

بررسی رابطه احساسات سرمایه گذاران و ساختار سرمایه بر سرمایه گذاری

شرکت

بهناز سیدی نژاد^۱، ایرج دستبرد^۲، جمیله شاکری^۳

تاریخ پذیرش ۱۴۰۲/۰۸/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۶/۱۲

چکیده

احساسات سرمایه گذار بالاتر باعث مشکل سرمایه گذاری بیش از حد می شود، و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه گذاران ناآگاه انگیزه قوی تری را برای مدیران فراهم می کند تا احساسات سرمایه گذار را برآورده کنند و در نتیجه سرمایه گذاری بیش از حد بیشتر می شود. احساسات کم هزینه های مالی خارجی را افزایش می دهد و سرمایه گذاری و اشتغال را محدود می کند. از این رو هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا احساسات سرمایه گذاران و ساختار مالکیت بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد؟ جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با نمونه مشتمل بر ۱۴۵ شرکت بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره و داده های پنل به تخمین فرضیه ها پرداخته شد که نتایج تحقیق نشان داد احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد همچنین در دیگر فرضیه تحقیق مشاهده گردید که ساختار مالکیت بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.

کلمات کلیدی: احساسات سرمایه گذاران، ساختار مالکیت، سرمایه گذاری.

^۱ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)

^۲ کارشناس مدیریت بازرگانی، دیوان محاسبات استان آذربایجان غربی، ایران

^۳ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، تبریز، ایران

۱. مقدمه

مدل نظری در این تحقیق نشان می‌دهد سطح سرمایه‌گذاری به طور مشترک تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذار و ساختار سرمایه‌پس از کنترل عوامل اساسی مؤثر بر سرمایه‌گذاری شرکت خواهد بود. در این مدل دو نوع سرمایه‌گذار وجود دارد: آگاه و ناآگاه. سرمایه‌گذاران ناآگاه دیدگاهی مغرضانه در مورد اصول بنیادی یک شرکت دارند و در حالت تعادل، نظرات آنها باعث قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود. نشان داده می‌شود که احساسات سرمایه‌گذار بالاتر باعث مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود، و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه‌گذاران ناآگاه انگیزه قوی‌تری را برای مدیران فراهم می‌کند تا احساسات سرمایه‌گذار را برآورده کنند، و در نتیجه سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتر می‌شود. همچنین این مدل نشان می‌دهد که سطح بالاتری از سرمایه‌گذاران آگاه (سرمایه‌گذاران نهادی) به کاهش مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از احساسات سرمایه‌گذار کمک می‌کند. نتیجه ما به طور کلی با دیدگاه مثبت در مورد نقشی که سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند سازگار است. مطابق با این دیدگاه، محققان دریافته‌اند که احساسات سرمایه‌گذار توانایی پیش‌بینی مداوم بازده سهام را نشان می‌دهد (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶؛ استامباو و همکاران^۱، ۲۰۱۲، ۲۰۱۴؛ چانگ و همکاران^۲، ۲۰۱۲). جریان‌های ادبیات وجود دارد که تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری شرکت را بررسی کرده است. یافته کلی این مقالات این است که سرمایه‌گذاری شرکتی به طور مثبت با احساسات سرمایه‌گذار در سطح شرکت یا در سطح کل مرتبط است. به عنوان مثال، برای نام بردن چند مورد، پولک و ساپینزا^۳ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد برای تامین احساسات بالاتر سرمایه‌گذار دارند. عارف و لی^۴ (۲۰۱۴) دریافتند که کل سرمایه‌گذاری‌های شرکتی تحت تأثیر امواج خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران با استفاده از داده‌های ایالات متحده و بین‌المللی است. بوشی^۵ (۱۹۹۸) دریافت

¹ Stambaugh et al

² Chung et al

³ Polk and Sapienza

⁴ Arif and Lee

⁵ Bushee

که گردش مالی بالاتر و یک استراتژی معاملاتی حرکتی با کاهش تحقیق و توسعه برای مدیریت سود، رفتار سرمایه گذاری نزدیک بینی را تشویق می کند. مکلین و ژائو^۱ (۲۰۱۴) دریافتند که احساسات کم هزینه های مالی خارجی را افزایش می دهد و سرمایه گذاری و اشتغال را محدود می کند.

جریان تحقیق دیگری وجود دارد که رابطه بین مالکیت نهادی و سرمایه گذاری شرکتی را بررسی می کند. به عنوان مثال، بوشی (۱۹۹۸) دریافت که سهامداری قابل توجه و پیچیدگی سرمایه گذاران نهادی تضمین می کند که مدیران سطوح تحقیق و توسعه را برای به حداکثر رساندن ارزش بلندمدت انتخاب می کنند. با این حال، برای شرکت هایی با سطح بالایی از مالکیت نهادی گذرا، مدیران تمایل به کاهش تحقیق و توسعه برای افزایش درآمد دارند. در مقاله بعدی، بوشی (۲۰۰۱) همچنین مستند می کند که مؤسسات نوع گذرا ترجیحات محکمی برای ارزش بیشتر در کوتاه مدت نشان می دهند و بر ارزیابی نادرست شرکت ها تأثیر می گذارد. بیکر و همکاران (۲۰۰۳) نشان می دهد که قیمت سهام بر سرمایه گذاری شرکت های وابسته به سهام بسیار بیشتر تأثیر می گذارد. از این رو، انواع مختلف مالکیت نهادی می تواند سرمایه گذاری شرکتی را از طریق این کانال قیمت گذاری نادرست تحت تأثیر قرار دهد. گاسپار و همکاران (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران نهادی با پرتفوی با گردش مالی بالا تأثیر کمی بر تصمیم گیری های مدیران دارند. ما یک مدل نظری ایجاد می کنیم که نشان می دهد سطح سرمایه گذاری به طور مشترک تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار و ساختار مالکیت سهامداران پس از کنترل عوامل اساسی مؤثر بر سرمایه گذاری شرکت خواهد بود. در مدل ما دو نوع سرمایه گذار وجود دارد: آگاه و ناآگاه. سرمایه گذاران ناآگاه دیدگاهی مغرضانه در مورد اصول بنیادی شرکت دارند و در حالت تعادل، نظرات آنها باعث قیمت گذاری نادرست سهام می شود. ما نشان می دهیم که احساسات سرمایه گذار بالاتر باعث ایجاد مشکل سرمایه گذاری بیش از حد می شود، و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه گذاران ناآگاه، انگیزه قوی تری را برای مدیران فراهم می کند تا احساسات سرمایه گذار را برآورده کنند و در

¹ Mclean and Zhao

نتیجه سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتری را به همراه خواهد داشت. مدل ما همچنین نشان می‌دهد که سطح بالاتری از سرمایه‌گذاران آگاه (سرمایه‌گذاران نهادی) به کاهش مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از احساسات سرمایه‌گذار کمک می‌کند. نتیجه ما به طور کلی با دیدگاه مثبت در مورد نقشی که سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند سازگار است.

در این تحقیق از شاخص احساسات بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) به عنوان متغیر اصلی برای دریافت احساسات سرمایه‌گذار در بازار در آزمون تجربی خود استفاده می‌شود. استامباو و همکاران (۲۰۱۲، ۲۰۱۴) تحقیقات گسترده‌ای در مورد قابلیت پیش‌بینی این شاخص بر بازده سهام انجام داده‌اند و به نتایج ثابتی دست یافته‌اند که نشان می‌دهد شاخص احساسات یک پیش‌بینی کننده قوی برای بازده سهام آتی است. همچنین از شاخص احساسات مصرف‌کننده دانشگاه میشیگان (UMCSI) به عنوان یک پروکسی جایگزین برای احساسات سرمایه‌گذار استفاده می‌شود. این متغیر همچنین در مطالعات قبلی (فیشر و استاتمن^۱، ۲۰۰۲؛ لمون و پورتناگویی^۲، ۲۰۰۶؛ دوکاس و همکاران^۳، ۲۰۰۹؛ مک‌لین و ژائو، ۲۰۱۴) به عنوان اندازه‌گیری برای احساسات سرمایه‌گذاران استفاده شده است. با توجه به این مطالب، هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا احساسات سرمایه‌گذاران و ساختار مالکیت بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر دارد؟

در ادامه، پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت‌های مدنظر و نیز الگوها و متغیرهای پژوهش)، یافته‌های پژوهش و در پایان، نتایج و پیشنهادها ارائه شده است.

۲-۳. پیشینه تحقیق

¹ Fisher and Statman

² Lemmon and Portnaguina

³ Doukas et al

خداد و ساعی (۱۴۰۱) تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور نمونه ای شامل ۱۰۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران شامل یک دوره هفت ساله بر اساس صورت های مالی شرکت های مورد مطالعه طی سال های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ انتخاب و برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نرم افزار EVIEWS نسخه ۹، استفاده گردید. نتایج حاکی از آن است هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و نهادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد تاثیر معنادار و معکوسی دارد.

قدرتی زوارم و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی اثر هموارسازی سود و ساختار مالکیت بر چسبندگی هزینه با استفاده از ۸۵ شرکت فعال در صنایع مختلف طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ پرداختند. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. یافته ها بیانگر آن است که ساختار مالکیت باعث کاهش چسبندگی هزینه می گردد؛ گرچه به عنوان یک عاملی قوی برای کاهش هموارسازی سود نیست. همچنین نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین هموارسازی سود و چسبندگی هزینه رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

محمودزاده و فتحی (۱۴۰۱) تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع گرای سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه گذاری شرکت ها با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک و تعداد ۱۲۸ شرکت طی دوره زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ بررسی شد. روش اقتصادسنجی در این پژوهش روش سیستم معادلات همزمان (SLS۳) است. یافته های پژوهش نشان می دهد که اثر اعتماد سرمایه گذاران بر میزان سرمایه گذاری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می دهد افزایش اعتماد سرمایه گذاران منجر به افزایش ورود نقدینگی با بازار و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه گذاری خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد که گرایش های احساسی بر میزان سرمایه گذاری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران منفی و معنادار است و نشان می دهد که در بلندمدت گرایش های احساسی منجر به حرکت های رمه ای و خروج ناگهانی نقدینگی از بورس و کاهش سرمایه گذاری در شرکت ها می شود.

کشاورزیان (۱۴۰۰) اثر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و نقد شوندگی سهام را در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی سهام رابطه مثبت وجود دارد. همچنین یافته‌ها حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی سهام تأثیرگذار است.

دارابی و همکاران (۱۴۰۰) تاثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد شرکت بین سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ و با استفاده از اطلاعات ۱۳۴ شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمون نشان داد سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد رابطه معناداری دارند و همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه ها مشاهده شد که مالکیت دولتی تاثیر معناداری بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد دارد.

خرم کوهی (۱۴۰۰) تحلیل تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده تعدیل شده در بازه زمانی اعلان سود تاثیر مستقیم داشته است. همچنین، در شرکتهای با احساسات بالا حساسیت بازده سهام نسبت به اخبار خوب سود بیشتر و در شرکتهای با احساسات پایین حساسیت بازده سهام نسبت به اخبار بد سود بیشتر بوده است. علاوه بر این نتایج نشان داد اخبار سود در شرکت‌های با احساسات بالا دارای محتوای اطلاعاتی بوده است. بنابر نتایج حاصل شده، به فعالان بازار پیشنهاد می‌شود اخبار سود را با توجه به احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌ها مورد توجه قرار دهند و واکنش بیش از اندازه نسبت به اخبار خوب یا بد را در نظر بگیرند.

اکبری (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود. اما بین احساسات سرمایه‌گذاران و حجم معاملات سهام رابطه معناداری و مثبت وجود دارد و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

رحمانی و نغعی (۱۳۹۹) تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از فرضیه نخست پژوهش نشان می دهد که اهرم مالی تاثیر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری های شرکت ها دارد. همچنین یافته های فرضیه دوم پژوهش بیانگر آن است که تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر می باشد.

جلیلود و رستمی نوروزآباد (۱۳۹۷) در بررسی تعاملات سواد مالی، احساسات سرمایه گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند به این نتیجه دست یافتند که بر خلاف مطالعات قبلی، در مورد تأثیر سواد مالی بر روی ادراک ریسک سرمایه گذاران در ایران مشاهده نکردند و از سوی دیگر سواد مالی، ادراک ریسک و احساسات سرمایه گذاران به صورت جمعی و به طور قابل توجهی بر تصمیم گیری های سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارند علاوه بر این شواهد آنها به تاثیر خاص جنسیت نیز رسیدند.

هوانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۲) اثر غیرخطی ساختار مالکیت سهامداران بر دارایی های نقدی شرکت: دیدگاه های مشکل نمایندگی نوع اول و دوم در اصلاح سهام تقسیم شده چین را بررسی کردند. یافته های تحقیق نشان می دهد که هم درصد مالکیت سهامداران برتر و هم کنترل ها و مانده های سایر سهامداران بزرگ (نسبت مالکیت ترکیبی سهامدار دوم و سوم به سهامدار برتر) بر میزان نگهداری نقدی شرکت پس از اصلاحات تأثیر مثبت می گذارد. با این حال، افزایش در دارایی های نقدی نرخ کاهشی را نشان می دهد. نتایج با این تصور سازگار است که مشکل نمایندگی نوع I (بین مدیریت و سهامداران) و نوع دوم (بین سهامداران کنترل و سهامداران اقلیت) بر میزان نگهداری وجه نقد شرکت تأثیر می گذارد. در حالی که هم شرکت های دولتی (SOE) و هم شرکت های غیردولتی (غیر دولتی) یافته های کیفی مشابهی را نشان می دهند، تأثیر مالکیت

¹ Huang et al

سهامداران اصلی و کنترل‌ها و موازنه‌های سایر تغییرات ساختار سهامداران بزرگ بر نگهداری وجه نقد در بین شرکت‌های غیر دولتی برجسته‌تر است.

دیاس و همکاران^۱ (۲۰۲۲) تحقیقی را با عنوان آیا احساسات سرمایه‌گذار بازده و نوسانات بیت کوین را پیش‌بینی می‌کند؟ رویکرد رگرسیون چندکی مورد بحث قرار دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که علاقه و احساسات سرمایه‌گذار پیش‌بینی‌کننده‌های قابل توجهی بازده و نوسانات بیت‌کوین هستند، در حالی که انجمن VIX و Bitcointalk.org به ترتیب مناسب‌ترین پیش‌بینی‌کننده‌ها برای نمایش احساسات و علاقه سرمایه‌گذار هستند. این یافته‌ها همچنین نشان دهنده یک رابطه غیرخطی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بیت کوین و نوسان است، با تغییر قدرت قابل پیش‌بینی بر اساس شرایط بازار. بنابراین، این مطالعه با ارائه شواهد تجربی برای تأیید قابلیت تئوری‌های مالی رفتاری در بازار بیت کوین، ادبیات موجود را غنی می‌کند و سرمایه‌گذاران را با اطلاعات بیشتر برای جستجوی سود در شرایط مختلف بازار تکمیل می‌کند.

لیو و همکاران^۲ (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان آیا تجارت حقوق آب بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؟ نقش تخصیص منابع و کانال‌های کاهش ریسک را مورد بحث قرار دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست WRT به طور قابل توجهی سرمایه‌گذاری شرکت را از طریق دو مکانیسم تحریک می‌کند: بهینه‌سازی تخصیص منابع و کاهش ریسک شرکت. علاوه بر این، ما شواهدی ارائه می‌کنیم که نشان می‌دهد تأثیر سیاست WRT در خلبان‌های ملی WRT، مناطقی با سطوح بالاتری از منابع آبی و توسعه اقتصادی، و شرکت‌های غیردولتی برجسته‌تر است. به طور کلی، نتایج ما شواهدی از اثربخشی سیاست WRT در سطح شرکت ارائه می‌دهد.

محمودی و همکاران^۳ (۲۰۲۲) احساسات سرمایه‌گذار در سطح شرکت و اعلامیه شرکت بازده را مورد بررسی قرار دادند. مدل‌های رفتاری رفتار سرمایه‌گذار پیشنهاد می‌کنند که احساسات بر پاسخ سرمایه‌گذاران به اطلاعیه‌های شرکت تأثیر می‌گذارد. از آنجایی که باورها می‌توانند به صورت مقطعی ناهمگن باشند، احساسات سرمایه‌گذار خاص شرکت ممکن است با سطوح کل احساسات

¹ Dias et al

² Liu et al

³ Mahmoudi et al

سرمایه گذار متفاوت باشد. در این تحقیق شواهد تجربی در مورد قدرت توضیحی احساسات سرمایه گذار در سطح شرکت و بازار برای بازده اعلامیه شرکت ارائه می شود. به طور تجربی نشان داده می شود که احساسات سرمایه گذار در سطح شرکت، قدرت توضیحی حاشیه ای فراتر از احساسات سرمایه گذار در سطح بازار برای بازده اعلامیه شرکت، گردش مالی و برگشت های بلندمدت دارد. مطالعات قبلی، که بر معیارهای تمایل سرمایه گذاران در سطح بازار تمرکز دارند، احتمالاً میزان اقتصادی نقشی را که احساسات در بازده اعلامیه شرکت ایفا می کند، کمتر بیان کرده اند.

لی و گراندی^۱ (۲۰۲۱) تأثیر احساسات سرمایه گذار و ساختار مالکیت سهامداران بر سرمایه گذاری شرکتی را در بازه زمانی ۱۹۸۰ و ۲۰۱۸ مورد بررسی قرار دادند. این مقاله نشان می دهد که شرکت هایی که نسبت بیشتری از سرمایه گذاران خرده فروشی دارند، بیشتر از شرکت های مشابه دیگر سرمایه گذاری می کنند. در دوره های هیجان پایین، شرکت های دارای محدودیت مالی کمتر از شرکت هایی که محدودیت مالی ندارند، سرمایه گذاری می کنند. تأثیر مثبت مالکیت خرده فروشی باقی مانده بر سطح سرمایه گذاری برای شرکت هایی با ریسک خاص بالاتر بیشتر است.

مبین الرحمن و همکاران^۲ (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر احساسات سرمایه گذاران سهامداران آمریکایی بین بازه زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۵ در بازه زمانی ۲۰ ساله انجام دادند به این نتیجه رسیدند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و احساسات سرمایه گذار به عنوان عوامل محرک برای بازده بخشی ایالات متحده عمل می کنند و بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و احساسات سرمایه گذاران آمریکایی رابطه معناداری وجود دارد.

هو و هکاران^۳ (۲۰۲۰) انواع مالکیت سهامداران بزرگ و حاکمیت هیئت مدیره را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی بیشتر با نسبت مدیران خارجی بیشتر در هیئت مدیره و احتمال بیشتر ترکیب مدیر عامل و رئیس مرتبط است. ماهیت رابطه بین مالکیت

¹ Lee and Grundy

² Mobeen Ur Rehman, Ahmet Sensoy, Veysel Eraslan,

³ Ho et al

نهادی و حاکمیت هیئت مدیره به خارجی یا داخلی بودن مالکان نهادی و فعال یا منفعل بودن بستگی دارد. یافته‌های ما در مجموع نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی (موسسه‌ای) بیشتر با هیئت مشاوره (نظارت) مرتبط است. این تحقیق با ارائه شواهدی در مورد ماهیت چند بعدی رابطه بین انواع مالکیت سهامداران بزرگ و حاکمیت هیئت مدیره به ادبیات کمک می‌کند.

۳. فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی اول: احساسات سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی اول: احساسات سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی دوم: احساسات سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه اصلی دوم: ساختار مالکیت بر سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی سوم: مالکیت نهادی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی چهارم: مالکیت نهادی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی پنجم: مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ششم: مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.

۴. روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد از نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود؛ برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های مورد نظر از نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است. برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ هست. در این پژوهش، برای تعیین نمونه آماری از روش غربالگری استفاده شد: بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: شرکت‌هایی که سال

مالی آنها به انتهای اسفندماه ختم می‌شود، جزء شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی نباشند، شرکت‌هایی که در طی دوره موردنظر تغییر سال مالی نداشته باشند و شرکت‌هایی که اطلاعات مالی موردنیاز آنها جهت سنجش متغیرها در دسترس باشند. بعد از اعمال این شرایط ۱۴۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

۵. متغیرهای تحقیق

۱-۵. متغیر مستقل

۱-۱-۵- ساختار مالکیت: به روش زیر محاسبه می‌شود:

مالکیت نهادی: مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانکها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)؛ ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

مالکیت مدیریتی: مالکیت مدیریتی از طریق اندازه‌گیری درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیات مدیره از کل سهام سرمایه، محاسبه می‌شود. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)؛ رز (۲۰۰۵) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

۲-۱-۵- احساسات سرمایه گذاران

مطابق با پژوهش زو و نیو (۲۰۱۶)، نیوباندوپادهاها و جونز (۲۰۰۵)، پرساود^۱ (۱۹۹۶)، حیدرپور و همکاران (۱۳۹۱) و شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۵) از شاخص احساس بازار سرمایه برای اندازه‌گیری متغیر احساسات سرمایه گذاران استفاده شده است:

$$Senti_{it} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_r)^2(R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}}$$

¹ Persaud, A.

که در این رابطه: R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ؛ \bar{R}_t : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های نمونه؛ R_{it} : رتبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام شرکت i در ماه t : برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می شود.؛ R_{it} : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های نمونه.

۲-۵- متغیر وابسته: سرمایه گذاری شرکت

مطابق با پژوهش موسوی و همکاران (۱۳۹۵) و وانگ و همکاران (۲۰۱۵) به منظور تخمین سرمایه گذاری شرکت از سطح سرمایه گذاری مورد انتظار از مدل مبتنی بر فرصت های رشد استفاده می شود. انحراف از این مدل که در جز خطای آن منعکس می شود نشان دهنده ناکارایی سرمایه گذاری است. کارایی سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون ترکیبی رابطه زیر محاسبه می شود. جز خطای این مدل منعکس کننده انحراف از سطح سرمایه گذاری مورد انتظار است که انحراف مثبت از سرمایه گذاری انتظار می رود به عنوان سرمایه گذاری بیشتر از حد و انحراف منفی از سرمایه گذاری انتظار می رود به عنوان سرمایه گذاری کمتر از حد در نظر گرفته می شود.

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Return_{it-1} + \beta_6 AGE_{it-1} + \beta_7 Investment_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن: $Investment$ = سرمایه گذاری شرکت؛ $Growth$ = رشد شرکت؛ LEV = اهرم مالی؛ $Cash$ = وجه نقد شرکت؛ $Size$ = اندازه شرکت؛ $Return$ = بازده دارایی؛ AGE = عمر شرکت؛ ε = جز خطا مدل (ناکارایی سرمایه گذاری)

متغیر کنترلی

$Size_{it}$: لگاریتم طبیعی دارایی شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت -
 $capital\ ratio_{it}$: نسبت سرمایه که از تقسیم حقوق صاحبان سرمایه بر کل دارایی بدست می آید.

ROA_{it} - سودآوری که از تقسیم سود خالص بر کل دارایی بدست می آید.
 $growth\ opportunity_{it}$ - فرصت رشد که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت بدست می آید

۶. یافته های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱ شاخص های توصیفی متغیرها

انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۰.۰۳	-۰.۰۶	۰.۰۹	-۰.۰۷	-۰.۰۲	سرمایه گذاری شرکت
۰.۰۷	-۰.۱۸	۰.۱۵	-۰.۰۳	-۰.۰۴	احساسات سرمایه گذاران
۰.۳۷	۰.۰۰	۰.۹۸	۰.۵۲	۰.۴۸	مالکیت نهادی
۰.۲۳	۰.۰۰	۰.۸۵	۰.۰۳	۰.۱۳	مالکیت مدیریتی
۶.۴۳	۰.۷۹	۲۴.۸۵	۵.۲۷	۷.۴۳	فرصت رشد
۰.۲۰	۰.۰۴	۰.۸۰	۰.۴۵	۰.۴۴	نسبت سرمایه
۰.۱۵	-۰.۱۰	۰.۴۸	۰.۱۳	۰.۱۵	سودآوری
۰.۶۲	۵.۶۴	۸.۰۰	۶.۵۰	۶.۶۰	اندازه شرکت

ماخذ: یافته های تحقیق

با نگاهی به جدول (۱) مشاهده می شود که میانه و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن ها به توزیع نرمال نزدیک تر است. در بین متغیرها فرصت رشد با مقدار (۷/۴۳) دارای بیشترین میانگین و متغیر احساسات سرمایه گذاران با مقدار (۰/۰۴-) دارای کمترین میانگین است. بیشترین و کمترین مقدار سرمایه گذاری که متغیر وابسته تحقیق است برابر با (۰/۰۹، ۰/۰۶-) است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می رسیم که متغیر سرمایه گذاری شرکت با مقدار (۰/۰۳) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر فرصت رشد با مقدار (۶/۴۳) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان های شدیدتری دارد است.

۲-۶-آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد^۱ استفاده شده است.

جدول ۲ خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چپو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
سرمایه گذاری شرکت	-۲۵/۱۳	۰/۰۰۰۰	مانا
احساسات سرمایه گذاران	-۲۶/۱۶	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت نهادی	-۷۴/۸۱	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت مدیریتی	-۹/۴۸	۰/۰۰۰۰	مانا
فرصت رشد	-۱۷/۲۰	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت سرمایه	-۱۱/۳۳	۰/۰۰۰۰	مانا
سودآوری	-۹/۱۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۱۷/۹۳	۰/۰۰۰۰	مانا (مرتبه اول)

ماخذ: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

۳-۶-آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول ۳ آزمون همسانی واریانس

آزمون وایت	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
فرضیه فرعی اول	۳/۱۳	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه فرعی دوم	۰/۴۴	۰/۹۸۲۸	همسانی واریانس
فرضیه فرعی سوم	۲/۸۸	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
فرضیه فرعی چهارم	۰/۶۱	۰/۹۰۲۵	همسانی واریانس

^۱ Unit Root Test

بررسی رابطه احساسات سرمایه گذاران و ساختار سرمایه...

فرضیه فرعی پنجم	۲/۳۶	۰/۰۰۰۹	ناهمسانی واریانس
فرضیه فرعی ششم	۰/۶۰	۰/۹۰۹۷	همسانی واریانس

ماخذ: یافته‌های تحقیق

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) خواهد بود.

۴-۶- آزمون هم خطی

برای بررسی هم خطی در این تحقیق از معیار عامل تورم واریانس^۱ استفاده شده است.

جدول ۴ بررسی هم خطی

متغیر	فرضیه فرعی اول عامل تورم واریانس (VIF)	فرضیه فرعی دوم عامل تورم واریانس (VIF)
احساسات سرمایه گذاران	۱.۰۰۴۴۰۸	۱.۰۲۸۴۸۳
اندازه شرکت	۱.۰۵۲۸۷۰	۱.۰۵۶۳۲۵
نسبت سرمایه	۱.۷۱۹۴۲۳	۲.۳۴۵۹۷۸
سودآوری	۱.۷۸۲۴۲۳	۲.۴۲۹۳۵۱
فرصت رشد	۱.۰۰۵۹۰۴	۱.۰۱۲۸۳۱

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هریک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق ارائه شده کمتر از ۱۰ می‌باشند؛ بنابراین مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

جدول ۵ بررسی هم خطی

متغیر	فرضیه فرعی سوم عامل تورم واریانس (VIF)	فرضیه فرعی چهارم عامل تورم واریانس (VIF)

^۱ VIF

مالکیت نهادی	۱.۰۰۵۵۲۹	۱.۰۳۱۷۶۱
اندازه شرکت	۱.۰۵۱۷۱۷	۱.۰۷۶۱۷۱
نسبت سرمایه	۱.۷۲۴۶۹۳	۲.۳۱۲۴۹۴
سودآوری	۱.۷۸۱۷۹۷	۲.۳۷۷۲۷۵
فرصت رشد	۱.۰۰۵۹۹۶	۱.۰۱۴۲۳۳

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هریک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق ارائه شده کمتر از ۱۰ می‌باشند؛ بنابراین مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

جدول ۶ بررسی هم خطی

متغیر	فرضیه فرعی پنجم عامل تورم واریانس (VIF)	فرضیه فرعی ششم عامل تورم واریانس (VIF)
مالکیت مدیریتی	۱.۰۰۹۸۰۸	۱.۱۳۳۸۰۷
اندازه شرکت	۱.۰۵۳۳۲۹	۱.۰۶۶۱۰۵
نسبت سرمایه	۱.۷۱۹۶۹۵	۲.۵۲۶۹۵۲
سودآوری	۱.۷۸۱۶۱۱	۲.۶۷۰۸۶۴
فرصت رشد	۱.۰۰۹۵۵۱	۱.۰۱۲۸۶۶

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هریک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق ارائه شده کمتر از ۱۰ می‌باشند؛ بنابراین مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

۶-۵- بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه فرعی اول: احساسات سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$Under\ Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Senti_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۷ نتایج تخمین فرضیه فرعی اول تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذاران	-۰.۰۱۹۵۹۰	۰.۰۰۸۸۶۹	-۲.۲۰۸۱۲	۰.۰۲۷۷

بررسی رابطه احساسات سرمایه گذاران و ساختار سرمایه...

اندازه شرکت	۰۰۰۷۵	-۲۶۸۵۱۷۷	۰۰۰۳۷۴۲	-۰۰۱۰۰۴۹
نسبت سرمایه	۰۰۰۰۰	-۴۸۶۹۲۵۶	۰۰۱۶۹۷۱	-۰۰۸۲۶۳۸
سودآوری	۰۰۱۴۲۷	-۱۰۴۶۸۳۹۴	۰۰۱۶۶۰۰	-۰۰۲۴۳۷۵
فرصت رشد	۰۰۱۸۱۶	۱۰۳۳۷۹۲۸	۶۰۱۴E-۰۵	۸۰۲۱E-۰۵
عرض از مبدا	۰۰۰۴۶۲	۱۰۹۹۸۴۶۹	۰۰۲۴۴۲۵	۰۰۴۸۸۱۲
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۵۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶			
آماره F	۷/۷۹			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۹۰			

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این‌که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۵۷ درصد متغیر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به‌منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۹۰ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر احساسات سرمایه گذاران با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر منفی می باشد پس رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت معکوس است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت دارند. اما سودآوری و فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ندارد.

فرضیه فرعی دوم: احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$OverInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Senti_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۸ نتایج تخمین فرضیه فرعی دوم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه گذاران	۰.۸۷۲۷۸۲	۰.۱۱۲۵۸	۷۷.۵۲۵۲۲	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	۱.۰۴۵۹۵۵	۰.۰۴۸۲۹۵	۲۱.۶۵۷۷۱	۰.۰۰۰۰
نسبت سرمایه	۰.۹۷۹۹۴۲	۰.۲۴۶۱۶۱	۳.۹۸۰۹۰۰	۰.۰۰۰۱
سودآوری	۰.۱۰۷۳۰۰	۰.۰۳۷۶۰۶	۲.۸۵۳۳۱۶	۰.۰۰۴۷
فرصت رشد	۰.۰۰۰۱۰۵	۰.۰۰۰۱۷۴	۰.۶۰۳۸۹۳	۰.۵۴۶۵
عرض از مبدا	-۰.۰۴۱۳۱۵	۰.۰۴۳۵۱۱	-۰.۹۴۹۵۲۶	۰.۳۴۳۳
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۵۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۵			
آماره F	۳/۸۹			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۸۸			

ماخذ: یافته های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H_1 آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۵۷ درصد متغیر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۵ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۸۸ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی

جملات خطا رد می شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر احساسات سرمایه گذاران با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت می باشد پس رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت مستقیم است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت دارند. اما فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ندارد.

فرضیه فرعی سوم: مالکیت نهادی بر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$Under\ Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۸ نتایج تخمین فرضیه فرعی سوم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مالکیت نهادی	-۰.۹۹۴۳۰۳	۰.۲۵۹۷۸۵	-۳.۸۲۷۴۱۴	۰.۰۰۰۱
اندازه شرکت	-۰.۰۹۹۰۸	۰.۰۰۳۷۷۱	-۲.۶۲۷۰۸۶	۰.۰۰۸۹
نسبت سرمایه	-۱.۰۴۴۴۱۱	۰.۰۴۷۸۶۷	-۲۱.۸۱۹۲۰	۰.۰۰۰۰
سودآوری	-۰.۰۲۴۰۳۲	۰.۰۱۶۴۱۶	-۱.۴۶۳۹۱۸	۰.۱۴۳۹
فرصت رشد	۸.۱۲E-۰۵	۶.۱۵E-۰۵	۱.۳۲۱۴۳۰	۰.۱۸۷۰
عرض از مبدا	۰.۰۴۵۶۴۴	۰.۰۲۴۸۵۶	۱.۸۳۶۳۱۹	۰.۰۶۶۹
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۵۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶			
آماره F	۷/۹۴			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۹۰			

ماخذ: یافته های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H_1 آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۵۷ درصد متغیر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دورین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۹۰ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت نهادی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از انجایی که ضریب این متغیر منفی می باشد پس رابطه بین مالکیت نهادی و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت معکوس است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت دارند. اما سودآوری و فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ندارد.

فرضیه فرعی چهارم: مالکیت نهادی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$OverInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۹ نتایج تخمین فرضیه فرعی چهارم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مالکیت نهادی	۰.۰۸۲۶۸۷	۰.۰۱۷۶۱۶	۴.۶۹۳۷۴۱	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۸۷۵۳۰۵	۰.۰۱۱۲۵۵	۷۷.۷۷۳۹۰	۰.۰۰۰۰
نسبت سرمایه	۰.۰۲۲۱۰۷	۰.۰۰۷۳۱۳	۳.۰۲۲۹۶۱	۰.۰۰۲۵
سودآوری	۰.۱۰۱۸۳۷	۰.۰۳۷۰۵۵	۲.۷۴۸۲۸۰	۰.۰۰۶۵

فرصت رشد	۰.۵۷۹۴	۰.۵۵۴۹۷۱	۰.۰۰۰۱۷۴	۰.۰۵-۹۶۴E
عرض از مبدا	۰.۶۹۱۴	-۰.۳۹۷۴۲۵	۰.۰۴۶۳۴۷	-۰.۰۱۸۴۱۹
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۵۸			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶			
آماره F	۴/۳۰			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۸۸			

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این‌که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H_1 آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۵۸ درصد متغیر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به‌منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۸۸ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت نهادی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی چهارم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از انجایی که ضریب این متغیر مثبت می‌باشد پس رابطه بین مالکیت نهادی و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت مستقیم است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت دارند. اما فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ندارد.

فرضیه فرعی پنجم: مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.
مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$Under\ Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOWN_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \beta_6 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۰ نتایج تخمین فرضیه فرعی پنجم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مالکیت مدیریتی	-۰.۰۲۴۶۴۸	۰.۰۰۶۷۲۴	-۳.۶۶۵۹۳۹	۰.۰۰۰۳
اندازه شرکت	-۰.۰۰۹۹۴۹	۰.۰۰۳۷۳۵	-۲.۶۶۳۴۳۵	۰.۰۰۸۰
نسبت سرمایه	-۰.۰۳۲۹۹۶	۰.۰۰۲۰۱۱	-۱۶.۴۰۶۳۵	۰.۰۰۰۰
سودآوری	-۰.۰۲۴۱۷۹	۰.۰۱۶۵۶۸	-۱.۴۵۹۴۰۹	۰.۱۴۵۱
فرصت رشد	۸.۰۰E-۰۵	۶.۲۹E-۰۵	۱.۳۷۱۶۹۸	۰.۲۰۴۱
عرض از مبدا	۰.۰۴۷۸۳۹	۰.۰۲۴۲۹۹	۱.۹۶۸۷۸۴	۰.۰۴۹۶
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۷۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۶			
آماره F	۷/۷۹			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۹۰			

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H_1 آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۷ درصد متغیر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۹۰ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت مدیریتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی پنجم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر منفی می باشد پس رابطه بین مالکیت مدیریتی و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت معکوس است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه

شرکت و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت دارند. اما سودآوری و فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ندارد.

فرضیه فرعی ششم: مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$OverInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOWN_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 capital\ ratio_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 growth\ opportunity_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۱ نتایج تخمین فرضیه فرعی ششم تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
مالکیت مدیریتی	۰.۱۵۳۶۶	۰.۰۰۴۶۰۰	۳.۳۴۰۷۱۹	۰.۰۰۰۹
اندازه شرکت	۰.۰۲۹۸۶۶	۰.۰۱۳۵۶۴	۲.۲۰۱۹۴۸	۰.۰۲۷۹
نسبت سرمایه	۰.۰۳۳۷۹۰	۰.۰۱۶۶۵۴	۲.۰۲۹۰۲۷	۰.۰۴۲۷
سودآوری	۰.۰۹۳۷۵۸	۰.۰۳۹۳۷۴	۲.۳۸۱۲۳۳	۰.۰۱۸۰
فرصت رشد	۰.۰۰۰۱۰۴	۰.۰۰۰۱۷۴	۰.۵۹۹۲۸۳	۰.۵۴۹۶
عرض از مبدا	-۰.۰۴۸۵۳۶	۰.۰۴۴۲۰۳	-۱.۰۹۸۰۲۳	۰.۲۷۳۳
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۷۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۵			
آماره F	۴/۰۴			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۸۷			

ماخذ: یافته های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچکتر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۷ درصد متغیر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۵ درصد به دست آمده

است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دورین واتسون توجه نمود چون مقدار آن $1/87$ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت مدیریتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی ششم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از انجایی که ضریب این متغیر مثبت می باشد پس رابطه بین مالکیت مدیریتی و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت مستقیم است. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و نسبت سرمایه گذاری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت دارند. اما فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ندارد.

۷-۴- خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

نتیجه	شرح	فرضیه
تایید	احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه اصلی اول
تایید	احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی اول
تایید	احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی دوم
تایید	ساختار مالکیت بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه اصلی دوم
تایید	مالکیت نهادی بر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی سوم
تایید	مالکیت نهادی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی چهارم
تایید	مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی پنجم
تایید	مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت تاثیر معناداری دارد.	فرضیه فرعی ششم

۷. بحث و نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

احساسات سرمایه گذار بالاتر باعث مشکل سرمایه گذاری بیش از حد می‌شود، و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه گذاران ناآگاه انگیزه قوی تری را برای مدیران فراهم می‌کند تا احساسات سرمایه گذار را برآورده کنند، و در نتیجه سرمایه گذاری بیش از حد بیشتر می‌شود. همچنین این مدل نشان می دهد که

سطح بالاتری از سرمایه گذاران آگاه (سرمایه گذاران نهادی) به کاهش مشکل سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از احساسات سرمایه گذار کمک می کند. ما یک مدل نظری ایجاد می کنیم که نشان می دهد سطح سرمایه گذاری به طور مشترک تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار و ساختار مالکیت سهامداران پس از کنترل عوامل اساسی مؤثر بر سرمایه گذاری شرکت خواهد بود. در مدل ما دو نوع سرمایه گذار وجود دارد: آگاه و ناآگاه. سرمایه گذاران ناآگاه دیدگاهی مغرضانه در مورد اصول بنیادی شرکت دارند و در حالت تعادل، نظرات آنها باعث قیمت گذاری نادرست سهام می شود. ما نشان می دهیم که احساسات سرمایه گذار بالاتر باعث ایجاد مشکل سرمایه گذاری بیش از حد می شود، و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه گذاران ناآگاه، انگیزه قوی تری را برای مدیران فراهم می کند تا احساسات سرمایه گذار را برآورده کنند و در نتیجه سرمایه گذاری بیش از حد بیشتری را به همراه خواهد داشت. مدل ما همچنین نشان می دهد که سطح بالاتری از سرمایه گذاران آگاه (سرمایه گذاران نهادی) به کاهش مشکل سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از احساسات سرمایه گذار کمک می کند. نتیجه ما به طور کلی با دیدگاه مثبت در مورد نقشی که سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی ایفا می کنند سازگار است. با توجه به این مطالب، هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا احساسات سرمایه گذاران و ساختار مالکیت بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد؟ نتایج تحلیل های چند متغیره نشان می دهد با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر احساسات سرمایه گذاران با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر منفی است پس احساسات سرمایه گذاران و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت رابطه معکوسی دارد. همچنین در دیگر فرضیه فرعی دوم مشاهده گردید که احساسات سرمایه گذاران با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت رابطه معناداری دارد و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت بصورت مستقیم می باشد. در حالت کلی با توجه به نتایج آزمون فرضیه های فرعی می توان در خصوص فرضیه اصلی اینگونه نتیجه گرفت که احساسات سرمایه گذاران بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد که نتایج تحقیق با نتایج تحقیق لی و گراندی (۲۰۲۱)، عارف و لی (۲۰۱۴)، مکین و ژائو (۲۰۱۴)، پولک و سپینزا (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت نهادی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵

درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از انجایی که ضریب این متغیر منفی می باشد پس رابطه بین مالکیت نهادی و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت معکوس است. در دیگر نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت نهادی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی چهارم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از انجایی که ضریب این متغیر مثبت می باشد پس رابطه بین مالکیت نهادی و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت مستقیم است. و در دیگر نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت مدیریتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی پنجم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از انجایی که ضریب این متغیر منفی می باشد پس رابطه بین مالکیت مدیریتی و سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت معکوس است. همچنین در فرضیه فرعی ششم با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر مالکیت مدیریتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت است لذا فرضیه فرعی ششم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. و از انجایی که ضریب این متغیر مثبت می باشد پس رابطه بین مالکیت مدیریتی و سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت مستقیم است. که نتایج تحقیق با نتایج تحقیق لی و گراندی (۲۰۲۱)، بوشی (۱۹۹۸) مطابقت دارد

مطابق با این دیدگاه، محققان دریافته اند که احساسات سرمایه گذار توانایی پیش بینی مداوم بازده سهام را نشان می دهد. این مطالعه همچنین نشان می دهد که احساسات سرمایه گذاران، سرمایه گذاری شرکتی تحت تأثیر قرار می دهد از این رو، یک مدیر باید از میزان وابستگی مالی یک شرکت و محدودیت هایی که برای آن ایجاد می کند آگاه باشد و سپس استراتژی سرمایه گذاری مناسبی را برای تطبیق با این عوامل و به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در بلندمدت انتخاب کند. نتیجه ما به طور کلی با دیدگاه مثبت در مورد نقشی که سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی ایفا میکنند سازگار است و سطح بالاتری از مالکیت سرمایه گذاران ناآگاه انگیزه قوی تری را برای مدیران فراهم می کند تا احساسات سرمایه گذار را برآورده کنند، و در نتیجه سرمایه گذاری بیش از حد بیشتر می شود همچنین سطح بالاتری از سرمایه گذاران آگاه (سرمایه گذاران نهادی) به کاهش مشکل سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از احساسات

سرمایه گذار کمک می کند. مالکیت سهام بزرگتر از سرمایه گذاران نهادی نسبتاً آگاه ممکن است به عنوان مکانیزمی عمل کنند که می تواند درجه سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از تمایل سرمایه گذاران بالاتر و بیش از حد خوش بینانه سرمایه گذاران نسبتاً ناآگاه را کاهش دهد. بنابراین، یک مدیر باید به ساختار مالکیت فعلی یک شرکت توجه کند و سیاست سرمایه گذاری خود را تنظیم کند تا از مشکل سرمایه گذاری بیش از حد که می تواند در یک دوره نسبتاً احساسات بالا ایجاد شود، جلوگیری کند از این رو پیشنهاد می گردد شرکت ها از مالکیت نهادی و مدیریتی در سهامداران خود در این راستا بهره بگیرند.

۸. منابع

- اکبری، مریم. (۱۳۹۹). بررسی رابطه احساسات سرمایه گذاران و نقدشوندگی سهام شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علم و فرهنگ تهران، دانشکده علوم انسانی.
- جلیلوند، ابوالحسن؛ رستمی نوروزآباد، مجتبی (۱۳۹۷). تمایلات سواد مالی، احساسات سرمایه گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۷(۲۷)، ۱۶۹-۱۴۱
- خداداد، سعید و ساعی، سیاوش. (۱۴۰۱). تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۵۹)، ۵۶-۷۴.
- خرم کوهی، علی. (۱۴۰۰). تحلیل تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.
- دارابی، رویا؛ ورکش، زهرا و درخشان، جواد. (۱۴۰۰). تاثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد شرکت، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۴۴): ۱۳-۳۳.
- دانشمند، شیدا. (۱۳۹۴). مدل سازی انتخاب صندوق سرمایه گذاری مشترک با رویکرد مدل سازی ساختاری تفسیری (ISM)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه علم و هنر.
- رحمانی، مهدیه و نفعی، حبیب الله. (۱۳۹۹). تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۶): ۲۶-۴۷.
- قدرتی زوارم، عباس و نوروزی، محمد و روزخوش، مرضیه و نجاری، عظیمه. (۱۴۰۱). بررسی اثر هموارسازی سود و ساختار مالکیت بر چسبندگی هزینه، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۵۸): ۵۸-۹۴.

۱۰۶.

کشاوریان، فهیمه. (۱۴۰۰). اثر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه گذاران و نقد شونددگی سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی طلوع مهر - قم، گروه حسابداری.

محمودزاده، حسین و فتحی، زادالله. (۱۴۰۱). تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع گراییی سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه گذاری شرکت ها، فصلنامه مدیریت کسب و کار، ۱۴ (۵۳)، ۲۰۷-۲۲۵.

موسوی، محمود؛ مربی هروی، حکیمه؛ عفتی شاد، نجمه (۱۳۹۵). عدم تقارن اطلاعاتی، جریان نقدی عملیاتی و سرمایه گذاری غیرعادی، ششمین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری و سومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، مرکز همایش های تلاش

- Arif, S. and Lee, C.M.C. (2014), "Aggregate investment and investor sentiment", *Review of Financial Studies*, Vol. 27, pp. 3241-3279.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross- section of stock returns. *The journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Bushee, B.J. (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *The Accounting Review*, 73, 305-333.
- Carlson, M., Fisher, A. and Giammarino, R. (2006), "Corporate Investment and asset price dynamics: implications for SEO event studies and long-run performance", *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 1009-1034.
- Chung, S.L., Hung, C.H. and Yeh, C.Y. (2012), "When does investor sentiment predict stock returns?", *Journal of Empirical Finance*, 19, 217-240.
- Dias, I.K. Fernando, J.M. Ruwani., Fernando, P. Narada D. (2022). Does investor sentiment predict bitcoin return and volatility? A quantile regression approach, *International Review of Financial Analysis*, Volume 84.
- Doukas, J.A., Antoniou, C. and Subrahmanyam, A. (2009), "Investor sentiment and momentum", Working Paper, University of California, Los Angeles.
- Fisher, K. and Statman, M. (2002), "Consumer confidence and stock returns", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, pp. 115-127.
- Ho, J., Huang, Ch. J., Karuna, Ch. (2020). Large shareholder ownership types and board governance, *Journal of Corporate Finance*, Volume 65.
- Huang, B., Zhang, X., Bi, Q. (2022). The nonlinear effect of shareholder ownership structure on a firm's cash holdings: Type I and Type II agency problem perspectives in China's split share reform, *International Review of Economics & Finance*, Volume 77, Pages 493-504.
- Lemmon, M. and Portniaguina, E. (2006), "Consumer confidence and assets prices: some empirical evidence", *Review of Financial Studies*, Vol. 19, pp. 1499-1529.
- Li, H., Grundy, B. (2021). The effect of investor sentiment and the structure of shareholder ownership on corporate investment, *International Journal of Managerial Finance*, 10.1108/IJMF-11-2021-0558.

- Liu, D., Yu, N., Wan, H. (2022). Does water rights trading affect corporate investment? The role of resource allocation and risk mitigation channels, *Economic Modelling*, Volume 117.
- Mahmoudi, N., Docherty, P., Melia, A. (2022). Firm-level investor sentiment and corporate announcement returns, *Journal of Banking & Finance*, Volume 144.
- Mclean, R.D. and Zhao, M. (2014), "The Business cycle, investor sentiment, and costly external finance", *The Journal of Finance*, 69, 1377-1409.
- Mobeen Ur Rehman , Ahmet Sensoy , Veysel Eraslan (2021). Sensitivity of US equity returns to economic policy uncertainty and investor sentiments. *North American Journal of Economics and Finance* 57 (2021) 101392
- Persaud, A. (1996). *Investors Shifting Appetite for Risk*, FX Research Note, Morgan Guaranty Trust Company, NY.
- Polk, C. and Sapienza, P. (2009), "The stock market and corporate investment: a test of catering theory", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 187-217.
- Stambaugh, R.F., Yu, J. and Yuan, Y. (2012), "The short of it: investor sentiment and anomalies", *Journal of Financial Economics*, 104, 288-302.
- Stambaugh, R.F., Yu, J. and Yuan, Y. (2014), "The long of it: odds that investor sentiment spuriously predicts anomaly returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 114, pp. 613-619.
- Wang, F., Zhu, Z, & Hoffmire, J. (2015). *Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency*. *International Conference on Modern Economic Technology and Management*. 17, 1-10.
- Zhu, B. Niu, F. (2016). "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China". *Pacific-Basin Finance Journal*, 38:(۴) 125-134.