فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی
سال سوم، شماره ۹، بهار ۱۳۹۴، صفحات ۷۴ - ۶۱

سودآوری بازار سهام در اقتصاد ایران

امیر گرامی اصل
کارشناس ارشد MBA – مالی دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری دانشگاه سمنان (نویسنده مسئول)
amirgerami91@gmail.com
غلامحسین گل ارضی
استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان
golarzi@gmail.com
علیرضا بحیرایی
استادیار گروه ریاضیات مالی، دانشکده ریاضی، آمار و علوم کامپیوتر، دانشگاه سمنان
alireza.bahiraei@yahoo.com

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به‌سزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد و هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای جهان نقش تأمین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی را برعهده دارد. با توجه به اهمیت سودآوری بازار بورس در توسعه این بازار و رشد اقتصادی کشور، در این پژوهش با استفاده از سه روش خرید و نگهداری، میانگین متحرک و مومنتوم به بررسی سودآوری بازار بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان رکن اصلی بازار سرمایه در اقتصاد ایران می‌پردازیم. بدین منظور از ۳۸ صنعت فعال در بورس اوراق‌بهادار تهران، ۲۶ صنعت انتخاب شد. هدف این تحقیق مقایسه روش‌های معاملاتی نبوده و صرفاً برای افزایش دقت نتیجه‌گیری، از سه روش خرید و نگهداری، میانگین متحرک و مومنتوم (۵ استراتژی معاملاتی) استفاده می‌کنیم تا نشان دهیم سرمایه‌گذاران می‌توانند با استراتژی‌های متفاوت نیز به سودآوری در بازار بورس اوراق بهادار تهران، دست یابند. یافته‌های تحقیق نشان داد که به‌طور میانگین (با استفاده از روش‌های مختلف) می‌توان به بازده سالیانه ۳۶ درصد برای هر صنعت و بازده میانگین سالیانه ۳۲ درصد برای کل بازار دست یافت.

طبقه بندی JEL : G10 , G15.
واژه‌های کلیدی: سودآوری، بورس اوراق‌بهادار تهران، بازار سرمایه، اقتصاد ایران.

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹٤/۳/۹

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد اقتصادی دارد. یکی از اهداف اساسی کشورها دستیابی به رشد اقتصادی پایدار و توسعه می‌باشد. در ادبیات اقتصادی سرمایه به منزله رگ حیات یک نظام اقتصادی تلقی شده و بر تشکیل آن به‌عنوان مهمترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید زیادی شده است. میزان رشد و توسعه اقتصادی در گرو انباشت و بهره‌وری اقتصاد است و این دو به چگونگی فرآیند سرمایه‌گذاری بستگی دارد. بازارهای مالی در زمینه رشد و توسعه اقتصادی نقش به‌سزایی را در تأمین سرمایه‌های اقتصادی و بهره‌وری دارند. نقش و اهمیت بازارهای مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها به‌صورتی است که می‌توان تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته را در درجه کارآمدی و کارآیی نظام مالی آنها جستجو کرد. رشد غیرتورمی بلندمدت اقتصادی و افزایش تولید و اشتغال، نیازمند تجهیز منابع مالی و تخصیص بهینه آنها در اقتصاد ملی است. نظریه‌ها و تجربه جهانی حاکی از آن است که میان توسعه بخش مالی اقتصاد و توسعه اقتصادی رابطه بسیار نزدیکی وجود دارد. چنان که حجم بالای معاملات، قدرت نقدشوندگی بالا و تعداد قابل توجه سرمایه‌گذاران در بورس‌های کشورهایی با اقتصاد پیشرفته نیز مؤکد این رابطه است.

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به‌سزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به‌منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد و هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای جهان نقش تأمین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی را برعهده دارند (صنوبر، ۱۳۸۶). بازار سرمایه تأمین مالی با هزینه‌هایی به‌مراتب کمتر از سایر روش‌ها را امکان‌پذیر ساخته و با شناساندن فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری می‌تواند نقش بسیار مؤثری در توسعه اقتصادی کشور داشته باشد. اکثر مطالعات، وجود بازارهای بورس توسعه‌یافته را در ارتقای رشد اقتصادی، مفید و مؤثر می‌دانند. همچنین، اکثر مطالعات تأیید می‌کنند که در بلندمدت، ارتباط

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

دوطرفه‌ای میان رشد اقتصادی و توسعه بازار بورس وجود دارد. در کوتاه‌مدت در بعضی از کشورها، رشد اقتصادی منجر به توسعه بازار بورس شده است، ولی ارتباط، یک‌طرفه و از سوی بورس بر رشد اقتصادی است. همچنین ارتباط مثبتی بین رشد اقتصادی و شاخص‌های توسعه بازار بورس در ایران وجود دارد (احمدیان و حسن‌زاده، ۱۳۸۸).

با توجه به اهمیت سودآوری بازار بورس در توسعه این بازار و رشد اقتصادی کشور، این سؤال مطرح می‌شود که «آیا بازار سرمایه ایران سودآور است؟» و اینکه «اگر سودآور است، این سودآوری در هر صنعت چگونه می‌باشد؟» لذا پژوهش حاضر در نظر دارد تا با استفاده از سه روش خرید و نگهداری، میانگین متحرک و مومنتوم به بررسی سودآوری بازار بورس اوراق‌بهادار تهران به‌عنوان رکن اصلی بازار سرمایه در اقتصاد ایران بپردازد.

۲. پیشینه تحقیق

براساس اطلاعات ارائه شده توسط بانک جهانی در سال ۲۰۱۰ ارزش بخش مالی به تولید ناخالص ملی در کشورهای توسعه یافته مثل آمریکا ۱۱۷ درصد، چین ۸۱ درصد، ژاپن ۷۵ درصد بوده و این نسبت برای ایران ۱۹ درصد می‌باشد و این نشان از کارکردهای بازار مالی در اقتصادهای توسعه یافته دارد. گلد اسمیت (۱۹۶۹)، مکینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) رابطه نزدیکی بین سودآوری بازار مالی و رشد اقتصادی مشاهده کردند. راجان و زین گالس (۱۹۹۸) برای نمونه بزرگی از کشورها در طی دهه ۱۹۸۰ دریافتند که سودآوری بازار مالی رشد اقتصادی را تسهیل می‌کند (صمدی و همکاران، ۱۳۸۶). کارکرد مناسب بازار سرمایه می‌تواند کارایی، سرمایه‌گذاری و رشد را افزایش داده (بایر و همکاران، ۲۰۰۳) و همچنین قادر است از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌های فیزیکی حداقل در بلندمدت رشد اقتصادی را افزایش دهد (بن سیونگا و اسمیت، ۱۹۹۱). از طرفی تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی، تعیین قیمت

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

وجـوه و سـرمایه، انتشـار و تحلیـل اطلاعـات و توزیـع ریسـک اقتصـادی، اغلـب در شـمار کارکردهای این بازار محسوب می‌شوند (دوانی، ۱۳۸۴).

در عین حال گسترش بازار سرمایه و رشد و تکامل ابعاد مختلف آن به مهار تورم و کاهش بیکاری کمک می‌کند. به‌طورکـل، بـازار سـرمایه بـا فـراهم آوردن زمینـه توسـعه فعالیـت‌هـای اقتصادی به‌ویژه سرمایه‌گذاری‌های مولد و توزیع مخـاطرات سـرمایه‌گـذاری و افـزایش عرضـه منابع سرمایه‌ای جدید به گسترش زمینه‌های اشتغال کمک می‌کند (کدخدایی، ۱۳۷۹).

بازار سرمایه در کشورهای در حـال توسـعه از مشـکلات متعـددی از قبیـل، عمـق ضـعیف (تنوع محدود اوراق بهادار قابل معامله در بورس)، نازکی پوشش فراگیری (نسبت بسیار انـدک سرمایه موجـود در بـورس در مقایسـه بـا سـرمایه موجـود در اقتصـاد)، دشـواری نقدشـوندگی، وضعیت بسیار مواج و نوسانی نرخ میانگین شاخص، وجـود زمینـه بـرای پیـدایش سـفته‌بـازی و آسیب‌پذیری در مقابل اختلالات و تخلفات، رنج می‌برد (کدخدایی، ۱۳۷۹). این عوامل موجب کاهش سودآوری بازار بورس و نهایتاً کاهش تمایل به سرمایه‌گـذاری در بـورس اوراق بهـادار خواهد شد (صنوبر، معطوفی و ریاحی، ۱۳۸۷).

تحقیقـات انجـام‌شـده بـر روی سـودآوری بـورس اوراق‌بهـادار تهـران، بـر روی بـازدهی شـرکت‌هـا و مقایسـه ابزارهـا و روش‌هـای معـاملاتی تمرکـز داشـته و تـاکنون تحقیـق جـامعی درخصوص سودآوری کل بازار و صنایع فعال در آن صورت نگرفته است. بنابراین لازم به‌ذکر است که مقایسـه روش‌هـای معـاملاتی هـدف ایـن تحقیـق نبـوده و صـرفاً بـرای افـزایش دقـت نتیجـه‌گیـری، از سـه روش خریـد و نگهـداری، میـانگین متحـرک و مومنتـوم (۵ اسـتراتژی معاملاتی) استفاده می‌کنیم تا نشان دهیم سرمایه‌گذاران می‌توانند با اسـتراتژی‌هـای متفـاوت نیـز به سودآوری در بازار بورس اوراق‌بهادار تهران، دست یابند. علاوه بر این به‌دلیل اینکـه تحقیـق جامعی بر روی تمام صنایع در ایران صورت نگرفته و تمرکز اغلب تحقیقـات بـر روی بـازدهی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

شرکت‌ها بوده، در این تحقیق، بازده ماهانه ۲۶ صنعت که ۹۷ درصد ارزش بازار را تشکیل می‌دهند در یک بازه ۱۶۸ ماهه مورد بررسی قرار گرفت.

۳. روش تحقیق

در این تحقیق با استفاده از سه روش خرید و نگهداری، میانگین متحرک و مومنتوم، به بررسی سودآوری بازار بورس اوراق‌بهادار تهران می‌پردازیم.

۳-۱. روش میانگین متحرک

یکی از محبوب‌ترین و قدیمی‌ترین ابزارهای تحلیل تکنیکال، میانگین متحرک است. میانگین متحرک ساده به‌وسیله افزودن قیمت‌های یک سهم برای n دوره زمانی اخیر و سپس تقسیم آن بر n محاسبه می‌شود. میانگین متحرک و قیمت سهم در n روز، توافق عمومی و انتظارات سرمایه‌گذاران را در n روز اخیر نمایان می‌سازد. اگر قیمت سهم از میانگین متحرکش بالاتر باشد، بدین معنی است که انتظارات جاری سرمایه‌گذاران نسبت به میانگین انتظاراتشان در n روز اخیر بالاتر است و سرمایه‌گذاران به طور فزاینده در موقعیت خریداری قرار می‌گیرند. به‌طور معکوس، اگر قیمت امروز سهم زیر میانگین متحرکش باشد، نشان‌دهنده آن است که انتظارات جاری زیر انتظارات میانگین در n روز اخیر هستند. سرمایه‌گذاران به‌نوعی، هنگامی اقدام به خرید می‌کنند که قیمت سهم بالاتر از میانگین متحرک باشد و هنگامی می‌فروشند که قیمت سهم زیر میانگین متحرکش قرار گیرد (صمدی، ایزدی‌نیا و داورزاده، ۱۳۸۹).

یکی از رایج‌ترین روش‌های استفاده از میانگین متحرک، استفاده از یک میانگین متحرک کوتاه‌مدت و یک میانگین متحرک بلندمدت است. هرگاه میانگین متحرک کوتاه مدت از میانگین متحرک بلندمدت بیشتر شد، اقدام به خرید سهم می‌کنیم و هرگاه میانگین

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

متحرک کوتاه‌مدت کمتر از میانگین متحرک بلندمدت بود، اقدام به فروش سهم می‌کنیم (راتنر و لیل، ۱۹۸۹).

بنابراین اگر R بازده، S دوره میانگین متحرک کوتاه‌مدت و L دوره میانگین متحرک بلندمدت باشد، دستور خرید زمانی صادر می‌شود که:

$$\frac{\sum_{s=1}^{S} R_{i,t}}{S} > \frac{\sum_{l=1}^{L} R_{i,t-l}}{L} \qquad (۱)$$

و دستور فروش زمانی صادر می‌شود که:

$$\frac{\sum_{s=1}^{S} R_{i,t}}{S} < \frac{\sum_{l=1}^{L} R_{i,t-l}}{L} \qquad (۲)$$

برای انتخاب دوره‌های میانگین متحرک کوتاه‌مدت (S) و بلندمدت (L)، از میانگین متحرک کوتاه‌مدت یک ماه و دو میانگین متحرک شش و نه ماهه استفاده می‌کنیم. با توجه به تحقیقات ایساکو و هولستین (۲۰۱۰)، برای میانگین متحرک کوتاه‌مدت بهتر است از میانگین متحرک یک ماهه استفاده شود، در حالی که برای میانگین متحرک بلندمدت توصیه خاصی وجود ندارد. همچنین لی بارون (۱۹۹۱) نشان داد که قواعد معاملاتی میانگین متحرک به طول دوره وابسته نیستند و محدودیتی در انتخاب طول دوره‌ها وجود ندارد. با این حال در این تحقیق از دو قاعده معاملاتی که بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد استفاده شد.

۳-۲. روش مومنتوم

این استراتژی شامل سرمایه‌گذاری در جهت بازار می‌باشد و ادعا می‌نماید که بازدهی مثبت یا منفی گذشته تا دوره مشخصی از آینده نیز همچنان تداوم خواهد داشت (فدایی‌نژاد و صادقی، ۱۳۹۲).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

بنابرین اگر قیمت یا بازده در حال حاظر از قیمت یا بازده m ماه گذشته بیشتر بود، خرید صورت می‌گیرد و در غیر این صورت سهم مورد نظر فروخته می‌شود.

جگادیش و تیتمن (۲۰۰۱) نشان دادند که سهامی که در ۹-۶ ماه گذشته بازده بیشتری کسب کرده‌اند؛ در سال بعد نیز نسبت به سایر سهام بازده بیشتری به‌دست خواهند آورد. هونگ، لیم و استین (۲۰۰۰) نیز به پیروی از جگادیش و تیتمن از مومنتوم ۶ ماهه استفاده نمودند. ماسکوئیتز و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که استفاده از مومنتوم ۱۲-۶ مناسب‌تر می‌باشد. در این تحقیق نیز از دو میانگین متحرک ۶ و ۹ ماهه استفاده شد.

۳-۳. روش خرید و نگهداری

خرید و نگهداری نوعی روش غیرفعال سرمایه‌گذاری است که بر مبنای آن یک دارایی مالی در ابتدای دوره سرمایه‌گذاری خریداری شده و تا پایان آن نگهداری و سپس فروخته می‌شود. در روش خرید و نگهداری (برخلاف راهبرد فعال) سرمایه‌گذار به‌جای اینکه بخواهد از خرید و فروش‌های متعدد دارایی مالی منتفع شود، تصمیم می‌گیرد که آن را تا پایان دوره‌ای معین نگهداری کرده و از مزایای مربوطه در طول دوره مورد نظر بهره‌مند شود. در روش خرید و نگهداری، اوراق‌بهادار فقط یک بار خرید و فروش می‌شوند و سرمایه‌گذار هیچ نیازی به نظارت مستمر بر اوراق بهادار و ترکیب پرتفوی خود ندارد. به‌همین دلیل هزینه‌های مدیریت پرتفوی یا اوراق بهادار در این روش به پایین‌ترین حد ممکن کاهش پیدا می‌کند. نکته قابل ذکر این است که اثربخشی روش خرید و نگهداری به نوسانات بازار و ترجیحات سرمایه‌گذار بستگی دارد (نجارزاده و گداری، ۱۳۸۷).

برای محاسبه بازده روش خرید و نگهداری، از فرمول زیر استفاده می‌شود:

بازده دوره نگهداری= (شاخص صنعت انتهای دوره-شاخص صنعت ابتدای دوره) /ارزش ابتدای دوره

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

٤. روش گردآوری اطلاعات، جامعه آماری و نمونه

در این تحقیق بازده ماهانه صنایع فعال در بورس تهران در بازه زمانی شهریور ۱۳۷۹ تا شهریور ۱۳۹۳ مورد استفاده قرار گرفت. جامعه آماری شامل ۳۸ صنعت فعال در بورس اوراق‌بهادار تهران می‌باشد که از این تعداد، ۲۶ صنعت که از ابتدای دوره، معامله می‌شدند مورد بررسی قرار گرفتند.

۵. یافته‌ها

نتایج به‌کارگیری استراتژی‌های معاملاتی مختلف در بازه ۱۶۸ ماه (۱۴ سال)، سودآوری صنایع فعال در بازار بورس اوراق بهادار، و به‌طور کلی، سودآوری کل بازار را نشان می‌دهد. جدول۱ میانگین بازده ماهیانه هر صنعت و میانگین بازده شاخص قیمت و سود نقدی بورس اوراق‌بهادار تهران را نشان می‌دهد. نتایج این جدول نشان می‌دهد که با استفاده از هر یک از روش‌های معاملاتی، صنعت مبلمان، کانه‌های فلزی، حمل و نقل و فلزات اساسی به‌ترتیب جایگاه اول، دوم، سوم و چهارم را در میانگین بازدهی ماهانه دارند. علاوه بر این، جدول۱ نشان می‌دهد که با استفاده از چندین روش معاملاتی نیز می‌توان به سودآوری در هر صنعت دست یافت و سودآوری صنایع محدود به روش سرمایه‌گذاری خاصی نمی‌شود.

جدول ۱. میانگین بازده ماهانه هر صنعت با استفاده از ۵ استراتژی معاملاتی

صنعت	بازده خرید و نگهداری	بازده میانگین متحرک ۱ و ٦ ماهه	بازده مومنتوم ٦ ماهه	بازده میانگین متحرک ۱ و ۹ ماهه	بازده مومنتوم ۹ ماهه
انبوه سازی	۳/۱۳۸۷	۳/۱۱۹۴	۳/۱۳۸۷	۳/۱۱۹۶	۳/۱۵۴۴
ماشین‌آلات و تجهیزات	۲/۴۳۳۲	۲/۴۳۵۳	۲/۴۶۶۷	۲/۶۰۱۷	۲/۵۷۳
کانی غیرفلزی	۲/۲۳۲۱	۲/۲۲۸۹	۲/۱۹۷۲	۲/۱۵۶۳	۲/۱۵۶۳
محصولات فلزی	۲/۳۰۲۱	۲/۲۹۹۹	۲/۲۳۲۴	۲/۴۹۹۳	۲/۳۴۰۸

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

ادامه جدول ۱.

صنعت	بازده خرید و نگهداری	بازده میانگین متحرک ۱ و ٦ ماهه	بازده مومنتوم ٦ ماهه	بازده میانگین متحرک ۱ و ۹ ماهه	بازده مومنتوم ۹ ماهه
لاستیک و پلاستیک	۲/۳۶۷۵	۲/۳۶۷۵	۲/۳۶۷۵	۲/۵۱۷۹	۲/۳۷۲
وسایل ارتباطی	۱/۶۰۳۲	۱/۶۰۳۲	۱/۶۰۳۲	۱/۶۹۰۳	۱/۶۹۰۳
فلزات اساسی	۳/۳۴۳۶	۳/۳۸۷۳	۳/۳۴۳۶	۳/۳۵۷۸	۳/۳۴۰۲
خودرو و قطعات	۳/۱۲۲۸	۳/۱۲۰۹	۳/۰۹۹۳	۳/۰۹۷۴	۳/۰۹۷۴
انتشار و چاپ	۱/۷۱۸۳	۱/۷۲۴۸	۱/۷۲۴۸	۱/۵۳۷	۱/۵۳۷
مواد دارویی	۲/۹۵۶۸	۲/۹۵۶۸	۲/۹۴۵۴	۲/۹۹۶۶	۲/۸۴۲۶
شیمیایی	۲/۸۱۳۹	۲/۸۱۳۹	۲/۸۱۳۹	۲/۷۹۸۶	۲/۸۱۳۴
منسوجات	۱/۸۴۴۲	۱/۸۸۵۲	۱/۸۸۵۲	۱/۸۸۶۶	۱/۸۸۶۶
دستگاه‌های برقی	۲/۶۳۹	۲/۶۳۹	۲/۶۳۹	۲/۴۶۵۵	۲/۴۶۵۵
سیمان آهک گچ	۲/۵۸۴۷	۲/۵۷۸۸	۲/۵۵۲۸	۲/۶۳۸۴	۲/۵۷۸۸
کانه‌های فلزی	۳/۹۷۱۱	۴/۰۰۳	۳/۹۳۸۲	۳/۸۷۸۹	۳/۸۱۴۱
محصولات کاغذی	۱/۹۴۶۹	۱/۸۵۴۷	۱/۸۹۰۷	۲/۰۰۰۶	۲/۲۷۲۵
کاشی و سرامیک	۲/۲۲۴۴	۲/۲۲۵۸	۲/۱۶۲	۲/۱۰۸۵	۲/۴۲۲۲
غذایی به جز قند و شکر	۲/۵۶۲۶	۲/۵۳۶۲	۲/۵۳۶۲	۲/۴۳۳۸	۲/۴۹۹۷
فرآورده‌های نفتی	۳/۰۲۷۲	۲/۹۱۰۲	۳/۹۷۵۳	۲/۹۱۰۲	۳/۰۶۲۴
سایر معادن	۱/۹۲۵۵	۱/۹۲۵۵	۱/۹۲۵۵	۱/۷۹۸۲	۱/۹۵۳۸
سرمایه‌گذاری‌ها	۲/۷۸۴۷	۲/۷۸۴۷	۲/۷۲۴۳	۲/۷۲۴۳	۲/۹۱۳۶
سایر حمل و نقل	۳/۳۹۳۵	۲/۳۹۳۵	۳/۴۲۸۸	۳/۷۸۳۱	۳/۶۰۵۴
چندرشته‌ای صنعتی	۲/۹۶۲۳	۲/۹۴۹۱	۲/۹۴۹۱	۲/۸۶۶۷	۲/۸۴۶۳
مبلمان	۵/۳۴۰۱	۵/۳۴۰۱	۵/۳۷۴۲	۵/۶۷۵۷	۵/۷۳۶۷
قند و شکر	۲/۱۳۱۳	۲/۱۲۴۶	۲/۰۷۰۹	۲/۰۷۰۹	۲/۰۸۲۵
محصولات چوبی	۱/۸۸۱۹	۱/۸۸۱۹	۱/۸۷۰۴	۱/۸۳۱۸	۱/۶۷۹۴

مأخذ: نتایج تحقیق.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

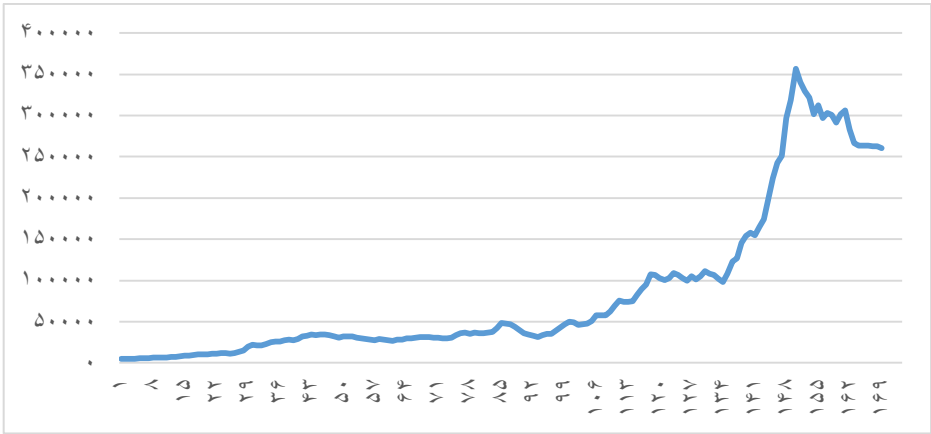
جدول زیر میانگین بازده ماهانه کل صنایع و شاخص بورس را با استفاده از پنج استراتژی معاملاتی نشان می‌دهد.

جدول ۲. میانگین بازده ماهانه کل صنایع و شاخص بورس

	بازده خرید و نگهداری	بازده میانگین متحرک ۱ و ٦ ماهه	بازده مومنتوم ٦ ماهه	بازده میانگین متحرک ۱ و ۹ ماهه	بازده مومنتوم ۹ ماهه
میانگین بازده صنایع	۲/۶۸۵۹	۲/۶۸۵۱	۲/۴۲۱۷	۲/۶۶۷۵	۲/۶۸۴۳
میانگین بازده شاخص	۲/۳۸۸۵	۲/۳۸۸۵	۲/۳۵۶۵	۲/۳۴۷۷	۲/۳۴۷۷

مأخذ: نتایج تحقیق.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از روش‌های متفاوت سرمایه‌گذاری به میانگین بازده سالیانه حدود ۳۶ درصد برای هر صنعت دست یابند. همچنین میانگین بازده سالیانه شاخص قیمت و سود نقدی بورس اوراق بهادار تهران حدود ۳۲ درصد به صورت سالیانه می‌باشد. با فرض نرخ بازده بدون ریسک ۲۲ درصد، می‌توان به‌طور میانگین صرف ریسکی برابر با ۱۴ درصد برای هر صنعت و ۱۰ درصد برای کل بازار را شاهد بود. نمودار زیر روند شاخص قیمتی بورس اوراق‌بهادار تهران را در این بازده ۱۴ ساله نشان می‌دهد:



نمودار ۱. شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

همانطور که در نمودار ۱ نیز مشاهده می‌شود، در سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۷۹) سیاست کنترل روند قیمت‌ها و تثبیت قیمت‌ها بر بورس حاکم بود. تثبیت قیمت‌ها و وضعیت آرام بورس، منجر به اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران گردید، به‌طوری‌که تعداد سهامداران بورس اوراق بهادار تهران به سه میلیون نفر در سال ۸۱ افزایش یافت. از سال ۱۳۸۲ توسعه فیزیکی بورس محور اصلی قرار گرفت. در این سال تالارهای مناطق، بورس فلزات و بورس کالای کشاورزی تشکیل شد. در سال ۱۳۸۲ تصمیماتی در خصوص حذف دامنه نوسان سهام گرفته شد که موجب رشد جنون‌آمیز شاخص کل و افزایش شدید نسبت P/E گردید. نیمه نخست سال ۱۳۸۳ هم‌چنان متأثر از روندهای حرکتی سال پیش، از روند افزایشی برخوردار بود. امّا نهایتاً در نیمه دوم سال ۸۳ حباب قیمتی سهام‌ها ترکیده و بورس وارد دوران رخوتی شد که تا یک‌سال و نیم بعد از انتخابات ریاست جمهوری سال ۸۴ به‌طول انجامید. با ابلاغ قانون اصل ۴۴ و واگذاری شرکت‌های بزرگ به بخش خصوصی در سال ۸۵، بار دیگر روند صعودی در بورس اوراق‌بهادار شکل گرفت (ماهنامه بورس، ۱۳۹۲). در سال‌های پس از آن نیز تحولات زیادی در بازار سرمایه در زمینه زیرساخت‌ها به لحاظ عملیاتی، سیاستگذاری و نظارت، صورت گرفت. همچنین تغییر ساختار بازار سرمایه با تشکیل شورای عالی بورس، سازمان بورس، فرابورس و نیز بورس‌های انرژی و کالا از جمله تحولاتی بودند که روند صعودی بورس تا سال ۹۲ را حفظ کردند (تهرانی، محمدی و پورابراهیمی،۱۳۹۰). در سال۹۲ نتایج انتخابات ریاست جمهوری و امید به رفع تحریم‌ها و بهبود فضای کسب و کار منجر به رشد حبابی بورس گردید. رشدی که در تاریخ بورس بی‌سابقه بود، امّا همین رشد پرسرعت و هیجانی منجر به ترکیدن حباب بورس در دی ماه سال۹۲ گردید و منجر به رکود تا پایان سال۹۳ گردید.

با وجود تمام این تحولات، اقدامات انجام شده در حوزه اجرایی بازار سهام کافی نیست و لازم است ساختار بازار سرمایه متناسب با نیاز فعالان، مسیر عملیاتی شدن را البته با همکاری

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

سایر بخش‌ها از جمله دولت و مجلس در پیش گیرد. همچنین باید تدبیری اندیشیده شود تا تأمین مالی بنگاه‌ها از بازار سرمایه صورت گیرد. عدم انسجام بازار پول و سرمایه در کشور یکی دیگر از مشکلات بورس است. علاوه بر این با وجود این‌که در حال حاضر ۷ میلیون کد سهامداری در کشور به ثبت رسیده، درصد کمی از آنها در بورس فعال هستند. به‌علاوه، نباید از ۴۵ میلیون سهامدار عدالتی که در آینده به این بازار اضافه می‌شوند، غافل شد که آغازگر تحولات خوبی در بازار سرمایه کشور خواهند بود. ازاین‌رو باید برای پذیرش این میزان سهامدار در آینده فرهنگ‌سازی لازم و مناسب صورت گیرد که توسعه بورس در گرو گسترش فرهنگ سهامداری در کشور بوده و نهایتاً منجر به رشد و توسعه اقتصادی در کشور خواهد شد.

٦. نتیجه‌گیری

نتایج این تحقیق، سودآوری بالای بورس تهران را در سال‌های (۱۳۹۳-۱۳۷۹) نشان می‌دهد. به‌نحوی‌که به‌طور میانگین (و با استفاده از روش‌های مختلف) می‌توان به بازده سالیانه ۳۶ درصد برای هر صنعت و بازده میانگین سالیانه ۳۲ درصد برای کل بازار دست یافت. بنابراین می‌توان به‌طور میانگین صرف ریسکی برابر با ۱۴ درصد برای هر صنعت و ۱۰ درصد برای کل بازار را شاهد بود. علاوه بر این، استفاده از روش‌های معاملاتی مختلف نشان داد که سرمایه‌گذاران می‌توانند با روش‌های مختلفی به سودآوری در بورس اوراق بهادار تهران دست یابند و کسب بازده منوط به استفاده از روش خاصی نمی‌شود. با وجود سودآوری بالای بورس اوراق بهادار تهران، همانطور که در تحقیقات کدخدایی (۱۳۷۹) و صنوبر و همکاران (۱۳۸۷) نیز اشاره شد، بازار سهام در ایران نیز مانند سایر کشورهای در حال توسعه از مشکلات متعددی از قبیل، عمق ضعیف (تنوع محدود اوراق‌بهادار قابل معامله در بورس)، نازکی پوشش فراگیری (نسبت بسیار اندک سرمایه موجود در بورس در مقایسه با سرمایه موجود در اقتصاد)،

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

دشواری نقدشوندگی، وضعیت بسیار مواج و نوسانی نرخ میانگین شاخص، وجود زمینه برای پیدایش سفته‌بازی و آسیب‌پذیری در مقابل اختلالات و تخلفات، رنج می‌برد که این عوامل موجب عدم اطمینان به بازار سرمایه و نهایتاً کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق‌بهادار تهران خواهد شد.

منابع

احمدیان، اعظم و علی حسن‌زاده (۱۳۸۸)، "**اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی**"، *فصلنامه پول و اقتصاد*، زمستان ۱۳۸۸، دوره ۲.

تهرانی، رضا؛ محمدی، شاپور و محمد رضا پورابراهیمی (۱۳۹۰)، "**مدل‌سازی و پیش‌بینی نوسانات بازده در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *نشریه تحقیقات مالی*، شماره ۳۰، زمستان.

"**تاریخ ٤٧ ساله بورس تهران**"، *ماهنامه بورس*، بهمن و اسفند ۱۳۹۲، شماره ۱۰۸.

دوانی، غلامسحین (۱۳۸۴)، **بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام**، نشرنخستین، چاپ ۴.

صمدی، سعید؛ نصرالهی، خدیجه و مرتضی کرمعلیان (۱۳۸۶)، "**بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی**"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال ۶، شماره ۳، پاییز.

صنوبر، ناصر؛ معطوفی، علیرضا و عبدالله ریاحی (۱۳۸۷)، "**معما این است، چرا بسیاری از خانواده‌ها در بازار سرمایه مشارکت نمی‌کنند؟**"، *فصلنامه بورس اوراق‌بهادار*، سال ۱، شماره ۲، تابستان، صص۲۱۲-۱۷۹.

فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل و محسن صادقی (۱۳۹۲)، "**بررسی سودمندی استراتژی‌های مومنتوم و معکوس**"، پیام مدیریت، بهار، شماره ۳۹.

کدخدایی، حسین، "**توسعه بازار سرمایه و نقش مؤثر آن در کاهش ناهنجاری‌های اقتصادی**"، مجموعه مقالات دهمین کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی و ارزی.

نجارزاده، رضا و اکبر گداری (۱۳۸۷)، "**بررسی سودآوری قواعد مبادلاتی میانگین متحرک در بورس اوراق‌بهادار تهران**"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال ۸، شماره ۳.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]

Baier, Scott & et al, "Does Opening a Stock Exchange Increase Economic Growth?", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, Issue 3, PP. 311-331.
Bencivenga, Valerie & D.Smith Bruce (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*.
Berger, Adam; Isreal, Ronen & Tobias J. Moskowitz (2009), "The Case for Momentum Investing", AQR Captal Management.
Hang, Harrison; Lim, Terence & Jeremy C.Steain (2000), "Bad News Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies", *The Journal of Finance* ,Vol. 55, Issue 1.
Isakov, Dusan & Mark Hollistein (1999), "Application of Simple Technical Trading Rules to Swiss Stock Prices: Is it Profitable?", *FAME Research Paper Series*, International Center for Financial Asset Management and Engineering.
Jegadeesh, N. & S. Titman (2003), "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations", *Journal of finance*, Vol. 56, PP. 699-720.
Jegadeesh, N., & S. Titman (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 48, PP. 65-9.
LeBaron, B (1991), "Technical Trading Rules and Regime Shifts in Foreign exchange", *Technical report*, University of Wisconsin- Madison.
Ratner, Mitchell & Ricardo Leal (1999), "Test of Technical Trading Strategies in the Emerging Equity Markets of Latin America and Asia", *Journal of Banking & Finance*,Vol. 23, Issue 12, December.
"Are you brave enough to invest in Iran?", Retrived March 5, 2015 from http://www.wsj.com/
"Global Financial Centres Index", Retrived March 5,2015 from http://en.wikipedia.org/
"TSE Best in the World", Retrived March 5,2015 from http://www.iran-daily.com

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-05]