

## ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار

محسن دستگیر\*

محمد کاظمی\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۰/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۲/۱۴

### چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام می باشد. همچنین در این پژوهش ارتباط بین روند های کوتاه مدت تر، شامل دوره های ۶۰ روزه، ۲۰ روزه و ۵ روزه نیز با بازده سهام در سطوح مختلف شاخص بازار سهام مورد آزمون قرار گرفته است. برای انتخاب نمونه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه ای شامل ۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۹ ساله (۱۳۸۸-۱۳۸۰) انتخاب و بررسی گردید. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون با داده های ترکیبی استفاده گردیده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد زمانی که شاخص بازار سهام از میانگین شاخص بازار سهام در ۵۲ هفته ی گذشته بیشتر است یک ارتباط قوی و مثبت بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن وجود دارد. با وجود ارتباط مثبت بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن، از این نسبت می توان برای پیش بینی بازده آتی سالانه سهام استفاده کرد.

**واژه های کلیدی:** استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته، استراتژی روند، بازده سهام، شاخص بازار سهام، روش رگرسیون

---

\* استاد گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، نویسنده اصلی، مسئول مکاتبات.

mdastgir@hotmail.com

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.

۱- مقدمه

هر سرمایه‌گذار در بدو ورود به بازار سرمایه به دنبال پیدا کردن راه‌ها و تدوین و بکارگیری استراتژی‌هایی است که بتواند بر بازار پیروز شود و بازده بیشتری کسب و ریسک را حداقل نماید. در مقابل، تئوری نوین مدیریت مالی و جوهره اصلی آن یعنی فرضیه بازار کارا بر این اعتقاد است که نمی‌توان بر بازار پیروز شد و بازدهی بیش از متوسط بازار حاصل کرد. در این پارادایم ادعا می‌شود که هیچ‌گونه روندی در قیمت و بازدهی بازار وجود ندارد و نمی‌توان از روندهای بازار سود کسب کرد. در حال حاضر در بازارهای سرمایه دنیا دو استراتژی که برای معامله و مدیریت پرتفوی به صورت گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرند و در تحقیقات متعددی از جمله بی‌چانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) و هودارت<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) سودمندی آن‌ها در ایجاد بازدهی بیشتر تأیید شده است، استراتژی‌های روند و معکوس می‌باشند. این استراتژی‌ها همیشه به‌عنوان تحلیل تکنیکال معروف بوده‌اند و امروزه در حال تأیید گرفتن از سرمایه‌گذاران بنیادگرا و حتی جامعه آکادمیک می‌باشند. حجم زیادی از تحقیقات به این موضوع می‌پردازند و ادبیات گسترده‌ای در این مورد شکل گرفته است. این استراتژی‌ها بر روانشناسی، رفتار جمعیت و جو بازار متکی هستند. استراتژی بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته از استراتژی روند نشات می‌گیرد. اصطلاح روند در علم مدیریت مالی معادل واژه شتاب در علم فیزیک می‌باشد. شتاب در لغت به معنای عزم حرکت یا نیروی اولیه‌ی حرکت است. این واژه از اصطلاحات علم فیزیک بوده که وارد علم مدیریت مالی شده است. یکی از استراتژی‌ها بی‌چانگ است که در بازار سرمایه به کار گرفته می‌شود، این است که توصیه می‌شود سهامی خریداری شود که در گذشته بالا ترین بازده را داشته است و سهامی به فروش رسد که در گذشته پایین ترین بازده را کسب کرده است. به بیان دیگر این استراتژی می‌گوید «سهامی را بخرید که در گذشته موفق بوده و سهامی را بفروشید

1. Yi Chang  
2. Huddart

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۳۳  
که در گذشته ناموفق بوده است». این قاعده به نام استراتژی معاملاتی روند شهرت یافته  
است (ساده وند، ۱۳۸۹: ۲۲).

در پژوهش های قبلی و مشابه به این پژوهش به صراحت به یافتن پاسخ این سؤال  
که آیا بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار  
سهام ارتباط معنا داری وجود دارد یا خیر پرداخته نشده است بنابراین با توجه به موارد  
بالا هدف از انجام این تحقیق پاسخ به این سؤال می باشد که آیا بین بالاترین قیمت  
سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ارتباط  
معنا داری وجود دارد؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در سال های اخیر وجود عوامل موثر بسیاری که به پیش بینی بازده سهام کمک می کنند  
مطرح شده است، از آن جمله می توان به موارد زیر اشاره کرد:  
جرج و هووانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) یافتند که استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته  
مهمتر از روند قیمت می باشد. جگادش و تیتمن<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) پیشنهاد می کنند که سطوح  
قیمت نشان داده شده توسط بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته تعیین کننده مهمتری از  
تاثیر روندی است که توسط روش های قبلی قیمت گذاری نشان داده می شود.  
سرمایه گذاران سطوح قیمتی بالا را به عنوان نشان دهنده اخبار خوب مورد توجه قرار می -  
دهند؛ چه اخبار خوب مربوط به شرکت باشد یا نباشد. اخبار خوب با بالاترین قیمت  
سهام در ۵۲ هفته گذشته مقایسه می شود. بنابراین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته  
گذشته به عنوان یک متغیر مورد بحث برای سرمایه گذارانی است که بازده آتی سهام  
شان را پیش بینی می کنند (یی چانگ، ۲۰۱۱: ۷).  
وقتی اخبار خوب منجر به افزایش قیمت سهام به سطحی نزدیک به بالاترین قیمت

۱۳۴ ..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۲

سهام در ۵۲ هفته گذشته می‌رسد انتظارات خوش بینانه ای به وجود می‌آید که در نتیجه آن نوع رفتار تاثیر روند یا تاثیر بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته بهبود می‌یابد. این تغییرات به این دلیل است که وقتی قیمت سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته نزدیک می‌شود دو نیرو به وجود می‌آید که منجر به افزایش بازده آتی سهام می‌شود. این دو نیرو از تاثیر اطلاعات افزایش قیمت و انتظارات مثبت ایجاد شده توسط افزایش قیمت نشات می‌گیرد. با این وجود تحقیقات قبلی سطح بالای شاخص بازار سهام را که مانع از ایجاد تاثیر بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته می‌شود را نادیده گرفته‌اند. اگر قیمت نسبتاً بالای سهام بتواند به تعیین سود بیشتر سرمایه‌گذاری کوتاه مدت کمک کند در نتیجه عامل مهم دیگری که همان عملکرد نسبتاً بالای شاخص بازار سهام است قابل استنتاج می‌باشد (یی چانگ، ۲۰۱۱: ۱۵).

به طور خلاصه چند موضوع اصلی مورد بررسی در این پژوهش به شرح زیر است: اولاً لازم است بررسی شود چطور سطح شاخص بازار سهام روی بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته از طریق انتظارات سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد. اخبار خوب از عملکرد خوب شاخص بازار سهام که چشم انداز امید بخشی برای سهام است ایجاد می‌شود و این باعث تشویق سرمایه‌گذاران به پیگیری روند های قبلی سهام می‌شود. چون سرمایه‌گذاران از بازار صعودی<sup>۱</sup> توقع افزایش قیمت در آینده را دارند. این نشان می‌دهد که سطح بالای شاخص بازار سهام منجر به بهبود عملکرد سهام می‌شود. در مقابل در یک بازار نزولی با سطح پایین شاخص ممکن است اعتماد سرمایه‌گذاران را در نگهداری سهام کم کند. در این پژوهش می‌خواهیم به بررسی این موضوع پردازیم که چگونه سطح شاخص بازار سهام روی ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته و بازده آن تاثیر می‌گذارد.

ثانیاً به غیر از استفاده از بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته به‌عنوان یک متغیر مورد بحث نشان خواهیم داد که آیا انواع دیگر اطلاعات مهم که بتواند به‌عنوان متغیری

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۳۵

مورد بحث مطرح شود وجود دارد یا خیر. در کنار متغیر بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته که به عنوان یک متغیر مهم استفاده می شود پیشنهاد می شود که قیمت های بالای گذشته را که در دوره های مختلف اندازه گیری شده است را به عنوان یک متغیر مهم استفاده کنیم که این دوره ها شامل هفته، ماه و فصل می باشد. از این معیار های عملکرد برای مقایسه قیمت های کنونی سهام استفاده می شود. با این وجود تحقیقات کمی در زمینه ارتباط بین بازده سهام و چنین معیار هایی وجود دارد (بی چانگ، ۲۰۱۱).

ثالثاً در این مقاله از برخی ویژگی های شرکت ها که به عنوان شاخص های ریسک و عملکرد بیان می شود، مانند اندازه شرکت، ارزش دفتری به ارزش بازار استفاده می کنیم. بیشتر محققان معتقداند که اندازه؛ فاکتور مهمی در تعیین بازده مورد انتظار سهام می باشد؛ بنز<sup>۱</sup> (۱۹۸۱)، رینگنام<sup>۲</sup> (۱۹۸۱)، جافه<sup>۳</sup> (۱۹۸۹) و راون هورست<sup>۴</sup> (۱۹۹۸). برخی دیگر معتقدند تاثیر ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت فاکتور مهمتری است؛ مثل روسنبرگ<sup>۵</sup> (۱۹۸۵)، چان<sup>۶</sup> (۱۹۹۱) و پاتروسکی<sup>۷</sup> (۲۰۰۰). برخی دیگر معتقدند که هر دوی این تاثیرات نباید در چنین تحلیل هایی نادیده گرفته شوند مثل فاما و فرنچ<sup>۸</sup> (۱۹۹۶)، بامان<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) و دانیال<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۱).

رینگنام (۱۹۸۱) بیان می کند که در شرکت هایی که تاثیر اندازه را کنترل کرده اند شکست خورده اند. باسو<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۳) نشان داد که تاثیر P/E از اندازه شرکت مستقل نیست. کوک و روزف<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۴)، جافه (۱۹۸۹) و فایرفیلد و هریس<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند

1. Banz
2. Reinganum
3. Jaffe
4. Rouwenhorst
5. Rosenberg
6. Chan
7. Piotroski
8. Fama and French
9. Bauman
10. Daniel
11. Basu
12. Cook and Rozeff

که سهام به نسبت P/E کمتر، بازده بیشتری ایجاد می‌کند. یکی دیگر از متغیرهای مورد بحث که سرمایه‌گذاران در ارزیابی اخبار رسیده بکار می‌برند متغیر حجم معاملات است. بلوم (۱۹۹۴) و هودارت (۲۰۰۹) نشان دادند زمانی که قیمت سهام بیش از حد بالا یا پایین است حجم معاملات محدود می‌شود. پس بهتر است حجم معاملات را نیز در مدل وارد کنیم.

بنابراین در این مقاله علاوه بر متغیر بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته از متغیرهای اندازه شرکت؛ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت به بازده سهام P/E در پیش‌بینی بازده سهام استفاده می‌کنیم. نهایتاً مدل رگرسیون این پژوهش مزیت‌هایی در تعیین متغیرهای توضیح‌دهنده، متغیر وابسته که همان بازده سهام می‌باشد را دارد. بیشتر تحقیقات قبلی در ارتباط به بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته و بازده سهام از استراتژی روند استفاده کرده‌اند. به علاوه در این نوع تحقیقات از رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده نشده است.

پی‌چانگ (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته و سطح شاخص بازار سهام به بررسی ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته و بازده آن در بورس اوراق بهادار تایوان پرداخت. وی همچنین ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵ روز، ۲۰ روز و ۶۰ روز و بازده سهام را مورد بررسی قرار داد. او در این پژوهش نشان داد که بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته تاثیر مثبت و معنا داری روی بازده سهام دارد و همچنین زمانی که شاخص بازار سهام از میانگین شاخص بازار سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته بیشتر است ارتباط بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته و بازده سهام مثبت و قوی است. زمانی که شاخص بازار سهام از میانگین شاخص بازار سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته کمتر است ارتباط بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته و بازده سهام مثبت و ضعیف است.

مالین و برونهالت (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان قابلیت پیش‌بینی شاخص بازده‌های

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۳۷

آتی بر اساس استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته، به دنبال پاسخی برای این پرسش بودند که آیا استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته در بازارهای نوظهور سود آور است یا خیر. آن ها همچنین در این پژوهش به مقایسه ی قابلیت سود آوری استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته با استراتژی روند پرداختند. به طور کلی نتایج پژوهش نشان می دهد که استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته در بازارهای نوظهور سود آور بوده و نسبت به استراتژی روند به طرز معناداری سودآوری بیشتری دارد و به عبارت دیگر با استفاده از استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته می توان بازده های آتی را پیش بینی نمود.

دو (۲۰۰۸) در تحقیقی به بررسی این موضوع که روند کوتاه مدت و معکوس بلند مدت دو پدیده مجزا از هم هستند در بازارهای بین المللی پرداخت. دوره زمانی تحقیق از دسامبر ۱۹۶۹ تا جولای ۲۰۰۴ بوده است. وی همچنین در این تحقیق به مقایسه ی استراتژی روند قیمت چگادش و تیمن (۱۹۹۳) و استراتژی جرج و هوانگ (۲۰۰۴) پرداخته است. علاوه براین وی این موضوع را که آیا بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته می تواند بازده های آتی را پیش بینی کند را مورد بررسی قرار داد. به طور کلی نتایج تحقیق فوق بیانگر این است که بر خلاف نتایج جرج و هوانگ (۲۰۰۴) روند کوتاه مدت و معکوس بلند مدت به صورت همزمان و نه به عنوان دو پدیده ی کاملاً مجزای از هم وجود دارد. از دیگر نتایج تحقیق فوق می توان به این اشاره کرد که استراتژی های روند قیمت در سطح بین الملل حتی بعد از انجام اصلاحات بابت ریسک و هزینه ی معاملات سودآور می باشند. وی همچنین به این نتیجه رسید که با استفاده از استراتژی بالاترین قیمت در سهام در ۵۲ هفته ی گذشته می توان بازده های آتی را پیش بینی نمود.

جرج و هوانگ (۲۰۰۴) در پژوهش خود به بررسی و مقایسه بازده های به دست آمده سهام و قابلیت پیش بینی بازده های آتی سهام با استفاده از سه استراتژی سرمایه گذاری، روند قیمت چگادش و تیمن، روند صنعت موسکویتز و گرین بالت و استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته پرداختند. استراتژی اول آن ها عملکرد بازده سهام را در

۱۳۸ ..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۲

گذشته بررسی می‌کند. استراتژی دوم آن‌ها عملکرد سهام را با استفاده از بازده‌های صنعت در گذشته اندازه‌گیری کرده و استراتژی سوم عملکرد سهام را با توجه به نزدیک بودن قیمت سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته‌ی گذشته اندازه‌گیری می‌کند. به طور کلی نتایج و یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی روند در کوتاه مدت و استراتژی معکوس در بلندمدت دو پدیده‌ی کاملاً مجزا هستند و استراتژی بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته قابلیت پیش‌بینی بهتر بازده را دارا می‌باشد.

تا کنون در کشور ایران در هیچ پژوهشی رابطه بین استراتژی بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته‌ی گذشته و بازده سهام مورد بررسی قرار نگرفته است. اما در پژوهش‌های زیادی رابطه‌ی بین انواع متغیرهای مستقل دیگر و بازده مورد بررسی قرار گرفته است که در زیر به چند مورد از آن‌ها اشاره می‌کنیم:

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی سودآوری استراتژی‌های روند سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران و ارزیابی اثر عوامل بازده غیرعادی، سود غیر منتظره استاندارد شده؛ نسبت قیمت به درآمد هر سهم، ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم و همچنین اندازه شرکت بر روی بازده این استراتژی‌ها طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۷ پرداختند. آن‌ها به این نتایج رسیدند که با توجه به سودآوری استراتژی روند قیمت در افق زمانی ۳ و ۶ و ۱۲ ماهه در بورس اوراق بهادار تهران، می‌توان با خرید سهام برنده و فروش سهام بازنده در افق زمانی فوق بازده اضافی کسب کرد. با توجه به سودآوری استراتژی روند سود در افق زمانی ۳ و ۶ ماهه می‌توان بدین نتیجه رسید که با خرید سهامی که به تازگی شگفتی در سود داشته و فروش سهامی که عملکرد ضعیفی از سودآوری داشته می‌توان بازده اضافی در افق زمانی فوق کسب نمود.

زنجیر دار و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به این پرسش پاسخ می‌دهند که آیا متغیرهای ریسک سیستماتیک، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه شرکت، نسبت قیمت به درآمد، نسبت در آمد به قیمت، بازده بازار، بازده بدون ریسک و صرف



ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۳۹۰  
ریسک بازار توانایی تبیین و پیش بینی بازده واقعی سهام را در بازار سرمایه ایران دارند یا خیر. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که استفاده از مدل چند عاملی در تبیین بازده واقعی سهام در محدوده زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ بهتر از مدل تک عاملی CAPM است. به عبارت دیگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم، بتا، بازده بازار، بازده بدون ریسک و نسبت قیمت به درآمد بالاترین قدرت تبیین بازده واقعی را نسبت به متغیرهای دیگر دارند.

فدایی نژاد و صادقی (۱۳۸۵) سود مندی استراتژی های شتاب و معکوس را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. آن ها در یک بازه زمانی پنج ساله (۱۳۸۴-۱۳۸۰) اقدام به تشکیل و مقایسه پرتفوی ها کردند. یافته های آنان نشان داد هر یک از این استراتژی ها در یک دوره زمانی سود مند است. به طوری که در افق های زمانی یک ماهه، سه ماهه و شش ماهه با استفاده از استراتژی شتاب و در افق های زمانی طولانی تر با استفاده از استراتژی معکوس می توان بازده اضافی کسب نمود.

### ۳- فرضیه های پژوهش

در راستای اهداف پژوهش و با توجه به مبانی نظری موضوع و پیشینه تحقیق های گذشته فرضیه های تدوین شده پژوهش عبارت است از:

**فرضیه اصلی:** بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته و بازده آن در همان دوره در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین بالاترین قیمت سهام در ۶۰ روز گذشته و بازده آن در همان دوره در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین بالاترین قیمت سهام در ۲۰ روز گذشته و بازده آن در همان دوره در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** بین بالاترین قیمت سهام در ۵ روز گذشته و بازده آن در همان

دوره در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

#### ۴- روش پژوهش

از آنجا که هدف پژوهش‌های کاربردی، توسعه دانش کاربردی در زمینه خاصی است، پژوهش حاضر از نوع کاربردی است. این نوع پژوهش‌ها به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می‌شوند. همچنین این پژوهش از لحاظ روش از نوع توصیفی همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می‌نماید. رگرسیون‌های مورد استفاده در پژوهش، چند متغیره بوده و از نوع داده‌های ترکیبی می‌باشند.

#### ۵- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ می‌باشد و روش نمونه‌گیری، روش حذفی است. به این صورت که برای تخمین مدل‌های پژوهش، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده جزء نمونه آماری لحاظ شده و آن دسته از شرکت‌هایی که این شرایط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف گردیده‌اند. شرایط مذکور به شرح زیر می‌باشند:

۱- از ابتدای سال ۱۳۷۹ تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشند.

۲- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفند ماه ختم

شود.

۳- در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هر سه ماه یکبار سهام آن‌ها مورد مبادله

واقع شده باشد.

۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

۵- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

۶- اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد نیاز مدل‌ها به صورت روزانه موجود باشند.

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام ..... ۱۴۱  
با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس  
اوراق بهادار تهران، در مجموع ۲۲ شرکت انتخاب شدند. لازم به ذکر است که برای ۲۲  
شرکت داده‌های هفتگی و برای نه سال تحقیق ۹۱۵۲ مشاهده انجام شده است.

## ۶- روش و ابزار جمع‌آوری اطلاعات

با توجه به موضوع پژوهش، روش جمع‌آوری اطلاعات اسنادکاوی است. اطلاعات  
مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن و به وسیله  
نرم افزارهای تدبیر پرداز ۲ و ره آورد نوین و دنا سهم استخراج شده است. همچنین  
برای استخراج سایر اطلاعات مورد نیاز از لوح فشرده بورس و سایت رسمی بورس  
اوراق بهادار تهران استفاده شده است. همچنین به منظور محاسبه متغیرها و تجزیه و  
تحلیل مدل آماری داده‌ها از نرم افزارهای Excel و Eviews نسخه ۶ استفاده شده است.

## ۷- مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده از مدل‌های رگرسیون پیشنهاد  
شده توسط یی چانگ (۲۰۱۱) استفاده شده است و علت استفاده از این مدل آن است  
که دوره‌های کوتاه مدت تر از یک سال را در نظر گرفته است که این مدل‌ها عبارتند از:  
برای آزمون فرضیه اول از سه مدل ۱، ۲، ۳ استفاده شده است:

مدل (۱)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + a_1High52w_{i,t-1} + a_2High52w_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + b_3PE_{i,t-1} + a_1High52w_{i,t-1} + a_2High52w_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + b_3PE_{i,t-1} + b_4VOL_{i,t-1} + a_1High52w_{i,t-1} + a_2High52w_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه فرعی اول تا سوم نیز مدل ۴، ۵، ۶ استفاده شده است:

مدل (۴)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + b_3PE_{i,t-1} + b_4VOL_{i,t-1} + a_1High60d_{i,t-1} + a_2High60d_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۵)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + b_3PE_{i,t-1} + b_4VOL_{i,t-1} + a_1High20d_{i,t-1} + a_2High20d_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۶)

$$R_{i,t} = b_0 + b_1Size_{i,t-1} + b_2BM_{i,t-1} + b_3PE_{i,t-1} + b_4VOL_{i,t-1} + a_1High5d_{i,t-1} + a_2High5d_{i,t-1} * D_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

فهرست متغیرهای مورد استفاده در کلیه مدل‌های فوق در جدول ۱ درج گردیده است:

جدول ۱- فهرست متغیرها

نوع متغیر	نماد انگلیسی	متغیر
وابسته	R <sub>it</sub>	بازده سهام
مستقل	Size	اندازه شرکت
مستقل	B/M	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
کنترلی	P/E	نسبت قیمت به بازده سهام
کنترلی	VOL	حجم معاملات
مستقل	High 52 w	نسبت بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته
مستقل	High 60 d	نسبت بالاترین قیمت سهام در ۶۰ روز گذشته
مستقل	High 20 d	نسبت بالاترین قیمت سهام در ۲۰ روز گذشته
مستقل	High 5 d	نسبت بالاترین قیمت سهام در ۵ روزه گذشته

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۴۳

مستقل	$D_t$	متغیر مجازی
-------	-------	-------------

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر (ادامه جدول ۱)

در مدل‌های جدول (۱)  $R_{it}$  بازده سهام  $i$  در زمان  $t$  است.  $Size_{i,t-1}$  ارزش بازار است که برابر است با تعداد سهام منتشره در دست مردم ضرب در قیمت سهام در زمان  $t-1$  است.  $BMI_{i,t-1}$  نسبت ارزش دفتری کل سهام شرکت به ارزش بازار کل سهام شرکت در زمان  $t-1$  است.  $High52wi_{i,t-1}$  نسبت قیمت جاری سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته سهام  $i$  در زمان  $t-1$  است. بیشترین ارزش نسبت  $High52wi_{i,t-1}$  برابر یک است. هنگامی که این نسبت خیلی زیاد است نشان می‌دهد که قیمت جاری سهام به حداکثر قیمت قبلی نزدیک است و در نتیجه قیمت سهام در حال حاضر نسبتاً در سطح بالایی قرار دارد. همین‌طور زمانی که این نسبت کوچک است نشان می‌دهد که قیمت جاری سهام کم است و از حداکثر قیمت قبلی فاصله دارد. در برآورد ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام لازم است که شرایط بازار را تعیین کنیم. چون قیمت سهام بیشتر از قیمت ۵۲ هفته قبل شده است بنابراین به نظر می‌رسد که این اطلاعات مهمی برای سرمایه‌گذاران است. ما  $D_t$  را یک متغیر ظاهری در نظر می‌گیریم، اگر شاخص بازار سهام در زمان  $t$  کمتر از میانگین شاخص بازار سهام در ۵۲ هفته گذشته باشد، برابر یک است و در غیر این صورت آن را صفر در نظر می‌گیریم متغیر  $D_t - 1 \times High52wi_{i,t-1}$  در معادله آورده می‌شود تا مشاهده ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته و بازده آن در سطح شاخص بازار سهام کمتر از میانگین شاخص سهام در ۵۲ هفته ی گذشته امکان پذیر شود. بنابراین جایی که سطح شاخص بازار سهام نسبتاً کم است ضریب متغیر بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته  $\alpha_1 + \alpha_2$  است و جایی که سطح شاخص بازار سهام نسبتاً بالا است  $\alpha_1$  است.

$\epsilon_{it}$  همان خطای تصادفی است. در استفاده از رگرسیون تلفیقی برای برآورد نتایج، تاثیرات غیر قابل مشاهده را صفر در نظر می‌گیریم. رگرسیون پانل مورد استفاده در این

تحقیق شامل هم اثرات ثابت و اثرات تصادفی است که به ما اجازه کنترل ناهماهنگی شرکت‌ها را می‌دهد به علاوه ما از نظر آماری بررسی می‌کنیم که کدام مدل بهتر است. نسبت P/E ارزشیابی سرمایه‌گذاران را از درآمد‌ها نشان می‌دهد. بنابراین ما نسبت P/E را در مدل دوم به‌عنوان متغیر کنترل شده بررسی می‌کنیم.

به‌منظور مقایسه مدل یک و دو متغیر حجم را به‌منظور ایجاد یک متغیر مورد بحث دیگر که در نتیجه اخبار خوب توسط سرمایه‌گذاران ارزشیابی می‌شود را اضافه می‌کنیم. در این روش رفتار گروهی سرمایه‌گذاران با استفاده از این مدل به دست می‌آید تا ارتباط بین حجم معاملات و بازده سهام را تعیین کنیم.

به‌منظور آزمون فرضیه‌های فرعی اول، دوم و سوم به ترتیب از مدل‌های ۴، ۵، ۶ استفاده می‌کنیم. در این مدل‌ها بالاترین قیمت ۶۰ روزه، ۲۰ روزه و ۵ روزه گذشته، نقش‌های مشابهی با بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته در مدل‌های ۱، ۲، ۳ بازی می‌کند. High20d, High5d و High60d نسبت‌هایی از قیمت کنونی سهام به بالاترین قیمت به ترتیب در طول ۵ روز، ۲۰ روز و ۶۰ روزه گذشته هستند. (بی‌چانگ، ۲۰۱۱).

## ۸- آزمون فرضیه‌ها

باتوجه به اینکه نوع داده‌های پژوهش حاضر داده‌های ترکیبی می‌باشد، به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. سطح معناداری مورد گزارش این آزمون نشان داد که در مدل ۱، ۲، ۳ روش داده‌های تلفیقی مناسب‌تر است اما در سایر مدل‌های پژوهش روش داده‌های تابلویی باید به کار گرفته شود. از آنجاکه در مدل‌های ۴، ۵، ۶ روش داده‌های تابلویی انتخاب شده، به‌منظور انتخاب از بین روش اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن نشان داد که در هر سه مدل روش اثرات ثابت مناسب‌تر است. قبل از برآورد کلیه مدل‌های پژوهش، مانایی تک تک متغیرها با استفاده از آزمون F فیشر بررسی شده است. احتمال معنی داری این آزمون، مانایی کلیه متغیرها

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۴۵

را به جزمته‌تغییرهای  $Size_{i,t-1}$  و  $BM_{i,t-1}$  روی سطح و این دو متغیر را روی تفاضل مرتبه ی اول تأیید کرده است. پیش از برآورد مدل‌های رگرسیونی، لازم است تا مفروضات کلاسیک رگرسیون بررسی شود. با توجه به ترکیبی بودن داده‌های مورد استفاده در پژوهش حاضر، تنها فروض همسانی واریانس و همبستگی سریالی جملات خطا بررسی شده است. به منظور کشف ناهمسانی واریانس از آزمون ARCH-LM استفاده شده است. از آنجا که احتمال معنی داری کلی مدل‌های پژوهش بیشتر از ۵٪ است، لذا فرض همسانی واریانس جملات خطا پذیرفته می‌شود. میزان آماره دوربین و اتسون کلیه مدل‌های رگرسیونی پژوهش نیز نشان می‌دهد که خود همبستگی بین جملات خطا وجود ندارد، زیرا مقدار تمامی آن‌ها در فاصله ۱/۵-۲/۵ قرار دارد. نتایج حاصل از برآزش مدل‌های رگرسیونی مربوط به فرضیه اول در جدول ۳ آورده شده است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه در سطح داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد که بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده سهام در بورس اورراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد. بنابراین از بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته می‌توان برای پیش بینی بازده سهام استفاده کرد و فرضیه اول تأیید می‌شود. با توجه به مقدار ضریب بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته در معادله ارتباط قوی بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده سهام وجود دارد.

جدول ۲- نتایج آزمون فرضیه اول

مدل سوم فرضیه اصلی		مدل دوم فرضیه اصلی		مدل اول فرضیه اصلی		نماد	نام متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب		
آزمون t	برآوردی	آزمون t	برآوردی	آزمون t	برآوردی		
۰.۶۵۰۲	-۵.۶۲۳۴	۰.۶۷۵۷	-۰.۴۱۸۴	۰.۵۹۸۹	۴.۷۴۲۳۰	$b_0$	عرض از مبدا
۰.۰۰۰۰	-۲.۱۹۱۲	۰.۰۰۰۰	-۲.۱۵۱۴	۰.۰۰۰۰	-۲.۲۶۱۴	$d(Size_{i,t-1})$	اندازه شرکت

۰.۰۰۰۰	۰.۳۱۴۷۹	۰.۰۰۰۰	۰.۲۹۹۹۹	۰.۰۰۰۰	۰.۲۱۵۹۱	$d(BM_{i,t-1})$	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰.۰۱۴۵	-۲۰.۶۱۰۱	۰.۰۰۹۳	-۱۸.۷۱۱	-----	-----	$PE_{i,t-1}$	نسبت قیمت به بازده
۰.۰۰۸۲	۳.۲۴۱۴۱	-----	-----	-----	-----	$VOL_{i,t-1}$	حجم معاملات
۰.۰۰۰۰	۰.۵۶۴۱۰	۰.۰۰۰۰	۰.۵۷۳۶۰	۰.۰۰۰۰	۰.۵۱۷۵۰	$High52w_{i,t-1}$	نسبت قیمت جاری به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته
۰.۰۰۰۰	-۰.۲۸۱۳۰	۰.۰۰۰۰	-۰.۲۷۹۵	۰.۰۰۰۰	-۰.۳۱۲۵	$High52w_{i,t-1} * D_{t-1}$	سطح شاخص بازار
۰.۴۲۵۵۰۴		۰.۴۰۱۶۱۱		۰.۳۷۳۶۳۴		Adj-R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
۰.۰۰۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰۰۰		۰.۰۰۰۰۰۰		F	سطح معنا داری مدل
۱.۹۶۲۰۵۳		۱.۹۶۱۳۸۲		۱.۹۶۱۳۶۹		DW	دوربین واتسون

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر (ادامه جدول ۲)

همان طور که در جدول (۲) مشاهده می شود، همه متغیرهای مستقل با بازده سهام رابطه دارند. از بین متغیرها اندازه شرکت، نسبت قیمت به بازده و سطح شاخص بازار سهام با بازده ارتباط معکوس دارد و سایر متغیرها رابطه مستقیم با بازده سهام دارند. به منظور فهمیدن اینکه چطور سطح شاخص بازار سهام روی ارتباط بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده تاثیر می گذارد هر سه مدل ارائه شده فرضیه اصلی شامل متغیر  $High52w_{i,t-1} * D_{t-1}$  می باشد. این متغیر که نشانگر سطح شاخص بازار سهام می باشد از حاصل ضرب دو متغیر دیگر، یکی نسبت قیمت جاری



ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۴۷

سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته و دیگری متغیر ظاهری  $D_{t-1}$  می باشد، اگر شاخص بازار سهام در زمان  $t$  کمتر از میانگین شاخص بازار سهام در ۵۲ هفته گذشته باشد، برابر یک است و در غیر این صورت آن را صفر در نظر می گیریم.

متغیر  $High52w_{t,t-1} * D_{t-1}$  در معادله آورده می شود تا مشاهده ارتباط بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته سهام و بازده آن در سطح شاخص بازار سهام کمتر از میانگین شاخص در ۵۲ هفته ی گذشته سهام امکان پذیر شود. بنابراین جایی که سطح شاخص بازار سهام نسبتاً کم است ضریب متغیر بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته  $\alpha_1 + \alpha_2$  است و جایی که سطح شاخص بازار سهام نسبتاً بالا است  $\alpha_1$  است.

پس زمانی که سطح شاخص بازار سهام نسبتاً پایین است ضریب بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته برابر  $0.283 + (-0.281) + (0.583)$  است. بنابراین نتیجه می گیریم، در سطوح پایین شاخص بازار سهام ارتباط بین بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده سهام مثبت و ضعیف است و در سطوح بالای شاخص بازار سهام ارتباط مثبت و قوی می باشد.

نتایج حاصل از برازش مدل های رگرسیونی مربوط به فرضیه های فرعی اول تا سوم پژوهش در جدول ۳ آورده شده است. نتایج برازش مدل ها نشان می دهد ارتباط مثبت و قوی بین بالاترین قیمت در ۲۰،۶۰ و ۵۰ روز گذشته و بازده سهام در سطوح نسبتاً بالا شاخص بازار سهام وجود دارد. با مقایسه ضرایب این متغیرها با ضریب متغیر بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته متوجه می شویم که این ضرایب افزایش یافته است پس این چنین نتیجه گرفته می شود که با کوتاه تر شدن روند مورد بررسی از سال به فصل، از فصل به ماه و از ماه به هفته ارتباط قوی تر شده است.

با مقایسه ی نتایج برازش مدل های فرعی اول تا سوم ارائه شده در جدول ۳ متوجه می شویم که هر چه دوره مورد بررسی کوتاه تر می شود مقدار ضرایب بالاترین قیمت ها افزایش می یابد و این ضرایب به ترتیب برای بالاترین قیمت های ۶۰ روزه، ۲۰ روزه و

۱۴۸ ..... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۲

۵ روزه برابر با ۰.۹۳۲، ۲.۳۲۸ و ۴.۹۸۳ است همچنین این ضرایب از ضریب بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی گذشته که برابر ۰.۵۶۴ می‌باشد بزرگ‌تر هستند و این نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران توجه زیادی به قیمت های کوتاه مدت قبلی دارند. همچنین با مقایسه ضریب تعیین نتایج برازش متوجه می شویم که هرچه دوره مورد بررسی کوتاه تر شده ضریب تعیین افزایش یافته است پس اینطور نتیجه گرفته می‌شود که با استفاده از اطلاعات دوره های کوتاه مدت تر قبل قدرت پیش بینی بازده سهام افزایش می یابد.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی

مدل فرضیه فرعی سوم		مدل فرضیه فرعی دوم		مدل فرضیه فرعی اول		نماد	نام متغیر
احتمال آزمون t	ضریب برآوردی	احتمال آزمون t	ضریب برآوردی	احتمال آزمون t	ضریب برآوردی		
۰.۰۰۰۰	-۰.۱۹۴۵۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۵۹۲۳ -	۰.۰۰۰۰	-۰.۰۱۹۲۶	$b_0$	عرض از مبدا
۰.۰۰۰۰	-۰.۱۹۰۱۰	۰.۰۰۰۰	۰.۱۸۹۶۰ -	۰.۰۰۰۰	-۲.۱۴۱۲۰	$d(Size_{i,t-1})$	اندازه شرکت
۰.۰۰۰۰	۰.۱۶۶۳۶	۰.۰۰۰۰	۰.۱۷۳۴۳	۰.۰۰۰۰	۰.۲۹۹۱۹	$d(BM_{i,t-1})$	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰.۰۱۹۳	۳۱.۴۱۰۵ -	۰.۰۰۱۲	۳۴.۵۱۰۱ -	۰.۰۰۲۳	-۱۸.۳۱۱۹	$PE_{i,t-1}$	نسبت قیمت به بازده
۰.۰۰۰۰	۲.۳۳۳۸۱	۰.۰۰۳۹۷	۰.۹۸۸۱۲ ۱	۰.۰۴۹۲	۲.۹۹۹۹۱	$VOL_{i,t-1}$	حجم معاملات

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۴۹

-----	-----	-----	-----	۰.۰۰۰۰	۰.۹۳۲۰۱	$High60d_{i,t-1}$	نسبت قیمت جاری به بالاترین قیمت در ۶۰ روز گذشته
-----	-----	-----	-----	۰.۰۰۰۰	-۰.۲۵۹۷۰	$High60d_{i,t-1}$ $*D_{t-1}$	سطح شاخص بازار
-----	-----	۰.۰۰۰۰	۲.۳۲۸۲۹	-----	-----	$High20d_{i,t-1}$	نسبت قیمت جاری به بالاترین قیمت در ۲۰ روز گذشته
-----	-----	۰.۰۰۰۰	۰.۲۵۴۶۲ -	-----	-----	$High20d_{i,t-1}$ $*D_{t-1}$	سطح شاخص بازار
۰.۰۰۰۰	۴.۹۸۳۴۵	-----	-----	-----	-----	$High5d_{i,t-1}$	نسبت قیمت جاری به بالاترین قیمت در ۵ روز گذشته
۰.۰۰۰۰	-۰.۲۴۰۳۳	-----	-----	-----	-----	$High5d_{i,t-1}$ $D_{t-1}$	سطح شاخص بازار
۰.۵۴۸۷۹۱	۰.۴۲۹۵۹۹	۰.۴۶۶۷۲۲	Adj-R <sup>2</sup>	ضریب تعیین			
۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	F	سطح معناداری مدل			
۱.۸۴۴۰۵۵	۱.۸۳۸۴۰۳	۱.۸۴۷۹۷۳	DW	دوربین واتسون			

(ادامه جدول ۳)

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹- مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های انجام شده

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی نشان می‌دهد زمانی که شاخص بازار سهام بیشتر از میانگین شاخص در ۵۲ هفته ی قبل است یک ارتباط مثبت و قوی بین نسبت قیمت جاری سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی قبل وجود دارد و زمانی که شاخص بازار سهام کمتر از میانگین شاخص در ۵۲ هفته ی قبل است یک ارتباط مثبت و ضعیف بین نسبت قیمت جاری سهام به بالاترین قیمت در ۵۲ هفته ی قبل وجود دارد. همچنین این ارتباط برای دوره های کوتاه مدت تر که در فرضیه‌های فرعی اول تا سوم بررسی شد برقرار می‌باشد. بنابراین یافته های این پژوهش از یک طرف می‌تواند برای سرمایه‌گذاران اطلاعاتی مربوط باشد تا بهترین زمان را برای خرید و فروش سهام انتخاب کنند و از طرف دیگر می‌تواند بهترین زمان افزایش سرمایه را به مدیران پیشنهاد کند تا بتوانند بالاترین ارزش را نصیب شرکت کنند. این نتایج با نتایج تحقیقات یی چانگ (۲۰۱۱) در بازه زمانی ۵۲ هفته، ۶۰ روز، ۲۰ روز و ۵ روز مشابه و با نتایج تحقیقات هودارت (۲۰۰۹)، دو (۲۰۰۸) و جرج و هوانگ (۲۰۰۴) و در بازه زمانی ۵۲ هفته مشابه است.

با توجه به این که بررسی رابطه بین نسبت قیمت جاری سهام به بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن در بلند مدت، ممکن است به نتایج مطمئن تری منجر شود. پیشنهاد می‌گردد که پژوهش حاضر با تعداد سال های بیشتری انجام شود. در این پژوهش ارتباط بین نسبت قیمت جاری سهام به بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته ی گذشته و بازده آن در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است، پیشنهاد می‌شود این ارتباط در صنایع مختلف بررسی شود. در تحقیقات آتی همچنین می‌توان تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم را بر بازده سهام مورد آزمون قرار داد.

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام..... ۱۵۱

## منابع

دموری، داریوش و دیگران، (۱۳۸۷)، "بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، صص ۴۷-۶۲.

زنجیر دار، مجید و دیگران، (۱۳۸۹)، "ریسک سیستماتیک، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه شرکت، نسبت قیمت به درآمد، نسبت در آمد به قیمت، بازده بازار، بازده بدون ریسک و صرف ریسک بازار در تبیین بازده واقعی سهام در بازار سرمایه‌ایران"، فصلنامه مدیریت صنعتی دانشگاه علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج، شماره ۱۱، صص ۱۵۲-۱۳۷.

ساده وند، محمدجواد، (۱۳۸۸)، "بررسی بازده اضافی استراتژی شتاب سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علوم اقتصادی تهران.

فدائی نژاد، محمد اسماعیل و محسن صادقی، (۱۳۸۵)، "بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پیام مدیریت، سال ۵، شماره ۱۷۱۸.

قالیباف اصل، حسن و دیگران، (۱۳۸۹)، "بررسی بازده اضافی استراتژی شتاب سود و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صص ۱۱۶-۹۹.

Banz, R.W.,( 1981 ) , " The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks" , Journal of Financial Economics 9 ,PP. 103-126.

Basu, S.,(1983), "The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence". Journal of Financial Economics 12,PP. 129-156.

Bauman, W.S, Conover, C.M., Miller, R.E.,(1998), "Growth Versus Value and Large-cap Versus Small-cap Stocks in International Markets". Financial Analysts Journal,PP. 75-89.

Bheenick, E. B and Brooks, R.D.,(2010)," Does Volume Help in Predicting Stock Returns? An Analysis of the Australian Market ", Research in International Business and Finance 24(2010) ,PP. 146–157.

Blume, L., Easley, D., O'Hara, M.,(1994), "Market Statistics and Technical Analysis: the Role of Volume". Journal of Finance 49,PP. 153–181.

Chan, L.K., Hamao, Y., Lakonishok, J.,(1991), "Fundamentals and Stock Returns in Japan". Journal of Finance 46,PP. 1739–1789.

Cook, T.J., Rozeff, M.S.,(1984), "Size and Earning/price Ratio Anomalies: One Effect or Two?" Journal of Financial and Quantitative Analysis 19,PP. 449–466.

Daniel, K., Titman, S., Wei, K.C.J.,(2001)," Explaining the Cross-section of Stock Returns in Japan: Factors or Characteristics?" Journal of Finance 56,PP. 743–766.

Du, D.,(2008)," The 52-week High and Momentum Investing in International Stock Indexes". The Quarterly Review of Economics and Finance 48,PP. 61–77.

Fairfield, P.M., Harris, T.S.,(2010)," Price-earning and Price-to-book Anomalies: Tests of an Intrinsic Value Explanation". Contemporary Accounting Research 9,PP. 590–611.

Fama, E.F., French, K.R.,(1996)," The CAPM is Wanted, Dead or Alive". Journal of Finance 51,PP. 1947–1958.

Grinblatt M, Titman S.,(1989), "Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings". Journal of Business; 62,PP. 394-415.

Huddart, S, Lang, M., Yetman, M.H.,(2009)," Volume and Price Patterns Around a Stock's 52-week Highs and Lows: Theory and Evidence". Management Science 55,PP. 16–31.

Jaffe, J., Keim, D.B., Westerfield, R.,(1989)," Earning Yields, Market Values, and Stock Returns". The Journal of Finance,PP. 135–148.

Jegadeesh, N, Titman, S.,(1993)," Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency". Journal of Finance 48,PP. 65–91.

Malin , Mirela , Bornholt , Graham. ,(2010), "Predictability of Future Index Returns Based on the 52-week High Strategy ", The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.50 ,pp. 501–508.

Piotroski, J.,(2000), "Value Investing: the Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners From Losers". Journal of Accounting Research 38,PP. 1–41.

Reinganum, M.R.,(1981)," Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yield and Market Values". Journal of Financial Economics 9,PP. 19–46.

Rosenberg, B., Reid, K., Lanstein, R.,(1985), "Persuasive Evidence of

ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف شاخص بازار سهام... ۱۵۳.....

Market Inefficiency". *Journal of Portfolio Management* 11,PP. 9–17.

Rouwenhorst, K.G.,(1998), "International Momentum Strategies".  
*Journal of Finance* 53,PP. 267–284.

Yi Chang , Chiao.,(2011), " The Relationship Between the 52-week High of an Individual Stock and Stock Market Index Level" , *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* , Vol.21 ,pp.14-27