



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۴ / شماره ۱ (پیاپی ۵۳) / بهار ۱۴۰۴
صفحه ۶۹ تا ۸۸

ترجیحات سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی در ایران

صمد ایازی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران.
ayazi@aliabadiu.ac.ir

منصور گرکز

دانشیار، گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران. "نویسنده مسئول"
m_garkaz@yahoo.com

پرویز سعیدی

دانشیار، گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران
Dr.parvizaeeedi@yahoo.com

علیرضا معطوفی

استادیار، گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران
alirezamaetoofi@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۲۹

چکیده

هدف مقاله حاضر بررسی تاثیر ویژگی های شرکت های فعال در ایران بر ترجیحات سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی است. پژوهش حاضر برای اولین بار ترجیحات سرمایه‌گذاران را در سیکل تجاری نفت و گاز مورد بررسی قرار می‌دهد و از تباطو بین بازار سرمایه و تجارت فرآورده های کلیدی اقتصاد کشور را مورد بررسی قرار می‌دهد. داده های مربوط به سیکل تجاری از سایت مرکز آمار و داده های مربوط به سرمایه‌گذاری، از یادداشتهای توضیحی صورتهای مالی ۲۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. نتایج بیانگر آن است که الگوی رفتاری ترجیحات سرمایه‌گذاران در صنایع مختلف بین سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی تفاوت حایز اهمیتی دارد و اینکه سرمایه‌گذاران نهادی از درصد تغییرات سرمایه‌گذاری کمتری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی برخوردار می‌باشند. همچنین یافته ها نشان می‌دهد که ویژگی های صنایع فعال در ایران، ترجیحات رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی را در سیکل تجاری تحت تاثیر قرار داده است. سیکل تجاری در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ دوران رکود و در دیگر سال‌ها دوران رونق را تجربه کرده و سال ۱۳۹۰ نقطه اوج و سال ۱۳۹۱ نقطه حسیض است.

واژه‌های کلیدی: سیکل تجاری، ترجیحات سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران انفرادی.

۱- مقدمه

یکی از متغیرهای اساسی در نوسانات کشورهای نفت خیز، بخش نفت است. نفت به عنوان خون صنعت شناخته شده و به عنوان مواد اولیه صنایع مادر، نقش بدون جایگزینی بازی می‌کند (دینگ^۱ و همکاران، ۲۰۱۷). درآمدهای نفتی در کشورهای نفت خیز بخش قابل توجهی از تولید ناخالص ملی را تشکیل می‌دهد که وجود و یا عدم وجود آن در اقتصاد این کشورها دارای اثرات عظیمی خواهد بود. لوکاس^۲ (۱۹۹۷)، سیکل تجاری را انحرافات تکرار پذیر تولید ناخالص داخلی حقیقی حول روند بلند مدت آن میدانند. 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 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 تا ده یا ۱۲ سال متغیر است که خود قابل تقسیم به سیکل‌های کوتاه‌تر با خصوصیات مشابه و نوسان‌های تقریباً مشابه می‌باشد (برنز و همکاران،^۳ ۱۹۴۶). 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 بپیوندد 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. آرمین و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان بررسی عدم تقارن در سیکل تجاری ایران و نقش تکانه‌های نفتی، در ایجاد این فرضیه که آیا تکانه‌های نفتی عدم تقارن احتمالی را در سیکل تجاری توضیح می‌دهند یا خیر، مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده، این فرضیه را تأیید نموده است. بنابراین بررسی سیکل تجاری نفت خام در ایران از آن جهت موجه است که اقتصاد ایران وابستگی شدیدی به نفت دارد و تغییرات در کل اقتصاد ایران را می‌توان با تغییر در درآمدهای نفتی آن هماهنگ دانست. در نتیجه باید با شناخت سیکل‌های تجاری ایجاد شده در اقتصاد، سعی در شناخت و استفاده از آن در تصمیم‌گیری‌ها نمود. هرچه سیکل‌های تجاری شدیدتر باشد، بی‌ثباتی در اقتصاد بیشتر بوده و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصویر روشنی از آینده را پیش‌بینی نمایند. سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند. بوهل و همکاران^۴ (۲۰۰۹) بیان می‌دارند که سرمایه‌گذاران نهادی یکی از بازیگران اصلی در بازار سرمایه هستند که استفاده آنها از توانایی‌هایشان تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنهاست. سرمایه‌گذاران برای انتخاب سهام، ترجیح‌های مختلفی دارند و بر این اساس وزنهای مختلفی به هر یک از معیارهای انتخاب سهام تخصیص می‌دهند. سرمایه‌گذاران نهادی در واکنش به اخبار جریان‌های نقدی مطلوب با بهره‌گیری از پدیده کم واکنشی، سهام را از سرمایه‌گذاران حقیقی خریداری می‌کنند. با این حال، کوهن و دیگران طی مطالعه‌ای در سال ۲۰۰۲ دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی واقعا استراتژی‌های آبی مرتبط با قیمت‌ها را دنبال نمی‌کنند. هنگامی که قیمت‌ها در غیاب اخبار جریان نقدی مثبت

1. Ding, Z., Liu, Z., Zhang, Y., & Long, R.

2. Lucas

3. A. F. Borna and W. Mitchell

4. Bohl, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B

افزایش می‌یابد سرمایه‌گذاران نهادی سهام خود را به سرمایه‌گذاران حقیقی می‌فروشند. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند که حجم بزرگی از عملیات آن‌ها به معامله سهامشان بر می‌گردد. مطابق با بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، سرمایه‌گذار نهادی عبارتند از بانکها و بیمه‌ها، هلدینگها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمانها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکت‌های دولتی و اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند^۱ فیشر^۲ (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 می‌کنند اما معمولاً نسبت به بهبود شرایط در یک وضعیت رکودی خوشبین نیستند. بنابراین شناخت و بررسی سیکل‌های تجاری و تأثیری که بر ترجیحات سرمایه‌گذاران دارد، می‌تواند فعالان بخش سرمایه را برای اتخاذ تصمیمات درست در شرایط رکود و رونق یاری کند. با توجه به موارد فوق و اینکه بررسی متغیر نفت به عنوان عامل ریسک در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها حائز اهمیت است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱) این مقاله به دنبال بررسی ترجیحات سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی به تفکیک صنعت در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی در ایران می‌باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

طبق نظریه انسان اقتصادی عقلایی، سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمامی جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ می‌کنند ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیر عقلایی می‌شود و نحوه تصمیم‌گیری فرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد که ناشی از ناکارایی بازارهای مالی است. در واقع عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری برخلاف نظریه‌های نئوکلاسیک، منطقی نیستند بلکه به دلیل ترجیحاتشان یا به دلیل خطاهای شناختی، کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. تئوری چشم‌انداز که توسط کانمن و تورسکی^۳ در سال ۱۹۷۹ برای بررسی الگوی تصمیم‌گیری رفتاری ارائه شد به دنبال تبیین چگونگی تأثیر احساسات و ترجیحات روانشناختی افراد بر شیوه تصمیم‌گیری آنان است. این الگو نشان می‌دهد که چگونه افراد در بعضی مواقع به طور سیستماتیک اصل مطلوبیت را که یکی از اصول پایه و مترقی دیدگاه‌های مکاتب عقلایی در دیدگاه انسان اقتصادی است نادیده می‌گیرند و برخلاف اصول عقلایی رفتار میکنند. بر اساس نظریه موج^۴، هر رویدادی ممکن است در نوع خود بر روی بازار سهام و ترجیحات سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام یا فروش آن تأثیر بگذارد. در این بین، رویدادهای اقتصادی و سیاسی تأثیرات بیشتری بر روی روند فعالیتهای اقتصادی بنگاهها و سرمایه‌گذاران

1- <https://seo.ir>

2Fisher

3 -Kahneman, D., &Tversky A.

4- Wave

می‌گذارند (گرمالدی و همکاران^۱، ۲۰۱۷). تئوری اعتماد، عامل اصلی در تغییرات قیمت سهام را افزایش یا کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و دلالتان به آینده قیمت سهام، عایدی هر سهم و سود تقسیمی میدانند. براساس این تئوری جو روانی بازار در توجیه قیمت سهام نسبت به تجزیه و تحلیلهای مبتنی بر آمار و ارقام از ارجحیت بیشتری برخوردار میباشد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی دسترسی بیشتری به اطلاعات شرکت دارند و می‌توانند به طور موثر عملکرد مدیران شرکت را کنترل نمایند، الگوهای سرمایه‌گذاری آنها نیز ممکن است از سرمایه‌گذاران انفرادی متفاوت باشد. فرض میشود که سرمایه‌گذاران نهادی از سرمایه‌گذاران انفرادی توانایی انتخاب سهام بیشتری دارند. آنها باید قادر باشند یک برآورد دقیق تر از ارزش ذاتی شرکتها برای پیش بینی عملکرد آتی قیمت سهام شکل دهند. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی سهامی را که معتقدند در آینده موفق خواهد بود را می‌خرند و سهامی که پیش بینی میکنند ناموفق خواهد بود را می‌فروشند، که این پیش بینی بسیار دقیق تر از پیش بینی سرمایه‌گذاران انفرادی خواهد بود. از این گذشته، از آنجا که سرمایه‌گذاران انفرادی در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی داد و ستد میکنند، آنها به احتمال قوی تر سهام ناموفق آینده را می‌خرند و سهام موفق آینده را می‌فروشند. یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی است. سهامداران نهادی از اثرگذاری شان روی رفتار شرکت به چند طریق استفاده مینمایند. آنها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژهها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکر و همکاران^۲، ۲۰۱۰).

رجیبیان و همکاران (۱۳۹۹)، سرمایه‌گذاری در صنعت نفت و گاز با استفاده از تخمین مصرف نفت خام و گاز طبیعی در ایران با رویکرد مدل VECM، مورد بررسی قرار دادند. نتایج مدل نشان می‌دهد: الف) مصرف نفت خام نسبت به تغییرات درآمد سرانه در کشور به دلیل کم کشش بودن، از حساسیت بسیار کمی برخوردار است. عدم وجود جانشین مناسب برای نفت خام در کشور و ضروری بودن این کالا در سبد مصرفی عاملین اقتصادی در کشور از مهمترین دلایل این موضوع بشمار می‌آیند. ب) در کوتاه مدت هیچ رابطه علی بین مصرف گاز طبیعی، قیمت گاز طبیعی، قیمت نفت خام و درآمد سرانه با مصرف نفت خام وجود ندارد و این رابطه تنها در بلندمدت مصداق دارد. پ) انجام تجزیه واریانس برای دو متغیر مصرف نفت خام و مصرف گاز طبیعی در کشور نشان می‌دهد در بلندمدت، میزان تغییرات مصرف گاز طبیعی سهم قابل توجهی در توضیح تغییرات مصرف نفت خام و میزان تغییرات در مصرف نفت خام، سهم زیادی در توضیح نوسانات مصرف گاز طبیعی در کشور دارد. ج) مجموع سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای افزایش ۹۱۱ هزار بشکه ای (روزانه) ظرفیت تولید نفت کشور از ۹ میلیون و ۵۳۸ هزار بشکه در روز به ۱ میلیون و ۴۳۴ هزار بشکه در روز، در مجموع معادل ۴۴۱ هزار میلیارد تومان و میزان سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای افزایش ظرفیت تولید گاز کشور از روزانه ۳۱۸ میلیون متر مکعب در سال ۴۹۳۸ به ۳۱۴ میلیون متر مکعب در سال ۴۱۱۱ معادل ۳۱ هزار میلیارد تومان می‌باشد.

1 - Eugenio D'Angelo I, Giulio Grimaldi

2 - Baker, M., & Wurgler, J

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از این بود که رابطه معنی دار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد.

گمپرس و متریک^۱ (۲۰۰۱) بر رابطه مالکیت نهادی و خصوصیات سهام مطالعه‌ای انجام دادند. آنها به شواهدی مبنی بر ترجیح سرمايه گذاران نهادی برای تملک سهام با ارزش بازار بالا، سهام با نقدشوندگی بالا و نیز تغییر چنین ترجیحاتی در گذر زمان دست یافتند. آنها نشان دادند که سرمايه گذاران نهادی بزرگ، در مقایسه با سایر سرمايه گذاران ترجیح می دهند در سهام شرکت های بزرگ و با نقد شوندگی بالا سرمايه گذاری کنند.

بیهونگ دنگ و یونگینگ سو^۲ (۲۰۱۱) توانایی انتخاب سهام سرمايه گذاران نهادی در چین را بررسی کردند. آنها با استفاده از دادههای ۱۸ ماه سرمايه گذاران انفرادی و نهادی اینکه آیا سرمايه گذاران نهادی در چین توانایی بالاتری نسبت به سرمايه گذاران انفرادی در انتخاب سهام دارند را بررسی کردند. آنها دریافتند که توانایی انتخاب سهام سرمايه گذاران نهادی در چین بالاتر از سرمايه گذاران انفرادی میباشد.

پورحیدری و عالی پور (۱۳۹۰) به بررسی رفتار داده های حسابداری با توجه به چرخه های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این مطالعه همچنین رفتار داده های حسابداری با توجه به چرخه های تجاری را با مدنظر قرار دادن ویژگی های خاص شرکت ها بررسی میکند. نتایج این پژوهش نشان داد بین برخی از متغیرهای حسابداری همانند رشد فروش و حاشیه سود ناخالص با چرخه های تجاری ارتباط معناداری وجود دارد و در رابطه با برخی از متغیرها مانند تغییر کل دارایی ها نیز هیچ گونه ارتباطی مشاهده نشد. همچنین، یافته های این پژوهش نشان داد که ارتباط بین داده های حسابداری با چرخه های تجاری تحت تاثیر اندازه شرکت ها یا غیر چرخه ای و چرخه ای بودن شرکت ها قرار دارد.

اشرفی و همکاران^۳ (۲۰۱۳) ترجیحات سرمايه گذاران نهادی در مالزی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سرمايه گذاران نهادی در مالزی بیشتر در شرکت های با اندازه بزرگ، با حجم دارایی های مشهود، نرخ بازده دارایی و رشد بالا و همچنین با اهرم عملیاتی، حاکمیت شرکتی و ریسک تجاری پایین سرمايه گذاری نموده اند. مضافاً اینکه سرمايه گذاران نهادی، طی دوره های مختلف ترجیحات خود را تغییر داده و در تصمیمات سرمايه گذاری خود محافظه کارتر عمل نموده اند.

یانگ شاون تسایی و همکاران (۲۰۱۸)، ۲۰۰ شرکت بورس اوراق بهادار تایوان که دارای توزیع سود مستمر بوده و سهام آنها از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ توسط سرمايه گذاران نهادی نگهداری می شده است را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که اثر توزیع سود، سيكل تجاری و نسبت سهم سرمايه گذاران نهادی بر ریسک بازار بسیار ناچیز است.

1 -Gompers,P.A., Metrick.A

2 -Yihong Deng and Yongxing

3 -Ashrafi,majid&Joriah Muhammad

منسی و همکاران^۱(۲۰۲۱)، روابط فرکانسی پویا و سرریز ناپایداری در بازارهای گاز طبیعی، نفت خام، نفت گاز، بنزین و نفت گرمایش را با پیامدهای مدیریت سبد سهام مورد بررسی قرار دادند. آنها بیان کردند دارایی گاز طبیعی مزایای تنوع بهتری را برای نفت خام، نفت گرمایش، بنزین و نفت گاز در کوتاه مدت ارائه می‌دهد. سرانجام، با افزایش ترازو، دستاوردهای تنوع کاهش می‌یابد. وزن مطلوب، نسبت‌های پرچین و اثربخشی ریسک متغیر در زمان و حساس به بحران است. این یافته‌ها پیامدهای قابل توجهی برای معامله‌گران انرژی و سیاست‌گذاران دارد تا تصمیم‌گیری خود را اطلاع دهند.

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر اندازه شرکت‌ها می‌باشد؛
فرضیه دوم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر رشد شرکت‌ها می‌باشد؛
فرضیه سوم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر تقسیم یا عدم تقسیم سود توسط شرکت‌ها می‌باشد؛

فرضیه چهارم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌باشد؛

فرضیه پنجم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها می‌باشد؛

فرضیه ششم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشد؛

فرضیه هفتم: ترجیحات سرمایه‌گذاران در سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، مبتنی بر چرخه‌ای یا غیر چرخه‌ای بودن شرکت‌ها می‌باشد.

۴- روش شناسی پژوهش

سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی از اطلاعات افشا شده در سایت مرکز آمار جمهوری اسلامی ایران مربوط به سهم نفت خام و گاز طبیعی از تولید ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی، از یادداشتهای توضیحی صورتهای مالی ۲۲۲ شرکت نمونه که با اعمال این محدودیت‌ها که نباید سال مالی خود را در محدوده زمانی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ تغییر داده باشند و کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی بطور کامل و پیوسته در سالهای مورد بررسی در اختیار باشد؛ استخراج و مورد بررسی قرار گرفته است. مدل مورد استفاده در این پژوهش با توجه به مطالب فوق و مطالعه‌های پیشین به صورت زیر است:

$$PREF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Structure_{it} + \beta_3 Risk_{it} + \beta_4 Performance_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Div_{it} + \beta_7 Cycle_{it} + \epsilon_{it}$$

¹ WalidMensi, Mobeen UrRehman, Xuan VinhVo

جدول یک، خلاصه ی متغیر های پژوهش می باشد:

جدول ۱. متغیر های پژوهش

معیار سنجش	نماد	نام متغیر
نقطه اوج عدد یک و نقطه حضيض عدد صفر	Value	سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی
لگاریتم طبیعی دارایی ها	Size	اندازه شرکت
مالکیت دولتی عدد یک و مالکیت خصوصی عدد صفر	Structure	ساختار مالکیت
شاخص بتا	Risk	عامل ریسک سیستماتیک
سودخالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام	Performance	نسبت عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام
سود خالص سال جاری منهای سود خالص سال قبل تقسیم بر سود خالص سال قبل	Growth	رشد سود خالص
شرکت هایی که تقسیم سود داشتند عدد یک و شرکت هایی که تقسیم سود نداشتند عدد صفر تخصیص داده می شود.	Div	تقسیمیا عدم تقسیم سود
شرکت های چرخه ای عدد یک و شرکت های غیر چرخه ای عدد صفر	Cycle	چرخه ای یا غیر چرخه ای بودن

۴-۱- سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی

سیکل تجاری بیان و توضیح تغییر در فعالیت های اقتصادی و بازرگانی در طول زمان است (پورحیدری، عالی پور ۱۳۹۰). برای سیکل تجاری، از نرم افزار ایویوز و فیلتر هادریک- پراسکات^۱ (HP) و فیلتر باکستر کینگ^۲ برای روند زدایی استفاده شده است. هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص نفت خام و گاز طبیعی از مقدار روند بزرگتر باشد، دوره رونق و هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص نفت خام و گاز طبیعی از مقدار روند کمتر باشد، دوره رکود می باشد. بالاترین نقطه در دوره رونق به عنوان نقطه رونق و پایین ترین نقطه در دوره رکود نیز به عنوان نقطه حضيض در نظر گرفته شده است (سلطانی و اسماعیلی، ۱۳۹۳).

۴-۲- ترجیحات سرمایه گذاران

در این مطالعه ترجیحات سرمایه گذاران شامل دو بخش ترجیحات سرمایه گذاران نهادی و انفرادی است. ترجیحات سرمایه گذاران در هفت زمینه ی اندازه شرکت، رشد شرکت، تقسیم یا عدم تقسیم سود، ساختار مالکیت، عامل ریسک سیستماتیک، عملکرد شرکت ها و چرخه ای یا غیر چرخه ای بودن شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است.

^۱ -Hodrick-Prescott filter
^۲Baxter King's filter

۱-۲-۴-اندازه شرکت: در این پژوهش برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها استفاده شد. برای شرکت‌های بزرگ عدد یک و برای شرکت‌های کوچک عدد صفر در نظر گرفته شده است.

۲-۲-۴-نسبت عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): این نسبت میزان کارایی شرکت در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی مینماید. رابطه محاسباتی نسبت فوق از تقسیم نمودن سود خالص بر حقوق صاحبان سهام منتج می‌گردد. برای شرکتی که عملکرد مثبت (سودده) داشته باشد عدد یک و برای شرکتی که عملکرد منفی (زیانده) باشد عدد صفر لحاظ میشود.

۳-۲-۴-عامل ریسک سیستماتیک: با استفاده از بازده روزانه سهام در ۱۲ ماه گذشته، رگرسیون OLS اجرا که نتیجه آن ضریب بتا است که به عنوان سنجش ریسک سیستماتیک استفاده شد.

۴-۲-۴-چرخه ای یا غیر چرخه ای بودن شرکت‌ها: صنایع چرخه‌ای صنایعی هستند که با تقاضای متغیری برای محصولات خود مواجه هستند. با رونق اقتصادی تقاضا افزایش و با رکود اقتصادی تقاضا کاهش می‌یابد. صنایع غیر چرخه‌ای با تقاضای پایدار مواجه هستند و عموماً تغییر شرایط اقتصادی تأثیری بر تقاضای محصولات آنها ندارد. در این پژوهش برای تعیین صنایع چرخه‌ای و غیر چرخه‌ای از طبقه‌بندی فاما و فرنچ استفاده شد. فاما و فرنچ صنایع غذایی، صنایع دارویی، خدمات مالی، صنایع خدمات عمومی (شرکت‌های آب، برق، تلفن و گاز) را به عنوان صنایع غیر چرخه‌ای و سایر صنایع را به عنوان صنایع چرخه‌ای طبقه‌بندی کرده است. (فاما و فرنچ^۱، ۱۹۸۹)

۵-۲-۴-تقسیم یا عدم تقسیم سود: برای شرکت‌هایی که در دوره‌های مورد بررسی، توزیع سود داشته‌اند عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

۶-۲-۴-رشد سود: برای بررسی رشد شرکت از شاخص رشد سود و از رابطه سود خالص سال جاری منهای سود خالص سال قبل تقسیم بر سود خالص سال قبل استفاده شده است.

۷-۲-۴-ساختار مالکیت: شرکت‌هایی که مالکیت آنها دولتی است یا بیش از ۵۰ درصد سهام آنها در تلمک سازمانهای دولتی است عدد یک و در صورتی که دارای مالکیت غیر دولتی باشند عدد صفر تعلق گرفته است.

۵- یافته‌های پژوهش

۱-۵-آمار توصیفی

صنایع مورد بررسی در این مطالعه بر اساس نوع فعالیت، به ۱۲ صنعت طبقه‌بندی شده است. این صنایع بشرح جدول دوم می‌باشد.

^۱ -Fama E. F. and French, R

جدول ۲. طبقه بندی صنایع به تفکیک نوع فعالیت

ردیف	عنوان صنعت	تعداد	مجموع مشاهده	درصد	تعداد ترکیبی	درصد ترکیبی
۱	بانکها و موسسات پولی، مالی و اعتباری	۹	۹۰	۴.۰۵	۹۰	۴.۰۵
۲	ماشین آلات و تجهیزات	۱۰	۱۰۰	۴.۵۰	۱۹۰	۸.۵۵
۳	خودرو و قطعات	۳۲	۳۲۰	۱۴.۴۱	۵۱۰	۲۲.۹۶
۴	غذایی	۲۰	۲۰۰	۹.۰۱	۷۱۰	۳۱.۹۷
۵	دارویی و ابزار پزشکی	۲۴	۲۴۰	۱۰.۸۱	۹۵۰	۴۲.۷۸
۶	شیمیایی	۲۱	۲۱۰	۹.۴۶	۱۱۶۰	۵۲.۲۴
۷	استخراج ذغال سنگ، نفت و گاز	۳۵	۳۵۰	۱۵.۷۷	۱۵۱۰	۶۸.۰۱
۸	مخابرات و وسایل ارتباطی	۳	۳۰	۱.۳۵	۱۵۴۰	۶۹.۳۶
۹	حمل و نقل و ارتباطات	۴	۴۰	۱.۸۰	۱۵۸۰	۷۱.۱۶
۱۰	کانی های غیر فلزی و سایر	۴۶	۴۶۰	۲۰.۷۲	۲۰۴۰	۹۱.۸۸
۱۱	رایانه	۴	۴۰	۱.۸۰	۲۰۸۰	۹۳.۶۸
۱۲	فلزات اساسی	۱۴	۱۴۰	۶.۳۲	۲۲۲۰	۱۰۰
	جمع	۲۲۲	۲۲۲۰	۱۰۰	۲۲۲۰	۱۰۰

آمار توصیفی پارامترهای مرتبط با برآورد میانگین، واریانس و همبستگی به شرح زیر است:

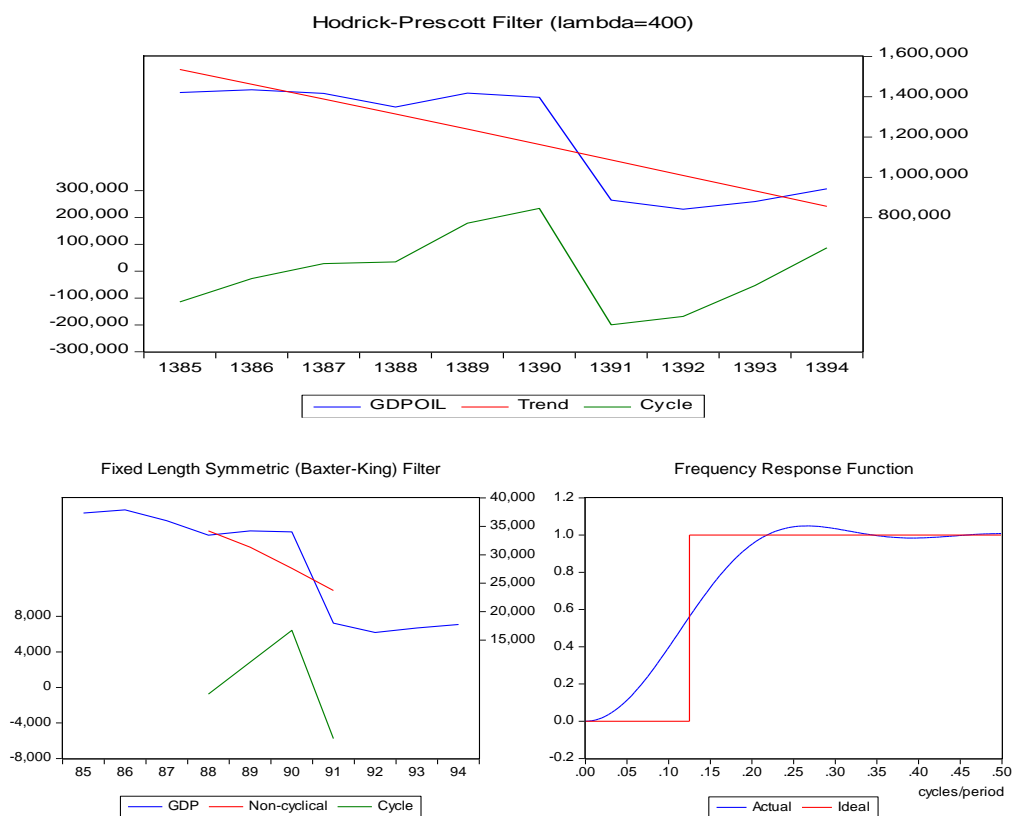
جدول ۳. آمار توصیفی

چرخه ای	تقسیم سود	رشد	نوع صنعت	عملکرد	ریسک	ساختار مالکیت	اندازه شرکت	ترجيحات	شرح
۰.۷۵	۰.۷۸	-۰.۶۴	۶.۴۶	۰.۲۷	۰.۶۶	۰.۹۲	۶.۰۶	۵۵.۸۹	میانگین
۱.۰۰	۱.۰۰	۰.۰۳	۶.۰۰	۰.۲۸	۰.۴۴	۰.۰۰	۵.۹۳	۱.۵۸	میان
۱.۰۰	۱.۰۰	۶۹.۹۱	۱۲.۰۰	۸.۵۷	۲۲.۲۸	۱.۰۰	۹.۲۵	۶۷۸۳.۸۱	بیشترین
۰.۰۰	۰.۰۰	-۸۲۸.۲۵	۱.۰۰	-۷.۲۹	-۳۵.۰۱	۰.۰۰	۴.۲۷	-۸۱۷.۶	کمترین
۰.۴۳	۰.۴۱	۲۱.۹۳	۳.۰۸	۰.۵۸	۱.۹۲	۰.۲۹	۰.۷۵	۳۰۵۵.۲	انحراف استاندارد
-۱.۱۶	-۱.۳۵	-۲۸.۴۱	۰.۰۶	-۰.۸۳	-۲.۷۱	۲.۸۰	۱.۰۱	۱۲.۷۵	چولگی
۲.۳۶	۲.۸۳	۹۷۲.۷۸	۱.۸۷	۶۰.۶۳	۹۶.۱۸	۸.۸۶	۴.۵۴	۲۳۸.۰۹	کشیدگی
۵۵۲.۱۵	۶۹۴.۶۵	۸۸۸۸۶۹۹۵	۱۲۰.۶۴	۳۱۳۱.۰۲	۸۲۰۴۶۲	۶۲۰۰	۶۱۲.۰۲	۵۲۶۵۹۵۴	نرمال بودن
۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	احتمال
۱۷۰۰.۰۰	۱۷۶۴.۰۰	-۱۴۶۴.۹۲	۱۴۶۲.۰۰	۶۱۷.۱۶	۱۵۱۴.۰۸	۲۱۰	۱۳۷۰۹.۱۸	۱۲۶۳۱۵.۸	جمع
۴۲۱.۲۳	۳۸۷.۱۴	۱۰۸۶۴۶۱	۳۱۵۰۲۸۳	۷۶۱.۲۶	۸۳۴۴.۲۸	۱۹۰.۴۸	۱۲۹۳.۴۲	۲.۱۱	مجموع مجذورات
۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	۲۲۲۰	مشاهده ها

منبع: یافته های پژوهش

۲-۵- یافته‌های سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی

نمودار یک یافته‌های پژوهش در خصوص سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی در دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد.



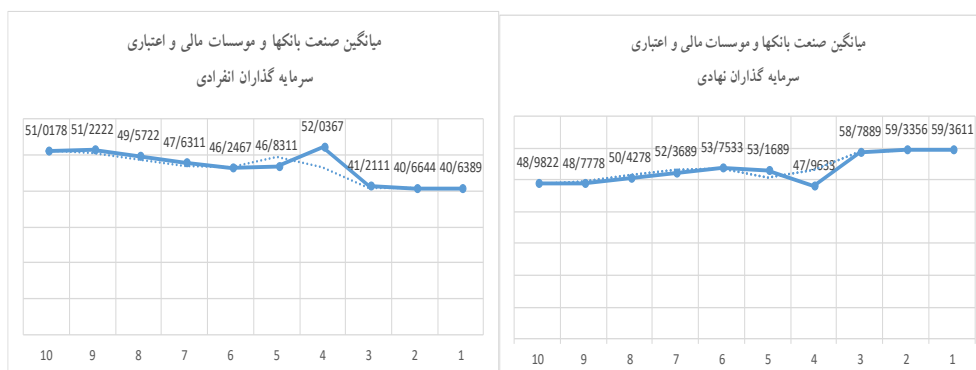
شکل ۱. نمودار سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی

منبع: یافته‌های پژوهش

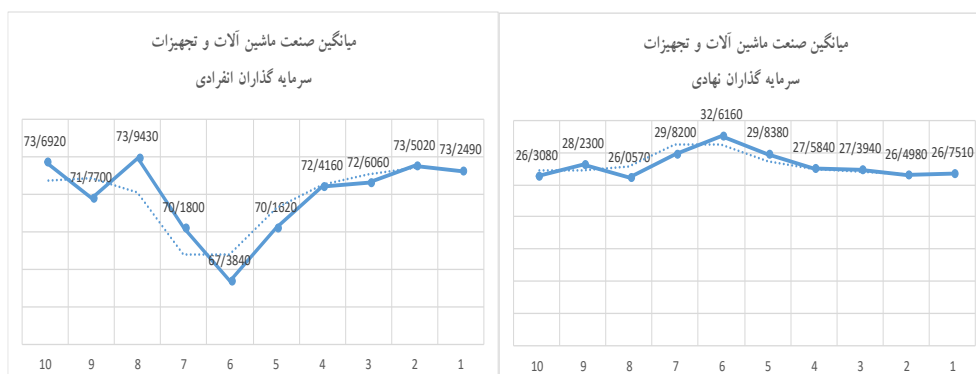
با توجه به نمودار مربوط به یافته‌های پژوهش در خصوص سیکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی، سیکل تجاری مربوطه در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ دوران رکود را طی کرده است و در دیگر سال‌های مورد مطالعه رونق داشته است. همچنین بر اساس یافته‌ها، سال ۱۳۹۰ نقطه اوج و سال ۱۳۹۱ نقطه حضيض می‌باشد.

۳-۵- یافته های ترجیحات سرمايه گذاران نهادي و انفرادي به تفكيك صنعت

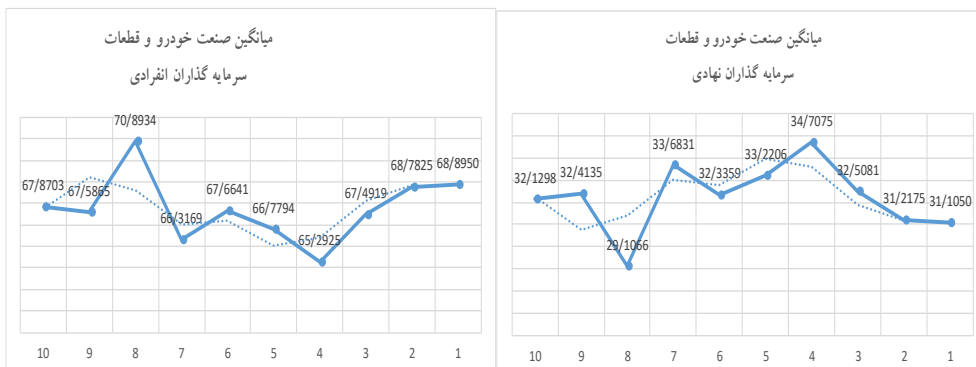
میانگین درصد سرمايه گذاري توسط سرمايه گذاران نهادي و انفرادي در صنايع مورد بررسي بشرح نمودارهاي زير مي باشد.



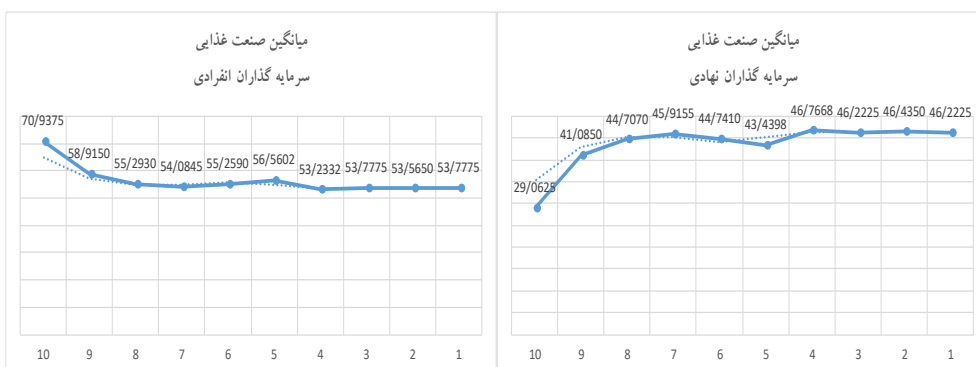
شکل ۲. نمودار درصد سرمايه گذاري در صنعت بانکها و موسسات مالي و اعتباري



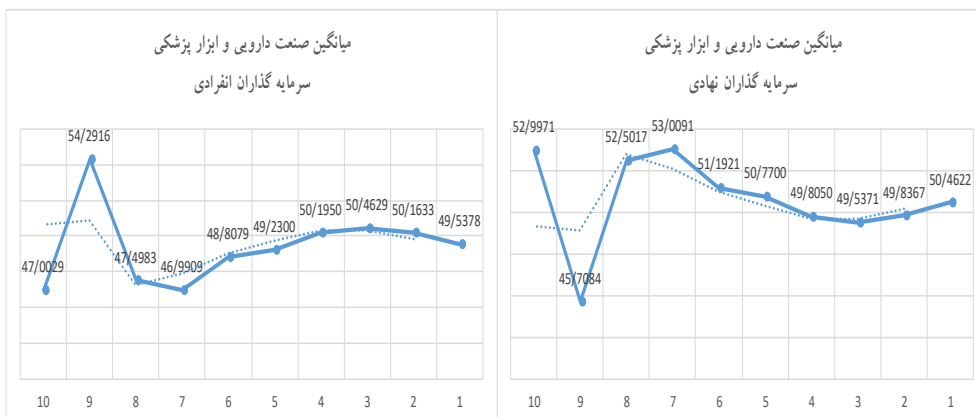
شکل ۳. نمودار درصد سرمايه گذاري در صنعت ماشين آلات و تجهيزات



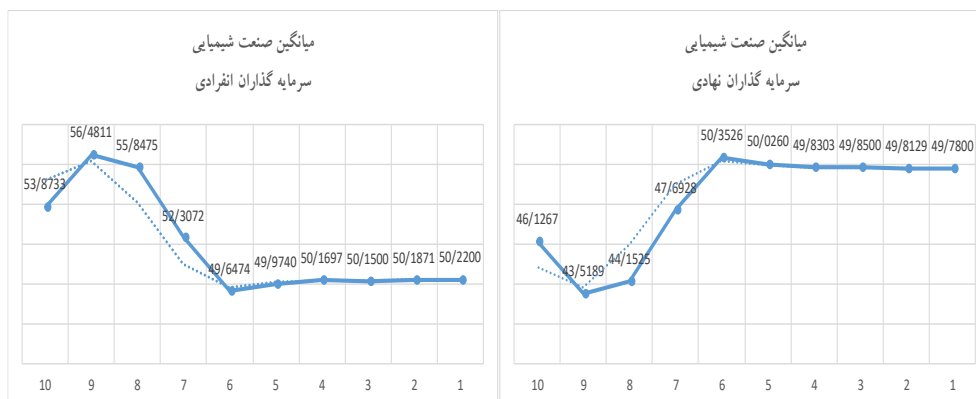
شکل ۴. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت خودور و قطعات



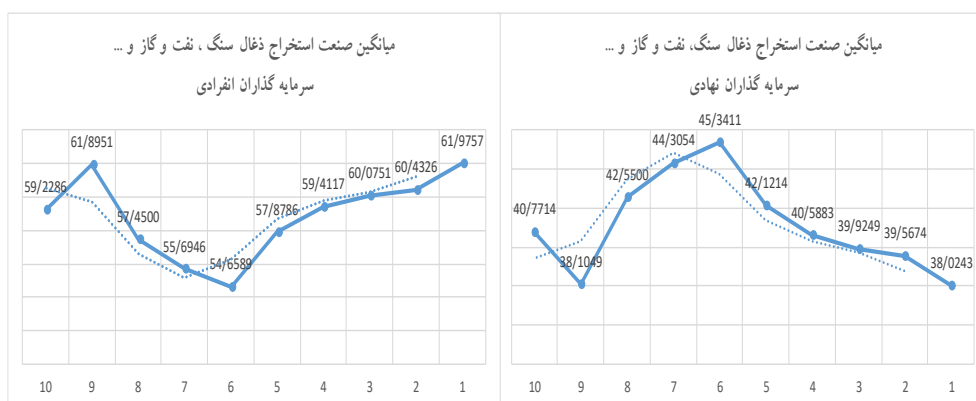
شکل ۵. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت غذایی



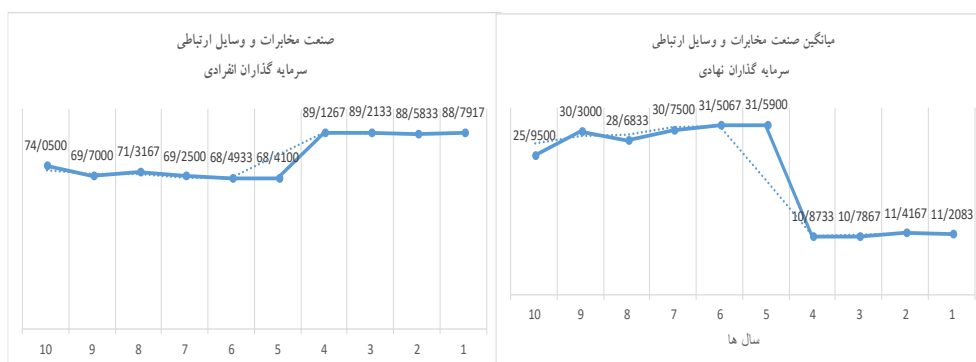
شکل ۶. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت دارویی و ابزار پزشکی



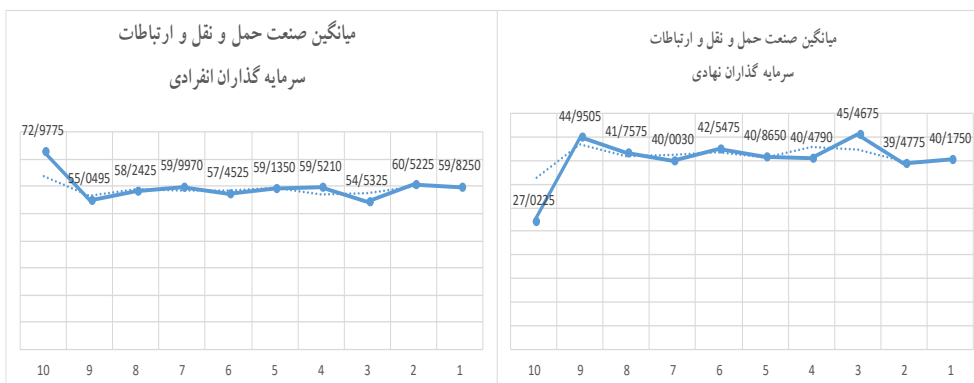
شکل ۷. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت شیمیایی



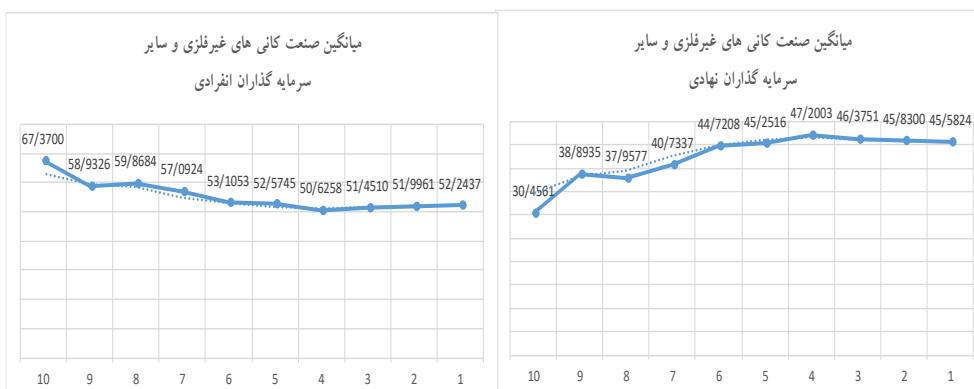
شکل ۸. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت استخراج ذغال سنگ، نفت و گاز



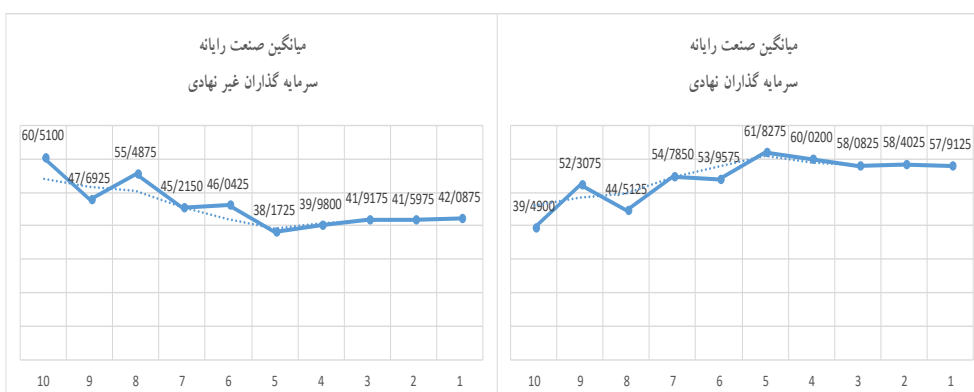
شکل ۹. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت مخابرات و وسایل ارتباطی



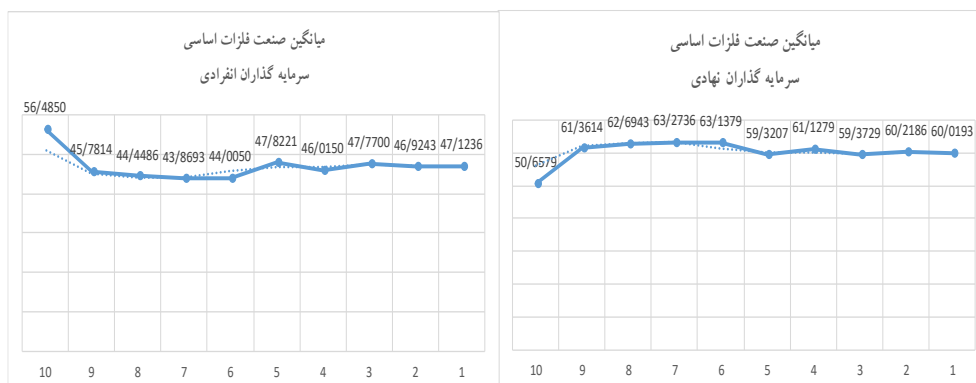
شکل ۱۰. نمودار درصد سرمایه‌گذاری در صنعت حمل و نقل و ارتباطات



شکل ۱۱. نمودار درصد سرمایه‌گذاری در صنعت کانی‌های غیرفلزی و سایر



شکل ۱۲. نمودار درصد سرمایه‌گذاری در صنعت رایانه



شکل ۱۳. نمودار درصد سرمایه گذاری در صنعت فلزات اساسی

منبع: یافته های پژوهش

۴-۵- یافته های روابط بین متغیرها

برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون ساده با روش پانل دیتا استفاده گردید که نتایج حاصل از تحلیل روابط بین متغیرهای بررسی شده به تفکیک ترجیحات سرمایه گذاران نهادی و ویژگیهای همچنین به تفکیک صنعت در نقطه اوج و حوضیض به شرح جدول زیر می باشد:

جدول ۴. رگرسیون پانلی برای روابط بین متغیرها

متغیرها	متغیرهای وابسته							
	ترجيحات سرمايه گذاران نهادي				ترجيحات سرمايه گذاران انفرادي			
	نقطه اوج		نقطه حوضيض		نقطه اوج		نقطه حوضيض	
	سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب
عرض از مبدا	۰.۰۱۹	۸۹.۱۹	۰.۳۰	۱۶۰.۵۰	۰.۹۰	۴.۴۲	۰.۶۹	-۶۰.۴۶
ساختار مالکیت	۰.۰۰۲۰	۱۴.۳۹	۰.۱۶	۲۱۴.۹۰	۰.۳۹	۳۳.۱۵	۰.۱۶	-۲۱۴.۸۵
اندازه شرکت	۰.۳۴	-۰.۳۸	۰.۵۱	-۰.۲۱	۰.۹۰	۰.۰۶	۰.۵۱	۰.۲۱
ریسک سیستماتیک	۰.۸۷	۰.۰۰	۰.۰۴	-۰.۰۳	۰.۰۰	-۰.۰۴	۰.۰۴	۰.۰۳
عملکرد	۰.۶۶	-۰.۰۳	۰.۰۰	۰.۲۵	۰.۰۰	۰.۵۳	۰.۰۰	-۰.۲۵
رشد	۰.۸۱	۰.۰۰	۰.۴۱	۰.۰۰	۰.۸۸	۰.۰۰	۰.۴۱	۰.۰۰
تقسیم یا عدم تقسیم سود	۰.۳۹	۰.۱۵	۰.۰۰	-۰.۵۱	۰.۲۲	-۰.۴۰	۰.۰۰	۰.۵۱
سیکلی بودن شرکت	۰.۰۱	-۷۰.۸۲	۰.۸۵	۱۵.۰۴	۰.۱۶	۵۵.۱۲	۰.۸۵	-۱۵.۰۴
صنعت بانکها و موسسات پولی و ...	۰.۳۹	-۲۴.۴۷	۰.۵۳	-۹۶.۹۰	۰.۰۰	۴۸.۸۸	۰.۵۳	۹۶.۸۹
صنعت ماشین آلات و تجهیزات	۰.۲۳	-۶۴.۸۰	۰.۴۳	-۱۴۴.۰۹	۰.۰۳	۸۰.۳۱	۰.۴۳	۱۴۴.۰۵

صنعت خودور و قطعات	۰.۴۴	۲۴.۱۷	۰.۵۷	-۶۳.۴۱	۰.۱۸	۳۸.۴۴	۰.۵۷	۶۳.۳۹
صنعت غذایی	۰.۰۱	-۱۰۴.۰۵	۰.۲۵	-۲۹۳.۵۴	۰.۲۰	۵۵.۳۲	۰.۲۵	۲۹۳.۴۵
صنعت شیمیایی	۰.۶۴	-۲۹.۱۴	۰.۹۶	۳۰.۴۵	۰.۵۱	۱۳۴.۸۷	۰.۹۶	-۳۰.۵۰
صنعت استخراج	۰.۹۶	-۱.۴۸	۰.۴۹	-۱۱۱.۸۹	۰.۰۴	۴۴.۲۴	۰.۴۹	۱۱۱.۸۲
صنعت مخابرات و وسایل ارتباطی	۰.۸۷	-۴.۴۹	۰.۷۲	-۴۱.۰۲	۰.۱۰	۳۰.۱۹	۰.۷۲	۴۱.۰۳
صنعت حمل و نقل و ارتباطات	۰.۸۳	-۱۳.۳۷	۰.۸۰	-۷۶.۰۴	۰.۳۲	۶۱.۹۴	۰.۸۰	۷۵.۹۰
صنعت کانی‌های غیرفلزی	۰.۳۰	۷۲.۵۴	۰.۸۴	-۳۱.۶۹	۰.۲۴	۵۹.۷۹	۰.۸۴	۳۱.۶۸
صنعت رایانه	۰.۸۶	-۵.۵۳	۰.۵۱	-۹۰.۶۴	۰.۰۰	۸۰.۹۶	۰.۵۱	۹۰.۶۰
صنعت فلزات اساسی	۰.۹۸	۰.۸۶	۰.۵۶	-۷۰.۵۸	۰.۶۵	-۱۶.۳۶	۰.۵۶	۷۰.۵۷
خود رگرسیون مرتبه اول	۰.۰۰	۰.۹۹	۰.۰۰	۰.۹۹	۰.۰۰	۰.۹۹	۰.۰۰	۰.۹۹
ضریب تعیین	۰.۹۹		۰.۹۹		۰.۹۹		۰.۹۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۹۹		۰.۹۹		۰.۹۹		۰.۹۹	
آماره دوربین - واتسون	۲.۲۱		۲.۲۷		۱۰/۲		۲.۲۷	

منبع: یافته‌ها تحقیق

۶- نتیجه‌گیری و بحث

تحقیقات انجام شده در حوزه تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری، حاکی از آن است که ممکن است سرمایه‌گذاران غیر منطقی باشند. در نتیجه سوگیری شناختی یا عوامل روانی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر روی تصمیمات آنان تاثیرگذار باشد. نوسانات مشاهده شده در بازار سرمایه نه تنها به ارزش ذاتی نشان داده شده توسط اطلاعات حسابداری شرکت وابسته است، بلکه به رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی می‌باشد که می‌توان با ترجیحات سرمایه‌گذاران سنجیده شود. ترجیحات سرمایه‌گذار که از عقاید نادرست یا اطلاعات غیر مرتبط با ارزش دارایی‌ها ناشی می‌شود می‌تواند به پیش بینی نادرست بازار و نوسانات آن منتهی شود بنابراین دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات شرکت منجر به ترسیم الگوهای سرمایه‌گذاری متفاوت می‌گردد. در پژوهش حاضر ترجیحات سرمایه‌گذاران شامل دو بخش ترجیحات سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی مورد بررسی قرار گرفت. آزمون‌های لازم با این پیش فرض که سرمایه‌گذاران نهادی الگوی ترجیحی متفاوتی برای سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی ترسیم می‌کنند، صورت گرفت. بعلاوه اینکه صنایع فعال در بازار اوراق بهادار از تفاوت‌های استراتژیک گزارشگری و رقابتی برخوردار می‌باشند که خود می‌تواند مزید بر علت باشد و الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد. در پژوهش حاضر علاوه بر ویژگی‌های شرکت، نوع سرمایه‌گذاران و ترجیحات آنها در صنایع مختلف در سیکل تجاری نفت خام مورد بررسی قرار گرفته است و نتایج حاکی از آن است که الگوی سرمایه‌گذاری و ترجیحات سرمایه‌گذاران در صنایع مختلف بین سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی تفاوت‌حایز اهمیتی دارد و سرمایه‌گذاران نهادی از درصد تغییرات سرمایه‌گذاری کمتری نسبت به سرمایه‌گذاران

انفرادی برخوردار می باشند. این در حالی است که کمترین درصد تغییرات سرمایه گذاری نهادی و انفرادی در صنعت خودرو و قطعات و بیشترین درصد تغییرات سرمایه گذاران در صنعت استخراج ذغال سنگ، نفت و گاز مشاهده گردید. سرمایه گذاران نهادی صنعت نفت و گاز به دلیل دسترسی بیشتر به اطلاعات شرکت، بهتر از سرمایه گذاران انفرادی می توانند مدیران شرکت را کنترل نمایند بنابراین الگوی ترجیحات آنها از نوسانات بیشتری نسبت به سرمایه گذاران انفرادی برخوردار است. نتایج حاصل از بررسی و آزمون فرضیات تحقیق حاکی از آن است که ویژگی های شرکت های فعال در ایران، ترجیحات سرمایه گذاران نهادی و انفرادی را در سيکل تجاری نفت خام و گاز طبیعی تحت تاثیر قرار داده است. ترجیحات سرمایه گذاران نهادی تحت تاثیر ویژگی هایی همچون ساختار مالکیت و مبتنی بر چرخه ای یا غیر چرخه ای بودن شرکت می باشد که در صنایع فعال در بازار سرمایه ایران آثار آن قابل مشاهده است. این نتیجه حاکی از آن است که با رونق اقتصادی تقاضا برای محصولات این صنایع افزایش و با رکود اقتصادی تقاضا کاهش می یابند این در حالی است که بیشتر شرکت های فعال در این صنایع در تملک بخش دولتی قرار دارند. همچنین ترجیحات سرمایه گذاران انفرادی تحت تاثیر ریسک سیستماتیک و عملکرد شرکت قرار دارد و بازار تحت تاثیر عواملی قرار می گیرد این عوامل یکباره رخ می دهند و غیر قابل اجتناب می باشند که به طور همزمان بر قیمت کل اوراق بهادار موجود در بازار مالی تاثیر دارد. شرکتهایی که از کارایی بالاتری برای توانایی خلق سود برخوردارند بیشتر ترجیحات سرمایه گذاران انفرادی را تحت تاثیر قرار خواهند داد. مطابق یافته ها، سيکل تجاری در سال های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ دوران رکود و در دیگر سال های بررسی شده دوران رونق را تجربه کرده است. وطنی سال ۱۳۹۰ نقطه اوج و سال ۱۳۹۱ نقطه حضيض می باشد. از آنجا که طبق نتایج بدست آمده رونق و رکود اقتصادی بر میزان تقاضا برای محصولات نفت و گاز موثر است پیشنهاد می شود سرمایه گذاران بیشتر در بررسی ریسک سرمایه گذاری خود سفق عرضه و تقاضای این محصولات را در نظر بگیرند. همچنین به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود ترجیحات سرمایه گذاران نهادی را تحت تاثیر ساختار مالکیت مورد توجه قرار دهند.

۷- منابع

- * آرمن، سید عزیز و پیرو، فرزانه (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن در ادوار تجاری ایران و نقش تکننهای نفتی در ایجاد آن، فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسیهای اقتصادی سابق)، دوره ۱۰، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۲. صفحات ۱۴۶-۱۱۳
- * پورحیدری، امید و عالی پور، داریوش (۱۳۹۰). بررسی ارتباط بین داده های حسابداری با چرخه های تجاری در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۸)، صفحات ۱۶-۱.
- * حیدرپور، فرزانه و تری وردی، یداله و محرابی، مریم (۱۳۹۲). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، فصلنامه علمی پژوهشیدانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره هفدهم، صفحات ۱۳-۱.

- * رجبی ، احمد و نمازی ، محمد و محمدی ، علی و مصلح شیرازی، علینقی(۱۳۹۲). تئوری چشم انداز ومدلسازی‌الگوی‌تصمیم‌گیری‌مدیران‌دربخش‌صنعت، مجله چشم انداز مدیریت صنعتی ، شماره ۱۰ . صفحات.۳۳-۹.
- * رجبیان، وحید؛ طالبلو، رضا و حمیدرضا ارباب(۱۳۹۹). سرمایه گذاری در صنعت نفت و گاز با استفاده از تخمین مصرف نفت خام و گاز طبیعی در ایران با رویکرد مدل VECM، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال نهم، شماره ۳۴، صص ۱۰۹-۱۲۸.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید (۱۳۹۱). مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، سازمان چاپ و انتشارات.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و تاجمیر ریاحی ، حامد و اسمعیلی اتوئی ، سلمان و فیض الله زاده ، منصور (۱۳۹۱). تحلیل مقایسه ای نوسانات قیمت نفت و نرخ ارز در بازده صنایع وابسته به پتروشیمی بر اساس تئوری قیمت گذاری آربیتراژ و مدل رگرسیون پویا، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، دوره ۱، شماره ۱، بهار ۱۳۹۱. صفحه 66-43.
- * طیب‌نیا، علی و قاسمی ، فاطمه (۱۳۸۹). اندازه‌گیری چرخه های تجاری در ایران، مجله تحقیقات اقتصادی دانشگاه تهران، شماره ۳، دوره ۴۵، پاییز ۱۳۸۹. صفحات.۱-۲۴.
- * گلستانی، شهرام و جوقینی، عباس و خراسانی، محمود (۱۳۹۱). بررسی همزمانی سیکل‌های تجاری اعضای اوپک با درآمدهای نفتی، فصلنامه علمی پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی، سال دوم، شماره ۸، صفحات.۶۸-۵۱.
- * نمازی، محمد و کرمانی ، احسان (۱۳۸۷) ، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، مجله بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صفحات.۱۰۰-۸۳.
- * نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد ، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صفحات.۱۲۴-۹۷.
- * هادیان ، ابراهیم و هاشم پور ، محمد رضا (۱۳۸۲). شناسایی چرخه های تجاری در اقتصاد ایران. فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، شماره ۱۵. صفحات.۱۲۰-۹۳.
- * Ashrafi, majid & Jorah Muhammad. (2013). THE PREFERENCES OF MALAYSIAN INSTITUTIONAL INVESTORS: DO THEY CHANGE THEIR PREFERENCES DURING TIME? International Journal of Business and Society, Vol. 14 No. 3.
- * Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. Journal of Finance, 61: pp. 1645-1680.

- * Bergholt, D., Larsen, V. H., & Seneca, M. (2017). Business cycles in an oil economy. *Journal of International Money and Finance*.
- * Bohl, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B. (2009). Institutional investors and stock returns Volatility: Empirical evidence from a natural experiment, *Journal of Banking & Finance*, Vol 33, pp. 627-639.
- * 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*, pp. 187, 27-36.
- * Du, D., Gunderson, R. J., & Zhao, X. (2016). Investor sentiment and oil prices. *Journal of Asset Management*, 17(2), pp. 73-88.
- * Eugenio D'Angelo, Giulio Grimaldi (2017). The effectiveness of the Elliot wave theory of forecast financial markets, *international business research*, Vol. 10, No. 6; 2017
- * Gompers, P. A., Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity prices. *The quarterly Journal of Economic*. Vol. 116. No. 1. pp. 229-259.
- * Fama E. F. and French, R., (1989), "Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol 25, pp. 25-49.
- * Fisher, G. (2014). Advising the Behavioral Investor: Lessons from the real World. *Investor Behavior—The Psychology of Financial Planning and Investing*, pp. 265-283.
- * 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.
- * Kahneman, D., & Tversky A. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, pp. 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.
- * Lucas, R. E. Jr (1977), *Understanding Business Cycle*, Amsterdam: North Holland.
- * Miguel A. Ferreira, Massimo Massa, Pedro Matos. 2010. Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, Vol, 23.
- * Walid Mensi, Mobeen Ur Rehman, Xuan Vinh Vo (2021), Risk spillovers and diversification between oil and non-ferrous metals during bear and bull market states, *Resources Policy*, 2021, vol. 72, issue C.
- * Yihong Deng and Yongxing Xu (2011) "Do institutional investors have superior stock selection ability in China", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 4/3, pp. 107-120

Institutional and individual Investor's preferences in the Crude Oil and Natural Gas Business Cycle

Samad Ayazi

Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran
Samadayazi2@gmail.com

Mansour Garkaz

Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran. "Corresponding Author"
M_garkaz@yahoo.com

Parviz Saeedi

Department of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, AliabadKatoul, Iran
Dr.parvzsaeedi@yahoo.com

Alireza Maetoofi

Department of Management, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran
alirezamaetoofi@gmail.com

Abstract

The main purpose of this paper is to test which firm's characteristics attract institutional and individual investors in crude oil and natural gas Business cycle. For the first time, the present study examines the preferences of investors in the oil and gas business cycle and examines the relationship between the capital market and the trade of key products of the country's economy. The data about business cycle is obtained from statistics center of the Islamic Republic of Iran and the data about investment of investors, collected from explanatory notes to financial statements of 222 listed companies of the Tehran Stock Exchange. The results of the research indicate that investor preferences in different industries are very important between institutional investors and individual investors, and institutional investors have a lower percentage of investment changes than individual investors. Also, the findings shown that the characteristics of the active industries in Iran have affected the preferences of institutional and individual investors in the in crude oil and natural gas business cycle. According to the findings, the crude oil and natural gas business cycle has experienced a recession in the years 2006 and 2012 through 2014 during the and there were boom in other years. The peak point is 2011 and the point pergee is 2012.

Key words: Investor preferences - Institutional investors - Individual investors - The Crude oil and natural gas business cycle