های ثابت مشهود، قدر مطلق باقیمانده‌های مدل (۴)، کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود. متغیر  $TAA_{it}$  در مدل (۴) نیز از رابطه (۲) به دست می‌آید:

$$TAA_{it} = [\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}] - [\Delta CL_{it} - \Delta RLT_{it}] - DA_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

$\Delta CA_{it}$ : تغییر در دارایی‌های جاری،  $\Delta CASH_{it}$ : تغییر در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت شرکت،  $\Delta CL_{it}$ : تغییر در بدهی‌های جاری

$\Delta RLT_{it}$ : تغییر در تسهیلات مالی کوتاه‌مدت و حصة جاری بدهی‌های بلندمدت،  $DA_{it}$ : استهلاك دارایی‌های مشهود

به‌منظور محاسبه کیفیت گزارشگری مالی، در ابتدا مجموع اقلام تعهدی از رابطه (۲) محاسبه می‌گردد. داده‌های مربوط به این رابطه از ترازنامه و استهلاك دارایی‌های مشهود از صورت سود و زیان شرکت‌ها به دست می‌آیند. سپس مقدار محاسبه شده اقلام تعهدی بر کل دارایی‌های دوره قبل تقسیم شده و به‌عنوان متغیر وابسته در مدل (۴) قرار داده می‌شود تا این مدل برازش‌گرفته

<sup>1</sup> AQ

<sup>2</sup> Dechow & Dechev

و پسماندهای آن به‌عنوان معیاری برای کیفیت گزارشگری مالی به دست آید. کلیه متغیرهای مدل (۴) نیز از صورت‌های مالی ترازنامه و صورت سود و زیان شرکت‌ها استخراج می‌گردد. میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی<sup>۱</sup>: به پیروی از پژوهش‌های پیشین [۳] ابتدا پرتفوی هر سرمایه‌گذار نهادی بر اساس معیار متغیر راهبرد ارزشی که پیشتر در ابتدای بخش بالا توضیح داده شد، به دو دسته شرکت‌های با راهبرد ارزشی یک و با راهبرد ارزشی صفر دسته‌بندی می‌شوند. سپس با توجه به آن که هر سرمایه‌گذار نهادی، شرکت‌هایی با راهبرد ارزشی یک و شرکت‌هایی با راهبرد ارزشی صفر دارند، میانگین موزون رتبه دهک کیفیت اقلام تعهدی در دو دسته شرکت‌های با راهبرد ارزشی یک و راهبرد ارزشی صفر هر کدام جداگانه محاسبه می‌گردد و اختلاف بین میانگین موزون‌های این دو دسته به‌عنوان میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد ارزشی تعریف می‌شود. میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی<sup>۲</sup>: به پیروی از های پیشین [۳] ابتدا پرتفوی هر سرمایه‌گذار نهادی بر اساس معیار متغیر راهبرد حرکتی که پیشتر در ابتدای بخش بالا توضیح داده شد، به دو دسته شرکت‌های با راهبرد حرکتی یک و با راهبرد حرکتی صفر دسته‌بندی می‌شوند. سپس با توجه به آن که هر سرمایه‌گذار نهادی، شرکت‌هایی با راهبرد حرکتی یک و شرکت‌هایی با راهبرد حرکتی صفر دارند، میانگین موزون رتبه دهک کیفیت اقلام تعهدی در دو دسته شرکت‌های با راهبرد حرکتی یک و راهبرد حرکتی صفر هر کدام جداگانه محاسبه می‌گردد و اختلاف بین میانگین موزون‌های این دو دسته به‌عنوان میزان گرایش سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی در زمان اتخاذ راهبرد حرکتی تعریف می‌شود.

بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت<sup>۳</sup>: برای محاسبه این متغیر، ابتدا به پیروی از پژوهش زیوبرسکی<sup>۴</sup> (۲۰۰۴)، بازده غیرعادی هر سهم شرکت از رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$AR_{it}$ : بازده غیرعادی سهم شرکت  $i$  برای دوره  $t$ ;  $R_{it}$ : بازده سهم شرکت  $i$  برای دوره  $t$ ;  $R_{mt}$ : بازده بازار در دوره  $t$ ; سپس بازده‌های غیرعادی آتی پس از هر ماه برحسب اندازه شرکت (ارزش بازار سهام شرکت) تعدیل می‌شوند. بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت سه‌ماهه، شش‌ماهه،

<sup>1</sup> AQ\_TILT VALUE

<sup>2</sup> AQ\_TILT MOMENTUM

<sup>3</sup> SAR(m)

<sup>4</sup> Ziobrowski

نه‌ماهه، دوازده‌ماهه، پانزده‌ماهه، هجده‌ماهه و بیست‌و‌چهار ماهه آینده پس از هر ماه، هر کدام جداگانه و بر اساس رابطه (۴) محاسبه می‌شود.

$$SAR_{(m)} = \prod_{t=1}^{t=m} (1 + AR_{it}) - 1 \quad \text{رابطه (۴)}$$

SAR(m): بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت سهم شرکت برای m ماه پس از هر ماه که ۲۴ و ۲۱ و ۱۸ و ۱۵ و ۱۲ و ۹ و ۶ و ۳، m=AR<sub>it</sub>: بازده غیرعادی ماهانه سهم شرکت i در دوره‌های ۱ تا m.

سرمایه‌گذار نهادی گذرا<sup>۱</sup>: این متغیر مربوط به فرضیه‌های اول و دوم است. مطابق با تعریف پژوهش 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. بر اساس دسته‌بندی بوشی (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی بر اساس گردش و تنوع پرتفوی سرمایه‌گذاری خود به سه دسته تقسیم می‌شوند [۱۱]. تنوع نشان‌دهنده وزن سهم موردنظر در پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی است و گردش نشان‌دهنده میزان تغییرات درصد سهم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار نهادی در سهام شرکت است [۴۰]. به پیروی از بوشی (۱۹۹۸) [۸] برای اندازه‌گیری تنوع که با شاخص APH سنجیده می‌شود و گردش پرتفوی که با شاخص PT نمایش داده می‌شود، به ترتیب از رابطه‌های (۵) و (۶) استفاده شده است. سپس بر اساس جدول، انواع سرمایه‌گذاران تعیین می‌گردند.

$$AHP = \frac{\sum_{k=1}^n [S_{k,t} P_{k,t}]}{\sum_{k=1}^n (S_{k,t} P_{k,t})} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$PT = \frac{\sum_{k=1}^n [S_{k,t} P_{k,t} - S_{k,t-1} P_{k,t-1} \Delta P_{k,t}]}{\sum_{k=1}^n (S_{k,t} P_{k,t} - S_{k,t-1} P_{k,t-1})} \quad \text{رابطه (۶)}$$

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، ΔP: تفاوت قیمت سهام بین فصل‌های t و t-۱. پس از انجام محاسبات بالا سرمایه‌گذاران نهادی بر اساس دو معیار تنوع و گردش به سه دسته تقسیم می‌شوند: تنوع بالا و گردش بالا: سرمایه‌گذار نهادی گذرا، تنوع پایین و گردش پایین: سرمایه‌گذار نهادی اختصاصی، تنوع بالا و گردش پایین: سرمایه‌گذار نهادی شبه شاخصی

<sup>۱</sup> TRA

منظور از اعداد بالا و پایین گردش و تنوع به ترتیب، اعداد بالاتر از میانگین و پایین‌تر از میانگین گردش و تنوع است. در این صورت اگر پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی تنوع و گردش بالا داشته باشد، مقدار متغیر مجازی<sup>۱</sup> TRA یک و در غیر این صورت صفر است.

کیفیت گزارشگری مالی: در فرضیه‌های اول و دوم به‌عنوان بخشی از محاسبه متغیر وابسته و در فرضیه سوم به‌عنوان متغیر مستقل می‌باشد و محاسبه آن در ابتدای بخش اول توضیح داده شد. متغیرها در فرضیه‌های اول و دوم به صورت فصلی و در فرضیه سوم به صورت ماهانه محاسبه می‌شوند.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار<sup>۲</sup>: این متغیر در فرضیه‌های اول و دوم به صورت فصلی محاسبه می‌گردد و در فرضیه سوم به صورت ماهانه محاسبه می‌شود.

بازده‌های خرید و نگهداشت<sup>۳</sup>: بر اساس بازده‌های ماهانه ۱۱ ماه قبل از هر ماه یعنی ماه‌های ۱- $t$  تا ۱۱- $t$  برای آخرین روز هر ماه و با استفاده از رابطه (۷) محاسبه می‌گردد.

$$SR_{(m)} = \prod_{i=1}^{t+m} (1 + AR_{it}) - 1 \quad \text{رابطه (۷)}$$

$R(X)$ : به‌طور کلی برای یک متغیر با نام  $X$ ، رتبه دهک متغیر  $X$ ، تبدیل آن متغیر به معیار صفر تا نه است.

$X$ -TILT: به‌طور کلی برای هر متغیر با نام  $X$ ، میزان گرایش سرمایه‌گذاران نسبت به متغیر  $X$  است.

ارزش بازار سهام یک شرکت<sup>۴</sup>: برای هر شرکت و هر دوره این متغیر از ضرب قیمت بازار هر سهم در تعداد سهام شرکت  $I$  در پایان دوره  $t$  به دست آمد.

حساسیت بازده سهم  $I$  به بازده بازار<sup>۵</sup>: با استفاده از رابطه (۸) و بر اساس بازده ماهانه در طول شصت ماه گذشته منتهی به دوره  $t$  به دست آمده و به صورت حاصل تقسیم کوواریانس بازده هر سهم و بازار بر انحراف معیار بازده بازار محاسبه گردید.

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad \text{رابطه (۸)}$$

متغیر ریسک غیر سیستماتیک<sup>۶</sup>: به صورت انحراف معیار پسماندهای مدل (۵) که تخمین زده می‌شود، محاسبه شده است.

$$r_i - r_{if} = \alpha_i + \beta_{m_i} (r_i - r_{if}) + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۵)}$$

<sup>۱</sup> Dummy Variable

<sup>۲</sup> BEME

<sup>۳</sup> PAST\_RET

<sup>۴</sup> MVE

<sup>۵</sup> BETA

<sup>۶</sup> IRISK

$RF_{it}$ : بازده شرکت،  $RF_{it}$ : بازده بدون ریسک،  $\beta m_i$ : میزان حساسیت به پرتفوی بازار میانگین ماهانه گردش سهام<sup>۱</sup>: حجم تعداد سهام تقسیم بر میانگین سهام منتشر شده طی ۱۲ ماه گذشته محاسبه می‌شود.

تعداد سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۲</sup>: تعداد سرمایه‌گذاران نهادی یک شرکت در یک دوره تغییرات غیرمنتظره سود<sup>۳</sup>: این متغیر از طریق تفاوت نسبت سود خالص تحقق یافته در دوره  $t$  با نسبت سود خالص مورد انتظار و سپس تقسیم بر انحراف معیار سود غیرمنتظره به دست آمد. انحراف معیار نیز بر اساس هشت دوره گذشته هر دوره حساب می‌شود. جهت محاسبه سود مورد انتظار نیز به پیروی از پژوهش اسلون<sup>۳</sup>[۴۳] از مدل (۶) استفاده شده است:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ACC_{it-1} + \alpha_2 CF_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۶)}$$

$ROA_{it}$ : سود حاصل از عملیات در حال تداوم شرکت  $i$  در دوره  $t$ ،  $ACC_{it-1}$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ،  $CF_{it-1}$ : جزء نقدی سود شرکت  $i$  در دوره  $t-1$  و از تفاوت سود حاصل از عملیات در حال تداوم و اقلام تعهدی به دست آمد. کلیه متغیرهای فوق برحسب دارایی‌های پایان دوره تعدیل می‌شوند.

سن<sup>۴</sup>: تعداد دوره‌هایی که از پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار می‌گذرد. اهرم<sup>۵</sup>: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های یک دوره سود منفی<sup>۶</sup>: متغیر مجازی که اگر سود قبل از اقلام غیرمترقبه دوره قبل شرکت منفی باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

با توجه به دوره‌های متفاوت فرضیه‌های اول و دوم با فرضیه سوم متفاوت است، آمار توصیفی این داده‌ها در دو بخش مجزای الف و ب آورده شده است.

<sup>۱</sup> TURN  
<sup>۲</sup> SUE  
<sup>۳</sup> Sloan  
<sup>۴</sup> AGE  
<sup>۵</sup> LEV  
<sup>۶</sup> NEARN

جدول ۱. بخش الف - نتایج آمار توصیفی متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم

متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
میزان گرایش به کیفیت گزارشگری مالی ضعیف در زمان راهبرد ارزشی	AQ_TILT VALUE	۲۲۸۸	۳/۶۸۹۱	۱/۹۰۲۲	۰/۴۷	۶/۳
میزان گرایش به کیفیت گزارشگری مالی ضعیف در زمان راهبرد حرکتی	AQ_TILT MOMENTUM	۲۲۸۸	۲/۲۸۴۸	۱/۴۰۱۵	۰/۱۴۷۰	۷/۸۳۰۵
سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	TRA	۲۲۸۸	۰/۴۹۲۲	۰/۵۰۱۸	۰	۱
میزان گرایش به نسبت ارزش دفتری به بازار	BEME_TILT	۲۲۸۸	۵/۰۲۱۰	۲/۶۶۱۳	۰/۱۲۱۹	۸/۸۰۵۶
میزان گرایش به بازده انباشته خرید و نگهداشت	PAST-RET-TILT	۲۲۸۸	۲/۲۳۰۲	۱/۱۷۳	۰/۴۱	۶/۱
میزان گرایش به ارزش بازار سهام	MVE-TILT	۲۲۸۸	۳/۷۳۲۵	۱/۸۱۰۶	۰/۲۲۵۴	۷
میزان گرایش به حساسیت بازده سهم	BETA-TILT	۲۲۸۸	۴/۱۸۵۹	۱/۱۵۹۳	۰/۱۱۲۰	۶/۰۱۷۷
میزان گرایش به ریسک غیر سیستماتیک	IRISK-TILT	۲۲۸۸	۲/۲۰۱۸	۱/۲۱۱۵	۰/۱۸۲۴	۵/۹۷
میزان گرایش به گردش سهام	TURN-TILT	۲۲۸۸	۱/۵۲۱۰	۰/۸۷۲۴	۰/۰۵۱۲	۲/۱۲۳۰
میزان گرایش به تعداد سرمایه‌گذاران نهادی	NUMINST-TILT	۲۲۸۸	۲/۰۷۰۳	۱/۱۶۲۲	۰/۱۶۴۹	۳/۷۸۱۶
میزان گرایش به تغییرات غیرمنتظره سود	SUE-TILT	۲۲۸۸	۴/۱۲۷۳	۲/۶۳۱۳	۰/۵۸۸۱	۸/۶۷۳۹
میزان گرایش به کل اقلام تعهدی	ACC-TILT	۲۲۸۸	۴/۸۹۷۶	۲/۰۱۵۲	۰/۳۰۲۰	۷/۶۸۲۶
میزان گرایش به سن شرکت	AGE-TILT	۲۲۸۸	۳/۱۲۵۴	۱/۹۸۲۵	۰/۱۲۷۲	۶/۶۸۵۱
میزان گرایش به سود منفی	NEARN-TILT	۲۲۸۸	۰/۶۲۱۰	۰/۱۸۹۹	۰/۰۸۱۵	۰/۸۵۱۹
میزان گرایش به اهرم	LEV-TILT	۲۲۸۸	۴/۷۰۶۲	۱/۷۳۱۹	۰/۵۱۹۶	۶/۷۳۵۵

جدول ۱. بخش ب- نتایج آمار توصیفی متغیرهای فرضیه سوم

متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
SAR3	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت سه‌ماهه	۲۱۳۶	-۰/۰۲۰۶	-۰/۵۷۰۵	-۰/۸۸۳۸	۶/۸۶۵۱
SAR6	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت شش‌ماهه	۲۱۳۶	-۰/۳۳۴۹	۱/۲۰۱۵	-۰/۸۶۴۹	۲۲/۹۴۷۲
SAR9	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت نه‌ماهه	۲۱۳۶	-۰/۶۱۰۳	۱/۵۸۴۹	-۰/۹۰۱۱	۳۴/۷۵۴۳
SAR12	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت دوازده‌ماهه	۲۱۳۶	-۰/۹۵۵۹	۳/۰۵۶۸	-۰/۹۶۱۷	۷۲/۵۹۰۲
SAR15	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت پانزده‌ماهه	۲۱۳۶	-۰/۹۱۶۵	۲/۸۱۶۰	-۰/۹۸۹۲	۷۱/۹۲۰۰
SAR18	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت هجده‌ماهه	۲۱۳۶	۱/۱۶۰۳	۳/۵۱۰۸	-۰/۹۹۲۸	۵۵/۶۰۴۵
SAR21	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت بیست و یک‌ماهه	۲۱۳۶	۱/۲۰۴۱	۳/۷۴۴۳	-۰/۹۹۲۸	۵۵/۶۰۴۲
SAR24	بازده‌های غیرعادی خرید و نگهداشت بیست و چهار ماهه	۲۱۳۶	۱/۴۵۴۷	۵/۵۵۱۱	-۰/۹۹۴۰	۱۲۶/۳۵۹۸
RBEME	نسبت ارزش دفتری به بازار	۲۱۳۶	۱/۶۱۹۸	۱/۳۲۶۴	۰	۶
RAQ	کیفیت اقلام تعهدی	۲۱۳۶	۱/۶۴۶۵	۱/۲۷۵۹	۰	۶
RMVE	ارزش بازار سهام	۲۱۳۶	۱/۶۴۹۸	۱/۳۵۱۹	۰	۶
RBETA	حساسیت بازده سهام	۲۱۳۶	۱/۶۳۴۸	۱/۳۱۸۰	۰	۶
RIRISK	ریسک غیر سیستماتیک	۲۱۳۶	۱/۷۰۱۷	۱/۳۵۷۹	۰	۶

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 برآزش مدل، از رگرسیون چندگانه به روش اثرات ثابت استفاده شده است. قبل از ارائه نتایج، به بررسی فرض‌های کلاسیک رگرسیون خطی پرداخته می‌شود. به منظور آزمون فرض همسانی واریانس در داده‌های ترکیبی، از آزمون والد تعدیل شده<sup>۱</sup> استفاده شده است. با توجه به احتمال آماره خی دو (۰/۰۰۰) 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<sup>۲</sup> مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به آنکه آماره اف آزمون وولدریج (۰/۰۸۳) معنادار نیست، مدل (۱) با مشکل خودهمبستگی اجزای اخلال مواجه نیست. برای رفع ناهمسانی واریانس، مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۳</sup> برآزش گردیده

<sup>۱</sup> Modified Wald Test

<sup>۲</sup> Wooldridge

<sup>۳</sup> Generalized Least Squares

است. آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس<sup>۱</sup>، برای متغیرهای فرضیه‌های اول و دوم نیز انجام گردید و با در نظر گرفتن مقادیر کمتر از ده، عدم وجود همخطی برای تمام متغیرها اثبات گردید. نتایج حاصل از برازش مدل (۱)، در جدول (۲) آمده است که در آن، مقدار ضرایب متغیرهای مستقل و معناداری آن‌ها آورده شده است و آماره اف عدد (۰/۰۰۰) است که نشان از معناداری کلی مدل است. با توجه به نتایج آورده شده در جدول ۲ و با توجه به آنکه ضریب متغیر مستقل یعنی سرمایه‌گذاران نهادی گذرا منفی (۰/۲۷۷-) و در سطح پنج درصد معنادار است، لذا فرضیه اول مبنی بر عدم گرایش سرمایه‌گذاران نهادی به اتخاذ راهبرد ارزشی با توجه به کیفیت گزارشگری مالی، رد نمی‌شود. همچنین با توجه به ضریب مثبت متغیر بازده انباشته خرید و نگهداشت (۱/۳۶۶۳) می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش بازده انباشته خرید و نگهداشت، تمایل سرمایه‌گذاران نهادی به راهبرد ارزشی افزایش می‌یابد. با توجه به معنادار نبودن متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار نمی‌توان نتیجه‌گیری درستی انجام داد.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره تی	معناداری آماره تی
عرض از مبدأ	cons	۰/۰۱۲۰	۴/۰۸	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	TRA	-۰/۲۷۷۰	-۲/۰۶	۰/۰۴۰
میزان گرایش به نسبت ارزش دفتری به بازار	BEME-TILT	۰/۱۸۹۷	۱/۰۱	۰/۳۱۱
میزان گرایش به بازده انباشته خرید و نگهداشت	PAST_RET-TILT	۱/۳۶۶۳	۲/۳۶	۰/۰۱۸
میزان گرایش به ارزش بازار سهام	MVE-TILT	۱/۰۰۶۹	۰/۸۱	۰/۴۲۰
میزان گرایش به حساسیت بازده سهم	BETA-TILT	-۱/۳۷۲۳	۲/۱۹	۰/۰۲۹
میزان گرایش به ریسک غیر سیستماتیک	IRISK-TILT	۰/۰۱۹۲	۰/۰۶	۰/۹۴۹
میزان گرایش به گردش سهام	TURN-TILT	۰/۳۵۴۱	۱/۵۰	۰/۱۳۴
میزان گرایش به تعداد سرمایه‌گذاران نهادی	NUMIST-TILT	-۰/۹۷۴۴	۱۶/۹۲	۰/۰۰۰
میزان گرایش به تغییرات غیرمنتظره سود	SUE-TILT	۰/۵۲۰۵	۲/۴۴	۰/۰۱۵
میزان گرایش به کل اقلام تعهدی	ACC-TILT	-۰/۳۹۱۲	۳/۳۵	۰/۰۰۱
میزان گرایش به سن شرکت	AGE-TILT	-۰/۱۸۶۸۹	۴/۱۸	۰/۰۰۰
میزان گرایش به سود منفی	NEARN-TILT	۰/۷۵۰۸	۲/۷۴	۰/۰۰۶
میزان گرایش به اهرم	LEV-TILT	-۰/۶۰۶۸	-۲/۸۵	۰/۰۰۴

همانطور که پیشتر گفته شد، به پیروی از پژوهش بوشی و همکاران (۲۰۱۹)، برای بررسی فرضیه دوم پژوهش از مدل (۲) و رگرسیون چندگانه به روش اثرات استفاده شده است. با توجه به

<sup>1</sup> Variance Inflation Factor



آنکه آماره اف آزمون وولدریج (۰/۰۹۲) معنادار نیست، مدل (۲) با مشکل خودهمبستگی اجزای اخلاص مواجه نیست. برای رفع ناهمسانی واریانس، مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته برازش گردیده است. نتایج حاصل از برازش مدل ۲، در جدول ۳ آمده است که در آن، مقدار ضرایب متغیرهای مستقل و معناداری آن‌ها آورده شده است و آماره اف عدد (۰/۰۰۰) است که نشان از معناداری کلی مدل است. با توجه به نتایج آورده شده در جدول ۳ ضریب متغیر مستقل یعنی سرمایه‌گذاران نهادی گذرا منفی (۰/۳۴۰۷-) و در سطح پنج درصد معنادار است، لذا فرضیه دوم مبنی بر وجود گرایش سرمایه‌گذاران نهادی به اتخاذ راهبرد حرکتی با توجه به کیفیت گزارشگری مالی، پذیرفته نمی‌شود. همانند نتایج فرضیه اول و با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر بازده انباشته خرید و نگهداشت (۰/۰۱۸۶) نتیجه می‌شود که با افزایش متغیر بازده انباشته خرید و نگهداشت، تمایل سرمایه‌گذاران نهادی به راهبرد حرکتی افزایش می‌یابد و با توجه به معنادار بودن متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار می‌توان نتیجه‌گیری کرد که با افزایش متغیر نسبت ارزش دفتری به بازار، تمایل سرمایه‌گذاران نهادی به راهبرد حرکتی افزایش می‌یابد. در حقیقت بازده انباشته خرید و نگهداشت متغیری تأثیرگذار بر تمایل سرمایه‌گذاران نهادی در هر دو راهبرد ارزشی و حرکتی بوده است. به علاوه، از مقایسه ضرایب مثبت متغیر بازده انباشته خرید و نگهداشت در فرضیه‌های اول و دوم (۱/۳۶۶۳ و ۰/۰۱۸۶) می‌توان نتیجه گرفت که با در نظرگیری کیفیت گزارشگری مالی، با افزایش این متغیر، تمایل سرمایه‌گذاران به راهبرد ارزشی بیشتر از راهبرد حرکتی می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره تی	معناداری آماره تی
عرض از مبدأ	cons	۰/۵۹۲۹	۷/۳۰	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	TRA	-۰/۳۴۰۷	-۱/۹۸	۰/۰۵۰
میزان گرایش به نسبت ارزش دفتری به بازار	BEME-TILT	۰/۲۲۸۱	۲/۵۰	۰/۰۱۳
میزان گرایش به بازده انباشته خرید و نگهداشت	PAST_RET-TILT	۰/۰۱۸۶	۳/۹۰	۰/۰۰۰
میزان گرایش به ارزش بازار سهام	MVE-TILT	-۰/۱۸۲۸	-۴/۴۵	۰/۰۰۰
میزان گرایش به حساسیت بازده سهم	BETA-TILT	۰/۰۳۹۸	۱/۰۱	۰/۳۱۳
میزان گرایش به ریسک غیر سیستماتیک	IRISK-TILT	۰/۰۷۵۵	-۱/۶۶	۰/۰۹۸
میزان گرایش به گردش سهام	TURN-TILT	-۰/۱۱۱۳	-۲/۶۷	۰/۰۰۰
میزان گرایش به تعداد سرمایه‌گذاران نهادی	NUMIST-TILT	۰/۰۵۵۳	۰/۲۳	۰/۸۱۴
میزان گرایش به تغییرات غیرمنتظره سود	SUE-TILT	-۰/۹۶۷۰	-۴/۴۶	۰/۰۰۰
میزان گرایش به کل اقلام تعهدی	ACC-TILT	۰/۲۲۰۷	۱/۹۲	۰/۰۵۵
میزان گرایش به سن شرکت	AGE-TILT	-۰/۰۲۲۴	-۱/۰۲	۰/۳۱۰
میزان گرایش به سود منفی	NEARN-TILT	-۰/۰۱۸۵	-۰/۷۹	۰/۴۲۷
میزان گرایش به اهرم	LEV-TILT	-۰/۲۴۹۶	-۱/۴۰	۰/۱۶۲

همانطور که پیشتر گفته شد، به پیروی از بوشی و همکاران (۲۰۱۹)، برای بررسی فرضیه سوم از مدل (۳) استفاده شده است. با توجه به آنکه آماره اف آزمون وولدریچ (۰/۰۳۲) معنادار است، مدل (۳) با مشکل خود همبستگی اجزای اخلاقی مواجه است. برای رفع همزمان ناهمسانی واریانس خود همبستگی اجزای اخلاقی، مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته برازش گردیده است. با توجه به اینکه در فرضیه سوم، داده‌های ماهانه در دو سال جمع‌آوری شده‌اند، دوره زمانی برابر با بیست‌و‌چهار ماه است. لذا بررسی مانایی متغیرها لازم می‌باشد. برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین و همکاران<sup>۱</sup> [۳۴] برای تک تک متغیرها استفاده شده است. برای متغیرهای نامانا نیز از روش تفاضل مرتبه اول استفاده شده است. برای هم انباشتگی نیز از آزمون پدرونی<sup>۲</sup> برای متغیرهای فرضیه سوم استفاده گردید که با توجه به معناداری آماره (۰/۰۰۰)، هم جمعی بین داده‌ها وجود داشته و مدل قابل برازش است. نتایج حاصل از برازش مدل ۳، در جدول (۴) آمده است. آماره اف فیشر (۰/۰۰۰)، نشان‌دهنده معناداری کلی مدل است. در حقیقت مدل (۳) در دوره‌های سه تا بیست‌و‌چهار ماهه برای متغیر وابسته یعنی متغیر بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت برازش گردیده است. همان‌گونه که از نتایج جدول (۴) پیداست، ضرایب متغیرهای مربوط به هر برازش از مدل (۳) به همراه معناداری آن‌ها آورده شده است. در این جدول، متغیرهای معنادار علامت‌گذاری گردیده‌اند (به صورت خطی در زیر آن‌ها). اولین و مهم‌ترین نکته در این جدول آن است که در تمام این نتایج یعنی در تمام برازش‌های سه‌ماهه این مدل به صورت سه‌ماهه، شش‌ماهه، نه‌ماهه، دوازده‌ماهه و ... تا بیست‌و‌چهار ماهه، ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل کیفیت گزارشگری مالی\* ارزش دفتری به بازار و همچنین کیفیت گزارشگری مالی\* بازده انباشته خرید و نگهداشت نمادی برای وجود علامت‌دهی هر یک از راهبردهای به ترتیب ارزشی و حرکتی با در نظر گرفتن کیفیت گزارشگری مالی در یک شرکت هستند؛ همچنین متغیر وابسته بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت است. لذا مثبت بودن ضرایب متغیرهای مستقل بدان معناست که اگر سرمایه‌گذاران هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی را اتخاذ نمایند، به بازدهی مثبت خواهند رسید که تأییدی بر پژوهش‌های پیشین است.

---

<sup>۱</sup> Levin et al

<sup>۲</sup> Pnedroi Test

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم - برای دوره‌های سه‌ماهه تا بیست و چهار ماهه

m=۱۲		m=۹		m=۶		m=۳		نماد متغیر	متغیر
ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری		
-۰/۲۰	-۰/۲۱۰	-۰/۹۴	-۰/۱۲۶	-۰/۷۹۷	-۰/۰۱۵	-۰/۴۳۷	-۰/۰۴۴	کیفیت گزارشگری مالی*ارزش دفتری به بازار	RAQ*RBEME
-۰/۱۸۵	-۰/۱۱۸	-۰/۴۴۱	-۰/۰۵۷	-۰/۰۳۳	-۰/۰۱۳۴	-۰/۲۳۶	-۰/۰۶۷	کیفیت گزارشگری مالی*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RAQ*RPAST_RET
-۰/۰۱۲	-۰/۰۵۷۸	-۰/۲۶۷	-۰/۰۲۱۱	-۰/۰۹۴	-۰/۰۲۶۵	-۰/۵۳۰	-۰/۰۱۰	ارزش دفتری به بازار	RBEME
-۰/۰۰۹	-۰/۰۶۶۸	-۰/۰۶۹	-۰/۰۳۸۹	-۰/۹۳۳	-۰/۰۰۱۷	-۰/۰۴۰	-۰/۰۲۶	بازده انباشته خرید و نگهداشت	RPAST_RET
-۰/۰۶۸	-۰/۰۴۳۴	-۰/۳۳۰	-۰/۰۲۴۰	-۰/۰۰۱	-۰/۰۵۸۵	-۰/۵۰۱	-۰/۰۱۳	کیفیت گزارشگری مالی	RAQ
-۰/۱۲۲	-۰/۰۴۳۷	-۰/۲۰۹	-۰/۰۲۸۸	-۰/۹۲۰	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۶۰	-۰/۰۲۸۱	ارزش بازار سهام	RMVE
-۰/۸۰۶	-۰/۰۰۵۲	-۰/۸۰۸	-۰/۰۰۴۲	-۰/۴۱۳	-۰/۰۱۲۴	-۰/۰۲۸	-۰/۰۲۸۲	حساسیت بازده سهام	RBETA
-۰/۶۸۷	-۰/۰۰۲۶	-۰/۴۳۴	-۰/۰۰۶۰	-۰/۰۰۸	-۰/۰۱۷۱	-۰/۹۷۰	-۰/۰۰۱	کیفیت گزارشگری مالی*ارزش بازار سهام	RAQ*RMVE
-۰/۳۹۴	-۰/۰۰۷۴	-۰/۵۱۱	-۰/۰۰۴۷	-۰/۸۳۸	-۰/۰۰۱۲	-۰/۰۰۵	-۰/۰۱۸	کیفیت گزارشگری مالی*حساسیت بازده سهام	RAQ*RBETA
-۰/۲۳۴	-۰/۰۳۳۸	-۰/۳۳۰	-۰/۰۱۹۶	-۰/۱۰۲	-۰/۰۳۱۷	-۰/۶۰۰	-۰/۰۰۷۶	ریسک غیر سیستماتیک	RIRISK
-۰/۴۴۵	-۰/۰۰۹۴	-۰/۷۰۳	-۰/۰۰۳۱	-۰/۲۱۸	-۰/۰۰۸۶	-۰/۶۷۹	-۰/۰۰۱۸	ریسک غیر سیستماتیک*ارزش بازار سهام	RIRISK*RMVE
-۰/۰۰۶	-۰/۰۲۶۸	-۰/۷۰۶	-۰/۰۰۳۰	-۰/۶۹۶	-۰/۰۰۲۶	-۰/۹۷۳	-۰/۰۰۰۱	ریسک غیر سیستماتیک*ارزش دفتری به بازار	RIRISK*RBEME
-۰/۴۸۶	-۰/۰۰۶۹	-۰/۶۰۰	-۰/۰۰۴۳	-۰/۵۳۳	-۰/۰۰۴۳	-۰/۲۳۸	-۰/۰۰۵۲	ریسک غیر سیستماتیک*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RIRISK*RPAST_RET
-۰/۸۷۷	-۰/۰۰۱۵	-۰/۲۹۵	-۰/۰۰۸۴	-۰/۵۸۶	-۰/۰۰۳۷	-۰/۹۰۵	-۰/۰۰۰۵	ریسک غیر سیستماتیک*حساسیت بازده	RIRISK*RBETA
-۰/۲۸۷	-۰/۰۰۱	-۰/۹۳۹	-۰/۰۰۰۶	-۰/۱۵۳	-۰/۰۰۹۴	-۰/۹۶۳	-۰/۰۰۰۲	ارزش بازار سهام*حساسیت بازده	RMVE*RBEME
-۰/۴۸۶	-۰/۰۰۶۹	-۰/۰۰۳۰	-۰/۰۱۷۹	-۰/۲۰۳	-۰/۰۰۷۲	-۰/۲۹۶	-۰/۰۰۴۵	ارزش بازار سهام*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RMVE*RPAST_RET

  

m=۲۴		m=۲۱		m=۱۸		m=۱۵		نماد متغیر	متغیر
ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری	ضریب	ممانداری		
-۰/۳۰۸	-۰/۱۴۴	-۰/۰۲۰	-۰/۰۲۷۰	-۰/۰۲۵	-۰/۰۲۵۶	-۰/۰۲۱۰	-۰/۰۱۰۷	کیفیت گزارشگری مالی*ارزش دفتری به بازار	RAQ*RBEME
-۰/۰۷۰	-۰/۰۲۶۰	-۰/۰۴۹	-۰/۰۲۳۵	-۰/۱۹۸	-۰/۰۱۴۶	-۰/۰۰۱	-۰/۰۲۶۷	کیفیت گزارشگری مالی*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RAQ*RPAST_RET
-۰/۷۳۹	-۰/۰۱۲۰	-۰/۲۴۷	-۰/۰۲۵۳	-۰/۳۳۶	-۰/۰۲۹۱	-۰/۲۱۴	-۰/۰۲۷۸	ارزش دفتری به بازار	RBEME
-۰/۳۳۲	-۰/۰۳۹۸	-۰/۶۶۸	-۰/۰۳۶۳	-۰/۵۳۰	-۰/۰۲۰۲	-۰/۰۰۹	-۰/۰۶۳۹	بازده انباشته خرید و نگهداشت	RPAST_RET
-۰/۷۰۷	-۰/۰۱۴۶	-۰/۲۱۷	-۰/۰۳۸۰	-۰/۳۲۹	-۰/۰۲۹۹	-۰/۴۰۷	-۰/۰۱۹۲	کیفیت گزارشگری مالی	RAQ
-۰/۵۵۷	-۰/۰۲۵۳	-۰/۱۵۲	-۰/۰۰۶۵	-۰/۹۱۹	-۰/۰۰۳۵	-۰/۷۳۷	-۰/۰۰۸۷	ارزش بازار سهام	RMVE
-۰/۸۰۸	-۰/۰۰۸۴	-۰/۰۵۲	-۰/۰۵۲۸	-۰/۰۳۵	-۰/۰۵۷۴	-۰/۲۰۱	-۰/۰۲۵۵	حساسیت بازده سهام	RBETA
-۰/۳۸۲	-۰/۰۱۲۷	-۰/۴۹۳	-۰/۰۰۷۹	-۰/۶۰۸	-۰/۰۰۵۹	-۰/۳۶۸	-۰/۰۰۷۸	کیفیت گزارشگری مالی*ارزش بازار سهام	RAQ*RMVE
-۰/۲۶۳	-۰/۰۱۵۹	-۰/۱۰۴	-۰/۰۱۷۸	-۰/۰۸۸	-۰/۰۱۸۷	-۰/۱۱۴	-۰/۰۱۳۰	کیفیت گزارشگری مالی*حساسیت بازده سهام	RAQ*RBETA
-۰/۰۸۳	-۰/۰۷۶۶	-۰/۲۹۵	-۰/۰۳۷۱	-۰/۱۱۲	-۰/۰۵۶۲	-۰/۲۸۰	-۰/۰۲۸۴	ریسک غیر سیستماتیک	RIRISK
-۰/۱۳۲	-۰/۰۳۳۰	-۰/۱۷۳	-۰/۰۱۷۲	-۰/۲۸۶	-۰/۰۱۳۴	-۰/۵۴۲	-۰/۰۰۵۷	ریسک غیر سیستماتیک*ارزش بازار سهام	RIRISK*RMVE
-۰/۱۹۳	-۰/۰۲۰۱	-۰/۹۳۳	-۰/۰۰۱۲	-۰/۷۴۹	-۰/۰۰۴۰	-۰/۰۲۵	-۰/۰۲۰۸	ریسک غیر سیستماتیک*ارزش دفتری به بازار	RIRISK*RBEME
-۰/۸۶۹	-۰/۰۰۲۶	-۰/۷۲۰	-۰/۰۰۴۵	-۰/۵۸۶	-۰/۰۰۶۸	-۰/۶۶۸	-۰/۰۰۳۹	ریسک غیر سیستماتیک*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RIRISK*RPAST_RET
-۰/۳۳۰	-۰/۰۱۸۹	-۰/۰۲۸	-۰/۰۲۷۵	-۰/۰۱۴	-۰/۰۳۰۷	-۰/۲۳۴	-۰/۰۱۱۱	ریسک غیر سیستماتیک	RIRISK*RBETA
-۰/۰۸۷	-۰/۰۲۵۵	-۰/۳۵۴	-۰/۰۱۱۱	-۰/۶۸۳	-۰/۰۰۴۸	-۰/۶۶۱	-۰/۰۰۳۹	سیستماتیک*حساسیت بازده ارزش بازار سهام*حساسیت بازده	RMVE*RBEME
-۰/۸۰۲	-۰/۰۰۰۴	-۰/۷۵۲	-۰/۰۰۳۹	-۰/۹۲۵	-۰/۰۰۱۱	-۰/۲۶۱	-۰/۰۱۰۴	ارزش بازار سهام*بازده انباشته خرید و نگهداشت	RMVE*RPAST_RET

در برازش مدل (۳) برای سه‌ماهه اول ( $m=1$ )، ضرایب مستقل مدل یعنی کیفیت گزارشگری مالی\* ارزش دفتری به بازار و کیفیت گزارشگری مالی\* بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت به ترتیب  $0/004$  و  $0/006$  می‌باشند ولی هیچ‌کدام از ضرایب معنادار نمی‌باشند. برای برازش سه‌ماهه دوم ( $m=6$ ) از مدل (۳)، این ضرایب به ترتیب دارای مقادیر  $0/001$  و  $0/013$  هستند که ضریب کیفیت گزارشگری مالی\* بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت که مربوط به راهبرد حرکتی است، معنادار شده است؛ ولی همچنان ضریب کیفیت گزارشگری مالی\* ارزش دفتری به بازار معنادار نشده است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران هنگام اتخاذ راهبرد حرکتی، در سه‌ماهه دوم به بازدهی مثبت معناداری خواهند رسید؛ ولی سرمایه‌گذاران اتخاذکننده راهبرد ارزشی نیاز به انتظار بیشتر در جهت دستیابی به بازدهی معنادار دارند. در ادامه ضریب کیفیت گزارشگری مالی\* ارزش دفتری به بازار در سه‌ماهه چهارم ( $m=12$ ) معنادار شده است و سرمایه‌گذاران در این زمان به بازدهی مثبت معنادار مورد انتظار خود خواهند رسید. حال بنا بر آنچه که از پیش‌بینی فرضیه سوم بیان گردید، در صورتی که زمان معناداری ضریب کیفیت گزارشگری مالی\* بازده غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت زودتر از زمان معناداری ضریب کیفیت گزارشگری مالی\* ارزش دفتری به بازار گردد، فرضیه سوم رد نمی‌شود.

#### ۵. بحث و نتیجه‌گیری

از روش‌های مورد استفاده سرمایه‌گذاران در سال‌های اخیر به‌منظور راهی برای کسب بازده غیرعادی بیشتر، راهبردهای معاملاتی بوده‌اند که از آن جمله راهبردهای ارزشی و حرکتی است. در میان کلیه سرمایه‌گذاران نیز، سرمایه‌گذاران نهادی دسته‌ای از مهم‌ترین تصمیم‌گیرندگان می‌باشند که بررسی‌ها بر روی این سرمایه‌گذاران، رهنمودهای زیادی جهت ارتقای سطح کیفی بازارهای سرمایه در پی خواهد داشت. در این پژوهش نتایج حاصل از داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه‌های اول و دوم نشان می‌دهند که در حالت کلی سرمایه‌گذاران نهادی با در نظرگیری کیفیت گزارشگری مالی به راهبرد ارزشی تمایل دارند. در فرضیه دوم نیز نتایج بررسی‌ها نشان داد که این سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، تمایلی به اتخاذ راهبرد حرکتی ندارند که این برخلاف پیش‌بینی‌های انجام شده است و فرضیه دوم پذیرفته نمی‌شود. از مقایسه بین ضریب متغیر سرمایه‌گذار نهادی گذرا در دو فرضیه اول و دوم ( $-0/696$  و  $-0/007$ ) نتیجه می‌شود که این سرمایه‌گذاران به هیچ‌یک از راهبردها تمایل ندارند ولی عدم تمایل آن‌ها به راهبرد ارزشی به مراتب بیشتر از راهبرد حرکتی است. در فرضیه سوم نیز، نتایج حاصله نشان می‌دهند که در تمام هشت دوره مورد بررسی و در هر دو راهبرد ارزشی و حرکتی سرمایه‌گذاران به بازده غیرعادی دست می‌یابند؛ ولی در راهبرد حرکتی بازده‌های غیرعادی سریع‌تر حاصل می‌شوند. در حقیقت از آن جهت که دستیابی به بازده‌های غیرعادی در راهبرد حرکتی زودتر از راهبرد ارزشی بوده است، فرضیه سوم رد نمی‌شود.

بوشی و همکاران (۲۰۱۹) نیز در پژوهش خود به تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر گرایش سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به اتخاذ هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش‌های آنان نشان داد که میزان گرایش سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به شرکت‌های با کیفیت ضعیف گزارشگری مالی به هنگام در نظرگیری راهبرد ارزشی، کاهش و به هنگام در نظرگیری راهبرد حرکتی، افزایش یافته است [۹]؛ که با نتایج حاصل از فرضیه اول این پژوهش همسو و با نتایج فرضیه دوم ناهمسو بوده است. از طرفی دیگر، این پژوهشگران در ادامه پژوهش خود به تأثیر کیفیت ضعیف گزارشگری مالی بر زمان‌بندی بازده‌های غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در زمان علامت‌دهی هر یک از راهبردهای ارزشی و حرکتی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که زمان دستیابی به بازده‌های غیرعادی انباشته خرید و نگهداشت سرمایه‌گذاری در راهبرد حرکتی سریع‌تر از راهبرد ارزشی است که با نتایج این مطابقت دارد. در حقیقت نتایج پژوهش آنان نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی به هنگام اتخاذ راهبرد حرکتی، در سه‌ماهه اول به بازده غیرعادی خود دست می‌یابند و در سه‌ماهه پنجم نیز به بازده غیرعادی راهبرد ارزشی دسترسی دارند؛ ولی نتایج این پژوهش به هنگام راهبرد حرکتی سه‌ماهه دوم و به هنگام راهبرد ارزشی سه‌ماهه چهارم بوده است.

## ۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

بنا بر نتایج آزمون فرضیه‌ها، پیشنهادات به شرح زیر است:

- ۱- با توجه به نتیجه فرضیه‌های اول و دوم به‌منظور جلوگیری از تصمیم‌گیری اشتباه، سرمایه‌گذاران از معیارهای دیگری همچون سود هر سهم یا بازده آن سهم به‌عنوان معیاری جهت تشخیص راهبرد ارزشی استفاده نمایند. همچنین جهت تصمیم‌گیری خود به بررسی شرایط سایر راهبردهای حسابداری همچون راهبرد معکوس، تدافعی، تهاجمی و ... بپردازند.
- ۲- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه چهارم پیشنهاد می‌شود که قبل از تصمیم برای فروش هر سهم، به بررسی شرایط سایر راهبردهای حسابداری نیز پرداخته شود تا تصمیم‌گیری صحیح‌تری صورت گیرد.

محدودیت‌های مربوط به پژوهش نیز به صورت زیر است:

- ۱- از مهم‌ترین محدودیت‌های این پژوهش مربوط به ویژگی خاص هر پژوهش تجربی در حوزه علوم اجتماعی می‌باشد که متداول نیز هست؛ به‌عبارت‌دیگر، تأثیر متغیرهای دیگری که کنترل آن‌ها از دسترس پژوهشگر خارج است و امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه و عمر شرکت‌ها، تعدادی از متغیرهایی هستند که ممکن است اثرگذار باشند. در نتیجه، یافته‌های این پژوهش باید با توجه به این شرایط استفاده گردد.

- ۱- یکی دیگر از محدودیت‌های پژوهش آن است که در این پژوهش، می‌توان به ارقام استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها اشاره نمود که با توجه به تأثیر قابل ملاحظه تورم بر آن‌ها و عدم تعدیل صورت‌های مالی شرکت‌ها از بابت آن، در صورت تعدیل اطلاعات مذکور ممکن است که نتایج به دست آمده از نتایج فعلی متفاوت گردد.
- ۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بدون تفکیک شرکت‌ها بر اساس نوع فعالیت و صنعت مربوطه به دست آمده است و ممکن است در خصوص هر یک از صنایع به‌طور مجزا نتایج متفاوتی حاصل گردد.
- ۳- داده‌های مورد استفاده از صورت‌های مالی بابت تورم تعدیل نشده‌اند که با توجه به تعدیل داده‌ها از بابت تورم ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.
- ۴- با توجه به محدود بودن قلمرو زمانی به سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸، در تعمیم نتایج به بازه‌های زمانی قبل و بعد از دوره مذکور باید احتیاط لازم اعمال گردد.
- از جمله محدودیت‌های موجود، قدرت مدل‌های استفاده شده در این پژوهش می‌باشد. همان‌گونه که مشخص گردید، مدل‌ها دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ را نیز شامل می‌شوند که طی این دو سال، تحریم‌ها و همچنین شیوع ویروس جهانی کرونا باعث ایجاد تلاطم‌ها و مشکلات سیاسی و اقتصادی بسیاری گردید. از آنجایی که هیچ متغیری به‌عنوان نماینده‌ای برای تأثیر آثار این مشکلات در مدل‌های این پژوهش دیده نشده است، قدرت این مدل‌ها پایین می‌باشد. همچنین تعداد محدود سرمایه‌گذاران نهادی و به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی گذرا از دیگر محدودیت‌ها بود که این محدودیت موجب داشتن تعداد داده‌های کم برای متغیرهای وابسته مدل‌ها و در نتیجه محدودیت در دسترسی به نتایج مطلوب‌تر بود. همچنین برخی از داده‌ها مانند هزینه استهلاک به صورت سالانه بود که به‌منظور تبدیل آن به فصلی، بر ۴ تقسیم گردیدند. در حقیقت استهلاک دارایی‌های ثابت به صورتی مساوی در فصل‌ها لحاظ گردید که با استفاده متفاوت دارایی‌ها در فصول مختلف سال در تناقض است.

## منابع

1. Abarbanell, J., Bushee, B. (1998). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *Accounting Review*, 73 (1), 19-45.
2. Ali, A., Hwang, L., Trombley, M. (2003). Arbitrage Risk and the Book-to-market Anomaly. *Journal of Financial Economics*, 69 (2), 355-373.
3. Ali, A., Chen, Yao., Yu, T. (2008). Do Mutual Funds Profit From the Accruals Anomaly? *Journal of Accounting Research*, 46 (1), 1-26.
4. Amiri, H., Foroughi, D., Soleimani, G. (2019). Expansion of capital asset pricing factor models through value factor, momentum and stock quality pricing. *Financial Accounting Quarterly*, 11 (44), 37-62.
5. Arroisi, A., Dharma, W., Aaron, A., Koesrindartoto, D. (2019). Who moves stock market in an emerging country – Institutional or retail investors? *Research in International Business and Finance*, 51(12), 61-101.
6. Badri, A., Davallou, M., Aghajani, F. (2018). Momentum Sources; Evidence from Risk Adjustment. *Journal of Financial Management Perspective*, 8(23), 9-31 [In Persian].
7. Ball, R., Shivakumar, L. (2005). Earning quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 83-128.
8. Batzer, M, Jank, S, Smajlbegovic, E. (2019). Who trade on momentum? *Journal of Financial Markets*, 24(3), 56-74.
9. Bushee, B., Goodman, H., Sunder, V. (2019). Financial Reporting Quality, Investment Horizon, and Institutional Investor Trading Strategies. *Journal of Accounting Review*, 94(3), 87-112.
10. Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73 (7), 305-333.
11. Bushee, B. J., & Goodman, T. H. (2007). Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns? *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 289-321.
12. Callen, J., Khan, M., Lu, H. (2012). Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*, 30 (1), 269-295.
13. Collins, D., Gong., Hribar, P. (2003). Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals. *Review of Accounting Studies*, 8 (23), 251-276.
14. Davalloo, M., Badri, A., Forough, A. (2018). Source of momentum creation; Evidence on how to adjust Risk. *Financial Management Perspective*, 33, 9-31.
15. Dechow, P., Dichev, I. (2003). The quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
16. Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225.
17. Ebrahimi, M., Safdarian, L., Fouladi, M., Farhadi, M. (2021). The effect of financial reporting quality on the maintenance costs of business strategies. *Financial Accounting Quarterly*, 13 (50), 86-41.
18. Farhadi, R., Akhoundi, O., MehrAvar, H. (2019). Dynamics of Herding Behavior and Momentum Effects: Evidence from the Iran Capital Market. *Journal of Financial Management Perspective*, 9(26), 121-145. [In Persian].

19. Fama, E., French, K. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
20. Gang, J., Qian, Z., Tiange, X. (2019). Investment horizons, cash flow news, and the profitability of momentum and reversal strategies in the Chinese stock market. *Economic Modelling*, 83, 364-371.
21. Gao, Y., Li, X., Xiong, Y. (2021). Investor Heterogeneity and Momentum- Based Trading Strategies in China. *International Review of Financial Analysis*, 3 (74), 101-65.
22. Graham, B., Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. New York: McGraw Hill.
23. Hashemi, A., Hosseini, E. (2018). Certified Investors and Trading Strategy of Accruals. *Quarterly Journal of Asset Management and Financing*, 4 (27), pp.31-48.
24. Hashemnejad, A., Mohammadi, D., Hashemnia, S. (2017). The Relationship between Business Strategies and the Quality of Financial Reporting of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *International Scientific Conference on Management, Applied Economics and Trade*, Summer, Shiraz.
25. Healy P. (1985). Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
26. Hosseini, Ali., Morshedi, F. (2019). The Impact of Investors' Emotions on the Dynamics of Tehran Stock Exchange Trading. *Financial Accounting and Auditing Research*, 11 (44), 12-22.
27. Jeter, K., Shivakumar, L. (1999). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
28. Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
29. Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
30. Keiser, Lars. (2020). ESG Integration: Value, Growth and Momentum. *Journal of Asset Management*, 21, 32-51.
31. Larsen, A., Ding, H. (2019). Empirical analysis of value and momentum strategies in BRIC stock markets. *master thesis*, Nataliya Gerasimova.
32. Lev, B., Nissim, D. (2006). The Persistence of the Accruals Anomaly. *Contemporary Accounting Research*, 23 (1), 193-226.
33. Levin, A., Chien, F., Shang, James. C. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
34. Lin, Ch., Yang, K., Ko, K. (2021). A timing momentum strategy. *Accounting & Finance*, 32 (4), 5-27.
35. McNichols, M. (2002). Banking and Finance. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
36. Mehravar, H., Khosravi pour, N., Lashgari, Z. (2021). The Effect of Financial Reporting Quality on Relationship between Short-term institutional Shareholders and Business Strategies. *Business Management Quarterly*, 3 (51), 61-76.
37. Ramalingegowda, S., Bin, K. (2005). Do Institutional Investors Exploit the Post-earnings Announcement Drift? *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 25-53.



38. Sabir, Mostafa. (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*.
39. Safdarian, L., Foroughi, D., Karimi, F. (2019). The role of style-based returns in predicting future returns. *Financial Accounting and Auditing Research*, 11 (43), 199-218.
40. Saghafi, A., Arab Mazar Yazdi, M. (2010). Quality of financial reporting and investment inefficiency. *Financial accounting research* (4), 1 - 20.
41. Sebqat, n., Mahmoudi, M., Farid, D. (2017). Investigating the momentum strategy and its impact on stock returns in the OTC market, *Master Thesis*.
42. Setayesh, M., Ebrahimi Meymand, M. (2015). The Relationship between the Type of Institutional Ownership and the Quality of Disclosure in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Experimental Financial Accounting Studies*, (12), 48, 53-75.
43. Sheilifer, A., Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate / Governance. *Journal of finance*, 15(2), 737-783.
44. Sinaei, H., Ajdarpour, L. (2014). Investigating the usefulness of acceleration and reverse strategies in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*, 14(11), 29-50.
45. Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flow about future earnings?. *The Accounting Review*, 71 (3), 289-315.
46. Taghian, Z., Farid, D. (2017). Investigating the Relationship between Excess Returns Due to Momentum Strategy and Systematic Risk in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 6(16), 9-30 [In Persian].
47. Yadegari, S., Hashemi, A., Amiri, H. (2020). The Effect of Profit and Momentum News on Abnormal Correction of Accruals. *Financial Accounting and Auditing Research*, 12 (47), 117-138.
48. Zhang, X. (2006). Information Uncertainty and Stock Returns. *Journal of Finance*, 61 (1), 105- 137.
49. Ziobrowski A., James, W., Brigitte, J. (2004). Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 39(4), ss98-195.