

نشریه علمی
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
سال دوازدهم، شماره چهل و دوم
تابستان ۱۳۹۸

تمایلات سرمایه گذار مبتنی بر سیکل تجاری نفت خام

صمد ایازی^۱

منصور گرکز^۲

پرویز سعیدی^۳

علیرضا معطوفی^۴

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۹/۱۶

چکیده

بررسی سیکل‌های تجاری از آن جهت اهمیت دارد که برنامه‌ریزی اقتصادی، بدون درک چگونگی نوسانات تولید ناخالص داخلی و علت و ریشه این نوسانات، مفهومی ندارد. باید با شناخت ساختار نوسانات سیکل‌های تجاری ایجاد شده در اقتصاد سعی در شناخت و استفاده از آن در تصمیم‌گیری‌ها نمود. هرچه نوسانات اقتصادی و یا سیکل‌های تجاری شدیدتر باشد، بی‌ثباتی در اقتصاد بیشتر بوده و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصویر روشنی از آینده را پیش‌بینی نمایند. هدف این مطالعه بررسی تاثیر سیکل تجاری نفت خام ایران بر روی تمایلات سرمایه‌گذار در دوره ۱۳۸۵-۱۳۹۴ بر روی ۲۲۶ شرکت‌های بورسی ایران است. بنابراین با استفاده از فیلتر هادریک - پرسکات، سیکل تجاری نفت خام محاسبه شد و سپس با استفاده از روش GMM تاثیر آن بر تمایلات سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد زمانی که سیکل تجاری نفت خام دوره رونق را نشان می‌دهد، تمایلات سرمایه‌گذار بیشتر از زمانی است که سیکل تجاری نفت خام دوره رکود را نشان می‌دهد؛ یعنی رونق تجاری نفت خام منجر به افزایش تمایلات سرمایه‌گذار می‌شود.

واژه‌های کلیدی: سیکل تجاری نفت خام، تمایلات سرمایه‌گذار، GMM.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد گرگان، گرگان، ایران، Samadayazi2@yahoo.com

۲- دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد گرگان، گرگان، ایران، (نویسنده مسئول) m_garkaz@yahoo.com

۳- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علی آباد کتول، علی آباد کتول، ایران dr.parvizaeeedi@yahoo.com

۴- دانشیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد گرگان، گرگان، ایران alirezamatoofi@gmail.com

۱- مقدمه

استحکام بخشیدن به پیش‌بینی‌هایی استفاده می‌شود که می‌تواند درباره رفتار اقتصادی انسان به کار رود (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱).

بر طبق تئوری مطلوبیت مورد انتظار، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند و ریسک‌گریزی بدان معناست که شیب منحنی مطلوبیت با افزایش آن کاهش می‌یابد یا به زبان دیگر، تابع مطلوبیت مقعر است و این تعریف آن را می‌رساند که مطلوبیت نهایی ثروت کاهش می‌یابد. اگر چه تئوری مطلوبیت به مدت طولانی یک تئوری جالب و جذاب بوده اما در پیش‌بینی رفتار افراد موفق نبوده است. تئوری چشم‌انداز توسط کانمن و تورسکی^۲ (۱۹۷۹) برای بررسی الگوی تصمیم‌گیری رفتاری ارائه شد. این تئوری معتقد به تفاوت ترجیحات افراد در تصمیم‌گیری‌ها و مخصوصاً شرایط ریسک آور است، از این رو با ترکیب دیدگاه‌های رفتاری با روش‌های کمی، به دنبال تبیین الگوی واقعی تصمیم‌گیری افراد می‌باشد. این تئوری نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران در برخی موارد مطلوبیت را نادیده می‌گیرند. پایه و اساس تئوری چشم‌انداز تابع ارزش است که با تابع مطلوبیت در تئوری مطلوبیت مورد انتظار متفاوت است و این تفاوت به خاطر «نقطه عطف» در تابع ارائه شده است که نقطه عطف بوسیله «اثر ذهنی» افراد تعیین می‌گردد. براساس تابع ارزش شیب تابع مطلوبیت ثروت قبل از نقطه عطف صعودی و پس از آن نزولی می‌باشد و این نقطه عطف می‌تواند برای هر فردی متفاوت باشد. از دلایلی که تمایلات سرمایه‌گذار را از تئوری مطلوبیت دور می‌سازد این واقعیت است که تمایلات افراد در طول زمان تغییر می‌کند، بنابراین مطلوبیت آنان نیز بر حسب دوره‌های زمانی متفاوت خواهد بود؛ اما در تئوری مطلوبیت فرض می‌شود که میزان مطلوبیت همواره ثابت است (مصلح شیرازی و همکاران، ۱۳۹۲). از طرف دیگر بررسی سیکل‌های تجاری از آن جهت اهمیت دارد که برنامه‌ریزی اقتصادی، بدون درک چگونگی نوسانات تولید ناخالص داخلی و علت و ریشه این نوسانات، مفهومی ندارد. باید با شناخت ساختار

امروزه یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد کشورها، سرمایه‌گذاری و امور مربوط به آن است. این موضوع به دلیل اینکه عاملی برای تولید، اشتغال و به حرکت در آوردن چرخ‌های اقتصادی هر کشور است، از جمله موضوعات اجتناب‌ناپذیر است. سرمایه‌گذاری از راه‌های مختلفی صورت می‌گیرد که از جمله آن‌ها سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها از طریق بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار با فراهم‌آوری ساز و کار لازم برای سرمایه‌گذاری، در سهام شرکت‌هایی که شرایط عرضه سهام خود را به مردم دارند، می‌تواند در پویایی شرکت‌ها و اقتصاد نقش بزرگی ایفا نماید؛ بنابراین، شرکت‌ها با عرضه سهام از طریق بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران با خرید سهام و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، امکان مشارکت در توسعه اقتصادی را به دست آورده، خود را جزئی کمک‌کننده به توسعه و پیشرفت اقتصاد کشور می‌دانند (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷).

باور سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی مورد انتظار و یا نرخ بهره، به عنوان تمایلات سرمایه‌گذار تعریف می‌شود (بیکر و ورگلر،^۱ ۲۰۰۶). واکنش‌های سرمایه‌گذاران به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش آنها عقلایی نمی‌باشد و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد (خوش بینانه) یا کمتر از حد (بدبینانه) قیمت‌های سهام می‌گردد. تمایلات افراد تابع پیش‌بینی‌های آن‌ها می‌باشد که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و تمایلات آن‌ها داشته باشد. نظریه چشم‌انداز که بر پایه چگونگی رفتار افراد در عمل قرار دارد به طور مستقیم در دامنه‌ای از متدلوژی‌های اقتصاد رفتاری قرار می‌گیرد. از سویی تأمین شواهد تجربی درباره شکل و مفهوم تابع مطلوبیت و یا ساختاری که در یک نظریه رفتاری به طور تجربی معتبر باشد، برای

برنانکه^۴ و همکاران (۱۹۹۶) بیان می‌کنند که عوامل موثر بر هزینه‌های تأمین مالی بر فرصت‌های رشد تأثیر می‌گذارد؛ به عنوان مثال، سرمایه‌گذاری در رکود اقتصادی پایین است، زیرا فرصت‌های رشد کمتری در رکود وجود دارد و این پایین بودن سطح سرمایه‌گذاری لزوماً به دلیل محدودیت‌های مالی بیشتر نیست. فیشر^۵ (۲۰۱۴) نگر داشت سرمایه‌گذاران پس از یک رکود طولانی مدت را مشکل می‌داند. وی بیان می‌کند که اگر چه سرمایه‌گذاران مفهوم سیکل‌های تجاری را درک می‌کند اما معمولاً نسبت به بهبود شرایط در یک وضعیت رکودی خوشبین نیستند. بنابراین شناخت و بررسی سیکل‌های تجاری و تأثیری که بر تمایلات سرمایه‌گذاران دارد، می‌تواند فعالان بخش سرمایه را برای اتخاذ تصمیمات درست در شرایط رکود و رونق یاری کند. لذا در این مطالعه با توجه به نقش نفت در اقتصاد ایران و با در نظر گرفتن رابطه تمایلات سرمایه‌گذار با نوسانات قیمت نفت (در نهایت موجب نوسانات در درآمدهای نفتی ایران و سیکل تجاری در این بخش می‌شود) از سیکل تجاری نفت خام استفاده شده است.

سازماندهی مقاله به این ترتیب است که بعد از مقدمه حاضر، در بخش دوم به مبانی نظری تحقیق پرداخته می‌شود. بخش سوم به پیشینه تجربی تحقیق اختصاص دارد. بخش چهارم روش‌شناسی تحقیق، بخش پنجم متغیرها و مدل تحقیق و بخش ششم یافته‌های تحقیق است. در نهایت، بخش هفتم به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌پردازد.

۲- مبانی نظری

۲-۱- تمایلات سرمایه گذار^۶

بازار را می‌توان در دو حالت در نظر گرفت. ابتدا بازاری که در آن تمایلات و احساسات بر قیمت‌ها اثرگذار نیستند، حالت دوم حاکی از بازاری است که با قید محدودیت‌های موجود در همان بازار، وجود تمایلات و احساسات بلاشک و اثرگذاری بر قیمت‌ها نیز وجود دارد. در یک بازار باثبات، هیچ نقشی برای

نوسانات سیکل‌های تجاری ایجاد شده در اقتصاد سعی در شناخت و استفاده از آن در تصمیم‌گیری‌ها نمود. هرچه نوسانات اقتصادی و یا سیکل‌های تجاری شدیدتر باشد، بی‌ثباتی در اقتصاد بیشتر بوده و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصویر روشنی از آینده را پیش‌بینی نمایند.

دوره‌های رونق اقتصادی اغلب همزمان با دوره‌هایی است که قیمت نفت و به تبع آن درآمدهای نفتی، در مقایسه با دوره‌های قبل و بعد از آن، حداکثر بوده است. این امر گویای آن است که نفت در ایجاد رونق و رکود اقتصادی ایران نقش موثری داشته است (طیب‌نیا و قاسمی، ۱۳۸۵). از طرف دیگر برنز و میچل^۳ (۱۹۴۶) تعریفی علمی از ادوار تجاری به این صورت ارائه داده‌اند: ادوار تجاری نوعی نوسان‌های باقاعده و منظم در فعالیت‌های کلان اقتصادی کشورها است که بیشتر به وسیله بنگاه‌های تجاری سازمان دهی می‌شوند. یک چرخه، با یک دوره رونق اقتصادی که همزمان در فعالیت‌های متعدد اقتصادی رخ می‌دهد، شروع شده و به دوره رکود و انقباض منتهی می‌شود. این سلسله از تغییرات بارها و بارها تکرار می‌شوند ولی حالت منظم و دوره‌های ندارند (صیادزاده و دیکاله، ۱۳۸۷). صباحی و همکاران (۱۳۹۴) نیز بیان می‌کنند که این نوع نوسانات در فعالیت‌های عمده اقتصادی است که تنها مربوط به تولید ملی نمی‌شود، بلکه بعضی متغیرهای دیگر نظیر اشتغال، سطح قیمت‌ها و متغیرهای بازار مالی نیز با اهمیت تلقی می‌شوند. همچنین ادوار تجاری اختصاص به بخش‌های خاصی از اقتصاد یا تعدادی مشخص از متغیرها ندارد، بلکه، رونق و رکود در زمان واحد در بسیاری از فعالیت‌های اقتصادی به طور هم‌زمان مطرح می‌شود که این موضوع به خصوصیت هم حرکتی بر می‌گردد. بنابراین سیکل تجاری می‌تواند در بخش‌های دیگر نیز محاسبه شود؛ لذا با توجه به نقش مهم نفت در اقتصاد ایران در این مطالعه از مطابق با مطالعه صباحی و همکاران (۱۳۹۴) از سیکل تجاری نفت خام استفاده شده است.



این موضوع نشان می‌دهد که افراد در ناحیه زیان، ریسک‌پذیر و در ناحیه سود، ریسک‌گریز هستند؛ به عبارت دیگر، افراد هنگامی که با زیان مواجه می‌شوند، به منظور از بین بردن ناراحتی حاصل از زیان و به امید اینکه این ناراحتی به لذت تبدیل شود؛ حاضر به پذیرش ریسک بیشتری می‌شوند. بر این اساس، هنگامی که نتیجه عملیات یک شرکت زیان می‌باشد، انتظار می‌رود که بر ریسک‌پذیری مدیریت شرکت افزوده شود و در نتیجه شرکت در آینده عملکرد بهتری را از خود نشان دهد. بر این اساس، انتظار می‌رود که میانگین نرخ رشد سود و زیان سهام شرکت‌های زیان آور نسبت به شوک‌های سودآور در یک سال بعد بهتر شود (ستایش و همکاران، ۱۳۹۵).

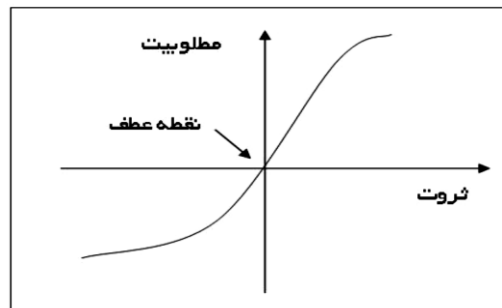
تمایلات سرمایه‌گذاران با توجه به مجموعه‌ای از رویدادهای بهم پیوسته تعیین می‌شود و با مشاهده میزان یک شاخص خاص در رابطه با خوش بینانه یا بدبینانه بودن تمایلات سرمایه‌گذاران نمی‌توان نظر داد، بلکه تصمیم‌گیری در رابطه با نوع تمایلات سرمایه‌گذاران نیاز به یک بررسی کلی دارد. نوع تمایلات سرمایه‌گذاران با توجه به الگوی خرید و فروش سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶). زمانی که تمایلات سرمایه‌گذار بدبینانه است، سرمایه‌گذار تمایل به حدس و گمان بدبینانه دارد که در نتیجه این گمان بدبینانه، ارزشیابی ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار سهام به کمتر از واقع انجام می‌شود که در نتیجه قیمت سهام به نسبت ارزش ذاتی سهام، کمتر خواهد شد.

در مقابل در صورتی که تمایلات سرمایه‌گذار خوش بینانه باشد، سرمایه‌گذار تمایل به حدس و گمان خوش بینانه دارد که ارزشیابی بیش از حد خوش بینانه ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار سهام رخ می‌دهد که باعث ارزش‌گذاری بیش از حد سهام نسبت به ارزش ذاتی آن می‌شود. واکنش بیش از اندازه و کمتر از اندازه زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن تعیین می‌کنند. اگرچه بازار پس از گذشت

تمایل سرمایه‌گذار بر قیمت‌ها، نباید وجود داشته باشد. حتی اگر تمایلات سرمایه‌گذار باعث این شود که قیمت‌های دارایی‌ها از ارزش اصلی‌شان منحرف شوند. چون آربیتراژها سریعاً این تفاوت را حذف خواهند کرد. در حالت بعدی وجود محدودیت‌هایی از قبیل هزینه‌های معامله است که از فعالیت‌های آربیتراژی جلوگیری می‌کند. تمایلات سرمایه‌گذاران، باور سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی مورد انتظار و یا نرخ بهره، که با اصول تجزیه و تحلیل بنیادی متضاد است (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶).

تعاریف مختلفی از تمایلات سرمایه‌گذار ارائه شده است. لی^۷ و همکاران (۱۹۹۱)، آن بخش از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در مورد دارایی‌ها که توسط اصول مقدماتی توجیه نمی‌شود را تمایلات سرمایه‌گذار می‌نامند. بیکر و همکاران (۲۰۰۴)، تمایلات سرمایه‌گذار را به عنوان ارزیابی غلط سرمایه‌گذار در مورد یک دارایی تعریف می‌کنند.

نظریه مطلوبیت مورد انتظار، یک مدل هنجاری از رفتار اقتصادی است که مبتنی بر رفتار بدیهی می‌باشد. برخی‌ها در تشریح رفتار افراد در عمل بر نظریه مطلوبیت مورد انتظار انتقاد وارد نموده‌اند. آنان نظریه چشم‌انداز را مقبول‌ترین و آزموده‌ترین جایگزین برای نظریه مطلوبیت مورد انتظار می‌دانند (دارابی و همکاران، ۱۳۹۵). در تئوری چشم‌انداز، تابع سود، یک تابع مقعر و تابع زیان، یک تابع محدب است.



نمودار (۱): تابع ارزش کانمن و تورسکی

عمومی و انقباضی در فعالیتهای اقتصادی همراه است که مجدداً پس از مدتی وارد مرحله دیگری از رونق و سیکل بعدی می‌شود. از لحاظ دوره تداوم زمانی، سیکل‌های تجاری یک سال تا ۱۰ و ۱۲ سال متغیر است که خود قابل تقسیم به سیکل‌های کوتاه‌تر با خصوصیات مشابه و نوسان‌های تقریباً مشابه می‌باشد (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۱). هر نوسان اقتصادی را نمی‌توان سیکل تجاری نامید. نوسانات اقتصادی ممکن است به صورت نوسان در عرضه یا تقاضا یا قیمت‌ها در یک بخش خاص از اقتصاد و یا در بخش‌های مختلف اقتصادی به وقوع بپیوندند بدون این که ضربه سنگینی به تمامی اقتصاد وارد شود. اما در یک دوره تجاری تمامی بخش‌های اقتصاد همزمان در حرکت به سوی بالا و پایین، تحت تاثیر قرار می‌گیرند (صیادزاده و همکاران، ۱۳۸۷).

عوامل تشکیل دهنده سیکل تجاری شامل عوامل درون‌زا و برون‌زا می‌باشد:

۱) عوامل برون‌زا: مانند تغییرات آب و هوایی؛ این متغیرها نتوانستند روشی را برای توضیح و تعیین سیکل‌های تجاری و تکرار مداوم آن‌ها ارائه دهند.

۲) عوامل درون‌زا: عوامل درون‌زا می‌توانند در قالب دو دسته از نظریه‌های عمده، یعنی نظریه‌های طرف تقاضا و طرف عرضه مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرند. از عوامل درون‌زا می‌توان به تولید، نقدینگی، مخارج دولتی، تورم، درآمد نفتی و نرخ ارز اشاره کرد (بهرامی و همکاران، ۱۳۹۱).

نقش نفت خام در سیکل تجاری با توجه به وابستگی بالای اقتصاد ایران به فروش نفت خام، بیشتر از دیگر بخش‌های اقتصاد است. لذا در این مطالعه با الگو گرفتن از مطالعات برقلت^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۷)، هسینو و احمدف^{۱۲} (۲۰۱۴) و همچنین مطالعه صباحی و همکاران (۱۳۹۴) سیکل تجاری نفت خام محاسبه شده است. تفاوت تولید ناخالص داخلی با نفت و تولید ناخالص داخلی بدون نفت مورد محاسبه قرار

زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل بر می‌گردد، با این وجود این رفتار، نوعی رفتار غیرعقلایی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی نسبت به عدم اطمینان درک شده توسط سرمایه‌گذاران باشد (چن و جیانگ،^۸ ۲۰۰۵).

تمایلات سرمایه‌گذار را می‌توان به دو صورت مستقیم (پیمایشی) و غیرمستقیم اندازه‌گیری کرد. ابتدا، تمایلات سرمایه‌گذار را می‌توان توسط نظر سنجی استنباط کرد که مستقیماً از افراد سؤالاتی را می‌پرسد مبنی بر اینکه در مورد شرایط بازار سهام، اقتصاد و یا شرایط فعلی، چه احساسی دارند و سپس براساس نظرسنجی‌های مربوط به موضوع اصلی به استخراج شاخص‌هایی برای تمایلات، اقدام می‌کند. به این شاخص‌های ایجاد شده، شاخص‌های تمایلات روشن، واضح، صریح و یا مستقیم اطلاق می‌گردد. و دلیل این نام‌گذاری بر می‌گردد به روش جمع‌آوری اطلاعات. از این گروه می‌توان به شاخص تمایلات مصرف‌کنندگان میشیگان^۹ (MCSI) اشاره کرد. در تقسیم‌بندی دیگر، تمایلات سرمایه‌گذار را می‌توان براساس متغیرهای بازار، اندازه‌گیری کرد. برای ایجاد این شاخص‌ها از الگوهای معامله، جابجایی قیمت‌ها و یا دیگر آمارهای بازار جهت استخراج نوع تمایلات سرمایه‌گذار استفاده می‌شود. به این شاخص ایجاد شده شاخص تمایلات ضمنی و یا غیرمستقیم اطلاق می‌گردد و دلیل این نام آن است که رفتارهای سرمایه‌گذاران بر آمارها تأثیر می‌گذارد. از این گروه نیز می‌توان به شاخص عدم تعادل در خرید و فروش، شاخص اطمینان بارن و شاخص تمایلات بازار سرمایه^{۱۰} (EMSI) و شاخص ترکیبی ارایه شده توسط باکر و ورگلر اشاره کرد.

۲-۲- سیکل تجاری نفت خام

یک سیکل تجاری شامل دوره‌ای از رونق است که تقریباً همزمان در بسیاری از فعالیتهای اقتصادی به وقوع می‌پیوندد، این رونق پس از مدتی با یک رکود

سرمایه‌گذاران مفهوم سیکل‌های تجاری را درک می‌کنند، اما زمانی که اقتصاد برای مدت زمان طولانی در رکود باشد، اغلب به دشواری قبول می‌کنند که بازار سهام در نهایت بهبود خواهد یافت. در چنین مواقعی باید به سرمایه‌گذاران یادآوری شود که یکی از بزرگترین ریسک‌های سرمایه‌گذاران در درازمدت با آن مواجه است زمانی است که سیکل ظاهر می‌شود، زیرا آنها زمانی که سهام در یک رکود شدید قرار دارد در معرض ریسک فروش سهام خود هستند (فیشر، ۲۰۱۴).

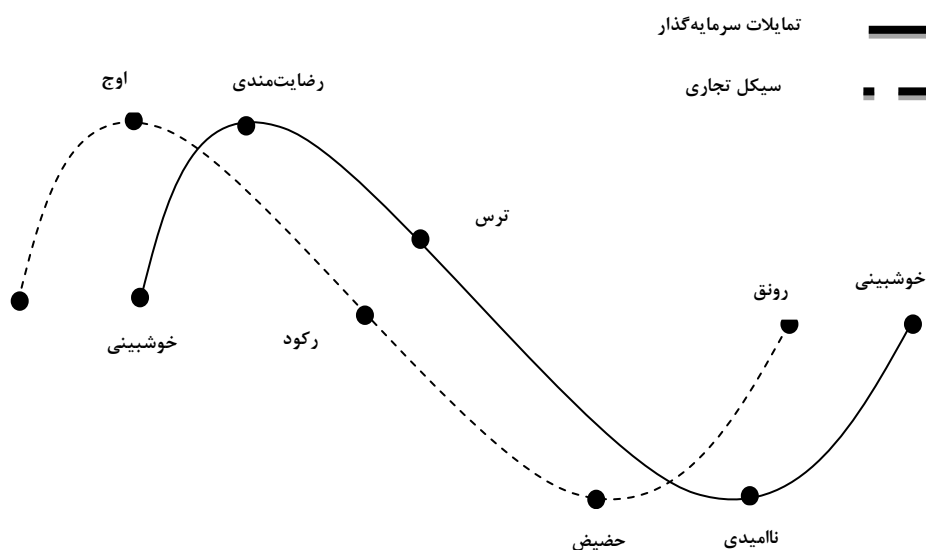
اغلب ترسناک‌ترین زمان‌های سرمایه‌گذاری، بهترین زمان برای سرمایه‌گذاری است. بوفیت^{۱۴} به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند که "بترسید وقتی که دیگران حریص هستند و حریص باشید وقتی دیگران می‌ترسند". با این حال، سرمایه‌گذاران اغلب تمایل به انجام این کار ندارند (بوفیت، ۲۰۰۸). در نمودار (۲) چگونگی رابطه تمایل سرمایه‌گذاران با سیکل‌های تجاری نشان داده شده است. نقاط مختلف منحنی تمایل سرمایه‌گذاران معمولاً به مراحل مختلف سیکل تجاری مربوط می‌شود.

گرفت که نتیجه آن ارزش افزوده بخش نفت خام است، سپس سیکل تجاری نفت خام بر اساس این ارزش افزوده برآورد شده است.

۲-۳- تمایلات سرمایه‌گذار و سیکل تجاری

اگر سرمایه‌گذاران براساس رویدادهای کوتاه‌مدت تصمیم به فروش سهام بگیرند، در بلندمدت سودی کسب نمی‌کنند. در واقع تضعیف قیمت‌ها می‌تواند فرصت‌های خریدی را نشان دهد که سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌تواند پتانسیل سود خوبی باشد. زمانی که نوسان قیمت یا افزایش نااطمینانی در مورد ارزش آتی دارایی‌ها رخ می‌دهد، فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاران به وجود می‌آید که پاداش مناسبی برای نگهداری دارایی‌ها و حتی خرید این دارایی‌ها نصیب آن‌ها می‌کند.

متأسفانه حتی ریسک‌های معقولی که سرمایه‌گذاران می‌دانند باید انجام دهند، اغلب از لحاظ روانی دشوار است. از این رو مشکل اصلی این است که مشتریانی که پس از یک رکود طولانی، عصبی و نگران هستند در بازار نگر داشته شوند. در حالیکه اکثر



نمودار (۲): تمایلات سرمایه‌گذار و سیکل تجاری

منبع: (فیشر، ۲۰۱۴).

سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده‌وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی و در نهایت بررسی مقایسه‌ای این عوامل پرداختند. به این منظور تعداد ۵۹۳ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه بطور تصادفی انتخاب و داده‌های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع‌آوری شده است. نتایج نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه‌گذاری تاثیرگذار هستند و میزان این تاثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد و رتبه-بندی این عوامل از نظر میزان تاثیرگذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۵- محافظه کاری، ۴- رفتار توده وار، ۳- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان‌گریزی.

کرمی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی رابطه میان برخی معیارهای کیفیت سود حسابداری و وضعیت کلی اقتصاد در بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ را مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه از معیارهای ضریب واکنش سود و پایداری سود برای نشان دادن کیفیت سود استفاده شده است. به دلیل وجود معیارهای متعدد برای اندازه‌گیری وضعیت کلی اقتصاد، در این مقاله چرخه‌های تجاری نماینده‌ای برای وضعیت کلی اقتصاد در نظر گرفته شده است. بر مبنای نتایج حاصل، مشاهده شد که وضعیت اقتصادی بر واکنش سرمایه‌گذاران به سود حسابداری تأثیر می‌گذارد؛ به گونه‌ای که این واکنش به سود، در دوره رکود نسبت به دوره رونق بیشتر است. همچنین وضعیت اقتصادی بر پایداری سود تأثیر می‌گذارد؛ به طوری که پایداری سود در دوره رونق نسبت به دوره رکود کمتر است.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲)، تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی را مورد بررسی

نمودار (۲) نشان می‌دهد که چگونه احساساتی مانند ترس، پشیمانی، خوش‌بینی و ناامیدی می‌تواند تاثیر مخربی بر میزان کلی سرمایه‌گذاری بازار مالی داشته باشد. به عنوان مثال، اگر کسی در نقطه اول نمودار سرمایه‌گذاری کرد، در حالی که در مورد بازار خوشبین بوده است، آیا می‌توان گفت سرمایه‌گذاری بیشتر در آن زمان، ایده خوبی است؟ پاسخ احتمالا خیر است. با این حال، براساس جریان صندوق‌های تاریخی همانطور که در نمودار نشان داده شده است، بسیاری از مردم اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌کنند. به همین ترتیب، ناامیدی در مورد عدم موفقیت اخیر، اغلب منجر به خروج سرمایه‌گذاران از بازار می‌شود، در حالی که در واقع بهترین فرصت سرمایه‌گذاری است منبع: (فیشر، ۲۰۱۴).

۳- پیشنهاد تحقیق

با توجه به اینکه مطالعات کمی در رابطه با موضوع تحقیق وجود دارد. در این بخش سعی شده است مهم-ترین و بروزترین مطالعات داخلی و خارجی مرتبط با تمایلات سرمایه‌گذار و سیکل تجاری مورد بررسی قرار بگیرد.

زلفی؛ وکیلی فرد و نیکومرام، (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای ابتدا به بررسی عملکرد سرمایه فکری بر ارزش آفرینی شرکت‌ها پرداختند و سپس واکنش سرمایه فکری، سرمایه مالی، ارزش و ارزش آفرینی در ادوار مختلف رونق و رکود تحلیل کردند. برای دستیابی به این هدف و آزمون فرضیه‌ها، تعداد ۴۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ از میان شرکت‌های دارویی، شیمیایی و پتروشیمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌است. نتایج پژوهش نشان دادند که سرمایه فکری بر ارزش آفرینی تاثیر مثبت دارد، اما سرمایه‌ها و ارزش شرکت‌های مذکور در نوسانات اقتصادی، حساسیت و واکنش متفاوتی نداشته و نهایتاً به پایداری سرمایه و ارزش در فرآیند چرخه تجاری منجر شد.

۱۳۸۹ پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معنی داری بین نوسانات قیمت نفت و بازدهی سهام وجود دارد. همچنین یک رابطه مثبت و معنی داری بین شاخص قیمت مصرف کننده و بازدهی سهام وجود دارد و بین نرخ بهره و بازدهی سهام نیز رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. در حالی که بین شاخص تولیدات صنعتی و بازدهی سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

دو^{۱۷} و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذار در بازارهای مالی و قیمت نفت پرداختند. نتایج نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذار به توضیح نوسانات قیمت نفت کمک می‌کند. همچنین نتایج نشان داد که قیمت نفت یک مورد اساسی در تعیین تمایلات سرمایه‌گذار است.

آنتونیس^{۱۸} و همکاران (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند که تمایلات، تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارد؛ به گونه‌ای که تأثیر احساسات یکشنبه‌ی سرمایه‌گذاران، در بازده سهام دوشنبه منعکس می‌شود. همچنین تأثیر تمایلات بر بازده سهام، معمولاً در هفته‌های بعد خود را نشان می‌دهد و تمایلات منفی باعث افزایش در حجم معاملات و تغییرات بازده سهام می‌شود.

۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات شبه تجربی و روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی است. به لحاظ هدف، این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است که نتایج حاصل از آن می‌تواند برای طیف گسترده‌ای، از جمله سرمایه‌گذاران، سهام‌داران، مدیریت بورس اوراق بهادار، تحلیلگران مالی، دولت و محققان مفید واقع گردد.

جامعه تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه این مطالعه با الگو گرفتن از مطالعه (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲) از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است؛

قرار دادند. بازده ماهانه هر پرتفوی براساس بازده ماهانه هر شرکت و با استفاده از رویکرد وزن برابر محاسبه شد و در آخر با اجرای روش رگرسیون چند متغیره به صورت سری زمانی بر روی مدل، ضرایب مربوطه تخمین زده شد. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد.

آقایی و مختاریان (۱۳۸۳) در مطالعه‌ای از رویکرد تحلیلی جهت بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هنگام خرید سهام استفاده کردند. نتایج به دست آمده، نشان می‌دهد که اکثریت سرمایه‌گذاران علاقه کمی به سفته بازی و معاملات پر ریسک دارند، در مورد تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معیارهای مالی، از قبیل تقسیم سود و سود هر سهم بسیار مربوط هستند. با این حال اهمیت آن‌ها کمتر از نوسانات قیمت و روند قیمت سهام در بورس است.

دیانگ^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به بررسی اثر مخرب نوسانات بین‌المللی نفت خام بر روی تمایلات سرمایه‌گذاران بازار سهام چین پرداختند. نتایج نشان داد که نوسانات بین‌المللی نفت خام علت گرنجری تمایلات سرمایه‌گذار در بازار سهام چین است و در بلندمدت اگر نوسانات قیمت نفت یک درصد افزایش یابد، تمایلات بازار سهام ۳/۹۴ درصد کاهش می‌یابد. از دیدگاه کوتاه‌مدت، اگر نوسانات قیمت نفت خام یک درصد افزایش یابد، تمایلات سرمایه‌گذار بازار سهام ۱/۰۲ درصد کاهش خواهد داشت. قیمت‌های نفت خام بین‌المللی سهم بیشتری را در تمایلات سرمایه‌گذار دارد و روند رشد سریعی را نشان می‌دهد، این رشد در اولین دوره ۲/۸۰ درصد و در دومین دوره ۸/۱۹ درصد بود. به طور متوسط ۸ ماه طول می‌کشد که نوسانات قیمت نفت خام بر روی تمایلات سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد.

فتوحی^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین نوسانات قیمت نفت و بازدهی سهام در ۱۰۷ شرکت بورسی تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۴-

توسط آرلانو و باند برای حل این مشکل پیشنهاد شده است (یاوری و اشرفزاده، ۱۳۸۴)

در روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)^{۲۴} برای رفع همبستگی متغیر وابسته با وقفه و جمله خطا، وقفه متغیرها به عنوان ابزار در تخمین زن GMM دو مرحله‌ای به کار می‌رود. همچنین از آن جایی که سازگاری تخمین زننده‌ی GMM بستگی به معتبر بودن ابزارهای بکار رفته دارد لذا برای آزمون این موضوع از آماره‌ی پیشنهاد شده توسط آرلانو و بوند، بلندل و بوند^{۲۵} و آرلانو و باور^{۲۶} استفاده می‌کنیم. این آزمون که سارگان^{۲۷} نام دارد اعتبار کل ابزارهای به کار رفته را می‌سنجد. در این آزمون فرضیه‌ی صفر حاکی از عدم همبستگی ابزارها با اجزاء اخلال می‌باشد (مهرآرا و رضایی، ۱۳۸۹).

۵- متغیرهای و مدل تحقیق

(۱) اندازه‌گیری سیکل تجاری نفت خام طی دوره مورد بررسی (رونق و رکود): سیکل تجاری بیان و توضیح تغییر در فعالیت‌های اقتصادی و بازرگانی در طول زمان است. در این پژوهش به اندازه‌گیری سیکل تجاری نفت خام که دوره‌هایی از نوسانات چرخه‌ای به طرف بالا و پایین حول یک روند را بیان می‌دارد، پرداخته می‌شود. هدف اصلی اقتصاددانان کلان، کل فعالیت‌های اقتصادی یا به عبارتی تولید کل در اقتصاد است که معمولاً با تولید ناخالص داخلی حقیقی (لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی) اندازه‌گیری می‌شود، اما با ترسیم سری‌های زمانی تولید ناخالص داخلی حقیقی، می‌توان مشاهده کرد که نه تنها تولید ناخالص داخلی طی زمان نوسان می‌کند، بلکه دارای یک روند رشد بلندمدت نیز می‌باشد که به طور متوسط جهت حرکتی رو به بالا دارد. لذا برای مطالعه سیکل‌های تجاری بایستی داده‌ها از این روند بلندمدت جدا شوند. روشی که برای این کار استفاده می‌شود فیلترینگ نام دارد (طیبنیا و قاسمی، ۱۳۸۹). برای محاسبه سیکل تجاری نفت خام، از نرم‌افزار Eviews 10 و فیلتر هادریک-پراسکات (HP) استفاده شده

بنابراین ۴ معیار زیر برای انتخاب نمونه مورد توجه قرار گرفته است:

- (۱) اطلاعات مربوط به شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۴ - ۱۳۸۵ در اختیار باشد؛
- (۲) شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ تغییر داده باشند؛
- (۳) کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی بطور کامل و پیوسته طی سالهای ۱۳۹۴ - ۱۳۸۵ در اختیار باشد؛
- (۴) شرکت در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشد..

با توجه به در نظر گرفتن معیارهای فوق، از میان ۴۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۲۶۴ شرکت حذف شده‌اند و از بین تعداد ۲۲۶ شرکت باقیمانده، همه آن‌ها به عنوان نمونه مورد مطالعه قرار گرفته‌اند.

۴-۱- روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)^{۲۹}

هنگامی که در مدل داده‌های ترکیبی، متغیر وابسته به صورت وقفه در طرف راست ظاهر شود دیگر برآوردهای OLS مناسب نمی‌باشد (هشیائو^{۲۰}، آرلانو و بوند^{۲۱} و بالتاجی، ۱۹۹۵). یکی از منابع و کاربردهای داده‌های ترکیبی درک بهتر پویایی‌ها توسط محقق است. روابط پویا با حضور متغیرهای وابسته وقفه‌دار در میان متغیرهای توضیحی مدل‌سازی می‌شود.

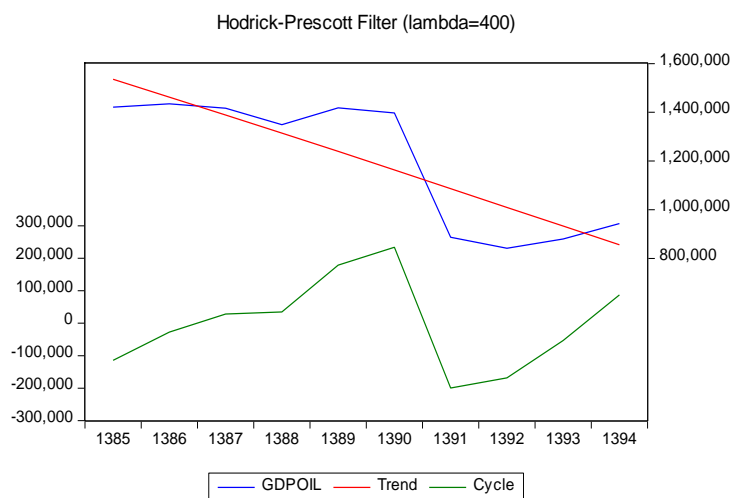
با توجه به ماهیت مدل در این تحقیق که متغیر با وقفه در سمت راست معادله وجود دارد به منظور تخمین معادله از مدل ترکیبی پویا استفاده می‌کنیم. بنابراین، باید به روش‌های برآورد دو مرحله‌ای 2SLS اندرسون و هشیائو^{۲۲} (۱۹۸۱) یا GMM آرلانو و باند (۱۹۹۲) متوسل شد. به گفته‌ی ماتیس و سوستر^{۲۳} 2SLS ممکن است به دلیل مشکل در انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب بدست دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنی‌دار نباشند. بنابراین روش GMM

روش انتخاب دقیق مقدار λ است؛ زیرا با انتخاب نادرست آن، مقدار چرخه‌های تجاری به درستی محاسبه نخواهد شد. بر اساس مطالعه هادیان و هاشم پور (۱۳۸۲)، با عنوان "شناسایی سیکل‌های تجاری در اقتصاد ایران" مقدار λ با توجه به طول سیکل‌های تجاری در گذشته 400 در نظر گرفته شده است. بنابراین به پیروی از آنها، در این پژوهش نیز عدد λ در نرم افزار Eviews عدد 400 در نظر گرفته شده است. هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص نفت خام از مقدار روند بزرگتر باشد، دوره رونق و هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص نفت خام از مقدار روند کمتر باشد، دوره رکود می‌باشد. نمودار (۲) سیکل تجاری نفت خام را در دوره مورد بررسی نشان می‌دهد.

است. در این روش فرض بر آن است که تولید ناخالص نفت خام از سه جزء روند بلندمدت، نوسان-های چرخ‌های و حرکات نامنظم تشکیل شده است. فیلتر هادریک - پرسکات در دو مرحله این اجزا را از یکدیگر جدا می‌کند. در مرحله اول، از این فیلتر برای استخراج روند بلندمدت استفاده می‌شود و در مرحله دوم، جزء سیکلی باقیمانده از حاصل استخراج می‌شود. با استفاده از روش تخمین آماری هادریک - پرسکات، جزء روند از رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$\text{Min} \left\{ \sum_{t=1}^n (Y_t - T_t)^2 + \lambda \sum_{t=1}^n [(T_t - T_{t-1}) - (T_{t-1} - T_{t-2})]^2 \right\}$$

پارامتر خطی λ فرایند یکنواخت‌سازی جزء روند را کنترل می‌کند؛ به طوری که با افزایش ضریب خطی، سری مورد مطالعه یکنواخت‌تر می‌شود. مشکل این



نمودار (۲): سیکل تجاری نفت خام

تقاضا افزایش و با رکود اقتصادی تقاضا کاهش می‌یابد. در مقابل صنایع غیر چرخه‌ای با تقاضای پایدار مواجه هستند و عموماً تغییر شرایط اقتصادی تاثیری بر تقاضای محصولات آنها ندارد (پورحیدری و عالی‌پور، ۱۳۹۰). در این تحقیق برای تعیین صنایع چرخه‌ای و غیر چرخه‌ای از طبقه‌بندی فاما و فرنچ^{۲۸} (۱۹۸۹) استفاده شده است. فاما و فرنچ صنایع غذایی، صنایع

با توجه به نمودار (۲) سیکل تجاری نفت خام در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ دوران رکود را طی کرده است و در دیگر سال‌های مورد مطالعه رونق داشته است.

(۲) چرخه‌ای یا غیر چرخه‌ای بودن شرکت‌ها: صنایع چرخه‌ای صنایعی هستند که با تقاضای متغیری برای محصولات خود مواجه هستند و با رونق اقتصادی

مطالعه دیانگ و همکاران (۲۰۱۷) به صورت رابطه (۶) است.

(۶)

$$\text{SENTIMENT} = f(\text{BOOM}, \text{CYCLE}, \text{SIZE}, \text{RISK}, \text{STRUCTURE}, \text{PERFORMANCE}, \text{GROWTH}, \text{DIV})$$

در جدول (۱) متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها توضیح داده شده است.

جدول (۱): تعریف متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	تعریف
تمایلات سرمایه گذار	SENTIMENT	از شاخص EMSI استفاده شده است
چرخه‌های یا غیر چرخه‌های بودن شرکت‌ها	BOOM	شرکت‌های چرخه‌های عدد یک و شرکت‌های غیر چرخه‌های عدد صفر
سیکل تجاری نفت خام	CYCLE	برای دوره رونق عدد یک و برای دوره رکود عدد صفر
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی دارایی‌ها
ریسک سیستماتیک	RISK	شاخص β
ساختار مالکیت	STRUCTURE	برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی دارند عدد یک و برای شرکت‌هایی با مالکیت خصوصی عدد صفر
عملکرد شرکت	PERFORMANCE	از نسبت ROE استفاده خواهد شد.
رشد سود خالص شرکت	GROWTH	سود خالص امسال منهای سود خالص سال پیش تقسیم بر سود خالص سال پیش
تقسیم سود	DIV	شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند عدد یک و شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند صفر قرار داده شده است.

(۷) داده‌های اقتصادی (تولید ناخالص داخلی با نفت و بدون نفت) از طریق سایت بانک مرکزی ایران

دارویی، خدمات مالی، صنایع خدمات عمومی (شرکت-های آب، برق، تلفن و گاز) را به عنوان صنایع غیر چرخه‌ای و سایر صنایع را به عنوان صنایع چرخه‌ای طبقه‌بندی کرده است.

(۳) تمایلات سرمایه‌گذار: در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذار (SENTIMENT) از شاخص تمایلات بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. شاخص (EMSI) توسط جونز^{۲۹} (۲۰۰۵) و با تعدیل ارائه شده توسط پرساود^{۳۰} (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین تمایلات سرمایه‌گذار با استفاده از رابطه (۴) محاسبه شده است.

$$SENT = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100 \quad (4)$$

که در آن :

R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t
 R_{iv} : رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه t برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شد.
 \bar{R}_r : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی.
 \bar{R}_v : میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی

(۵) ریسک سیستماتیک: برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک از مدل بازار به صورت زیر استفاده شده است:

$$\beta_i = \frac{Cov[R_i, R_m]}{Var[R_m]} \quad (5)$$

R_i : بازده سهام شرکت

R_m : بازده بازار

(۶) برازش مدل آماری براساس داده‌های استخراج شده: مدل مورد استفاده در این تحقیق با الگو گرفتن از

نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۲/۱۶ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها، ساختار مالکیت دارای کمترین و متغیر تمایلات سرمایه‌گذار بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند. که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند.

۶-۲- تحلیل رگرسیون

در روش پانل دیتا برای اینکه تعیین شود که تخمین مدل از روش داده‌های تلفیقی یا داده‌های تابلویی صورت می‌گیرد، از آزمون چاو^{۳۱} استفاده می‌شود. این آزمون در قالب آماره‌ی F محاسبه می‌شود.

استخراج شده است. داده‌های متغیرهای چرخه‌ای یا غیر چرخه‌ای بودن شرکت‌ها، تمایلات سرمایه‌گذار، ریسک شرکت، عملکرد شرکت و تقسیم از سایت رسمی و کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و ساختار مالکیت از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی و سرمایه جمع‌آوری شده است. داده‌های متغیرهای اندازه شرکت و رشد سود خالص شرکت نیز از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه استخراج شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز به کمک نرم‌افزار 10 Eviews انجام شده است.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آماره‌های توصیفی

آماره‌های توصیفی تحقیق که شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را بیان می‌کنند در جدول (۲) ارائه شده است.

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر تمایلات سرمایه‌گذار برابر با ۲/۴۸ می‌باشد که

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
تمایلات سرمایه‌گذار	۲/۴۹	۲/۱۷	۱۱/۲۹	-۱/۷۸	۱/۶۷
چرخه‌ای یا غیر چرخه‌ای بودن شرکت‌ها	۰/۸۱	۱	۱	۰	۰/۳۹
سیکل تجاری نفت خام	۰/۶۶	۱	۱	۰	۰/۴۷
اندازه شرکت	۶/۰۷	۵/۹۴	۹/۲۵	۴/۲۹	۰/۷۶
ریسک سیستماتیک	۰/۶۰	۰/۴۳	۳/۷۷	-۲/۱۰	۱/۹۲
ساختار مالکیت	۰/۰۹	۰	۱	۰	۰/۲۹
عملکرد شرکت	۰/۲۸	۰/۲۸	۸/۵۷	-۷/۳۹	۰/۵۸
رشد سود خالص شرکت	۰/۱۴	۰/۰۴	۴/۳۱	-۲/۱۷	۰/۸۳
تقسیم سود	۰/۸۱	۱	۱	۰	۰/۳۸

منبع: یافته‌های تحقیق

۹۰ درصد دارد. با توجه به تعریف این متغیر (شرکت-های چرخه‌ای عدد یک و شرکت‌های غیر چرخه‌ای عدد صفر) می‌توان گفت تمایلات سرمایه‌گذار برای شرکت‌های غیر چرخه‌ای که با تقاضای پایداری مواجه هستند و تغییر شرایط اقتصادی بر تقاضای محصولات آن‌ها تاثیری ندارد، بیشتر از شرکت‌های چرخه‌ای است که معمولاً با رونق اقتصادی تقاضای آن‌ها افزایش و و با رکود تقاضایشان کاهش می‌یابد، این نتیجه مطابق با مطالعه پورحیدری و عالی‌پور (۱۳۹۰) است.

متغیر اندازه شرکت تاثیر معنی‌داری با تمایلات سرمایه‌گذار ندارد. اما متغیر ساختار مالکیت تاثیر منفی و معنی‌داری بر تمایلات سرمایه‌گذار در دوره مورد بررسی دارد. با توجه به تعریف متغیر ساختار مالکیت (برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی دارند عدد یک و برای شرکت‌هایی با مالکیت خصوصی عدد صفر) منفی بودن ضریب این متغیر نشان می‌دهد که دولتی بودن شرکت‌ها تاثیر منفی بر تمایلات سرمایه‌گذار دارد. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) نیز در مطالعه‌ای رابطه ساختار مالکیت و تمایلات سرمایه‌گذار را معنی‌دار تشخیص دادند.

متغیر ریسک نیز تاثیر منفی و معنی‌داری بر تمایلات سرمایه‌گذار دارد؛ یعنی با افزایش ریسک سیستماتیک، تمایلات سرمایه‌گذار کاهش می‌یابد. ضریب این متغیر برابر ۰/۲۲ است؛ بدین معنی که اگر ریسک شرکت یک واحد افزایش یابد، تمایلات سرمایه‌گذار ۰/۲۲ واحد افزایش می‌یابد. این نتیجه توسط مطالعه میدانی ساداتی و همکاران (۱۳۹۶) نیز تایید شده است.

متغیرهای عملکرد شرکت و رشد خالص سود شرکت تاثیر معنی‌داری بر تمایلات سرمایه‌گذار در دوره مورد بررسی نداشته‌اند.

متغیر تقسیم سود نیز رابطه منفی و معنی‌داری با تمایلات سرمایه‌گذار دارد. با توجه به اینکه در متغیر تقسیم سود، شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند عدد یک و شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند صفر قرار داده شده است، می‌توان گفت تمایلات سرمایه‌گذار

جدول (۳): آزمون چاو

آزمون	آماره F	احتمال	نتیجه
چاو	۲۰/۵۲	۰/۰۰۰	رد H_0

منبع: یافته‌های تحقیق

نتیجه آزمون F نشان می‌دهد که در سطح معنی‌داری ۵ درصد فرضیه صفر مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد می‌شود. بنابراین داده‌ها در این مطالعه به صورت پانل مورد بررسی قرار می‌گیرند.

نتایج برآورد مدل در جدول (۴) به روش GMM برآورد شده است.

جدول (۴): نتایج برآورد مدل

متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال (Prob)
SENTIMENT (-1)	۰/۶۰	۶/۹۲	۰/۰۰۰
BOOM	-۰/۱۹	-۱/۷۷	۰/۰۷۷
SIZE	-۰/۳۳	-۱/۲۱	۰/۲۲۳
STRUCTURE	-۰/۲۹	-۳/۳۵	۰/۰۰۰
RISK	-۰/۲۲	-۳/۳۷	۰/۰۰۰
PERFORMANCE	-۰/۲۷	-۱/۰۸	۰/۲۹۷
GROWTH	-۰/۱۱	-۱/۰۶	۰/۲۸۷
DIV	-۰/۳۹	-۲/۷۸	۰/۰۰۵
CYCLE	۰/۷۶	۱/۸۳	۰/۰۶۷

منبع: نتایج تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۴) متغیر وقفه اول تمایلات سرمایه‌گذار تاثیر مثبت و معنی‌داری بر تمایلات سرمایه‌گذار دارد؛ ضریب این متغیر ۰/۶۰ است و نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تمایلات سرمایه‌گذار در سال قبل موجب افزایش تمایلات سرمایه‌گذار در سال جاری به اندازه ۰/۶ واحد می‌شود. بنابراین می‌توان گفت شرکت‌هایی که برای سرمایه‌گذاران جذاب هستند، در سال بعد هم این جذابیت حفظ می‌شود و همچنان سرمایه‌گذاران تمایل به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را دارند.

متغیر چرخه‌ای یا غیر چرخه‌ای بودن رابطه منفی و معنی‌داری با تمایلات سرمایه‌گذار در سطح اطمینان

خود همبستگی از درجه دوم وجود ندارد. لذا نتایج مدل قابل اعتماد هستند.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

با افزایش روزافزون حضور شرکت‌های مختلف در بازار سهام، سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. بنابراین بررسی عوامل درونی شرکت‌ها و همچنین وضعیت کلان اقتصادی مخصوصاً متغیرهای تاثیرگذاری مانند نفت خام که تا حدود زیادی رونق و رکود اقتصادی در ایران به آن وابسته است، می‌تواند سرمایه‌گذاران را در اتخاذ تصمیمات درست یاری کند. بنابراین در این مطالعه تاثیر سیکل تجاری نفت خام ایران به همراه دیگر متغیرهای مهم بر روی تمایلات سرمایه‌گذار در دوره ۱۳۹۴-۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. ابتدا با استفاده از فیلتر هادریک - پرسکات، سیکل تجاری نفت خام محاسبه شد و سپس با استفاده از روش GMM تاثیر آن بر تمایلات سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد زمانی که سیکل تجاری نفت خام دوره رونق را نشان می‌دهد، تمایلات سرمایه‌گذار بیشتر از زمانی است که سیکل تجاری نفت خام دوره روکود را نشان می‌دهد؛ یعنی رونق تجاری نفت خام منجر به افزایش تمایلات سرمایه‌گذار می‌شود. این نتیجه مطابق با نظریه فیشر (۲۰۱۴) و مطالعه دیانگ و همکاران (۲۰۱۷) است. بنابراین طبق نظریه فیشر (۲۰۱۴) سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در ایران نیز در دوره رونق در مورد بازار خوشبین هستند، اما این شرایط وضعیت مناسبی برای سرمایه‌گذاری بیشتر ندارد اما بسیاری از مردم در این شرایط تصمیم به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌گیرند. در صورتی که در شرایط رکودی که بازار ظرفیت سرمایه‌گذاری بیشتری دارد و در آینده موجب افزایش ارزش سهام می‌شود سرمایه‌گذاران از بازار می‌شوند. لذا پیشنهاد می‌شود که فعالین بازار سرمایه در رابطه با تصمیم به سرمایه‌گذاری حتماً سیکل‌های تجاری و

برای شرکت‌هایی که تقسیم سود داشته‌اند کمتر از تمایلات سرمایه‌گذار برای شرکت‌هایی است که تقسیم سود نداشته‌اند. این نتیجه مطابق با مطالعه دیانگ و همکاران (۲۰۱۷) است.

متغیر سیکل تجاری نفت خام نیز رابطه مثبت و معنی‌داری با تمایلات سرمایه‌گذار دارد. از آنجا که متغیر سیکل تجاری شامل عدد یک برای دوره رونق و عدد صفر برای دوره رکود است، می‌توان گفت که تمایلات سرمایه‌گذار در دوره رونق بیشتر از تمایلات سرمایه‌گذار در دوره رکود بوده است. یعنی با افزایش رونق اقتصادی سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند. این نتیجه مطابق با مطالعات فیشر (۲۰۱۴) و دیانگ و همکاران (۲۰۱۷) است.

برای اطمینان از نتایج مدلی که از روش GMM برآورد شده است باید آزمون‌های تشخیص شامل آزمون سارگان برای معتبر بودن ابزارها و آزمون آرلانو و باند برای انتخاب درجه خودهمبستگی، انجام شود. نتایج آزمون‌های تشخیص مدل نیز در جدول (۵) آورده شده است:

جدول (۵): آزمون‌های آماری

احتمال	آماره	آزمون
۰/۲۲۵	۳۴/۳۷	Sargan Test
۰/۰۰۰	-۳/۹۹	Arellano-Bond Test for AR(1)
۰/۷۳۳	۰/۳۴	Arellano-Bond Test for AR(2)

منبع: نتایج تحقیق

نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که مدل برآوردی از نظر شاخص‌های آماری در وضعیت مناسبی قرار دارد. فرضیه صفر آزمون سارگان را نمی‌توان رد کرد و از این رو می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در مدل برآوردی معتبر هستند زیرا فرض صفر آزمون سارگان بر معتبر بودن ابزارها دلالت دارد. همچنین فرضیه صفر یعنی عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول را می‌شود، اما فرض صفر عدم وجود خودهمبستگی درجه دوم رد نمی‌شود؛ به عبارتی در مدل برآوردی

- پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۸)، صفحات ۱۶-۱.
- * تهرانی، رضا و عسگر نوربخش (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه گذاری، انتشارات نگاه دانش.
- * حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و مریم محرابی (۱۳۹۲). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره هفدهم، صفحات ۱۳-۱.
- * دارابی، رویا؛ چناری بوکت، حسن؛ ولی خانی، محمد جعفر (۱۳۹۵)، ابعاد و رویکردهای نظریه نظریه مالی رفتاری. مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۷، صص ۹۵-۸۷.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید (۱۳۹۱). مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی - سازمان چاپ و انتشارات - تهران.
- * زلفی، سوسن؛ وکیلی فرد، حمیدرضا، نیکومرام، هاشم (۱۳۹۵)، بررسی واکنش سرمایه و ارزش در فرآیند نوسانات اقتصادی. دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت، دانشگاه لوتران کالیفرنیا، شهرداری رشت.
- * ستایس، محمد حسین و شمس الدینی، کاظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هشتم، شماره اول، صفحات ۱۲۵-۱۰۳.
- * سیف الهی، راضیه، کردلوئی، حمیدرضا، دشتی، نادر. (۱۳۹۴). بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی. دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۵)، ۳۳-۵۲.
- * صباحی، احمد؛ چشمی، علی؛ عباسی سرمزده، ریحانه (۱۳۹۴)، سیکل‌های تجاری قیمت نفت

مخصوصا سیکل تجاری نفت خام که معمولا بعد از تغییر قیمت نفت رخ می‌دهد را به خوبی شناسایی کرده و سرمایه‌گذاران را از تصمیمات شتابزده برای خروج از بازار در دوره رکود و همچنین سرمایه‌گذاری بیشتر در دوره رونق منع کنند. از طرف دیگر بنابراین به سیاستگذاران کلان اقتصادی پیشنهاد می‌شود که با کنترل درآمدهای نفتی مانع از نوسانات زیاد این درآمدها در تولید ناخالص داخلی ایران شوند زیرا موجب سیکل تجاری در اقتصاد ایران می‌شوند و ثبات موجود در سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی را کاهش می‌دهند.

فهرست منابع

- * ابریشمی، حمید، مهرآرا، محسن و تمدن نژاد، علیرضا (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی تجارت خارجی و رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه: روش گشتاورهای تعمیم یافته. مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، صص ۶۲-۴۴.
- * ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید؛ صفری، ولی (۱۳۸۶)، نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار اصفهان)، بررسی‌های حسابرسی، شماره ۱۴، سال ۴۸، صص ۲۲-۳.
- * آقای، محمد علی؛ مختاریان، امید (۱۳۸۳)، بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، صص ۲۵-۳.
- * بهرامی، جاوید؛ محمدی، احمد و رضا طالبلو (۱۳۹۱). تجزیه و تحلیل سیکل‌های تجاری ایران با استفاده از تحلیل موجک. فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی (رویکرد اسلامی - ایرانی)، سال دوازدهم، شماره ۴۴، صفحات ۴۵-۲۵.
- * پورحیدری، امید و عالی پور، داریوش (۱۳۹۰). بررسی ارتباط بین داده‌های حسابداری با چرخه‌های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران. مجله

- اقتصاد و حسابداری و علوم انسانی، شیراز، دانشگاه علمی کاربردی شوشتر.
- * هادیان، ابراهیم و هاشمپور، محمد رضا (۱۳۸۲). شناسایی چرخه های تجاری در اقتصاد ایران. فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، شماره ۱۵، صفحات ۹۳-۱۲۰.
- * یاوری، کاظم؛ اشرفزاده، سیدحمیدرضا (۱۳۸۴). یکپارچگی اقتصادی کشورهای در حال توسعه؛ کاربرد مدل جاذبه با داده‌های تلفیقی به روش GMM و همگرایی. پژوهشنامه بازرگانی، دوره ۹، شماره ۳۶، صص ۱-۲۸.
- * Antonios, S., Evangelos, V., & Patrick, V. (2014). Facebook's daily sentiment and international stock markets. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107(B), 730-743.
- * Arrelano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification in panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics and Statistics* 58: 277-297.
- * Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61: 1645-1680.
- * Baker, M., J. Stein, and J. Wurgler. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Quarterly Journal of Economics* 118: 969-1005.
- * Bergholt, D., Larsen, V. H., & Seneca, M. (2017). Business cycles in an oil economy. *Journal of International Money and Finance*.
- * Bernanke, Ben., Gertler, Mark., and Simon. Gilchrist, 1996. The financial accelerator and the flight to quality, *Review of Economics & Statistics* 78, 1-15.
- * Buffett, Warren E. 2008. "Buy American. I Am." *New York Times*, October 17, A33.
- * Chen, Q. and Jiang, W. (2005). "Analysts' Weighting of Private and Public Information", *Journal of accounting and Economics*.
- * Ding, Z., Liu, Z., Zhang, Y., & Long, R. (2017). The contagion effect of international crude oil price fluctuations on Chinese stock market investor sentiment. *Applied Energy*, 187, 27-36.
- خام، اولین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت حسابداری، علوم اجتماعی، مشهد، انجمن مدیریت ایران، گروه پژوهشی اترک دانش.
- * صیادزاده، علی و دیکاله، آلن جمال (۱۳۸۷). بررسی ویژگی های ادوار تجاری در اقتصاد ایران در دوره ۱۳۳۸-۱۳۸۵. فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی سال شانزدهم، شماره ۴۶، صفحات ۶۳-۸۲.
- * طیب‌نیا، علی؛ قاسمی، فاطمه. (۱۳۸۹). اندازه‌گیری چرخه‌های تجاری در ایران. مجله تحقیقات اقتصادی دانشگاه تهران، شماره ۳، دوره ۴۵، پاییز ۱۳۸۹، ۱-۲۴.
- * کرمی، غلامرضا و افتخاری، وحید (۱۳۹۲). بررسی برخی معیارهای کیفیت سود حسابداری در چرخه های تجاری، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۴، صفحات ۱۱۲-۹۳.
- * گلستانی، شهرام؛ جوقینی، عباس و محمود خراسانی (۱۳۹۱). بررسی همزمانی سیکلهای تجاری اعضای اوپک با درآمدهای نفتی. فصلنامه علمی های رشد و پژوهش توسعه اقتصادی، سال دوم، شماره ۸، صفحات ۶۸-۵۱.
- * مصلح شیرازی، علی نقی، نمازی، محمد علی و احمد رجبی (۱۳۹۲). تئوری چشم انداز ومدلسازی الگوی تصمیم گیری مدیران در بخش صنعت. مجله چشم انداز مدیریت صنعتی، شماره ۱۰، صفحات ۳۳-۹.
- * مهرآرا، محسن؛ رضایی، عباسعلی (۱۳۸۹). کیفیت نهادها و آثار آزادسازی تجاری در کشورهای در حال توسعه منتخب. پژوهشنامه بازرگانی، دوره ۱۴، شماره ۵۶، صص ۱-۳۲.
- * میدانی ساداتی، مهسا؛ حمید قارزی و جواد معصومی، ۱۳۹۶، رابطه ی بین تمایلات سرمایه گذار و ریسک سقوط قیمت سهام، اولین کنفرانس ملی پژوهش های نوین ایران و جهان در مدیریت،

یادداشت ها

¹ Baker and Wurgler

² Khanman and Teverasky

³ Borns and Mitchell

⁴ Bernanke

⁵ Fisher

⁶ Investor Sentiment

⁷ Lee

⁸ Chen and Jiang

⁹ Michigan Consumer Sentiment Index

¹⁰ Equity Market Sentiment Index

¹¹ Bergholt

¹² Huseynov and Ahmadov

¹³ Fisher

¹⁴ Buffett

¹⁵ Ding

¹⁶ Fotohi

¹⁷ Du

¹⁸ Antonios

¹⁹ . Genera lized Method of Moments

²⁰ . Hsiao

²¹ . Arrelano & Bond

²² . Anderson & Hsiao

²³ . Matyas & Sevestre

²⁴ . Genera lized Method of Moments

²⁵ . Blundell & Bond

²⁶ . Arellano & Bover

²⁷ . Sargan

²⁸ Fama and French

²⁹ Jones

³⁰ Persaud

³¹ Chow Test

- * Du, D., Gunderson, R. J., & Zhao, X. (2016). Investor sentiment and oil prices. *Journal of Asset Management*, 17(2), 73-88.
- * Fama E. F. and French, R., (1989), "Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol25, pp. 25-49.
- * Fisher, G. (2014). Advising the Behavioral Investor: Lessons from the real World. *Investor Behavior—The Psychology of Financial Planning and Investing*, 265-283.
- * Fotohi, F., Yaghobi, M., Ghorbani, B. (2017). The relationship between oil price volatility and stock return in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Scinzer Journal of Humanities*, Vol 3, Issue 2, (2017): 78-82.
- * Huseynov, S., & Ahmadov, V. (2014). Business cycles in oil exporting countries: A declining role for oil? (No. 03/2014). Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper.
- * Jones, Anne Leah & Bandopadhyaya Arindam ,(2005) "Measuring Investor Sentiment in Equity Markets" *Financial Services Forum Publications*, Working Paper 1007,paper 6.
- * Kahneman, D., & Tversky A. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under ris. *Econometrica*, 47, 263-291.
- * Lee C, Shleifer A, Thaler R. 1991. Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 46: pp.75 -109.
- * Persaud, A., (1996). "Investors' Changing Appetite for Risk". J.P. Morgan Securities Ltd., Global FX Research