

استراتژی‌های شتاب و تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های

سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار^۱

حسین نوروزی^۲، مریم خلیلی عراقی^۳

چکیده

هدف این پژوهش بررسی سه استراتژی شتاب بر اساس نمونه‌ای از شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌باشد. سودآوری استراتژی شتاب به‌طور وسیعی در چندین بازار مالی بررسی شده است که شامل ارز، کالا، اوراق قرضه شرکتی، اوراق خزانه، ملک مسکونی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌باشد. سودآوری استراتژی شتاب، شامل خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده گذشته، یکی از بیشترین و رایج‌ترین خلاف قاعده‌های ثبت شده در ادبیات قیمت‌گذاری دارایی‌ها است. نمونه آماری پژوهش حاضر، شامل ۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ بوده است. با مقایسه سه استراتژی شتاب، به‌طور کاربردی نتیجه گرفته شد که استراتژی شتاب باقیمانده نقش برجسته‌ای در سودآوری استراتژی شتاب شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ایفا می‌کند. اگرچه سودآوری این استراتژی‌ها با وضعیت‌های مختلف تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران تغییر می‌کند به‌طوری‌که نشان داده شد که استراتژی شتاب قیمت و استراتژی شتاب ۵۲ هفته، در طول دوره‌های خوش‌بینانه تأثیر مستقیمی بر بازدهی سهام‌داران دارند.

واژه‌های کلیدی: استراتژی‌های شتاب؛ تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران؛ شرکت‌های سرمایه‌گذاری

املاک و مستغلات؛ مالی رفتاری

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G12

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.15097.1354

۲. کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات، دانشکده مدیریت و اقتصاد.

Email: hossein_norouzi85@yahoo.com

۳. استادیار مدیریت بازرگانی واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، نویسنده مسئول. Email:

m.khaliliaraghi@gmail.com

مقدمه

هر سرمایه‌گذار در بدو ورود به بازار سرمایه به دنبال دستیابی و به‌کارگیری استراتژی‌هایی است که بتواند بر بازار پیروز شود^۱ و بازدهی اضافی کسب نماید. در مقابل، تئوری نوین مالی^۲ و جوهره اصلی آن یعنی فرضیه بازار کارآ^۳ 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 اضافی کسب نمود^۴. در حال حاضر، در بازارهای سرمایه دنیا دو استراتژی معامله که به‌صورت گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرند، استراتژی‌های شتاب^۵ و معکوس^۶ می‌باشند. این استراتژی‌ها همیشه به‌عنوان تحلیل تکنیکال معروف بوده‌اند و امروزه در حال تأیید گرفتن از تحلیل‌گران بنیادی و حتی جامعه علمی می‌باشند. حجم زیادی از تحقیقات به این موضوع می‌پردازد و ادبیات گسترده‌ای در این مورد شکل گرفته است. این استراتژی‌ها بر روانشناسی، رفتار جمعیت و جو بازار متکی هستند (فدایی نژاد، ۱۳۸۵).

با وجود صحت سود استراتژی شتاب از جمله در مستغلات مسکونی^۷ (برکا و اسکیا، ۲۰۱۱) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات^۸ (چویی و همکاران، ۲۰۰۳؛ هونگ و گلاسکا، ۲۰۰۸، ۲۰۱۰؛ دروول و همکاران، ۲۰۰۹؛ سایمون، ۲۰۰۹)، توجه کمتری به بررسی منابع آن در ادبیات این پدیده شده است. برای بررسی این مساله اولین هدف این پژوهش مقایسه عملکرد نسبی سه استراتژی شتاب است که با تئوری‌های مختلف رفتاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ارتباط پیدا می‌کنند. استراتژی‌های مورد بررسی ما شامل استراتژی شتاب قیمت^۹ جگادیش و تیمن (۱۹۹۳)، استراتژی شتاب ۵۲-هفته^{۱۰} جرج و هوانگ (۲۰۰۴) و استراتژی شتاب باقیمانده بلیتز و همکاران (۲۰۱۱) است.

-
1. Beating the Market
 2. Modern Finance Theory
 3. Efficient Market Hypothesis(EMH)
 4. Riding the Trends
 5. برای واژه "شتاب" در کتب و مقالات مالی رفتاری داخلی از ترجمه "استراتژی توالی" و همچنین "مومتوم" هم استفاده شده است.
 - 6 . Reversal
 - 7 . residential real estate
 - 8 . Real Estate Investment Trust (REIT) markets
 - 9 . price momentum
 10. 52-week high strategy
 11. the residual momentum strategy

هدف دیگر این پژوهش اضافه کردن به الگوهای زمان‌بندی شده بازدهی استراتژی شتاب شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات است. این بررسی توسط استدلال استمباخ و همکاران (۲۰۱۲) ترغیب شده است که سوگیری‌های رفتاری توسط تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران^۱ به وجود می‌آیند زیرا معامله‌گران احساسی تحت تأثیر بالایی در طول دوره‌های حساس قرار می‌گیرند. به‌عنوان یک نتیجه اگر تمایلات احساسی سرمایه‌گذار از سوگیری‌های رفتاری مشتق شده باشد متغیر مفیدی را در پیش‌بینی صرف ریسک ناهنجاری‌های قیمت‌گذاری دارایی مطرح می‌کند. در پشتیبانی از این مفهوم استمباخ و همکاران متوجه شدند که صرف ریسک ۱۱ ناهنجاری در بازار سهام توسط تمایلات احساسی سرمایه‌گذار به دست می‌آید. از طرفی آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند که سودآوری استراتژی شتاب قیمت بر اساس نمونه‌ای از بازار سهام با وضعیت‌های مختلف تمایلات احساسی سرمایه‌گذار تغییر می‌کند. اگرچه شواهدی موجود است که نشان می‌دهد که بازدهی‌های صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات با تمایلات احساسی سرمایه‌گذار مرتبط است (لین و همکاران، ۲۰۰۹) اما چطور تمایلات سرمایه‌گذار بر سودهای صندوق‌های املاک و مستغلات تأثیر می‌گذارد هنوز به‌عنوان یک سؤال حل‌نشده در ادبیات آن باقی مانده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از استراتژی‌های مهم و پرکاربرد در بین تحلیل‌گران و مدیران پرتفوی برای انتخاب پرتفوی مناسب در بازارهای سرمایه، استراتژی شتاب می‌باشد. در این استراتژی سعی می‌شود که با استفاده از عملکرد گذشته، عملکرد آتی پیش‌بینی و پرتفوی مناسب برای سرمایه‌گذاری انتخاب شود. استراتژی شتاب شامل حرکت در جهت بازار است و اعتقاد دارد که روندهای گذشته و اخیر در آینده نیز ادامه پیدا خواهد کرد. این استراتژی در مقابل فرضیه کارایی بازار قرار می‌گیرد. شتاب مصداق این قانون در بازار است که یک‌روند قیمتی تمایل دارد که باقی بماند تا زمانی که یک نیروی خارجی جلوی آن را بگیرد (هان و تانکز، ۲۰۰۳).

استراتژی شتاب قیمت جگادیش و تیمین (۱۹۹۳)، شاید یکی از پرکاربردترین استراتژی‌های معاملاتی ثبت‌شده در ادبیات استراتژی شتاب باشد. این استراتژی شتاب شامل خرید سهام برنده گذشته و فروش سهام بازنده گذشته یکی از ناهنجاری‌های^۲ رایج و متداول ثبت‌شده در ادبیات

۱. در برخی از منابع داخلی از ترجمه "گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران" استفاده شده است.

قیمت گذاری دارایی است. چو و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه می‌رسند که استراتژی شتاب قیمت جگادیش و تیمین، بازدهی‌های مثبت معنی‌داری در املاک و مستغلات از سال ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰ ایجاد می‌کند. تئوری انتشار اطلاعات هونگ و استین^۱ (۱۹۹۹) و فرضیه‌های فرا اعتمادی^۲ کانمن و همکاران (۱۹۹۸) از مهم‌ترین تئوری‌های رفتاری برای پوشش دادن سودآوری این استراتژی می‌باشند. هونگ و استین (۱۹۹۹) نشان می‌دهند که بازدهی‌های استراتژی شتاب می‌تواند توسط کم واکنشی^۳ سرمایه‌گذاران به اطلاعات تولید شود درحالی‌که دانیل و همکاران (۱۹۹۸) سوگیری‌های فرا اعتمادی و خود اسنادی^۴ را برای توضیح الگوهای بازدهی استراتژی شتاب دخیل می‌دانند. جورج و هوانگ (۲۰۰۴) با توجه به تئوری سوگیری‌های اتکا^۵ و تعدیل^۶ پیشنهاد شده توسط کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) و کانمن و همکاران (۱۹۸۲)، یک گزینه استراتژی شتاب مبتنی بر نزدیکی قیمت‌های جاری سهام به قیمت‌های بالای ۵۲ هفته اخیر آن‌ها ارائه می‌دهند. این استراتژی شامل خرید سهام با قیمت‌های جاری نزدیک به قیمت‌های بالای ۵۲ هفته اخیرشان و فروش سهام با قیمت‌های جاری دور از قیمت‌های ۵۲ هفته اخیر آن‌ها می‌باشد. آن‌ها ثابت می‌کنند که به دلیل کم واکنشی سرمایه‌گذاران به اطلاعات سهام فردی^۷ در شرایط قیمت‌های بالای ۵۲ هفته آن‌ها، رشد بازدهی مداوم پیدا می‌کند. نورث کرافت و نیل (۱۹۸۷) و لامبسون و همکاران (۲۰۰۴) معتقدند که سرمایه‌گذاران در بازار املاک و مستغلات، احتمالاً در معرض سوگیری‌های اتکا قرار می‌گیرند. از طرفی بلیتز و همکاران (۲۰۱۱)، تئوری انتشار اطلاعات هونگ و استین (۱۹۹۹) را بسط می‌دهند و معتقدند که سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد به اطلاعات خاص شرکت‌ها در کم واکنشی بیشتری نسبت به اطلاعات عمومی قیمت‌ها قرار می‌گیرند. آن‌ها پیشنهاد می‌کنند که استراتژی شتاب باقیمانده، توسط سهام رتبه‌بندی شده با توجه به بازدهی‌های باقیمانده برآورد شده توسط مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به دست می‌آید و بازدهی‌های با ریسک تعدیلی بالاتر و نسبت‌های شارپ بالاتری از استراتژی شتاب قیمت جگادیش و تیمین (۱۹۹۳) تولید می‌کند. اویی و همکاران (۲۰۰۹) نتیجه می‌گیرند که عوامل ریسک در قیمت گذاری بازار املاک و مستغلات مهم است و محاسبه

1. information diffusion theory
2. overconfidence hypothesis
3. under-react
4. overconfidence and self-attribution biases
5. anchoring
6. adjustment
7. individual stocks

استراتژی شتاب باقیمانده از اهمیت بالایی برخوردار است. سودآوری استراتژی شتاب ۵۲ هفته و استراتژی شتاب باقیمانده، هر دو در بازار سهام اثبات شده‌اند اما تا به حال برای بازار املاک و مستغلات بکار برده شده‌اند.

هاو و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط بین سودآوری استراتژی شتاب ۵۲ هفته و تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران پرداختند. آن‌ها فرض کردند که هنگامی سطح تمایلات سرمایه‌گذار بالا است، تصمیمات سرمایه‌گذاری معامله‌گران تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری قرار دارد. آن‌ها نشان دادند که سودهای بالا برای استراتژی شتاب ۵۲ هفته، حول دوره‌های با تمایلات احساسی بالا به دست می‌آیند. همچنین نشان دادند سود این استراتژی حول تمایلات احساسی بالا تا ۵ سال استمرار دارد و پایداری قوی آن بر سهام بر گزارش‌های مالی غیرمنتظره^۱ بالا در طول دوره‌های با تمایلات احساسی بالا متمرکز می‌شود. به‌طور کلی نتایج آن‌ها زمانی که تمایلات احساسی سرمایه‌گذار در محاسبات نقش دارد شواهدی را برای سوگیری اتکا در توضیح استراتژی شتاب ۵۲ هفته ارائه می‌کند.

لی و گالوانی (۲۰۱۸) وضعیت‌های بازار^۲، تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران و استراتژی شتاب در بازار اوراق قرضه شرکتی را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که سودهای استراتژی شتاب در دوره‌های افزایشی بازار به دست می‌آیند. در مقابل دوره‌های کاهشی بازار حاکی از زیان استراتژی شتاب‌دارند. در این پژوهش سودآوری استراتژی شتاب را به کم قیمت‌گذاری که به‌عنوان تمایلات احساسی پایین اندازه‌گیری می‌شود مرتبط می‌کنند. به‌طور خاص سودهای استراتژی شتاب در بازار افزایشی توسط پرتفوی‌های تشکیل یافته در تمایلات احساسی پایین تولید می‌شوند حتی بازدهی‌های معکوس بازار کاهشی در تمایلات احساسی پایین از سودهای استراتژی شتاب بازار افزایشی بیشتر است.

چانگ و همکاران (۲۰۱۷) استراتژی شتاب باقیمانده را در ژاپن بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که استراتژی شتاب باقیمانده که برای پوشش ریسک عامل‌های فاما و فرنیچ (۱۰۰۳) ساخته می‌شوند، در دوره‌های کوتاه‌مدت از ۳ تا ۱۲ ماه در ژاپن سودآور هستند. برخلاف استراتژی‌های سنتی قیمت‌ثبت شده در بازار آمریکا، سودهای استراتژی شتاب باقیمانده در طول دوره‌های بلندمدت از ۲ تا ۵ سال معکوس نمی‌شوند. نتیجه‌گیری آن‌ها در هر دو دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت، کم

1. earnings surprises

2. state of the market (UP/DOWN)

واکنشی سرمایه‌گذاران را نشان داد و کم واکنشی سرمایه‌گذاران علل اساسی استراتژی شتاب در ژاپن است.

بسیاری از مطالعات اخیر در خصوص ارزش‌گذاری دارایی‌ها، تمرکز ویژه‌ای بر عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران^۱ داشته‌اند. در این مطالعات (باربریز و همکاران، ۱۹۹۸) ثابت شده است که تغییرات در عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند عامل ایجاد تغییرات در قیمت‌گذاری دارایی‌ها باشد و عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران مؤلفه مهمی در فرایند قیمت‌گذاری بازار معرفی شده است. حتی برخی پیشنهاد کرده‌اند که تغییر احساس و رفتار سرمایه‌گذاران باید به‌عنوان یک عامل توضیح‌دهنده جدی و خوب برای تبیین حرکات کوتاه‌مدت قیمت دارایی‌ها در کنار سایر عوامل تحلیل‌بنیادی در نظر گرفته شود (نیکو مرام، سعیدی، ۱۳۸۷).

تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد، اولین گروه از شاخص‌های اندازه‌گیری تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران مبتنی بر روش‌های پیمایشی بوده و به‌طور مستقیم تمایلات احساسی بازار را اندازه‌گیری می‌کند. از این گروه می‌توان به شاخص تمایلات مصرف‌کنندگان میشیگان (MCSI) اشاره کرد. در نقطه مقابل روش‌های مستقیم، روش‌های غیرمستقیم قرار دارد که برای اندازه‌گیری تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران از داده‌های مالی بهره می‌گیرند. از این گروه نیز می‌توان به شاخص عدم تعادل در خرید و فروش، شاخص اطمینان بارن و شاخص تمایلات احساسی بازار سرمایه^۲ (EMSI) اشاره کرد. دسته سوم از روش‌های اندازه‌گیری مربوط به روش‌های ترکیبی می‌باشد که معروف‌ترین آن شاخص ترکیبی ارائه‌شده توسط باکر و ورگلر (۲۰۰۶) می‌باشد (حیدر پور و دیگران، ۱۳۹۲).

جگادیش و تیتمن (۱۹۹۳) پیشنهاد می‌کنند که سطوح قیمت نشان داده‌شده توسط بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته، تعیین‌کننده مهم‌تری از استراتژی شتابی است که توسط روش‌های قبلی قیمت‌گذاری نشان داده‌شده است. سرمایه‌گذاران سطوح قیمتی بالا را به‌عنوان نشان‌دهنده اخبار خوب مورد توجه قرار می‌دهند؛ چه اخبار خوب مربوط به شرکت باشد یا نباشد. اخبار خوب با بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته مقایسه می‌شود؛ بنابراین بالاترین قیمت سهام در ۵۲ هفته گذشته به‌عنوان یک متغیر مورد بحث برای سرمایه‌گذارانی است که بازده آتی سهام خود را پیش‌بینی می‌کنند (پی چانگک، ۲۰۱۱).

1. *Investor Sentiment*

2. *Equity Market Sentiment Index.*

وو و همکاران (۲۰۱۰) برای اولین بار اثر روز هفته و بازده سهام را با تمایلات احساسی سرمایه‌گذار مرتبط کردند. تخمین‌های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز هفته بر بازده، مشابه نقش تمایلات احساسی سرمایه‌گذار بر بازده است و متعلق به سهام‌هایی با ارزیابی ذهنی بالاست. به‌عنوان مثال سهام با ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی‌تر است، بیشتر تحت تأثیر تمایلات احساسی قرار می‌گیرند. همچنین در این پژوهش، ارتباط بالایی بین تمایلات احساسی و بازده کشف شد.

کارتینگ گاپتا و همکاران (۲۰۱۰) تأثیر بعضی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری از جمله استراتژی شتاب صنعت، استراتژی قیمت ۵۲ هفته اخیر و استراتژی شتاب بالاترین قیمت ۵۲ هفته اخیر را برای محاسبه بازده‌های شتاب صنعت بررسی می‌کنند. به این منظور نمونه‌های زیادی از سهام انتخاب شد و بر اساس نتایج به‌دست آمده شتاب صنعت و بازده‌های شتاب بالاترین قیمت ۵۲ هفته اخیر، وقتی در بازارهای مختلف و با روش‌های مختلف آزمون می‌شوند از نظر آماری معنی‌دار هستند. اگرچه این ادعا که بازده شتاب صنعت و بازده شتاب بالاترین قیمت ۵۲ هفته اخیر سود بیشتری را در مقایسه با استراتژی شتاب قراردادی حاصل می‌کنند، محرز نیست.

جورج و هوانگ (۲۰۰۴) دریافتند که استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته گذشته مهم‌تر از استراتژی شتاب قیمت می‌باشد. جورج و همکاران به بررسی و مقایسه بازدهی‌های به‌دست آمده توسط سه استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی شتاب قیمت جگادیش و تیمن، استراتژی شتاب صنعت ماسکوویتز و گرین بلات و استراتژی بالاترین قیمت در ۵۲ هفته اخیر پرداختند: اولین استراتژی، عملکرد بازده گذشته سهام را به‌صورت تک‌به‌تک محاسبه می‌کند و یک موقعیت خرید (فروش) در ۳۰ درصد بالا (پایین) عملکرد را در نظر می‌گیرد. این استراتژی به‌وسیله جگادیش و تیمن مطرح شده بود. دومین استراتژی، عملکرد را با استفاده از بازده‌های صنعتی گذشته محاسبه می‌کند و یک موقعیت خرید (فروش) در ۳۰ درصد بالا (پایین) عملکرد صنعت‌ها را در نظر می‌گیرد. این استراتژی توسط ماسکوویتز و گرینبلات در سال ۱۹۹۹ مطرح گردید. سومین استراتژی، عملکرد سهام را با توجه به اینکه چقدر قیمت جاری آن‌ها به بالاترین قیمت ۵۲ هفته اخیرشان نزدیک است اندازه‌گیری می‌کند. موقعیت‌های خرید (فروش) برای سهامی که قیمت اخیرشان نزدیک (دور) به بالاترین قیمت ۵۲ هفته گذشته است در نظر گرفته می‌شود (دستگیر و کاظمی، ۱۳۹۲).

جونز و باندو پادیاها (۲۰۰۵) با استفاده از روش ارائه‌شده توسط پرساود (۱۹۹۶) شاخصی را تحت عنوان شاخص تمایلات احساسی بازار سرمایه (EMSI) ارائه کردند که با استفاده از داده‌های بازار سرمایه تمایل بازار به قبول ریسک ذاتی را در یک بازه زمانی نشان می‌دهد. آن‌ها به این نتیجه

رسیدند که شاخص EMSI همبستگی بالایی با شاخص بازده بورس اوراق بهادار داشته و تغییرات قیمتی در بازار با تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران مرتبط می‌باشد.

در پژوهش‌های اخیر، هاو و همکاران (۲۰۱۵) نشان می‌دهند که استراتژی شتاب ۵۲ هفته اخیر نقش برجسته‌ای در تولید سود شتاب دارد و همچنین این استراتژی حول دوره خوش‌بینانه به‌طور معنی‌داری تأثیر مستقیمی بر بازدهی دارد.

نیکو مرام و سعیدی (۱۳۸۷) با تبیین وجود عکس‌العمل احساسی در بازار سرمایه، چگونگی اندازه‌گیری آن را در مدلی توصیفی تشریح نموده و مدلی رفتاری را برای توضیح ارزش‌گذاری سهام از دیدگاه سرمایه‌گذاران در مقایسه با دیدگاه عقلایی ارائه می‌دهند.

حیدر پور، تاری وردی و محرابی (۱۳۹۲) تحقیقی در زمینه بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازدهی سهام طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۰ انجام دادند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود تأثیر مستقیم و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد.

حمزه و خلیلی عراقی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی‌های سهام شرکت‌ها و اثر شتاب بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج محاسبه شاخص حساسیت سهامداران نشان داد که سرمایه‌گذاران طی دوره پژوهش، ریسک‌گریزی بسیار زیادی را از خود نشان داده‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که عامل حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها، اندازه شرکت‌ها و نوسانات سهام شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند.

فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، با توجه به ادبیات پژوهش و مبانی نظری، فرضیه‌های زیر استخراج و آزمون خواهند شد. فرضیه‌های این پژوهش در قالب ۲ فرضیه اصلی و ۹ فرضیه فرعی قابل بیان می‌باشد:

فرضیه‌های اصلی

۱. استراتژی‌های شتاب تأثیر مستقیم بر روی بازده سهام دارند.
۲. تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران توان تعدیل تأثیرات استراتژی‌های شتاب بر بازده سهام را دارند.

فرضیه‌های فرعی

۱. استراتژی شتاب قیمت تأثیر مستقیم بر روی بازده سهام دارد.
۲. استراتژی شتاب قیمت ۵۲ هفته گذشته تأثیر مستقیم بر روی بازده سهام دارد.
۳. استراتژی شتاب باقیمانده تأثیر مستقیم بر روی بازده سهام دارند.
۴. تمایلات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب قیمت بر بازده سهام را تشدید می‌کند.
۵. تمایلات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب قیمت ۵۲ هفته گذشته بر بازده سهام را تشدید می‌کند.
۶. تمایلات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب باقیمانده بر بازده سهام را تشدید می‌کند.
۷. تمایلات بدبینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب قیمت بر بازده سهام را تضعیف می‌کند.
۸. تمایلات بدبینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب قیمت ۵۲ هفته گذشته بر بازده سهام را تضعیف می‌کند.
۹. تمایلات بدبینانه سرمایه‌گذاران تأثیر استراتژی شتاب باقیمانده بر بازده سهام را تضعیف می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش تأثیر استراتژی‌های شتاب و بازدهی سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مورد بررسی قرار گرفته است. این پژوهش سه استراتژی شتاب را که با تئوری‌های رفتاری مختلفی مرتبط هستند، با همدیگر مقایسه کرده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، نمونه‌ای از شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ به مدت ۵ سال بوده است که در طی این دوره عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده‌اند. برای دستیابی به نتایج قابل‌اتکا، شرکت‌هایی که پس از سال ۹۰ وارد بورس شده یا در طی دوره پژوهش از بورس خارج شده‌اند در جامعه‌ی آماری قرار نخواهند گرفت. افزون بر این، جامعه‌ی آماری با استفاده از شرایط زیر تعدیل می‌شود:

- شرکت باید سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات باشد.
- شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان سال تقویمی باشند.

– داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
 – شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته، سهام آن‌ها بدون وقفه بااهمیت (حداکثر یک ماه) مورد معامله قرار گرفته باشد.
 پس از اعمال این محدودیت‌ها، تعداد ۶ شرکت از طبقه املاک و مستغلات قادر به احراز شرایط فوق گردیدند که به شرح ذیل می‌باشند:

- شرکت توریستی و رفاهی آبادگران ایران
- شرکت سرمایه‌گذاری توسعه آذربایجان
- شرکت سرمایه‌گذاری شاهد
- شرکت سرمایه‌گذاری مسکن
- شرکت سرمایه‌گذاری ساختمان ایران
- شرکت نوسازی و ساختمان ایران

اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده‌اند. در پژوهش فوق جهت نگارش تئوری و ادبیات آن علاوه بر کتب از مقالات داخلی و خارجی نیز استفاده شده است. اطلاعات مربوط به شرکت‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها جمع‌آوری شده‌اند. برای استخراج داده‌های مالی شرکت‌های بورسی از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استفاده شده است. همچنین برای دسته‌بندی داده‌های خام و انجام برخی محاسبات از نرم‌افزار اکسل و برای آزمون‌های معنی‌داری مدل‌های پژوهش، آزمون‌های انتخاب بین داده‌های تابلویی (پانل) یا تلفیقی (پولینگ)، آزمون‌های انتخاب بین اثرات ثابت یا تصادفی و آزمون‌های فروض کلاسیک رگرسیون از نرم‌افزار ایویوز ۹ بهره گرفته شد.

تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

۱- متغیر وابسته: بازدهی سهام توسط استراتژی‌های شتاب

در پژوهش حاضر برای بررسی سودآوری استراتژی‌های شتاب و تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران مبتنی بر نمونه‌ای از شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، از مدل رگرسیونی برگرفته شده از هاو و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده است:

$$r_{i,t} = \alpha + b_1 r_{i,t-1} + b_2 SIZE_{i,t-1} + b_3 JTW_{i,t} + b_4 52WHW_{i,t} + b_5 RMW_{i,t} + e_{i,t}$$

۲- متغیرهای مستقل

$JTW_{i,t}$: یک متغیر موهومی^۱ است که اگر مقدار استراتژی شتاب قیمت سهم در بالای میانه باشد مساوی ۱ و در غیر این صورت صفر می‌باشد. استراتژی شتاب قیمت به‌عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در طول ۱۲ ماه گذشته شناسایی می‌شود. شرکت‌هایی که ارزش بازده انباشته آن‌ها بالاتر از میانه رتبه‌بندی شده‌اند به‌عنوان استراتژی شتاب قیمت شناسایی می‌شوند. $52WHW_{i,t}$: یک متغیر موهومی است که اگر مقدار استراتژی شتاب ۵۲-هفته بالای سهم در بالای میانه باشد مساوی ۱ و در غیر این صورت صفر می‌باشد. استراتژی شتاب ۵۲ هفته که در پایان هر ماه مقدار $52WH$ را به‌صورت تقسیم قیمت فعلی بر بیشترین قیمت پایانی در طول ۵۲ هفته گذشته محاسبه می‌کنیم که به شرح زیر است:

$$52WH = \frac{\text{current price}}{52 - \text{week high price}}$$

ارزش‌های بالای $52WH$ نشان می‌دهند که قیمت فعلی بازار به قیمت ۵۲ هفته گذشته آن‌ها نزدیک‌تر است. بیشترین ارزش ممکن $52WH$ ، ۱ می‌باشد که وقتی قیمت آخر ماه، قیمت بالای ۵۲ هفته است اتفاق می‌افتد. به‌طور مشابه ارزش‌های بالاتر از میانه به‌عنوان استراتژی شتاب ۵۲ هفته ($52WHW$) در شرکت‌های املاک و مستغلات شناسایی و معرفی می‌شوند.

$RMW_{i,t}$: یک متغیر موهومی است که اگر مقدار استراتژی شتاب باقیمانده سهم در بالای میانه باشد مساوی ۱ و در غیر این صورت صفر می‌باشد. استراتژی شتاب باقیمانده با پیروی از طرح پیشنهادی بلیتز و همکار همکاران (ساخته می‌شود). در پایان هر ماه هر ماه t سیون زمانی را برای سهام عادی i ، با استفاده از مدل سه عاملی فاما-فرنیچ انجام می‌دهیم که به شرح زیر است:

$$r_{i,t} - r_f = \alpha + \beta_1(r_{m,i,t} - r_f) + \beta_2SMB_{i,t} + \beta_3HML_{i,t} + e_{i,t}$$

که در آن:

$\Gamma_{i,t}$: بازده سهم i در ماه t است؛

r_f : بازده بدون ریسک در ماه t ، نرخ سود سالانه سپرده بانک‌های دولتی،

1. dummy variable

$r_{i,t} - r_f$: صرف ریسک سهام شرکت،

$\Gamma_{m_{i,t}} - \Gamma_f$: صرف بازار،

$\Gamma_{m_{i,t}}$: بازده بازار (درصد تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت)،

$SMB_{i,t}$: عامل ریسک ناشی از اندازه شرکت؛ برای محاسبه این عامل ابتدا در هر ماه شرکت‌ها را بر اساس اندازه (لگاریتم طبیعی کل ارزش بازار) آن‌ها از کوچک به بزرگ مرتب سپس به سه طبقه کوچک، متوسط و بزرگ تقسیم می‌شوند و میانگین بازده هر سه طبقه به‌طور جداگانه محاسبه می‌شود. در پایان، میانگین بازده سهام طبقه شرکت‌های کوچک منهای میانگین بازده طبقه شرکت‌های بزرگ می‌شود. رقم حاصل‌شده در این فرآیند، عامل ریسک ناشی از اندازه شرکت در آن ماه است.

$HML_{i,t}$: عامل ریسک ناشی از رشد شرکت (که با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت سنجیده می‌شود) به همانند $SMB_{i,t}$ محاسبه می‌شود با این تفاوت که در آن، میانگین بازده طبقه شرکت‌های با رشد بالا منهای میانگین بازده طبقه شرکت‌های با رشد پایین می‌گردد.

معادله رگرسیون فاما و فرنچ در طول دوره پژوهش (از ابتدای سال ۹۰ تا انتهای سال ۹۴) ۶۰ ماه تخمین زده می‌شود و باقیمانده‌های حاصل از تخمین معادله فوق در شرکت‌های املاک و مستغلات با ارزش‌های رتبه‌بندی شده بالاتر از میانه به‌عنوان استراتژی شتاب باقیمانده (RMW) معرفی می‌شود.

۳- متغیرهای کنترل:

$r_{i,t-1}$: ب ده ماهانه سهم i در آخر ماه قبل است که برای کنترل نوسان قیمت‌های پیشنهادی و درخواستی^۱ سهام می‌باشد.

$SIZE_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی سهام یا ارزش بازار در آخر ماه قبل است که برای تأثیرات شرکت‌های کوچک^۲ وارد می‌کنیم.

نحوه اندازه‌گیری شاخص تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران (EMSI):

از روش‌های اندازه‌گیری ترکیبی می‌باشد که معروف‌ترین آن شاخص ترکیبی ارائه‌شده توسط باکر و ورگلر (۲۰۰۶) می‌باشد. در این مطالعه برای اندازه‌گیری تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران از

1. bid-ask bounce
2. small-firm effects

شاخص تمایلات احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده می‌شود. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه‌شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است (حیدر پور و دیگران، ۱۳۹۲). بنابراین تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$EMSI_{i,t} = \frac{\sum(R_{i,t} - \bar{R}_t)(R_{i,v} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{i,t} - \bar{R}_t)^2 \sum(R_{i,v} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}} * 100$$

$$-100 \leq EMSI \leq 100$$

رقم حاصل از محاسبه رابطه فوق جهت تعیین طبقه تمایلات سرمایه‌گذاران در نظر گرفته می‌شود. که در آن:

$R_{i,t}$: بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t .

$R_{i,v}$: نوسان پذیری شرکت i در t ه. (برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می‌شود).

\bar{R}_t : میانگین بازده ماهانه سهام شرکت‌ها.

\bar{R}_v : میانگین نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌ها.

رقم حاصل از محاسبه رابطه فوق جهت تعیین طبقه تمایلات سرمایه‌گذاران در نظر گرفته می‌شود. در جدول زیر نحوه جداسازی تمایلات سرمایه‌گذاران به صورت عدد شاخص آمده است.

جدول ۶. نحوه طبقه‌بندی دوره‌های بازدهی از حیث رفتار سرمایه‌گذاران

نوع طبقه	عدد شاخص
خوش‌بینانه (ریسک‌پذیر)	$EMSI \geq +10$
بدبینانه (ریسک‌گریز)	$EMSI \leq -10$

آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی ارائه‌شده توسط هاو و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده است. ابتدا با استفاده از آزمون لیمر به تعیین تلفیقی یا تابلویی بودن مدل پرداخته شده و در صورت اثبات تابلویی بودن مدل، با استفاده از آزمون‌ها سمن مشخص می‌شود که مدل تحت بررسی تابلویی با اثرات ثابت می‌باشد یا تابلویی با اثرات تصادفی است. پس از انجام این آزمون‌ها

به تخمین مدل پرداخته خواهد شد. ابتدا مدل پژوهش با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود تا تابلویی یا تلفیقی بودن داده‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

جدول ۲. نتایج انتخاب الگو

نوع آزمون	آماره F لیبر	معنی‌داری	نتیجه آزمون
آزمون F لیبر	۱/۵۴۹	۰/۱۷۳	داده‌های تلفیقی

همان‌طور که در جدول فوق دیده می‌شود، فرض صفر مبنی بر به کارگیری اثرات مشترک برای مدل پژوهش در ناحیه رد قرار نگرفته و برای تخمین آن باید از رویکرد داده‌های تلفیقی (اثرات مشترک) استفاده شود است.

با توجه به نتایج حاصل از انتخاب الگوی مناسب برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، برای فرضیه اصلی اول الگوی اثرات تلفیقی مورد پذیرش واقع شد. به منظور آزمون فرضیه اصلی دوم پژوهش، داده‌های پژوهش بر اساس شاخص تمایلات EMSI به دو طبقه ریسک‌پذیر یا خوش‌بینانه و ریسک‌گریز یا بدبینانه تقسیم شدند و نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول زیر آمده است:

جدول ۳. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه‌ها

متغیرهای توضیحی	۳۶۰ مشاهده	۱۵۶ مشاهده	۱۶۲ مشاهده
آزمون با الگوی داده‌های تلفیقی (اثرات مشترک)	آزمون با الگوی داده‌های طبقه‌بندی شده (ریسک‌پذیر یا خوش‌بین)	آزمون با الگوی داده‌های طبقه‌بندی شده (ریسک‌گریز یا بدبین)	
	سطوح معنی‌داری		
بازده دوره قبل	۰/۷۹۰۲	۰/۰۵۰۴	۰/۱۰۴۰
اندازه شرکت	۰/۶۴۹۷	۰/۴۲۲۰	۰/۲۸۳۴
استراتژی شتاب باقیمانده	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲
استراتژی شتاب ۵۲ هفته	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳۸
استراتژی شتاب قیمت	۰/۰۲۷۸	۰/۰۰۷۱	۰/۸۱۹۳
سطوح معنی‌داری کل	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۱۴۱۴۵	۰/۲۷۴۹۴۴	۰/۲۱۸۶۲۱
آماره F	۱۹/۲۹۳۰۰	۱۱/۳۷۶۱۲	۸/۷۲۹۴۱۹

نتایج تخمین مدل پژوهش از طریق الگوی اثرات تلفیقی، نشان می‌دهد متغیر استراتژی شتاب باقیمانده، استراتژی شتاب ۵۲ هفته و استراتژی شتاب قیمت هر سه معنی‌دار شده‌اند. با توجه به تخمین مدل پژوهش با داده‌های طبقه‌بندی شده در دوره‌های خوش‌بینانه مشاهده می‌شود متغیر استراتژی شتاب باقیمانده، استراتژی شتاب ۵۲ هفته و استراتژی شتاب قیمت معنی‌دار شده‌اند. در نهایت نتایج تخمین مدل پژوهش با داده‌های طبقه‌بندی شده در دوره‌های بدبینانه، نشان می‌دهد متغیر استراتژی شتاب باقیمانده و استراتژی شتاب ۵۲ هفته معنی‌دار شده‌اند و متغیرهای مستقل توانایی توضیح تغییرات متغیر وابسته را داشته‌اند. بنابراین در سه حالت متغیرهای مستقل توانایی توضیح تغییرات متغیر وابسته را داشته‌اند و با توجه به مقدار سطح معنی‌داری به دست آمده برای کل رگرسیون، فرض H_0 رد می‌شود.

برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌های فرعی با توجه به ضرایب به دست آمده از تخمین مدل، جدول زیر به شکل خلاصه جهت مقایسه ضرایب مرتبط با فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است:

جدول ۴. تلخیص یافته‌ها بر اساس فرضیه‌ها

وضعیت	فرضیه فرعی	مقایسه	مقدار ضریب بتا		استراتژی‌های استراتژی شتاب
			داده‌های طبقه‌بندی شده (ریسک‌گریز یا بدبینانه)	داده‌های طبقه‌بندی شده (ریسک‌پذیر یا خوش‌بینانه)	
عدم رد	اول	-			
عدم رد	چهارم	$0/74 > 3/32$	-0/46	0/74	۳/۳۲
عدم رد	هفتم	$-0/46 > 3/32$			قیمت
عدم رد	دوم	-			
عدم رد	پنجم	$9/86 > 0/97$	9/89	9/86	0/97
رد	هشتم	$9/89 > 0/97$			۵۲ هفته
عدم رد	سوم	-			
رد	ششم	$8/47 > 10/05$	7/83	8/47	10/05
عدم رد	نهم	$7/83 > 10/05$			باقیمانده

با مقایسه ضرایب به دست آمده از تخمین مدل پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های اصلی، می‌توان دریافت که اولاً فرضیه‌های فرعی اول، دوم و سوم مبنی بر تأثیر مستقیم بین استراتژی‌های شتاب و بازده سهام در ناحیه رد قرار نگرفته‌اند. همچنین برای آزمون فرضیه اصلی دوم، دوره‌های بازدهی شرکت‌ها بر اساس شاخص تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران (EMSI) به دو طبقه خوش‌بینانه و بدبینانه تقسیم شدند و پس از تخمین مدل پژوهش در دوره‌های خوش‌بینانه مشخص گردید که مقدار ضریب متغیر استراتژی شتاب قیمت، از رقم ۳/۳۲ به ۵/۷۴ افزایش پیدا کرد و در دوره‌های بدبینانه معنی‌دار نشد، همچنین مقدار ضریب متغیر استراتژی شتاب ۵۲ هفته گذشته در دوره‌های خوش‌بینانه از رقم ۵/۹۷ به ۹/۸۶ شدت گرفت و در دوره‌های بدبینانه از شدت تأثیر فوق‌کاسته نشد، به طوری که ضریب متغیر به رقم ۹/۸۹ تغییر پیدا کرد. این نتایج فرضیه‌های فرعی ششم و هشتم را در ناحیه رد قرار داده است. این یافته‌ها نشان داد متغیر استراتژی شتاب باقیمانده بدون در نظر گرفتن تعدیلات با شاخص EMSI از توانایی بیشتری برای توضیح بازده سهام برخوردار بوده است، به طوری که ضریب این متغیر (۱۰/۰۵) در مقایسه با سایر ضرایب، بیشترین مقدار را به خود اختصاص داده است. ولی بعد از تعدیلات و در دوره‌های خوش‌بینانه، مقادیر ضرایب متغیرهای استراتژی شتاب قیمت و استراتژی شتاب ۵۲ هفته افزایش یافتند. در دوره‌های بدبینانه تنها متغیر ۵۲ هفته مقدار افزایشی داشت.

نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش تأثیر استراتژی‌های شتاب بر بازدهی سهام نمونه‌ای از شرکت‌های املاک و مستغلات از فروردین‌ماه سال ۱۳۹۰ تا اسفندماه ۱۳۹۴ (دوره ۶۰ ماهه) مورد بررسی قرار گرفته است. این پژوهش سه استراتژی شتاب را که با تورهای رفتاری مختلفی مرتبط هستند با همدیگر مقایسه کرده است. بدین منظور، یک مدل اصلی رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه و با دوره‌های مختلف تمایلات سرمایه‌گذاران اعم از دوره‌های خوش‌بینانه و بدبینانه تعدیل گردید. مطابق با ادبیات پژوهش، استراتژی‌های شتاب تأثیر مستقیمی بر بازدهی دارند و همچنین مطابق با پیشینه، تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران در تعدیل بازدهی استراتژی‌های شتاب نقش بسزایی ایفا می‌کنند. این اثرات با استفاده از مدل‌های تصریح شده مورد آزمون قرار گرفت و نتایج آن تجزیه و تحلیل شد که خلاصه‌ای از آن در ادامه بیان شده است.

نتایج ما با یافته نورث کرافت و نیل (۱۹۸۷) و لامبسون و همکاران (۲۰۰۴) که پیشنهاد می‌کنند سرمایه‌گذاران هنگام ارزشیابی اوراق بهادار شرکت‌ها گرایش دارند که در معرض سوگیری اتکا قرار بگیرند ارتباط دارد. آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران هنگامی که اطلاعات جدید دریافت می‌کنند به دلیل ناهماهنگی شناختی فستینگر (۱۹۵۷) که با تمایلات احساسی آن‌ها در تضاد است به اطلاعات جدید کم واکنش هستند و این پدیده هنگامی که اطلاعات با تمایلات احساسی آن‌ها در تضاد است و تمایلات احساسی خوش‌بینانه است چشمگیرتر است.

فرضیه اصلی اول پژوهش بر وجود تأثیر مستقیم بین استراتژی‌های شتاب و بازده سهام شرکت‌های املاک و مستغلات تأکید دارد و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران با توجه به استراتژی‌های شتاب قیمت، استراتژی شتاب ۵۲ هفته گذشته و استراتژی شتاب باقیمانده توانایی کسب بازده اضافی را خواهند داشت. نتایج نشان می‌دهد که استراتژی شتاب باقیمانده بلیتز و همکاران (۲۰۱۱) نقش برجسته‌ای را در تولید سودهای استراتژی شتاب‌دارند. اویی و همکاران (۲۰۰۹) نتیجه می‌گیرند که عوامل ریسک در قیمت‌گذاری املاک و مستغلات مهم است و محاسبه استراتژی شتاب باقیمانده از اهمیت بالایی برخوردار است.

فرضیه اصلی دوم پژوهش بر تعدیل تأثیر بین استراتژی‌های شتاب و بازدهی در حالات تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران که اعم از خوش‌بینانه یا بدبینانه بود تأکید دارد. با توجه به الگوهای مختلف بازدهی‌های املاک و مستغلات و با الهام از نظر استمباخ و همکاران (۲۰۱۲)، سوگیری‌های رفتاری با تمایلات احساسی سرمایه‌گذار در ارتباط هستند و به این دلیل، تمایلات احساسی، معامله‌گران را وادار به اثرپذیری بالاتری در طول دوره‌های حساس می‌کند. نتایج پژوهش نشان داد که توان توضیح استراتژی شتاب ۵۲ هفته و استراتژی قیمت برای توضیح بازدهی سهام در دوره‌های خوش‌بینانه تشدید شده است به طوری که سرمایه‌گذاران استراتژی شتاب در دوره‌های خوش‌بینانه توانسته‌اند بازده سهام بیشتری کسب کنند و در دوره‌های بدبینانه نیز این افزایش برای استراتژی شتاب ۵۲ هفته تداوم داشته است که با یافته‌های او و همکاران (2015,2018) نزدیک است. برای استراتژی شتاب باقیمانده علاوه بر اینکه سرمایه‌گذاران از استراتژی شتاب بهره برده‌اند، اما شاید به دلیل ریسک‌گریزی بیش‌ازحد نتوانسته‌اند بازده موردنظری که در دوره‌های خوش‌بینانه فراهم بود را تحصیل کنند این یافته با نتایج چانگ و همکاران (۲۰۱۷) نزدیک است. نتایج نشان می‌دهند که اگر سودهای استراتژی‌های شتاب املاک و مستغلات به دلیل عکس‌العمل غیرعقلانی تولید شوند، با تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران متفاوت خواهند بود.

این یافته‌ها منجر به یک استنباط مهمی برای ادبیات استراتژی شتاب در بازار املاک و مستغلات می‌شود. آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳)، ثابت می‌کنند که نیروی محرکه پشت سودآوری استراتژی شتاب در بازار املاک و مستغلات، ناسازگاری شناختی سرمایه‌گذاران است که توسط تضاد بین اخبار و تمایلات سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود. این یافته با سوگیری «اتکا» و «کم واکنشی» در توضیح استراتژی شتاب املاک و مستغلات مرتبط است. البته تمیز دادن تأثیر کم واکنشی از فرا اعتمادی و تأثیرات اتکا مشکل است ولی ممکن است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر پیش‌بینی‌های قبلی خودشان از قیمت سهام باشند و این موضوع، آن‌ها را به اطلاعات جدید درباره شرکت‌ها کم واکنش می‌سازد. از این رو، ما نتیجه می‌گیریم که این سوگیری اتکا همراه با ناهماهنگی شناختی است که برای تداوم بازدهی شتاب شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات حساب می‌شود.

یک گزینه محتمل این است که سرمایه‌گذاران ممکن است درباره باور قبلی خودشان (اتکا) اعتماد به نفس بیش از حد داشته باشند. به عنوان یک نتیجه، اتکا و تعدیل ممکن است عامل سودآوری هر سه استراتژی شتاب باشد؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و مشاوران در استفاده از استراتژی‌های شتاب، وضعیت‌های مختلف تمایلات سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند زیرا احتمال تشدید یا تداوم بازدهی‌های مثبت و منفی وجود دارد.

منابع

- دستگیر، محسن؛ کاظمی، محمد. (۱۳۹۲). «ارتباط بین بالاترین قیمت سهام در گذشته و بازده آن در سطوح مختلف بازار». *پژوهش نامه حسابداری مالی و حسابرسی*، سال پنجم شماره هفدهم، صص ۱۳۱ تا ۱۵۴.
- حمزه، داود؛ خلیلی عراقی، مریم؛ پیکارجو، کامبیز (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی‌های سهام شرکت‌ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال هشتم، شماره ۲۸، صص ۵۷-۷۸.
- حیدر پور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام». *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. سال ششم، شماره هفدهم، صص ۵-۲.
- فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ صادقی، محسن (۱۳۸۵). «بررسی سودمندی استراتژی‌های مومنتوم و معکوس». *پیام مدیریت*، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۱۹.
- نیکومرام، هاشم؛ سعیدی، علی. (۱۳۸۷). «اندازه‌گیری عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام». *فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی*، سال پنجم، شماره نهم، صص ۲۴۸-۲۴۵.
- Antoniou, C. J. Doukas, and A. Subrahmanyam (2013), 'Cognitive Dissonance, Sentiment and Momentum', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, pp.245-75.
- Baker, Malcolm. & Wurgler, Jeffrey, (2006)"Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns" *Journal of Finance*, vol 61, pp 1645-1680.
- Barberis, N. and A. Shleifer, and R. Vishney (1998), "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics*, 49, PP:307-343.
- Beracha, E. and H. Skiba (2011), 'Momentum in Residential Real Estate', *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 43, pp.299-320.
- Blitz, D. J. Huij, and M. Martens (2011), 'Residual Momentum', *Journal of Empirical Finance*, 18, pp.506-21 1.
- Chang R.P. Ko K.C. Nakano S. Rhee S.G. Residual momentum in Japan. *Journal of Empirical Finance* (2017), <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.11.005>.
- Chui, A. S. Titman, and K. C. J. Wei (2003a), 'Intra-Industry Momentum: The Case of REITs', *Journal of Financial Markets*, 6, pp.363-87.

- Chui, A. S. Titman, and K. C. J. Wei (2003b), 'The Cross Section of Expected REIT Returns', *Real Estate Economics*, 31, pp.451-79.
- Dastgir; Kazemi; Kazemi, Mohammad. (2009). "The relation between the highest price of stock in the past and its efficiency on different levels of market". *Journal of The Financial Accounting and Auditing Researches*, fifth year, NO.17, Pages 131-154. (in Persian)
- Derwall, J. J. Huij, D. Brounen, and W. Marquering (2009), 'REIT Momentum and the Performance of Real Estate Mutual Funds', *Financial Analysts Journal*, 65, pp.24-34.
- Fadaenejad, Mohammad Smaiel; Sadeghi, Mohsen. (2006). "the investigation of momentum and reverse strategies efficiency", *Management perspective*, NO 18-71, Pages 19. (in Persian)
- Fama, Eugene & French, Kenneth, (1993) "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds" *Journal of Financial Economics*, vol 33, pp.3-56.
- George and Hwang, Byoung-Hyoun, (2011) "Sentiment Revealed In Social Media and its Effect on the Stock Market", Available at www.ssrn.com.
- George, T. and C. Y. Hwang (2004), 'The 52-Week High and Momentum Investing', *Journal of Finance*, 59, pp.2145-76.
- Gupta, K. Locke, S. and Scrimgeour, F. (2010) "International comparison of returns from conventional, industrial and 52-week high momentum strategies". *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 20, pp.423-435.
- Hamzeh, Davood; Khalili Araghi, Maryam; Peikarjoo, Kambiz. (2015). "The investigation of agent influence of shareholder sensitivity, characteristics of companies' stock and momentum effect on stock efficiency and financial performance of accepted companies in Tehran exchange", *The journal of scientific and research of financial knowledge of securities analysis*, eight year, NO.28. Pages: 57-78. (in Persian)
- Hao, Y. Chou, Robin K., Ko, Kuan-Cheng. (2018), Yang NienTzu, "The 52-week high, momentum, and investor sentiment". *International Review of Financial Analysis* Finance, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.01.014>.
- Hao, Y. Chu, H. H. Ko, K. C. and Lin, L. (2015), 'Momentum Strategies and Investor Sentiment in the REIT Market', *International Review of Finance*, DOI:10.1111/irfi.12060.
- Heidarpoor, Farzaneh; Tariverdi, Yadollah; Mehrabi, Maryam. (2013). "The investigation of emotional attitudes of shareholders in stock

- efficiency”, *the journal of scientific and research of financial knowledge of securities analysis*, Sixth year, NO.17, Page 2-5.(in Persian)
- Hon,M.T. Tonks.I.(1993), “Momentum in the UK stock market”, *Journal of Multinational Financial Management* 02(0), pp. 22–10.
 - Hong, H. and J. Stein (1999), ‘A United Theory of Under reaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets’, *Journal of Finance*, 54, pp.2143–84.
 - Hung, S. and J. Glascock (2008), ‘Momentum Portability and Market Trend: Evidence from REITs’, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 37, pp.51–69.
 - Hung, S. and J. Glascock (2010), ‘Volatilities and Momentum Returns in Real Estate Investment Trusts’, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 41, pp.126–49.
 - Jegadeesh, N. and S. Titman (1993), ‘Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency’, *Journal of Finance*, 48, pp.65–91.
 - Jones, Anne Leah & Bandopadhyaya, Arindam, (2005) "Measuring Investor Sentiment in Equity Markets" Financial Services Forum Publications, Working Paper 1007, paper 6.
 - Lambson, V. E. G. R. McQueen, and B. A. Slade (2004), ‘Do Out-of-State Buyers Pay More for Real Estate? An Examination of Anchoring-Induced Bias and Search Costs’, *Real Estate Economics*, 32, pp.85–126.
 - Li, Lifang. Galvani, Valentina (2018), “Market states, sentiment, and momentum in the corporate bond Market” *Journal of Banking and Finance*, 89, pp.249-265.
 - Lin, C. Y. H. Rahman, and K. Yung (2009), ‘Investor Sentiment and REIT Returns’, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 39, pp.450–71.
 - Nikoomaram, Hashem; Saeedi, Ali. (2008). “Measurement of Investor’s Behavioral Reactions in Stock Market”. *Journal of Iran’s Economic Essays*, Fifth year, NO.9, pages 245-248.(in Persian)
 - Northcraft, G. B. and M. A. Neale (1987), ‘Expert, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions’, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39, pp.84–97.
 - Ooi, J. T. L. J. Wang, and J. R. Webb (2009), ‘Idiosyncratic Risk and REIT Returns’, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38, pp.420–42.
 - Persaud, Avinash, (1996) Investors’ Changing Appetite for Risk, JPMorgan Securities Ltd. Global FX Research.
 - Simon, S. (2009), ‘Momentum Effects and Mean Reversion in Real Estate Securities’, *Journal of Real Estate Research*, 23, pp.47–64.

- Stambaugh, R. F. J. Yu, and Y. Yuan (2012), 'the Short of It: Investor Sentiment and Anomalies', *Journal of Financial Economics*, 104, pp.288–302.
- Wu, Yanran. Han, Liyan. Tao, Ke. & Zhang, Zhongyuan, (2010) "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effect of Cross-Sectional Return" Available at www.ssrn.com
- 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.

Archive of SID