پژوهش‌های تجربی حسابداری

سال هشتم، شماره ۲۷، بهار ۱۳۹۷، صص ۱۹۹ - ۲۲۵

بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

سیدعباس هاشمی*، سیدمحمد مشعشعی**

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۴/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۸/۰۸

چکیده

هدف این پژوهش بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. برای این منظور، نمونه‌ای شامل ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ مورد آزمون قرار گرفتند. در این پژوهش برای متغیر حاکمیت شرکتی از شاخص حاکمیت شرکتی مستخرج از یک چک‌لیست شامل بیست‌ویک سؤال استفاده شده است. به منظور تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، الگوی رگرسیون چندمتغیره برمبنای داده‌های ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر معناداری بر سطح سرمایه‌گذاری جدید و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. هم‌چنین، شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید و بیش‌سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، در شرکت‌هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، اثر احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، بهبود می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، احساسات سرمایه‌گذار، تصمیمات سرمایه‌گذاری، بیش‌سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: M41، G10

DOI: 10.22051/jera.2017.10751.1349

* دانشیار گروه حسابداری دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران، نویسنده مسئول (a.hashemi@ase.ui.ac.ir).

** دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (Mohammad.moshashaee@gmail.com).

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

بنگاه‌های اقتصادی، بازیگران اصلی اقتصاد هر کشور محسوب می‌شوند که نقش مهمی در شکل‌گیری و رشد اقتصادی آن ایفا می‌کنند. برای دست‌یابی به اهداف مورد نظر، شرکت‌ها باید منابع مالی خود را به‌درستی مدیریت کنند (فدائی‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عنوان مولد جریان‌های نقدی، نقش بسزایی در عملکرد بلندمدت، ارزش آتی شرکت‌ها و توسعه کشورها دارد. از این رو، اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و شناخت محرک‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است (پاکیزه و بشیری جویباری، ۱۳۹۲).

بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. در این حالت، فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری، تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاری که بر روی تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر می‌گذارد، مورد بررسی قرار می‌گیرد. به‌طور کلی سرمایه‌گذاری به عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می‌شود. سرمایه‌گذار مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است (جونز، ۱۹۹۶).

تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی می‌باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. بنابراین، در این حالت هیچ گونه رابطه‌ای بین قیمت سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها متصور نیست. بر اساس دیدگاه مالی رفتاری[1]، برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). از این رو، احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها باشد؛ به‌عنوان نمونه، اگر سرمایه‌گذاران، خوش‌بین باشند، مدیران می‌توانند با اتخاذ تصمیمات خاص، قیمت سهام را تحت تأثیر قرار داده و به حداکثر برسانند. از طرف دیگر،

Archive of SID

www.SID.ir

طبق مسأله تئوری نمایندگی، همواره مدیران در جهت منافع سهام‌داران و مالکان گام بر نمی‌دارند و اغلب به‌دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند، به همین دلیل ممکن است اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، نامطلوب باشد.

مسأله تئوری نمایندگی، باتوجه به روند روبه‌رشد جدایی مالکیت و کنترل در شرکت‌های سهامی امروزی منجر به افزایش بیشتر تضاد منافع بین مدیران و ذی‌نفعان شرکت ازجمله سرمایه‌گذاران شده است. به همین دلیل مالکان با توسل به راه‌کارهای گوناگون قصد نظارت بر مدیران شرکت را دارند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۲). یکی از این راه‌کارها، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که می‌تواند منجر به کاهش هزینه نمایندگی شود. استقرار مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب، می‌تواند در کاهش مسأله نمایندگی و بهبود عمکرد آتی شرکت و هم‌چنین افزایش ثروت سهام‌داران نقش مهم و محوری ایفا کند (کر و همکاران، ۲۰۰۶).

بنابراین، این پژوهش درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند بر شدت اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار باشد؟ ادامه این پژوهش به این صورت سازمان‌دهی شده است که در بخش دوم به بیان مبانی نظری پژوهش پرداخته می‌شود، در بخش سوم، مروری بر پیشینه پژوهش انجام می‌شود؛ در بخش چهارم، فرضیه‌های پژوهش بیان می شود؛ در بخش پنجم، روش انجام پژوهش و مدل‌های رگرسیونی از نظر خواهد گذشت و در نهایت یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری به‌طور کامل ارائه و تشریح می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

در تئوری مالی سنتی فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی رفتار می‌کنند و همواره به‌دنبال حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. در این تئوری که نظریه بازار کارا از درون آن استخراج شده است، جایی برای احساسات انسانی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران درنظر نمی‌گیرد. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد، حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، دیگر آربیتراژگران منطقی، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند. بنابراین قیمت سهام در سطح بنیادی خواهد ماند. شناخت آثار همین احساسات و خطاها در پژوهش‌های مالی و روندهای قیمت و

Archive of SID

www.SID.ir

بازدهی در بازارهای مختلف، منجر به ایجاد جریانی در مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری شد که به مالی رفتاری شهرت یافت (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). به بیان دیگر، مالی رفتاری اشاره به این موضوع دارد که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان در قالب مدل‌هایی تبیین کرد که در آن‌ها، سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی نیستند. مالی رفتاری سعی نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرآیندهای تصمیم‌گیری شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد (تلنگی، ۱۳۸۳).

مطالعات حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهد که عوامل عاطفی و احساسی، سرمایه‌گذاران را به سمت تصمیم‌گیری اشتباه سوق می‌دهد و حضور سرمایه‌گذاران احساسی منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت و درنتیجه اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نادرست توسط مدیران شرکت می‌شود (پاکیزه و بشیری جویباری، ۱۳۹۲).

احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت

برخلاف تئوری مالی سنتی که هیچ نقشی برای احساسات سرمایه‌گذار در تعیین سرمایه‌گذاری شرکت قائل نیست، استین (۱۹۹۶) معتقد است اگر بازده یک سهم، بازتابی از ریسک بنیادی آن سهم نباشد، بازتاب احساسات سرمایه‌گذار خواهد بود، برای نمونه، زمانی که برآورد یک سرمایه‌گذار از بازده آتی یک سهم بیش از حد باشد، تصمیمات سرمایه‌گذاری منوط به احساسات سرمایه‌گذار خواهد بود (استین، ۱۹۹۶).

زمانی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین باشند، اطلاعات منفی را نادیده می‌گیرند و به اطلاعات مثبت واکنش شدید نشان می‌دهند، در نتیجه قیمت سهام را بیش‌ازحد ارزشیابی می‌کنند؛ برعکس، زمانی که سرمایه‌گذاران بدبین هستند، اطلاعات مثبت را نادیده گرفته و به اطلاعات منفی واکنش شدید نشان می‌دهند و قیمت سهام را کمتر از حد واقعی ارزشیابی می‌کنند. بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شوند و بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر می‌گذارند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۲).

کینز معتقد است که قیمت سهام شامل عنصر مهم غیرعقلایی بودن است و تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. زمانی که سهام یک شرکت بیش ازحد قیمت‌گذاری می شود، هزینه حقوق صاحبان سهام پایین‌تر است. طبق تئوری زمان‌بندی

Archive of SID

www.SID.ir

بازار[۲]، مدیران به منظور کسب منابع مالی، سهام منتشر می‌کنند و پس از کسب منابع مالی کافی، سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهند. اگر مدیران بدون ارزیابی دقیق، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، ممکن است منابع خود را صرف پروژه‌هایی کنند که ارزش فعلی خالص منفی دارند، که به این پدیده، بیش‌سرمایه‌گذاری[۳] گفته می‌شود. اگر قیمت سهام شرکت کمتر از حد قیمت‌گذاری شود، هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت بالاتر خواهد بود. دراین حالت، مدیران اقدام به انتشار سهام نمی‌کنند و ممکن است از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت دست بکشند که به این حالت، کم سرمایه‌گذاری[۴] اطلاق می شود. بنابراین قیمت‌گذاری نادرست، به‌طور مستقیم یا مثبت با سطح سرمایه‌گذاری و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت در ارتباط است (بیکر و همکاران، ۲۰۱۲). البته این رابطه، در مورد شرکت‌هایی که به تأمین مالی از طریق حقوق‌صاحبان‌سهام وابستگی دارند، مصداق بیشتری دارد. شرکت‌هایی که ظرفیت تأمین مالی از طریق منابع داخلی یا استقراض را دارند، به‌منظور سرمایه‌گذاری، نیازی به تأمین مالی از طریق بازار سهام ندارند. به عبارت دیگر، تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها مستقل از نوسانات قیمت سهام در بازار سرمایه است. اما بسیاری از محققین اعتقاد دارند که حتی در چنین شرکت‌هایی نیز تصمیمات سرمایه‌گذاری به قیمت‌سهام، قیمت‌گذاری نادرست و احساسات سرمایه‌گذاران ارتباط دارد و نمی‌توان تفاوتی بین شرکت‌ها قائل شد. استدلال این گروه این است که زمانی که سرمایه‌گذار خوش‌بین باشد اما مدیر از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و موردنظر سرمایه‌گذار امتناع کند، سرمایه‌گذاران ممکن است سهام شرکت را به فروش برسانند و موجب فروریختن ارزش سهام شرکت در بازار شوند. بنابراین مدیران تصمیم می‌گیرند نحوه سرمایه‌گذاری شرکت را تغییر دهند تا بتوانند در کوتاه‌مدت قیمت سهام شرکت را افزایش داده و آشفتگی قیمت را کاهش دهند (پولک و ساپینزا، ۲۰۰۹؛ یوشان و چیجن، ۲۰۱۵).

نقش تعدیل کننده حاکمیت شرکتی

تصمیمات سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین تصمیمات شرکت است که معمولاً شامل مبالغ هنگفتی است. مسأله نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که مدیران، تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌کنند که در راستای منافع سهام‌داران نیست اما منافع خود را در این تصمیم درنظر می‌گیرند. بیش سرمایه‌گذاری زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران در جهت حداکثر کردن ثروت سهام‌داران،

Archive of SID

www.SID.ir

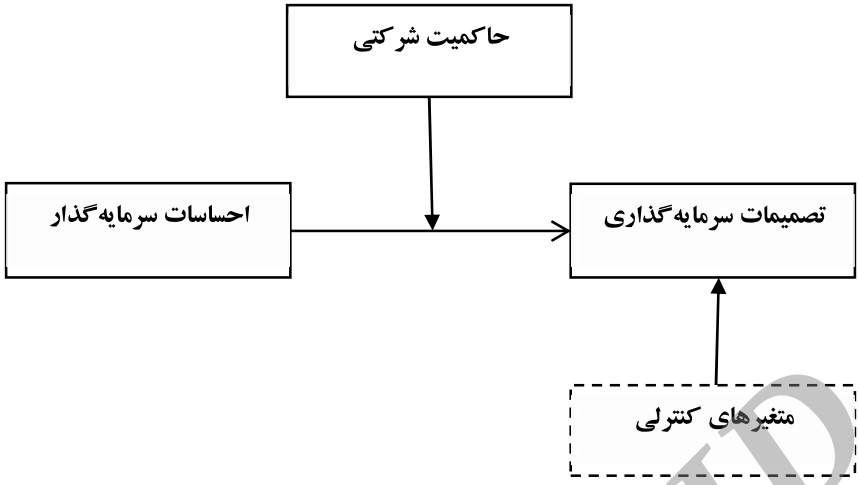
اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، بلکه منافع خود مانند شهرت اجتماعی یا سایر مزایا را ملاک سرمایه‌گذاری قرار می‌دهند. حاکمیت شرکتی یکی از سازوکارهای تخفیف مسأله نمایندگی است (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵).

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از تفکیک مالکیت از کنترل است. حاکمیت شرکتی، مجموعه سیاست‌ها، روش‌ها و اقداماتی است که برای تأمین منافع ذی‌نفعان شرکت‌ها تدوین یافته و به اجرا گذاشته می‌شود. هدف حاکمیت شرکتی، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران و تمام ذی‌نفعان است (سجادی و زارع‌زاده‌مهریزی، ۱۳۹۰). به‌عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی به سازوکارهایی مربوط است، که شرکت‌ها در چارچوب آن فعالیت می‌کنند و کنترل می‌شوند. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی این اطمینان را پدید می‌آورد، که شرکت‌ها سرمایه خود را به‌طور مؤثر به کار گرفته‌اند. به‌علاوه، این اطمینان را پدید می‌آورد که شرکت‌ها دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و هم‌چنین کل جامعه را در نظر گرفته و هیأت مدیره در برابر سهام‌داران و شرکت پاسخ‌گو است. چنین مکانیزم‌هایی به نوبه خود این اطمینان را ایجاد می‌کند که شرکت‌ها در کل در جهت منافع جامعه فعالیت می‌کنند و موجب جلب اطمینان سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه‌های بلندمدت می‌شوند. سرمایه‌گذاران خوش‌بین را درنظر بگیرید که شرکت‌ها مبالغ قابل توجهی را با حضور آن‌ها در بازار سرمایه، تأمین مالی کرده است؛ در این حالت انتظار می‌رود شرکت‌هایی که از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر و منسجم‌تری برخوردارند، مدیران خود را تشویق و وادار به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب می‌کنند و از وقوع بیش‌سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی جلوگیری می‌نمایند (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۱).

باتوجه به مطالب بیان شده، مدل مفهومی پژوهش در شکل ۱ به تصویر کشیده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir



شکل (۱). مدل نظری پژوهش

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به عبارت دیگر، مقاله در صدد بررسی و پاسخ به این سؤال است که آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شدت اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار است یا خیر؟

پیشینه پژوهش

گراندی و لی (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار، پاداش مدیران و سطح سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که خوش‌بینی به‌طور مثبت و معناداری با سطح سرمایه‌گذاری رابطه دارد اما پاداش مدیران با سطح سرمایه‌گذاری ارتباط معناداری ندارد.

دانگ (۲۰۱۱) به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به ارزشیابی نادرست با استفاده از رویکرد تجزیه نسبت کیوتوبین پرداخت. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۸ است. هم‌چنین، نمونه آماری پژوهش شامل ۲۸۷۵ شرکت و تعداد مشاهدات برای تجزیه و تحلیل،

Archive of SID

www.SID.ir

۱۹۹۹۰ سال-شرکت است. نتایج پژوهش رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اجزای ارزشیابی نادرست در هردو سطح شرکت و صنایع نشان می‌دهد (چن، ۲۰۱۳).

هوانگ و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و مخارج سرمایه‌ای پرداختند. نمونه آماری آن‌ها، ۲۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان بود. آن ها نقش حاکمیت شرکتی را نیز به عنوان متغیر تعدیل کننده درنظر گرفتند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی می‌تواند سرمایه‌گذاران را به سمت سرمایه‌گذاری بهتر سوق دهد و مانع مسأله بیش‌سرمایه‌گذاری شود.

رینوفا و ترینگائو (۲۰۱۱) براساس نمونه‌ای از ۱۴۲ شرکت بورسی کشور مالزی طی دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷، نقش ارزشیابی نادرست را بر روی رفتار سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که ارزشیابی نادرست بازار تأثیری مثبت بر روی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

ژائوهوی و ون شنگ (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. آن‌ها شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۰ را مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذار و انواع سرمایه‌گذاری‌ها از جمله سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت ارتباط معنادار وجود دارد.

چن (۲۰۱۳) به بررسی اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخت. جامعه آماری پژوهش وی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان در طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ بوده است. او به این نتیجه رسید که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر منفی و معنادار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است و حاکمیت شرکتی موجب تعدیل این اثر می‌شود.

مک‌لین و ژائو (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان " چرخه تجاری، احساسات سرمایه‌گذار و تأمین مالی خارجی گران" به بررسی ارتباط میان این متغیرها پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که میان احساسات سرمایه‌گذار و هزینه تأمین مالی خارجی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

هانگ و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها نقش متغیر تأمین مالی اعتباری را به عنوان مکانیزم میانجی مورد بررسی قرار دادند. نتیجه پژوهش آن‌ها در بازار بورس شانگهای نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار از طریق تأمین مالی اعتباری بر بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌های با مالکیت دولتی و نیز بر کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌های با مالکیت خصوصی اثر می‌گذارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار بر بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌های خصوصی اثر معناداری ندارد.

افشاری و همکاران (۱۳۹۱) بررسی تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۴ تا ۸۸ را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها شرکت‌ها را براساس ارزش بازار به سه گروه شرکت‌های کوچک، متوسط و بزرگ طبقه‌بندی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که هیچ رابطه خطی بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در هیچ حالتی وجود ندارد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها در این پژوهش ابتدا بازده ماهانه هر پرتفوی را بر اساس بازده ماهانه هر شرکت و با استفاده از رویکرد وزن برابر محاسبه کرده و در آخر با اجرای روش رگرسیون چند متغیره به صورت سری زمانی بر روی مدل، ضرایب مربوطه را تخمین زدند. در این پژوهش به این نتیجه رسیدند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کم‌ترین اندازه، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

پاکیزه و بشیری‌جویباری (۱۳۹۲) با استفاده از روش رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم یافته با اثرهای ثابت به بررسی اثرات ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عامل غیربنیادی قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

فدائی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۳) اثرات جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با استفاده از تحلیل رگرسیونی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ را مورد آزمون قرار دادن و به این نتیجه رسیدند

Archive of SID

www.SID.ir

که اثر جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران مثبت و معنادار است.

احمدپور و پاکدلان (۱۳۹۵) به بررسی نقش فرصت‌های رشد در تعدیل رابطه بین اهرم مالی وتصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰ بوده است. آن‌ها برای سنجش اهرم مالی از دو شاخص نسبت بدهی بر دارایی و نسبت بدهی بلندمدت بر دارایی استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که شاخص اول مورد استفاده با سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنادار و شاخص دوم با سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنادار دارد. هم‌چنین، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد رابطه منفی شاخص اول اهرم مالی با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت رشد کمتر قوی‌تر از شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر است.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری، فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: احساسات سرمایه‌گذار بر سطح سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها تأثیر دارد.

فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذار بر بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر دارد.

فرضیه سوم: شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها اثرگذار است.

فرضیه چهارم: شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و بیش‌سرمایه‌گذاری اثر گذار است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف از نوع پژوهش های کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع پژوهش‌های توصیفی-علّی محسوب می‌شود و در قلمرو موضوعات مالی رفتاری قرار می‌گیرد. هم‌چنین از آنجا که از داده‌های گذشته شرکت‌ها و اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها استفاده می‌شود، در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی قرار می‌گیرد. به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیونی چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده

Archive of SID

www.SID.ir

اســـت. برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر و به منظور انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است (رضایی و گرکز، ۱۳۹۲). هم‌چنین برای بررســی معناداری کل رگرســیون، آماره F فیشــر و معناداری ضــرایب متغیرها، آماره t استیودنت مورد استفاده قرار گرفته است.

جامعه آماری این پژوهش، شــرکت‌های پذیرفته شــده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. برای تعیین نمونه آماری پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور، کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

۱. صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های همراه در طی دوره مورد بررسی در دسترس باشد؛

۲. دوره مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم شود و طی دوره پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد؛

۳. معاملات ســهام آن‌ها طی دوره پژوهش، بیش از ســه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد؛

۴. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، لیزینگ‌ها و...) نباشد.

در نهایت پس از اعمال محدودیت‌های مذکور، ۱۰۶ شــرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شــدند. در این پژوهش برای گردآوری اطلاعات در بخش مبانی نظری و پیشــینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای از قبیل مراجعه به کتاب‌ها و مجلات اســتفاده شــده اســت. هم‌چنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است و داده‌های موردنیاز به صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی شده و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه از قبیل نرم افزار تدبیر پرداز جمع‌آوری شــده اســت. به‌منظور آماده‌ســازی متغیرهای پژوهش، از نرم‌افزار اکســل و برای انجام تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews و Stata استفاده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، بر اساس پژوهش چن (۲۰۱۳) از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره بر مبنای داده‌های ترکیبی به صورت رابطه‌های ۱ الی ۴ استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$NEWINVST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در صورتی که در رابطه (۱)، ضریب برآوردی β_1 معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی‌شود.

رابطه (۲)

$$OVERINVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در صورتی که در رابطه (۲)، ضریب برآوردی β_1 معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی‌شود.

رابطه (۳)

$$NEWINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{it} + \beta_2 CGI_{it} + \beta_3 SENTI_{it} \times CGI_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 GROW_{it-1} + \beta_{62} SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

در صورتی که در رابطه (۳)، ضریب برآوردی β_3 معنادار باشد، فرضیه سوم رد نمی‌شود.

رابطه (۴)

$$OVERINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{it} + \beta_2 CGI_{it} + \beta_3 SENTI_{it} \times CGI_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 GROW_{it-1} + \beta_{62} SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

در صورتی که در رابطه (۴)، ضریب برآوردی β_3 معنادار باشد، فرضیه چهارم رد نمی‌شود.

متغیرهای وابسته

در این پژوهش مطابق با پژوهش چن (۲۰۱۳) از دو متغیر سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری به عنوان معیارهای متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها استفاده شده است. دلیل استفاده از مفهوم بیش‌سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر وابسته، نوع روش به‌کار رفته در محاسبه احساسات سرمایه‌گذار و ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد.

الف) سرمایه‌گذاری جدید (NEWINVST)

Archive of SID

www.SID.ir

سرمایه‌گذاری جدید، متغیر وابسته مدل‌های اول و سوم است که به صورت میزان خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها محاسبه می‌شود.

ب) بیش‌سرمایه‌گذاری (OVERINVEST)

برای دست‌یابی به داده‌های این متغیر که به‌عنوان متغیر وابسته مدل‌های دوم و چهارم معرفی شده است، ابتدا بر اساس پژوهش هوانگ و همکاران (۲۰۱۱) و ریچاردسون (۲۰۰۶)، مدل بیش‌سرمایه‌گذاری که به صورت رابطه شماره ۵ است، برآورد می‌شود.

رابطه (۵)

$$NEWINVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROW_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CASH_{it-1} + \beta_4 AG_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} + \beta_6 RETURN_{it-1} + \beta_1 NEWINVEST_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در رابطه فوق:

NEWINVST: سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت که از قسمت خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها استخراج می‌شود.

GROW: فرصت‌های رشد شرکت که از طریق نرخ رشد درآمد فروش و به صورت زیر محاسبه شده است:

$$SGR = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

LEV: اهرم مالی شرکت که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

CASH: موجودی نقد شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کوتاه‌مدت محاسبه شده است.

AGE: سال‌هایی که نماد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران ثبت شده است.

SIZE: اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی فروش شرکت محاسبه شده است.

RETURN: بازده سالانه سهام شرکت که از نرم‌افزار تدبیر پرداز استخراج شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

ε: جزء اخلال.

ابتدا داده‌های مربوط به شـــرکت‌های نمونه جمع‌آوری می‌شـــود و رابطه شـــماره ۵ برآورد می‌شود. در این رابطه، اگر جزء اخلال مثبت باشد به معنی بیش‌سرمایه‌گذاری و اگر منفی باشد به معنی کم‌سرمایه‌گذاری است.

متغیر مستقل

احساسات سرمایه‌گذار (SENTI)

قیمت واقعی سهام شرکت‌ها، بازتاب کاملی از ارزش بنیادی و ذاتی آن نیست بلکه عواملی مانند احساسات سرمایه‌گذار بر آن تأثیر می‌گذارد (رینافو و ترینگائو، ۲۰۱۱). در این پژوهش احساسات سرمایه‌گذار براساس تفاوت بین ارزش بازار با ارزش واقعی شرکت محاسبه می‌شود. ارزش بازار شرکت‌ها باید انعکاسی از عوامل ذاتی شرکت‌ها در بازار سرمایه باشد، اما به علت وجود برخی از عوامل مانند احساسات سرمایه‌گذار، این ارزش ممکن است از ارزش واقعی شـــرکت‌ها متفاوت شـــود. بر اســـاس پژوهش رینافو و ترینگائو (۲۰۱۱)، رابطه ۶ ارزش واقعی شرکت را پیش‌بینی می‌کند.

رابطه ۶:

$$MB_{pre} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it-1} + \beta_2 PER_{it-1} + \beta_3 ROE_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 DPR_{it-1} + \beta_6 PS_{it-1} + \beta_1 PFCF_{it-1} + \varepsilon$$

دراین رابطه:

EPS: سودهرسهم شرکت

PER: نسبت قیمت به سودهرسهم

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

ROA: نرخ بازده دارایی‌های شرکت

DPR: سود تقسیمی هرسهم شرکت

PS: نسبت قیمت هرسهم به فروش در ازای هر سهم

Archive of SID

www.SID.ir

PFCF: نسبت قیمت به جریان نقدی آزاد هرسهم

پس از پیش‌بینی معادله بالا، احساسات سرمایه‌گذار براساس تفاوت بین ارزش بازار (MB_{act}) با ارزش برآوردی از ارزش واقعی شرکت (MB_{pre}) محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترلی

الف) جریان وجه نقد عملیاتی (CF): از صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها استخراج می‌شود.

ب) فرصت رشد دوره مالی قبل ($GROW_{t-1}$): از طریق نرخ رشد فروش شرکت و به روشی که در بخش قبل گفته شد محاسبه می‌شود.

ج) اندازه شرکت (SIZE): که به دلیل درنظر گرفتن سطح عمومی قیمت‌ها، از لگاریتم طبیعی فروش شرکت استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل کننده

شاخص حاکمیت شرکتی (CGI): این متغیر براساس پژوهش دریائی (۱۳۸۸) و طیق چک‌لیستی که توسط گری و گونزالز (۲۰۰۸) مورد استفاده قرار گرفت، محاسبه شده است. این چک‌لیست از هشت طبقه و بیست‌ویک سؤال تشکیل شده است. این هشت طبقه شامل افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیأت مدیره و مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی است. به هر سؤال یک نمره تعلق گرفته است و هر شرکتی که جمع نمرات آن بیشتر باشد از سطح حاکمیت شرکتی مناسب‌تری برخوردار است.

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، بنابراین به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. مطابق با نگاره شماره ۱، سطح معناداری حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که در مدل‌های اول و سوم، روش داده‌های تابلویی و در مدل‌های دوم و چهارم روش داده‌های تلفیقی مناسب‌تر است. سپس به‌منظور انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی برای مدل‌هایی با روش داده‌های تابلویی، از

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون هاسمن استفاده شده است. سطح معناداری حاصل از این آزمون مؤید آن است که در هر دو مدل اول و سوم، روش اثرات ثابت مناسب می‌باشد.

نگاره (۱). نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل پژوهش	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن		نتیجه
	آماره	P-Value	آماره	P-Value	
مدل اول	۹/۴۵۱	۰/۰۰۰۰	۱۱/۱۰۹	۰/۰۰۸	داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
مدل دوم	۱/۱۱۸	۰/۵۱۱۲	–	–	داده‌های تلفیقی
مدل سوم	۹/۱۷۲	۰/۰۰۰۰	۱۴/۹۰۱	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی با اثرات ثابت
مدل چهارم	۱/۲۲۸	۰/۴۳۶۷	–	–	داده‌های تلفیقی

ازطرف‌دیگر، قبل از تخمین مدل، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی، حائز اهمیت اساسی است. در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از فروض کلاسیک رگرسیون، فقط فرض همسان بودن وار یانس ها و وجود یا عدم وجود خودهمبستگی موضوعیت پیدا می کند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۱). ازاین‌رو، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. در صورتی که مدل دچار ناهمسانی وارانس باشد، برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌شود و درغیراین‌صورت، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل به‌کار می‌رود (سوری، ۱۳۹۳). هم‌چنین برای بررسی خودهمبستگی، از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است که نتایج مربوط به آن، در قسمت نتایج آزمون هر فرضیه گزارش می شود. نتایج حاصل از آزمون بروش-پاگان برای بررسی همسانی واریانس در نگاره شماره ۲ گزارش شده است.

نگاره (۲). نتایج بررسی همسانی واریانس با استفاده از آزمون بروش-پاگان

مدل پژوهش	آماره آزمون	احتمال	روش تخمین مدل
مدل اول	۸۵/۲۳۶	۰/۰۰۰۰	روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)
مدل دوم	۸۴/۹۱۸	۰/۰۰۰۰	روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)
مدل سوم	۸۵/۱۷۲	۰/۰۰۰۰	روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)
مدل چهارم	۸۴/۹۲۸	۰/۰۰۰۰	روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون فرضیه اول

در نگاره شماره۳ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول ارائه شده است. همان‌طور که در مقدمه این بخش بیان شد، طبق آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای تخمین مدل اول جهت آزمون فرضیه شماره یک انتخاب شد. هم‌چنین طبق آزمون بروش-پاگان، به‌دلیل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای این مدل استفاده شده است. با توجه به آماره F مندرج در نگاره شماره ۳ و P-Value، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. علاوه‌براین، با توجه به مقدار آمار دوربین‌واتسون که برابر با ۲/۱۲ است، وجود خودهمبستگی در اجزای اخلال رگرسیون را رد می‌کند. مقدار ضریب‌تعیین تعدیل‌شده بیانگر این است که می‌توان ۵۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. با توجه به ضریب و سطح معناداری متغیر احساسات سرمایه‌گذار (SENTI)، این متغیر بر سرمایه‌گذاری جدید (NEWINVST) شرکت‌ها دارای اثر مثبت و معنادار است؛ بنابراین فرضیه اول رد نمی‌شود. هم‌چنین، اطلاعات نگاره شماره ۳ حاکی از آن است که جریان وجه‌نقد (CF) دارای اثر مثبت و معنادار بر سرمایه‌گذاری جدید است اما ارتباط معناداری بین متغیرهای اندازه شرکت (SIZE) و فرصت رشد در سال قبل ($GROW_{t-1}$) با سرمایه‌گذاری جدید مشاهده نشد.

نگاره (۳). نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول - روش GLS

$$NEWINVST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب بتا	آماره-t	P-Value
β_0	۱۲/۳۵۸۱	۳/۸۶۱	۰/۰۰۰
SENTI	۰/۰۹۶۴	۲/۳۰۹	۰/۰۲۱
CF	۰/۰۰۸۳	۷/۱۰۴	۰/۰۰۰
$GROW_{t-1}$	۰/۰۴۶۹	۰/۶۷۱	۰/۵۰۳
SIZE	-۰/۲۹۹۲	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۴
آماره-F	۹/۹۴	P-Value	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده (Adj-R^2)	۵۳٪	آماره دوربین واتسون	۲/۱۲

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که احساسات سرمایه‌گذار بر بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار است. اطلاعات ناشی از به‌کارگیری مدل داده‌های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای مدل دوم و به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش در نگاره شماره ۴ ارائه شده است. همان‌طور که از نگاره قابل مشاهده است، با توجه به آماره F مندرج در نگاره شماره ۴ و P-Value، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. با توجه به مقدار آمار دوربین‌واتسون که برابر با ۱/۸۱ است، وجود خودهمبستگی در اجزای اخلال رگرسیون را رد می‌کند.. مقدار ضریب‌تعیین تعدیل‌شده بیانگر این است که می‌توان ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. ضریب و سطح معناداری مربوط به متغیر احساسات سرمایه‌گذار (SENTI) نشان می‌دهد که این متغیر دارای اثر منفی و معنادار بر بیش‌سرمایه‌گذاری (OVERINVST) است. هم‌چنین از بین متغیرهای کنترلی، متغیرهای جریان وجه‌نقد و فرصت رشد در سال قبل دارای اثر مثبت و معنادار و متغیر اندازه شرکت دارای اثر منفی و معنادار با بیش‌سرمایه‌گذاری است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

نگاره (۴). نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم – روش GLS

$$OVERINVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب بتا	آماره-t	P-Value
β_0	۳۱/۰۰۱۴	۸/۱۷۸	۰/۰۰۰
SENTI	-۰/۲۰۰۶	-۳/۱۷۱	۰/۰۰۲
CF	۰/۰۰۰۷	۱۵/۴۱۲	۰/۰۰۰
$GROW_{t-1}$	۳/۱۰۷۶	۵/۰۷۶	۰/۰۰۰
SIZE	-۳/۵۶۹۷	-۱۰/۳۱۷	۰/۰۰۰
آماره-F	۷/۱۲۱	P-Value	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده (Adj-R^2)	۴۴٪	آماره دوربین واتسون	۱/۸۱

آزمون فرضیه سوم

طبق آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، مدل داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت برای تخمین مدل سوم جهت آزمون فرضیه شماره سه انتخاب شد. هم‌چنین طبق آزمون بروش-پاگان، به‌دلیل

Archive of SID

www.SID.ir

ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای این مدل استفاده شده است. با توجه به آماره F مندرج در نگاره شماره ۵ و P-Value، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. علاوه‌براین، با توجه به مقدار آمار دوربین‌واتسون که برابر با ۲/۱۱۹ است، وجود خودهمبستگی در اجزای اخلال رگرسیون را رد می‌کند. مقدار ضریب‌تعیین تعدیل شده بیانگر این است که ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. طبق نگاره، متغیر مربوط به اثر متقابل شاخص حاکمیت شرکتی و احساسات سرمایه‌گذار (SENTI * CGI) معنادار است؛ این نتیجه بدین معناست که شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید شرکت اثر معنادار دارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش نیز مورد تأئید قرار می‌گیرد.

نگاره (۵). نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم – روش GLS

$$NEWINVST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 SENTI_{i,t} * CGI_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب بتا	آماره–t	P-Value
β_0	–۱۶/۰۱۸۶	–۳/۰۹۱	۰/۰۰۲
SENTI	–۰/۹۹۰۸	–۳/۱۵۹	۰/۰۰۲
CGI	۰/۸۸۹۲	۵/۳۱۹	۰/۰۰۰
SENTI * CGI	۰/۰۹۹۲	۳/۳۸۹	۰/۰۰۰
CF	۰/۰۰۸۳	۱۳/۰۱۵	۰/۰۰۰
$GROW_{t-1}$	۰/۲۶۸۱	۱/۳۱۵	۰/۱۸۹
SIZE	۱/۱۷۰۴	۲/۱۸۶	۰/۰۲۹
آماره–F	۱۰/۵۰۱	P-Value	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj\text{-}R^2$)	۵۹٪	آماره دوربین واتسون	۲/۱۱۹

به‌منظور بررسی فرضیه سوم به ارزیابی اثر حاشیه‌ای[5] (اثری که هم تأثیر ساده و هم تأثیر متقابل را شامل شود) احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید نیز پرداخته می‌شود. برای این منظور، لازم است از رابطه ۳ نسبت به متغیر $SENTI_{i,t}$ مشتق گرفته شود که این مشتق در رابطه ۷ به صورت زیر نشان داده می‌شود.

$$\frac{\partial NEWINVST_{i,t}}{\partial SENTI_{i,t}} = \beta_1 + \beta_3 CGI_{i,t}$$

رابطه (۷)

Archive of SID

www.SID.ir

در رابطه ۷ با جاگذاری کردن صفر برای متغیر شاخص حاکمیت شرکتی (CGI) اثر ساده احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید یعنی β_1 به‌دست می‌آید اما کل عبارت $\beta_1 + \beta_3 CGI_{i,t}$ بیانگر اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار است که با توجه به مقادیر مختلف شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)، این اثر تغییر می‌کند. لذا اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید، در سطح میانگین، یک انحراف‌معیار کم‌تر و یک انحراف‌معیار بیش‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی[۶] (CGI) محاسبه می شود که نتایج آن در نگاره ۶ نشان داده شده است.

نگاره (۶). اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید

یک انحراف معیار کم‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	۰/۳۰۱ = (۰/۰۹۹۲ *× ۱۳/۰۲۰) +* ۰/۹۹۰۸−
درسطح میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	۰/۴۲۰= (۰/۰۹۹۲ × ۱۴/۲۲۱) + ۰/۹۹۰۸−
یک انحراف معیار بیش‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	۰/۵۳۹= (۰/۰۹۹۲ × ۱۵/۴۲۲) + ۰/۹۹۰۸−

*مقادیر β_1 و β_3 از نگاره ۵ استخراج شده‌اند.

نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۶ بیانگر این است که تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید در سطوح مختلف حاکمیت شرکتی متفاوت است. به عبارت دیگر، اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار در یک انحراف‌معیار کم‌تر از میانگین (۱۳/۰۲۰)، میانگین (۱۴/۲۲۱) و یک انحراف‌معیار بیش‌تر از میانگین (۱۵/۴۲۲)، به‌ترتیب در حال افزایش است. نتایج نشان می‌دهد که هرچه شرکت‌ها از سطح حاکمیت شرکتی بیشتری برخوردار باشند، احساسات سرمایه‌گذار اثر مطلوب‌تری بر سرمایه‌گذاری شرکت خواهد داشت.

آزمون فرضیه چهارم

در فرضیه چهارم پژوهش پیش‌بینی شده است که شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، اثرگذار است. اطلاعات ناشی از به‌کارگیری مدل داده های تلفیقی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برای مدل چهارم و به‌منظور آزمون فرضیه چهارم پژوهش در نگاره شماره ۷ ارائه شده است. همان‌طور که از نگاره قابل مشاهده است، با توجه به آماره F مندرج در نگاره شماره ۷ و P-Value، بیانگر

Archive of SID

www.SID.ir

معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. علاوه‌براین، با توجه به مقدار آمار دوربین‌واتسون که برابر با ۲/۲۹ است، وجود خودهمبستگی در اجزای اخلال رگرسیون را رد می‌کند. هم‌چنین، ضریب تعیین تعدیل‌شده بیانگر این است که ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای توضیحی تبیین می‌شود. طبق نگاره، متغیر مربوط به اثر متقابل شاخص حاکمیت شرکتی و احساسات سرمایه‌گذار (SENTI * CGI) معنادار است؛ این نتیجه بدین معناست که شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و بیش سرمایه‌گذاری شرکت اثر معنادار دارد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش نیز مورد تأئید قرار می‌گیرد.

نگاره (۷). نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم – روش GLS

$$OVERINVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENTI_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 SENTI_{i,t} * CGI_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب بتا	آماره-t	P-Value
β_0	۱۹/۰۹۴۱	۱۱/۴۱۱	۰/۰۰۰
SENTI	-۲/۵۴۰۱	-۲/۰۰۷	۰/۰۴۵
CGI	۱/۰۹۶	۲/۷۷۱	۰/۰۰۵
SENTI * CGI	۰/۱۸۰۳	۲/۱۰۱	۰/۰۳۶
CF	۰/۰۰۲۲	۷/۸۸۱	۰/۰۰۰
$GROW_{t-1}$	۳/۸۹۰۱	۵/۳۰۱	۰/۰۰۰
SIZE	-۳/۱۹۰۸	-۱۸/۱۹۱	۰/۰۰۰
آماره-F	۷/۳۹۱	P-Value	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj\text{-}R^2$)	۳۳٪	آماره دوربین واتسون	۲/۲۹

به‌منظور بررسی فرضیه چهارم به ارزیابی اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار بر بیش سرمایه‌گذاری نیز پرداخته می شود. برای این منظور، لازم است از رابطه ۴ نسبت به متغیر $SENTI_{i,t}$ مشتق گرفته شود که این مشتق در رابطه ۸ به صورت زیر نشان داده می‌شود.

$$\frac{\partial OVERINVST_{i,t}}{\partial SENTI_{i,t}} = \beta_1 + \beta_3 CGI_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

Archive of SID

www.SID.ir

اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید، در سطح میانگین، یک انحراف‌معیار کم‌تر و یک انحراف‌معیار بیش‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI) محاسبه می‌شود که نتایج آن در نگاره ۸ نشان داده شده است.

نگاره (۸). اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری جدید

یک انحراف معیار کم‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	-۰/۱۹۲ = (۱۳/۰۲۰ × *۰/۱۸۰۳) + *-۲/۵۴۰۱
درسطح میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	۰/۰۲۴ = (۱۴/۲۲۱ × ۰/۱۸۰۳) + -۲/۵۴۰۱
یک انحراف معیار بیش‌تر از میانگین شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)	۰/۲۴۰ = (۱۵/۴۲۲ × ۰/۱۸۰۳) + -۲/۵۴۰۱

*مقادیر β_1 و β_3 از نگاره ۷ استخراج شده‌اند.

طبق نگاره شماره ۸، تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر بیش‌سرمایه‌گذاری در سطوح مختلف حاکمیت شرکتی متفاوت است. اثر حاشیه‌ای احساسات سرمایه‌گذار در یک انحراف‌معیار کم‌تر از میانگین (۱۳/۰۲۰)، میانگین (۱۴/۲۲۱) و یک انحراف‌معیار بیش‌تر از میانگین (۱۵/۴۲۲)، به‌ترتیب در حال افزایش است. نتایج نشان می‌دهد که هرچه شرکت‌ها از سطح حاکمیت شرکتی بیشتری برخوردار باشند، احساسات سرمایه‌گذار اثر مطلوب‌تری بر بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت خواهد داشت.

نتیجه‌گیری

بر اساس دیدگاه مالی رفتاری، برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند؛ از این رو، احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها باشد. این پژوهش به‌دنبال بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تأثیرگذاری سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر این رابطه می‌باشد. برای این منظور ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از تأئید همه این فرضیه‌ها است. نتایج نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار بر سطح سرمایه‌گذاری جدید

Archive of SID

www.SID.ir

شرکت‌ها اثر مثبت و معنادار دارد، به این معنی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین که قیمت سهام شرکت را بیشتر از قیمت مورد انتظار آن قیمت‌گذاری می‌کنند موجب تغییر مثبت در سطح سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها می‌شوند، این یافته با نتایج پژوهش رینافو و ترینگائو (۲۰۱۱) و پاکیزه و بشیری‌جویباری (۱۳۹۲) مطابقت دارد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم حاکی از آن است که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر منفی و معنادار با بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است که این نتیجه با نتیجه پژوهش الزهرانی (۲۰۰۶) همخوانی دارد.

نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم نشان می‌دهد که شاخص حاکمیت شرکتی که به‌عنوان نماینده‌ای از سازوکارهای حاکمیت شرکتی است، دارای اثر معنادار و البته مطلوب بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. از آنجایی‌که در اغلب شرکت‌ها به واسطه جدایی مدیریت از مالکیت، مسأله تضاد منافع موضوعیت پیدا می‌کند، بنابراین ممکن است مدیران از منابع شرکت در جهت انجام سرمایه‌گذاری که حامی منافع سهامداران باشد، استفاده نکنند که یکی از موارد تأمین منابع مالی، قیمت‌گذاری و خرید سهام شرکت توسط فعالان بازار سرمایه است. بنابراین حاکمیت شرکتی که به‌عنوان سازوکارهای تخفیف مسأله نمایندگی و تضاد منافع و هم‌چنین کنترل شرکت و حفظ منافع سهامداران است، نقش قابل ملاحظه‌ای در ایجاد ارتباط مطلوب میان احساسات سرمایه‌گذار (سرمایه‌گذاران خوش‌بین) و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ایفا می‌کند. این یافته نیز با نتیجه پژوهش دانگ (۲۰۱۱) سازگار است. بنابراین این‌گونه می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌هایی که از سطح مناسب‌تری از اعمال سازوکارهای حاکمیت شرکتی برخوردار هستند، منابع مالی ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران به نحو مطلوب‌تری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها اثر می‌گذارد.

پیشنهادها

با توجه به نتایج به‌دست آمده از پژوهش، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به عوامل بنیادین اثرگذار بر ارزش سهام شرکت توجه بیشتری داشته باشند و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی را مدنظر قرار دهند که از سطح حاکمیت شرکتی مطلوب‌تری برخوردار هستند.

Archive of SID

www.SID.ir

هم‌چنین به مدیران پیشنهاد می‌شود که استقرار سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت را با جدیت بیشتری دنبال کنند.

هم‌چنین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، موارد زیر مورد بررسی و آزمون قرار گیرد:

– با توجه به ویژگی‌های خاص هر صنعت، پژوهشی در خصوص اثر احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف انجام شود.

– با استفاده از معیارهای دیگری برای احساسات سرمایه‌گذار و حاکمیت شرکتی، پژوهشی با همین موضوع انجام شود.

پی‌نوشت

۱ Behavioral Finance ۲ Market Timing Theory

۳ Over-Investment ۴ Under-Investment

۵ Marginal Effect ۶ میانگین این متغیر برابر با ۱۴/۲۲۱ و انحراف معیار آن ۱/۲۰۱ است.

منابع

احمدپور، احمد و پاکدلان، سعید. (۱۳۹۵). نقش فرصت‌های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۹، ۱۵–۳۱.

اسدی، غلامحسین، نیک‌روش، مهدی و نجف‌پورکردی، علیرضا. (۱۳۹۲). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران، *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۰، ۸۹–۱۰۷.

افشاری، اسداله، سعیدی، علی و رشادی، الهام. (۱۳۹۱). تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، *۱۳*، ۲۹–۱۷.

تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری، *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۷، ۳–۲۵.

حیدرپور، فرزانه، تاری‌وردی، یداله و محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، *۱۷*، ۱–۱۳.

رضائی، نواب و گرکز، منصور. (۱۳۹۲). اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، *فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی*، *۳*، ۹۹–۱۱۸.

Archive of SID

www.SID.ir

سجادی، سیدحسین و زارع‌زاده‌مهریزی، محمدصادق. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۰، ۵۴-۴۱.

سوری، علی. (۱۳۹۳). اقتصادسنجی مقدماتی، تهران: نشر فرهنگ شناسی.

فدائی‌نژاد، محمداسماعیل، نوفرستی، محمد و اقبال‌نیا، محمد. (۱۳۹۳). بررسی اثرات جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲۳، ۲۳-۴.

مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۴۵، ۲۵-۴۴.

هاشمی، سیدعباس، امیری، هادی و معین‌قفقازی، رویا. (۱۳۹۲). تأثیر بکارگیری هزینه سرمایه بر رابطه سود و بازده سهام. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۳۸، ۱۱۷-۹۱.

Afshari, A. & Saeidi, A. & Reshadi, E. (2015). The Impact of Leverage on Firms Investment Decision in Tehran Stock Exchange (TSE) , *Management Accounting, 5 (13)* , 17-29. (In Persian)

Ahmadpour, A. & Pakdelan, S. (2016). The Role of Growth Opportunities in Moderating the Relationship between Financial Leverage and Investment Decisions, *Journal of Empirical Research in Accounting, 5 (3) , 15-32.* (In Persian)

Alzahrani, Mohammed F. , (2006). "Stock Mispricing and Corporate Investment Decisions", Ph. D Thesis, Faculty of the Graduate College of the Oklahoma State University.

Asadi, GH. & Najafpour, A. & Nikravesh, M. (2013). The Impact of Accounting Conservatism on Managers' Investment Decisions, *Journal of Empirical Research in Accounting, 3 (2)* , 89-107. (In Persian)

Baker, M. , Wurgler, J. , & Yuan, Y. (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics, 104* (2) , 272-287.

Bashirijoibari, M. & Pakizeh, K. (2014). The impact Stock market misvaluation on firms investment decisions, *Asset Management & Financing, 1 (3)* , 81-98. (In Persian)

Chen, W. J. (2013). Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decision? Evidence from Taiwan, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5 (2) , 101-126.

Core, J. E. , Guay, W. R. , & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance, 61* (2) , 655-687.

Archive of SID

www.SID.ir

Daryaei, A. (2009). The relationship between Corporate Governance and Financial Performance, M. A dissertation, University of Mazandaran. (In Persian)

Fadaeinejad, M. E. Noferesti, M. & Eghbalnia, M. (2015). Effects of Cash Flow on Corporate Investment Decisions, *Accounting & Auditing Research, 23*, 4-23. (In Persian)

Garkaz, M. & Rezaei, N. (2014). The effect of changes working capital on investment opportunities, *Asset Management & Financing, 1 (3)* , 99-118. (In Persian)

Grundy, B. D. , & Li, H. (2010). Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment. *Journal of Banking & Finance, 34* (10) , 2439-2449.

Hashemi, S. A. & Amiri, H. & Moeen Ghafghazi, R. (2013). The Effects of Cost of Capital on the Relationship between Earnings and Stock Returns, *Empirical Studies in Financial Accounting, 10 (38)* , 91-117. (In Persian)

Heydarpour, F. & Tariverdi, Y. & Mehrabi, M. (2014). The impact of investor sentiment trends of stock returns, *Financial Knowledge of Securities Analysis, 6,* 1-13. (In Persian)

Hongbin Huang, Guanghui Jin, Jingnan Chen, (2016). Investor sentiment, property nature and corporate investment efficiency: Based on the mediation mechanism in credit financing, *China Finance Review International*, Vol. 6 Issue: 1, pp. 56-76.

Huang, H. H. , Huang, I. H. , & Chang, C. H. (2011). Corporate performance after substantial capital expenditure: The role of growth opportunity and corporate governance. *NTU management Review, 22* (1) , 297-325.

Jones, G. (1996). *The Evolution of International Business*, London: Routledge.

Mashayekh, Sh. & Esmaeili, M. (2006). The relation between earnings quality and corporate governance, *Journal of the Accounting & Auditing Review, 13 (3)* , 25-44. (In Persian)

McLean, R. D. and M. Zhao (2014). The business cycle, investor sentiment, and costly external finance. *The Journal of Finance 69 (3)* , 1377–1409.

Polk, C. , & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *The Review of Financial Studies, 22* (1) , 187-217.

Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. Vol 11, 159–189.

Sajadi, S. H. & Zarezadehmehrizy, M. S. (2012). Investigation of the Relationship between Management Compensation and Economics Measures Performance Assessment of Companies listed in Tehran

Archive of SID

www.SID.ir

Security Exchange, *Financial Accounting Research, 3 (4)* , 41-54. (In Persian)

Soori, A. (2015). Preliminary Econometrics, Tehran: Farhangshenasi Publication. (In Persian)

Stein, J. C. , 1996. Rational Capital Budgeting in an Irrational World. *Journal of Business*, 69 (4): 429-455.

Talangi, A. (2004). Contrasting modern financial theory and behavioral finance, *Journal of Financial Research, 6 (1)* , 3-25. (In Persian)

Trinugroho,I. & rinofah,R. (2011). The effect of mispricing on investment of Indonesian. firms: Do Financial Constraints Matter? , *Middle Eastern Finance and Economics*; 9 (1) , 1450-2889.

Yu-Shan C. & Chih Jen H. & Tsai-Ling L. . (2015). Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance, *Studies in Economics and Finance*, 32 (2): 204 – 221.

Zhu Zhaohui and Huang, W. (2013). Investor Sentiment and Firms' Investment: An Empirical Study Based on Catering Channel, *Journal of Applied Sciences*, 13: 1199-1205.

Archive of SID

www.SID.ir