

رابطه انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه با توجه به تئوری چرخه عمر شرکت

اسماعیل میرزایی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

mirzayi9099@yahoo.com

احمد رضا قوهستانی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران. (نویسنده مسئول).

ghoohestaniahmadreza@yahoo.com

شماره ۷۴ / زمستان ۱۴۰۱ (جلد هفتم) صص ۷۳-۹۰
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره پنجم)

چکیده

روش سرمایه گذاری شامل طیف گسترده ای از فعالیت هایی است که برای تولید سود آتی انجام می شود. بر این اساس، ممکن است سرمایه گذاری در دارایی های عملیاتی یا غیر عملیاتی صورت گیرد. انتخاب روش سرمایه گذاری اساساً اشاره به اینکه سرمایه تحت کنترل شرکت در کسب و کار اصلی آن مورد استفاده قرار گرفته است. بر همین اساس هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه با توجه به تئوری چرخه عمر شرکت می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از لحاظ روش از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که به دلیل برخی ناهماهنگی ها میان اعضای جامعه تعداد ۱۳۲ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ با توجه به شرایط و اعمال محدودیت های مربوط به انتخاب نمونه، انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است. نتایج نشان داد انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه تاثیر مثبت و معنی داری دارد. همچنین انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه در مراحل رشد، بلوغ و افول تاثیر مثبت و معنی داری نشان داد. **واژگان کلیدی:** انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری، بهره وری سرمایه گذاری، مراحل چرخه عمر، مرحله رشد، مرحله بلوغ، مرحله افول.

مقدمه

اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ای است که از آن به عنوان یکی از اهرم های قوی برای رسیدن به توسعه یاد می با توجه به اهمیت سرمایه گذاری، مسئله ای که در این تحقیق به دنبال بررسی آن هستیم عواملی هستند که می توانند بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر گذار باشند. به طور کلی سرمایه گذاران جزء در زمان تصمیم گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. بر خلاف سرمایه گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده ای را برای ایجاد تناسب، بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه گذاران انفرادی اغلب فاقد اینگونه ابزارها هستند. به علاوه بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی بی ثباتی قوانین و ... افزایش ریسک تصمیمگیری در بورس اوراق بهادار منجر می شود. مجموعه این عوامل باعث می شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانویه ای ناشی از فرد گرایی و غیر قابل پیش بینی بودن رفتار سرمایه گذاران جزء مواجه گرد (ایندرجیت و کوشیت^۱، ۲۰۱۶). درن و هوبرمن^۲ (۲۰۰۵) بیان کردند که سرمایه گذارانی که خود را مقاومتر در برابر خطر اعلام می کنند، پورتفوی هایی با تنوع کمتر نگهداری و با

¹ Inderjit & Kaushik

² Dron & huberman

حرارت بیشتری معامله می کنند. آنها همچنین عنوان کردند که به طور مشابه سرمایه گذاران کم تجربه پرتفویهایی گوناگونی را به شکلی ضعیف خرید و فروش می کنند. با قابت نگهداشتن سایر ویژگیها، سرمایه گذاران که در مورد اوراق بهادار مالی، خود را آگاه پندارند، قطعاً پرتفویهای گوناگون بهتری را نگهداری می کنند. در نظریات کلاسیک، رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می شد. نظریه های کلاسیک بر این فرض بود که سرمایه گذاران در زمان تصمیم گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می کنند که این فرض با نظریه انسان اقتصادی عقلایی منطبق است. انشان اقتصادی عقلایی، کسی است که ضمن برخورداری از فوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند. رفتار عقلایی، رفتاری است مبتنی بر استفاده از عقلانیت نامحدود کخ به انتخاب عقلایی و تصمیم گیری عقلایی منتج می شود (غیور باغبانی و بهبودی، ۱۳۹۶). به اعتقاد هورنز^۱ (۲۰۱۴) سوگیری های رفتاری در انسان ها ناشی از دو دسته سوگیری های مبتنی بر ادراک و مبتنی بر احساس است که با شواهد تجربی تصمیم گیری سرمایه گذاران تایید شده است. این سوگیری ها نه تنها تصمیم های سرمایه گذاران عادی، فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران حرفه ای، مدیران صندوق های سرمایه گذاری، تحلیل گران و مشاوران مالی را نیز تحت تاثیر قرار می دهد (برویهان^۲ و همکاران، ۲۰۱۴). رفتار واقعی سرمایه گذاران در بازار سرمایه در برخی موارد، نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال برد. بنابراین، نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفت. اگر چه نظریات مالی رفتاری، جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می گردد، ولی بحث دخالت خصوصیات روان شناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید، بسیار پیش تر توسط آدام اسمیت^۳ و جان مینارد کینز^۴ مطرح شده است. رفتار سرمایه گذاران که از عوامل مختلفی از جمله ادراک و حس آنان سرچشمه می گیرد، بر فرایند تصمیم گیری آنان تاثیر دارد. بنابراین انتخاب سرمایه گذاری، تخصیص منابع پولی، قیمت و بازدهی، تابعی از رفتار سرمایه گذاران است (عزیزی و همکاران، ۱۳۹۰). رفتار واقعی سرمایه گذاران در برخی موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال می برد. بنابراین نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفته است. اگرچه نظریات مالی جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می گردد ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید پیش تر توسط افرادی هم چون آدام اسمیت (خودبرتر بینی)، ایروینگ فیشر (روح های حیوانی در بازار سهام) و . . . مورد اشاره قرار گرفته است. مالیه رفتاری بر چگونگی تفسیر و بکارگیری اطلاعات در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذار تمرکز دارد و تشریح کننده بسیاری از رفتارهای غیرعادی و غیرمنطقی در بازار است (ایندر جیت و کوشیت^۵، ۲۰۱۶). رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی و قسمت گذاری و ارزیابی بازده شرکتها را تحت تاثیر خود قرار می دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند، و در نتیجه رفتارهایی در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. بنابراین سرمایه گذار بر اساس بده بستان و ارتباط بین بازده و ریسک در صدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه گذاری انتخاب شده به حداکثر برساند چرا که مفروضات نظریه رقابت در ارتباط با نظریه مطلوبیت واقعی تر است (ابراهیمی سروعلیا و همکاران، ۱۳۹۶). مطالعات مالی - رفتاری مبتنی بر یافته های علوم رفتاری به عوامل گوناگون تأثیرگذار در رفتار سرمایه گذاران توجه می کنند و نشان می دهد تصمیم های سرمایه گذاری تنها تحت تأثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد؛ مقوله هایی مانند فرهنگ، سوگیری های شناختی، عاطفی و شخصیت در رفتار سرمایه گذاران و نوع تصمیم های آنها اثر می گذارد و رفتار سرمایه گذاری آنها را هدایت می کند؛ از این رو، عرصه

¹ Horns

² Broihanne

³ smitt

⁴ John minsrd kinz

⁵ Inderjit & Kaushik

ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، رویکرد جدیدی به مطالعات بازارهای مالی است. پارادایم مالی - رفتاری، دیدگاه متفاوتی از رفتار انسانی مبتنی بر مبانی مثبت را برای فهم چندرشته رفتار انسان ارائه می‌کند (تیون و احمد^۱، ۲۰۱۶). تصمیم پیرامون سرمایه گذاری با سه مسئله مهم انتظارات، وقفه‌ها و ریسک روبرو است که پرداختن همزمان به آنها برای اقتصاددانان به سادگی مقدور نیست؛ زیرا با توجه به این مسائل، عوامل بسیاری بر سطح سرمایه گذاری یک شرکت تاثیرگذار است. مدیران شرکتهای، با شناخت عوامل موثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند (وردی، ۲۰۰۶). عامل بهره‌وری سرمایه می‌تواند نقش مهمی در رشد شرکت‌ها ایفا کند. با توجه به تئوری چرخه عمر، فرصت‌های سرمایه گذاری در مراحل رشد و بلوغ برای شرکت‌ها به حداکثر خود می‌رسند و در مرحله افول، این فرصت‌ها کاهش می‌یابد. بنابراین شرکت‌ها باید سطوح بهره‌وری خود را افزایش دهند و فرصت‌های موجود خود را در شرایط رقابتی بهینه سازند (کولینز و همکاران، ۲۰۱۲). در شرکت‌هایی با بهره‌وری نسبی بالاتر از میانگین صنعت، بهره‌وری تولید منجر به حاشیه سود بالاتری می‌شود. در مقابل، شرکت‌هایی که بهره‌وری آنها پایین‌تر از بهره‌وری متوسط است. به عبارت دیگر، بهره‌وری آنها پایین‌تر از شرکت‌های رقیب است که در نهایت منجر به کاهش ورشکستگی واحد تجاری می‌شود (فونگ و میشر، ۲۰۱۶). مفهوم کلی انتخاب روش سرمایه گذاری به معنی سرمایه گذاری در دارایی است که می‌تواند درآمد بیشتری را در آینده تولید کند. روش سرمایه گذاری می‌تواند نقش مهمی در موفقیت شرکت داشته باشد. هدف اصلی تصمیمات سرمایه گذاری انتخاب روش سرمایه گذاری مناسب است تا ارزش شرکت افزایش یابد. ژوی و وانگ (۲۰۱۶) اظهار داشتند که شاخص بهره‌وری منابع به عنوان نرخ رشد یک شرکت خاص در مقایسه با شاخص بهره‌وری از تخصیص منابع در صنعت مشابه می‌باشد، آنها استدلال کردند که اگر سرمایه شرکت به فعالیت اصلی خود اختصاص یابد، باید بین میزان رشد سود عملیاتی و نرخ رشد سود عملیاتی در صنعت رابطه وجود داشته باشد. بنابراین، با توجه به فقدان منابع اقتصادی و تلاش مدیران برای دسترسی به بهره‌وری بالاتر سرمایه، چرخه عمر و انتخاب روش سرمایه گذاری ارزش هر شرکت بستگی به تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه گذاری دارد. در حقیقت، عمر شرکت‌ها و وضعیت فعلی آنها در چرخه عمر آنها بر روی مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه گذاری مواجهه با آن تأثیر می‌گذارد. آنتونی^۲ (۱۹۹۲) استدلال کرد که شرکت‌ها در مراحل اولیه چرخه عمرشان رشد فروش بالاتر. رشد بیشتر همراه با سود تقسیمی پایین را بیشتر تجربه می‌کنند. در این شرکت‌ها ممکن است فرصت‌های بیشتری برای پروژه‌هایی با ارزش واقعی خالص ایجاد کند. علاوه بر این، شرکت‌های در حال رشد بیشتر احتمال دارد که در دارایی‌های ثابت سرمایه گذاری کنند. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی از عوامل فراوانی متأثر است که بسیاری از آنها در رویکردهای عقلانی تصمیم‌گیری توجیه‌شدنی نیست. عواملی مانند نظام ارزشی، اعتقادات و پیشفرض‌های فرهنگی موجب بروز سوگیری در فرایند تصمیم‌گیری می‌شود که رفتار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سرمایه‌گذاران انفرادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران عمده از امکانات و ابزارهای کمتری جهت تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار برخوردار می‌باشند. این عامل در کنار بی‌ثباتی‌ها و نوسانات عوامل سیاسی و اقتصادی محیط بازار، بازار سهام را با ریسک ثانویه‌ای ناشی از فردگرایی و غیر قابل پیش‌بینی بودن رفتار سرمایه‌گذاران مواجه می‌کند که ضرورت ایجاد یک سیستم مدیریت ریسک را جهت ثبات و توسعه بازار سهام می‌کند. لذا با توجه به موضوع و جدید بودن این ابزار مالی در بازار سرمایه ایران بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران ضروری به نظر می‌رسد. از این رو الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری ناشناخته است، عوامل تاثیرگذار بر انتخاب روش سرمایه گذاری در مراحل عمر شرکت تا حدی مبهم است. از این رو،

¹ Tuyon. & Ahmad

² Anthony

به دلیل فقدان منابع اقتصادی و تلاش های مدیران برای دسترسی به بهره وری بالاتری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت، در مطالعه حاضر، به بررسی رابطه انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه با توجه به تئوری چرخه عمر شرکت می پردازیم.

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

یکی از مفروضات کارایی بازار سرمایه این است که سرمایه گذاران به طور منطقی عمل می کنند، ولی شواهدی وجود دارد که حاکی از عکس العمل غیر منطقی سرمایه گذاران است. لذا شناخت و درک صحیح عوامل موثر بر تصمیم گیری مدیران در ارتباط با مخارج سرمایه ای، به دلیل آثار آن بر عملکرد بلندمدت شرکت از اهمیت ویژه ای برخوردار است. بنابراین، امروزه شناخت فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران و اتخاذ راهکارهایی برای کاهش دادن انحرافها و هدایت اینگونه رفتارها، مدتظر پژوهشگران، سیاست گذاران و مدیران مرتبط قرار گرفته است. انسان اقتصادی در نظریه های مبتنی بر عقلانیت محض، کسی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند، بی آنکه هیچ یک از امیال او نظیر خودخواهی، حسادت، زیاده خواهی در وی سرکوب شده باشد. رفتار عقلایی، بیانی برای تبیین رفتار انسان اقتصادی است. وی کسی است که از ویژگی هایی همچون عقلانیت نامحدود، اراده نامحدود، دارنده اطلاعات کامل و انتخاب آزادانه بهره مند است (غیور باغبانی و بهبودی، ۱۳۹۶). این موضوع که تصمیم گیران بتوانند انتخاب های بهینه ای داشته باشند به پیش فرض های متعددی بستگی دارد. پژوهشگران تصمیم گیری این مفروضات را جمع آوری و محدودیت ها را توصیف کرده اند. با توجه به تمایز بهینه سازی نتیجه و بهینه سازی فرایند، این معیارها به طور عمده به بهینه سازی فرایند تصمیم گیری مربوط می شود. همچنین پژوهشگران رفتاری قصد داشته اند نشان دهند انسان ها واقعاً چگونه تصمیم گیری می کنند. مبانی علوم رفتاری و روان شناسی، مفروضات الگوی عقلایی را یک چارچوب و انحراف از آن را در قالب سوگیری های تصمیم گیری در نظر می گیرد. پژوهشگران با مطالعه رفتارهای اقتصادی، مشاهده کرده اند فرایند تصمیم گیری تحت تأثیر عوامل بسیاری از جمله انگیزه، ارزش ها و هنجارها، قابلیت ها و فناوری های پردازش اطلاعات، نگرش ها در قضاوت دیگر افراد و محیط ها، تجربه های گذشته، سوگیری عاطفی، اولویت زمان و سوگیری شناختی قرار می گیرد. آنها همچنین نشان داده اند تعصبات افراد در شیوه ها و قابلیت های تصمیم گیری آنها تأثیرگذار است (غیور باغبانی و بهبودی، ۱۳۹۶). روش سرمایه گذاری شامل طیف گسترده ای از فعالیت هایی است که برای تولید سود آتی انجام می شود. بر این اساس، ممکن است سرمایه گذاری در دارایی های عملیاتی یا غیر عملیاتی صورت گیرد. انتخاب روش سرمایه گذاری اساساً اشاره به اینکه سرمایه تحت کنترل شرکت در کسب و کار اصلی آن مورد استفاده قرار گرفته است (ژائی و وانگ^۱، ۲۰۱۶). سرمایه گذاری های فعلی و بلند مدت بر روش های تأمین مالی از طریق فروش سهام و بدهی اثر می گذارد؛ واحدهای تجاری تصمیمات اقتصادی مناسب را با جایگاه خود در چرخه عمر انتخاب می کنند. افزایش سرمایه گذاری در فعالیت های عملیاتی شرکت، چشم انداز رشد شرکت را نشان می دهد. بر اساس این دیدگاه اگر منابع سرمایه گذاری شده در این شرکت به صورت مولد مورد استفاده قرار گیرد، بازده تولید شده در واحد سرمایه سرمایه گذاری بیش از هزینه های متوسط ارائه سرمایه خواهد بود (خامکی و همکاران، ۲۰۱۸). ژئی و وانگ (۲۰۱۶) و فرانسیس و هوانگ (۲۰۰۹) اظهار داشتند که اگر سرمایه شرکت به فعالیت اصلی خود اختصاص یابد، باید بین میزان رشد سود عملیاتی و نرخ رشد سود عملیاتی در یک صنعت خاص رابطه وجود داشته باشد. بنابراین، انتخاب روش سرمایه گذاری می تواند به عنوان سرمایه گذاری در یک دارایی واقعی که در تولید محصولات خاص در آینده استفاده می شود تعریف شود. بر اساس نظریه چرخه عمر، شرکت ها رفتارهای مختلفی را در ارتباط با فرصت های سرمایه گذاری بر

¹ Zhai & Wang

اساس چگونگی آنها در مرحله چرخه عمر نشان می دهند. شرکت هایی که انعطاف پذیر تر هستند برای استفاده از این فرصت ها می توانند برای آینده ای روشن تر از آینده تصور شوند. شرکت هایی که در مرحله رشد هستند تمایل خود را گسترش می دهند و پول خود را صرف خرید دارایی های سرمایه و سرمایه گذاری در گردش سرمایه می کنند (گولینز^۱ و همکاران، ۲۰۱۲). فرصت های سرمایه گذاری یکی از عوامل موثر بر رشد سود شرکت است. از سوی دیگر، اکثریت قریب به اتفاق شرکت ها به علت ضعف مالی و عدم سودآوری از بین رفته اند. بیانیه سود و زیان همراه با اطلاعات مندرج در سایر صورتهای مالی، یک ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی عملکرد شرکت و نتایج عملکرد مالی است. فرصت های سرمایه گذاری به طور خود به خود صورت نمی گیرد، بلکه باید شناسایی و ایجاد شوند. فونگ و میشر^۲ (۲۰۱۶) نشان دادند که دلیل اصلی انحلال بیشتر شرکت ها، ضعف مالی و عدم سودآوری بود. بنابراین مهمترین عوامل رشد شرکت ها، وجود فرصت های سرمایه گذاری، وجود نقدینگی و استفاده صحیح از منابع اقتصادی تحت کنترل است. بهره وری یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد سازمان ها و مؤسسات است. به عبارت دیگر، بهره وری یک شاخص است که تعیین میزان موفقیت سازمان ها در دستیابی به اهداف مورد نظر در رابطه با منابع مورد استفاده آنها است. بول^۳ (۲۰۰۳) بهره وری را به عنوان میزان استفاده موثر از هر یک از عوامل تولید تعریف کرده است. بنابراین، امروزه استفاده بهینه از منابع و بهبود بهره وری ضروری است. کاتو و موریشیما^۴ (۲۰۰۲) بهره وری را به حداکثر رساندن استفاده مطلوب از تمام منابع به روش علمی، با کاهش هزینه های تولید، گسترش بازارها، افزایش اشتغال و افزایش واقعی دستمزدها، و بهبود استانداردهای عمر، به نفع کارمندان، مدیران و مصرف کنندگان معرفی می کند. شرکت ها معمولاً به دنبال افزایش و بهبود بهره وری از فرآیندهای عملیاتی خود هستند. بنابراین، آنها ترجیح می دهند از منابع محدودی که در اختیار آنها قرار دارند، تا حد امکان استفاده کنند. به عبارت دیگر، هدف اصلی بهره وری در شرکت ها، استفاده مطلوب از منابع موجود برای تولید ثروت برای توسعه شرکت و سود بیشتر برای سهامداران است، در نتیجه افزایش مزیت رقابتی شرکت در بازار است. افزایش بهره وری نه تنها بهینه سازی استفاده از منابع بلکه همچنین به ایجاد تعادل بهتر بین ساختارهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در جامعه کمک می کند (دیویس و مادسن^۵، ۲۰۰۸). یکی از عوامل تولید، سرمایه است و مدیران می توانند با کمک فرصت های رشد و سرمایه گذاری و افزایش ارزش شرکت، کارایی بیشتری کسب کنند. بهره وری سرمایه توانایی مدیریت را در استفاده بهینه از سرمایه به عنوان یک منبع قابل توجه و محدود کسب و کار، که احتمالاً پیشرفت عملکرد اقتصادی شرکت را برآورده می کند، مورد سنجش قرار می دهد. توسعه وسیع گسترش بدون استفاده از همه عوامل اصلی در تولید امکان پذیر نمی باشد. یکی از این عوامل سرمایه است. مدیران می توانند از فرصت های توسعه و امکانات سرمایه گذاری برای به دست آوردن بهره وری سرمایه و اضافه کردن ارزش شرکت استفاده کنند (خامکی و همکاران، ۲۰۱۸). درک چرخه عمر شرکت به شدت به توانایی مقامات شرکت و مدیران در تشخیص چرخه عمر شرکت متکی است. در نتیجه، شناسایی چرخه عمر شرکت و شناخت مشکلات چرخه عمر شرکت از یک دوره به بعد، مدیران را در تصمیم گیری های آگاهانه برای جلوگیری از مشکلات آینده، یاری می رساند. دیکنسون^۷ (۲۰۱۱) چرخه عمر شرکت را به عنوان مراحل متمایز و قابل شناسایی که از طریق تغییرات متغیرهای داخلی مانند انتخاب استراتژی، منابع مالی و قابلیت های مدیریتی یا عوامل خارجی از جمله محیط رقابتی و عوامل اقتصاد کلان ایجاد می

¹ Collins

² Phung & Mishra

³ Boel

⁴ Kato & Morishima

⁵ Davis & Madsen

⁶ Khamaki

⁷ Dickinson

شود، تعریف کرد. مدیران شرکت ها سعی می کنند استراتژی هایی برای بهبود بهره وری سرمایه خود در ارتباط با هر مرحله از چرخه عمر شرکت اتخاذ کنند. شرکت ها نیاز به سرمایه گذاری برای رشد و توسعه دارند. این فرصت ها ممکن است در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت متفاوت باشد. دیکنسون^۱ (۲۰۱۱) مراحل چرخه عمر شرکت را به عنوان جایگزینی برای ویژگی های اقتصادی شرکت تعریف می کند. چرخه عمر شرکت این شرکت بسیار مهم و تعیین کننده در بسیاری از تصمیمات شرکت است. بنابراین، شناسایی چرخه عمر شرکت و شناخت عوامل اثرگذار در چرخه عمر از یک مرحله به بعد، مدیران را قادر می سازد تا تصمیمات آگاهانه بگیرند و از موانع زیادی در آینده جلوگیری کنند. تئوری چرخه عمر شرکت می تواند از طریق تعمیم نظریه چرخه عمر محصول، که از ترکیب بازاریابی و اقتصاد خرد به دست می آید، توصیف می شود. از این منظر، شرکت ها مانند محصولات یا خدمات، پیشرفت خود را از طریق ۳ مرحله، رشد، بلوغ و افول می یابند (حسن^۲، ۲۰۱۷). شرکت هایی که رشد فروش و هزینه های سرمایه گذار بالا و عمر کم دارند عموماً به عنوان واحدهای تجاری در حال رشد شناخته می شوند. از سوی دیگر، بنگاه های تجاری با فروش بالا و هزینه های کم سرمایه به عنوان واحدهای تجاری در مرحله افوق شناخته می شوند (چوانگ^۳، ۲۰۱۷). بنابراین، با توجه به تئوری چرخه عمر، شرکت های مبتنی بر مراحل مختلف چرخه عمر خود، در مقایسه با فرصت های موجود، رفتارهای متفاوت دارند. در حال حاضر بازار سرمایه و سرمایه گذاری یکی از مبانی اصلی رشد اقتصادی هر کشور است. با توجه به این که سرمایه به عنوان یک منبع اقتصادی محدود شده است، بازار سرمایه، همراه با بازارهای دیگر، مسئول تخصیص بهینه این منابع محدود است. در نتیجه، سرمایه به عنوان یک منبع محدود اقتصادی احتمالاً براساس مراحل عمر شرکت، به شرکتهایی که چشم انداز سرمایه گذاری بیشتری دارند و به عنوان یک نتیجه، بازده بالاتری را کسب کرده و بهره وری سرمایه را بیشتر می کند، تعیین می شود (خو و همکاران، ۲۰۰۷). آوان^۴ و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی ویژگی های جمعیت شناختی در انتخاب صندوق های سرمایه گذاری مشترک به عنوان گزینه اصلی سرمایه گذاری افراد پرداختند. بر اساس یافته های آنها، میان سن افراد و محل جغرافیایی زندگی آنها رابطه معنی داری با تصمیم آنها به سرمایه گذاری از طریق صندوق های سرمایه گذاری مشترک وجود دارد. در حالیکه بین سطح درآمد و سطح تحصیلات افراد با تصمیم آنها به سرمایه گذاری از طریق صندوق های سرمایه گذاری مشترک رابطه معنی داری وجود ندارد. ساچدوا^۵ و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی مولفه های رفتاری بر انتخاب صندوق های سرمایه گذاری مشترک پرداختند. بر اساس این، سرمایه گذاران هنگام انتخاب یک صندوق به عواملی چون ریسک سرمایه گذاری، خوش نامی صندوق و نقدینگی مورد نیاز و امنیت سرمایه توجه نمایند. سیوارام و سرینیواس^۶ (۲۰۱۵) با بررسی داده های حاصل از ۵۰۴ سرمایه گذار ثر شهر اندارپرداش هند، ۲۴ شاخص موثر بر انتخاب سرمایه گذاری مشترک را شناسایی و با تحلیل عاملی، شاخص های مذکور را در شش عامل اصلی طبقه بندی کردند. بر اساس یافته ها، داشتن زیر ساخت منتسب، شهرت نام تجاری صندوق، انعطاف پذیری، شفافیت اطلاعات، اعتبار ضامن صندوق و ارائه تسهیلات اضافی ۶ عامل اصلی در انتخاب صندوق سرمایه مشترک بوده است. ایندرجیت و کوشیت (۲۰۱۶) به بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران (عوامل تعیین کننده رفتار سرمایه گذار) در انتخاب صندوق های سرمایه گذاری مشترک هند پرداختند. این تحقیق نشان داد که رفتار سرمایه گذاری را می توان با آگاهی، ادراک و خصوصیات اجتماعی و اقتصادی سرمایه گذاران مورد بررسی قرار داد. آگاهی بیشتر مربوط به جنبه های مختلف صندوق های متقابل تاثیر مثبتی بر سرمایه گذاری در صندوق های مشترک خواهند داشت. بر خلاف اعتقادات،

¹ Dickinson

² Hasan

³ Chuang

⁴ Awan

⁵ Sachdeva

⁶ Sivaram & Srinivas

درک ریسک بر تصمیم سرمایه گذاری تأثیری نداشته است. علاوه بر این، ویژگی های اجتماعی و اقتصادی و خصوصیات مانند سن، جنس، شغل، درآمد و آموزش سرمایه گذاران بر آگاهی در مورد صندوق های مشترک تأثیر داشت. ایروین^۱ و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه تمرکز مشتری و سودآوری بر اساس مراحل چرخه عمر شرکت در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس مالزی پرداختند. برای این منظور تعداد ۸۳ شرکت در فاصله زمانی بین سال های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۴ مورد مطالعه قرار گرفت. برای اندازه گیری مراحل عمر شرکت از مدل دیکینسون (۲۰۱۱) و برای بررسی ریسک تمرکز از مدل داهلیوال و همکاران (۲۰۱۶) استفاده شد. همچنین برای سنجش سودآوری نرخ بازده دارایی ها استفاده کردند. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون خطی نشان داد در مرحله رشد بین تمرکز مشتری و سودآوری رابطه منفی و معنی دار و در مرحله بلوغ بین تمرکز مشتری و سودآوری رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. خامکی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه با توجه به تئوری چرخه عمر شرکت پرداختند. نتایج نشان داد بین بهره وری سرمایه در مراحل ظهور، بلوغ افول رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین بین مراحل رشد، بلوغ افول با انتخاب روش سرمایه گذاری رابطه ای مشاهده نشد. کریمی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی رابطه فرصت های سرمایه گذاری، تقسیم سود و تأمین مالی خارجی طی چرخ عمر شرکت پرداختند. نمونه شامل ۱۰۵ شرکت بین سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ یک انتخاب شده است. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چندگانه به روش خطی استفاده شده است. برای تفکیک شرکت ها به مراحل چرخه عمر از پژوهش انتونی و رامش استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که بین سود تقسیمی و فرصت های سرمایه گذاری در مرحله رشد رابطه معناداری وجود دارد. در حالی که در مرحله بلوغ بین سود تقسیمی و فرصت های سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. علاوه بر این، در مرحله رشد بین سود تقسیمی و تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود ندارد در حالی که در مرحله بلوغ بین این متغیرها رابطه معناداری وجود دارد. گیورباغبانی و بهبودی (۱۳۹۶) به بررسی عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه گذاران با رویکرد پدیدارنگاری پرداختند. فرضیه های مبنایی پژوهش، از مرور نظریه و پژوهش های مرتبط، استخراج و برای پیشبرد مراحل پژوهش، طرح پژوهش ترکیبی در بخش های کیفی و کمی پژوهش، انتخاب و عملیاتی می شود. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ استراتژی پدیدارنگاری، مصاحبه های نیمه ساختاریافته عمیق با خبرگان تصمیم گیری رفتاری انجام شد. داده های حاصل از مصاحبه ها با استفاده از روش تحلیل محتوا تحلیل و براساس آن، پرسشنامه پژوهش طراحی شد. در این قسمت با بهره گیری از استراتژی پیمایش، تعداد ۵۰۰ پرسشنامه به صورت نمونه گیری در دسترس، توزیع و ۳۱۶ پرسشنامه تکمیل و جمع آوری شد. داده های حاصل از پرسشنامه با نرم افزارهای SPSS و Amos Graphics و با استفاده از روش معادلات ساختاری تحلیل شد. نتایج پژوهش نشان می دهد در مقوله فرهنگ، مؤلفه های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه گذاری و افق زمانی در کنار مقوله های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم های سرمایه گذاران را شکل می دهد و موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم گیری می شود. همچنین با وجود تأیید تأثیر مقوله زمان در سایر پژوهش ها، تحلیل داده ها نشان داد الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار خراسان رضوی متأثر از عامل زمان نیست. ابراهیمی سرو علیا و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی عوامل تعیین کننده رفتار سهامداران جزء در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل سازی معادلات ساختاری پرداختند. این پژوهش سعی کرده است ادبیات علمی کشور در بررسی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه گذاران جزء را گسترش دهد و بدین وسیله رهیافتی برای شفاف سازی تصمیم گیری ایشان در بورس اوراق بهادار تهران ارائه کند. این تحقیق پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی، چارچوب مفهومی اولیه خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرده است که پس از مرحله سوم دلفی، اشباع نظری در اتفاق نظر و همگرایی پاسخ ها موجب جمع بندی و نهایی شدن چارچوب تحقیق شد. این تحقیق

¹ irvine

سپس به روش پیمایش اقدام به نظرخواهی از سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران در مورد عوامل اثرگذار بر رفتار ایشان کرد و در نهایت به روش مدلسازی معادلات ساختاری اقدام به تبیین عوامل تعیین کننده رفتار سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران کرد.

روش پژوهش

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از لحاظ روش از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به دلیل برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه تعداد ۱۳۲ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های مربوط به انتخاب نمونه، انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری

انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری با استفاده از روش زای و وانگ (۲۰۱۶)، نشان دهنده همبستگی بین رشد سود عملیاتی شرکت و رشد سود عملیاتی صنعت در سال جاری محاسبه شده است. برای این منظور، نرخ رشد سود عملیاتی برای هر صنعت به شرح زیر محاسبه می‌شود:

نرخ رشد سود عملیاتی = (سود عملیاتی سال جاری - سود عملیاتی سال قبل) / سود عملیاتی سال قبل

متغیر وابسته: بهره‌وری سرمایه

بهره‌وری سرمایه با استفاده از مدل براون و روو^۱ (۲۰۰۷) از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود: بهره‌وری سرمایه = سود عملیاتی / (بدهی + حقوق صاحبان سهام) - (پول نقد + سرمایه‌گذاری کوتاه مدت)

متغیر تعدیل‌گر: چرخه عمر شرکت

در این تحقیق تفکیک شرکت‌ها به مراحل رشد، بلوغ و افول با استفاده از چهار متغیر سن شرکت، رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و سود تقسیمی طبق روش شناسایی پارک و چن (۲۰۰۶) صورت می‌گیرد. مراحل تفکیک در روش "پارک و چن" بشرح ذیل می‌باشد:

- ۱) مقدار هر یک از متغیرها برای هر سال - شرکت محاسبه می‌شود.
- ۲) متغیرهای چهار گانه بر حسب سال - شرکت مرتب گردیدند. سپس متناسب با طبقه قرار گرفته در جدول (۱) ارقام به آن اختصاص داده می‌شود.
- ۳) برای هر سال - شرکت نمره‌ای مرکب بدست می‌آید که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه بندی می‌شود:

الف) در صورتی که مجموع نمرات بین ۱۶ و ۲۰ باشد مرحله رشد

ب) در صورتی که مجموع نمرات بین ۹ و ۱۵ باشد مرحله بلوغ

¹ Brown & Rowe

ج) در صورتی که مجموع نمرات بین ۴ تا ۸ باشد در مرحله افول

جدول (۱): چرخه عمر پارک و چن (۲۰۰۶)

پنجکها	سن شرکت (AGE)	رشد فروش (SG)	مخارج سرمایه ای (CE)	سود تقسیمی (DPR)
پنجک اول	۵	۱	۱	۵
پنجک دوم	۴	۲	۲	۴
پنجک سوم	۳	۳	۳	۳
پنجک چهارم	۲	۴	۴	۳
پنجک پنجم	۱	۵	۵	۳

متغیرهای فوق بصورت زیر است:

$$SGit = [1 - (\text{Saleit} / \text{Saleit-1})] \times 100$$

$$DPRit = (\text{DPSit} / \text{EPSit}) \times 100$$

$$CEit = (\text{ارزش بازار شرکت} / \text{اضافات (کاهش) دارا ئیهای ثابت طی دوره}) \times 100$$

Sale = درآمد فروش.

DPS = سود تقسیمی هر سهم.

EPS = سود هر سهم.

AGE = تفاوت سال t و سال تاسیس شرکت.

سال مبنای تفکیک و طبقه بندی شرکتها، سال ۱۳۹۳ می باشد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت که از طریق لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت اندازه گیری می شود، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

اهرم مالی (LEV): در پژوهش حاضر، اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی مدنظر قرار گرفته شده که از تقسیم مجموع ارزش دفتری بدهی بر ارزش دفتری دارایی های شرکت محاسبه می شود.

فرصت های رشد (GWTH): در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار فرصت های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی لحاظ شده است.

سودآوری (ROE): بازده حقوق صاحبان سهام نیز به عنوان سنج سودآوری و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود.

تجزیه و تحلیل توصیفی

در تجزیه و تحلیل توصیفی^۱، محقق با استفاده از جداول و شاخص های آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی^۱ و پراکندگی^۲ به توصیف داده های جمع اوری شده تحقیق می پردازد. این امر به شفافیت و توضیح داده های محقق کمک بسیاری می کند. تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها در جدول (۲) ارائه شده است.

^۱ Dsscriptive Analysis

جدول (۲): تحلیل توصیفی داده های کمی تحقیق در حالت کلی

مشاهدات	انحراف معیار	بزرگترین	کوچکترین	میانگین	نماد	متغیر
۹۲۴	۰.۴۶۹	۰.۸۷۳	-۰.۰۰۰۳	۰.۶۷۲	CI	پرتفوی سرمایه گذاری
۹۲۴	۰.۲۵۵	۱.۲۰۵	-۰.۰۰۷۳	۰.۱۷۸	CP	بهره وری سرمایه
۹۲۴	۱.۹۱۴	۱۲.۵۰۹	-۳.۹۵۳	۲.۶۱۲	GWTH	فرصت رشد
۹۲۴	۰.۲۷۱	۰.۸۰۴	۰.۰۰۹۰	۰.۶۲۶	Lev	اهرم مالی
۹۲۴	۲.۶۵۴	۱۰.۰۴۵	-۷۲.۶۹۵	۰.۱۶۰	Roe	سودآوری
۹۲۴	۱.۴۰۳	۱۹.۲۴۹	۱۰.۱۶۶	۱۴.۰۷۹	Size	اندازه شرکت

جدول (۳): تحلیل توصیفی داده های کمی تحقیق در دوره افول شرکت

مشاهدات	انحراف معیار	بزرگترین	کوچکترین	میانگین	نماد	متغیر
۸۷	۰.۴۹۶	۰.۸۷۳	-۰.۰۰۱۲	۰.۵۸۴	CI	پرتفوی سرمایه گذاری
۸۷	۰.۲۸۷	۰.۹۹۱	-۰.۰۰۳۹	۰.۲۱۲	CP	بهره وری سرمایه
۸۷	۴.۳۹۲	۱۰.۴۲۸	-۲.۳۸۷	۱.۹۵۱	GWTH	فرصت رشد
۸۷	۰.۲۸۶	۰.۸۰۸	۰.۱۶۹	۰.۶۳۹	Lev	اهرم مالی
۸۷	۱.۲۸۹	۰.۴۸۶	-۵.۳۸۷	۰.۲۸۹	Roe	سودآوری
۸۷	۱.۴۸۲	۱۹.۰۶۶	۱۱.۱۹۷	۱۴.۳۳۶	Size	اندازه شرکت

جدول (۴): تحلیل توصیفی داده های کمی تحقیق در دوره رشد شرکت

مشاهدات	انحراف معیار	بزرگترین	کوچکترین	میانگین	نماد	متغیر
۱۰۳	۰.۴۷۶	۰.۰۸۸۱	-۰.۰۰۰۳	۰.۶۵۹	CI	پرتفوی سرمایه گذاری
۱۰۳	۰.۲۰۱	۰.۷۰۸	-۰.۱۱۹	۰.۱۴۳	CP	بهره وری سرمایه
۱۰۳	۲.۹۰۴	۱۰.۲۹۹	-۲.۲۲۳	۲.۱۱۱	GWTH	فرصت رشد
۱۰۳	۰.۲۳۷	۰.۸۰۴	۰.۲۰۱	۰.۶۴۳	Lev	اهرم مالی
۱۰۳	۰.۳۶۳	۲.۱۱۹	-۱.۱۷۵	۰.۲۲۲	Roe	سودآوری
۱۰۳	۱.۳۳۳	۱۸.۷۳۹	۱۰.۳۵۲	۱۳.۸۷۱	Size	اندازه شرکت

جدول (۵): تحلیل توصیفی داده های کمی تحقیق در دوره بلوغ شرکت

مشاهدات	انحراف معیار	بزرگترین	کوچکترین	میانگین	نماد	متغیر
۷۳۴	۰.۴۶۴	۰.۷۵۲	-۰.۱۰۱	۰.۶۸۵	CI	پرتفوی سرمایه گذاری
۷۳۴	۰.۲۵۸	۰.۹۰۹	-۰.۰۰۸۱	۰.۱۷۹	CP	بهره وری سرمایه
۷۳۴	۱.۳۶۲	۱۲.۵۰۰	-۳.۹۵۳	۲.۷۶۱	GWTH	فرصت رشد
۷۳۴	۰.۲۷۴	۰.۷۱۹	۰.۰۰۹۰	۰.۶۲۲	Lev	اهرم مالی
۷۳۴	۲.۹۳۱	۱۰.۰۴۵	-۷۲.۶۹۵	۰.۱۳۶	Roe	سودآوری
۷۳۴	۱.۴۰۰	۱۹.۲۴۹	۱۰.۱۶۶	۱۴.۰۷۸	Size	اندازه شرکت

¹ Central Tendency

² Measures of Variation

بررسی پایایی (مانایی) متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها

پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. بکارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو پایا هستند. اگر متغیرهای الگو ناپایا یا دارای ریشه واحد باشند، در این صورت آزمون‌های t و F معمول از اعتبار لازم برخوردار نخواهند بود. برای بررسی پایایی متغیرها، از آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون‌های لین، لیون و چو استفاده شده است. نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در جدول (۶) ارائه شده است. برای تعیین پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو^۱ استفاده شده است. نتایج این آزمون بیانگر این موضوع است که متغیرها طی دوره پژوهش در سطح^۲ پایا بوده‌اند، چرا که مقدار احتمال برای آزمون مذکور کمتر از ۵٪ بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. به عبارتی تمامی متغیرهای پژوهش مانا هستند و لذا نیازی به بررسی مانایی بلند مدت متغیرها نمی‌باشد.

جدول (۶): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
سودآوری	Roe	-۵۱.۱۱۲	۰.۰۰۰
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	-۱۴.۹۹۱	۰.۰۰۰
بهره وری سرمایه	CP	-۲۱.۱۰۶	۰.۰۰۰
فرصت رشد	GWTH	-۲۰.۲۶۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	Lev	-۶.۴۶۷	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۳۵.۵۸۹	۰.۰۰۰

آزمون نرمال بودن

نرمال بودن متغیر وابسته یکی از پیش فرض‌های مدل‌های رگرسیونی حداقل مربعات معمولی است. اگر میزان احتمال چارک برا بیشتر از ۵٪ باشد فرض H_1 رد شده و ادعای نرمال بودن توزیع داده‌ها پذیرفته می‌شود. همانطور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود احتمال چارک برا برای متغیرهای وابسته و مستقل کمتر از ۵ درصد می‌باشد که در این شرایط نرمال نمی‌باشد. ولی زمانی که سایر فروض کلاسیک برقرار باشد و نمونه آماری نیز بزرگتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع جملات اخلاص به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت حتی اگر جملات اخلاص دارای توزیع نرمال نباشند، ضرایب مدل حداقل واریانس بوده و کارا هستند و همین دو ویژگی برای تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه‌هایی که با استفاده از ضرایب مدل آزمون می‌شوند کافی است. لذا زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است (افلاطونی، ۱۳۹۲). همچنین بر اساس قضیه حد مرکزی، در داده‌هایی که مشاهدات زیاد است، ضرایب نرمال محسوب می‌شود هرچند توزیع اجزا نرمال نباشد (گجراتی، ۲۰۰۹). نتایج آماره چارک برا حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته و متغیر مستقل طی دوره پژوهش است.

¹ Levin, Lin & Chu

² Level

جدول (۷): آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	آماره چارک برا	معنی داری آماره
سودآوری	Roe	۱۶۸۸۸۴	۰.۰۰۰
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	۱۴۶.۵۳۸	۰.۰۰۰
بهره وری سرمایه	CP	۴۹۸.۳۶۸	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۱۳۸.۵۲۹	۰.۰۰۰
فرصت رشد	GWTH	۱۷۳۲۶۶۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	Lev	۳۸۹۴۴.۱۸	۰.۰۰۰

آزمون چاو و هاسمن

قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی F مدل رگرسیونی پرداخته میشود در برآورد یک مدل که داده های آن از نوع ترکیبی هست ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود. به عبارت دیگر ابتدا باید بررسی شود که مدل مورد بررسی در کدام طبقه داده های پوول^۱ و داده های پانل^۲ قرار می گیرد. در مورد داده‌های ترکیبی ابتدا آزمون F (آزمون چاو) به منظور انتخاب شیوه تخمین مدل از بین دو راهکار داده های پوول و داده های پانل انجام می - شود اولین گام در تخمین های پانل دیتا تعیین نمودن قیود وارد شده بر مدل اقتصادسنجی است. به عبارت دیگر ابتدا باید مشخص کنیم که رابطه رگرسیونی در نمونه مورد بررسی دارای عرض از مبدأهای ناهمگن و شیب همگن است یا اینکه فرضیه عرض از مبدأهای مشترک و شیب مشترک در بین مقاطع (مدل داده های تلفیقی) پذیرفته می شود. بدین منظور آزمون F مورد استفاده قرار می گیرد. بر اساس این آزمون ابتدا مدل را به صورت نامقید و در حالت کلی با عرض از مبدأهای مشترک و شیب های مشترک برآورد نموده و مقدار پسماندهای رگرسیون را محاسبه می کنیم، سپس مدل را به صورت مقید و با فرض عرض از مبدأهای ناهمگن در بین مقاطع و شیب های مشترک تخمین می زنیم و مقادیر پسماند مقید را بدست می آوریم. در صورتیکه مقدار F محاسبه شده از F جدول با درجات آزادی مشخص شده بزرگتر باشد فرضیه H0 مبنی بر همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان رد میشود و لذا اثرات گروه پذیرفته شده و میبایستی عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود

جدول (۸): نتایج آزمون هاسمن و F لیمر

فرضیه‌ها	هاسمن		نوع داده ها	F لیمر	
	P	Chi - square		P	F
فرضیه اول	۰.۰۰۰	۰.۷۴۵	PANEL	۰.۰۰۰	۳.۴۰۱
فرضیه دوم	-	-	POOL	۰.۳۶۸	۱.۳۸۳
فرضیه سوم	-	-	POOL	۰.۳۵۳	۱.۱۱۰
فرضیه چهارم	-	-	POOL	۰.۳۶۰	۱.۰۹۵

نتایج آزمون فرضیات

نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می دارد: انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه ارتباط دارد.
برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

¹ Pooling
² Panel

$$CP_{it} = \beta_1 + \beta_1 CIC_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 gwth_{it} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۹): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	Prob
مقدار ثابت	C	۰.۱۰۹	۰.۹۲۷	۰.۰۰۳
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	۰.۰۶۰	۰.۳۴۰	۰.۰۳۳
سودآوری	Roe	۰.۴۲۸	۵.۳۲۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۳۱۲	-۲.۳۴۳	۰.۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۲۴	۲.۶۷۱	۰.۰۰۷
فرصت رشد	GWTH	۰.۱۹۸	۴.۲۹۳	۰.۰۰۰
آماره F		۸.۳۵۲	ضریب تعیین (R ²)	۰.۰۵۳
سطح معنی داری F(Prob)		۰.۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده (R ² A)	۰.۰۴۶
			آماره دوربین واتسون (D.W)	۱.۹۷۲

میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۰۵۳) می باشد که نشان می دهد ۵.۳ درصد تغییرات متغیر بهره وری سرمایه گذاری توسط پرتفوی سرمایه گذاری و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می گیرند ممکن است تغییر داده ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. مفهوم مستقل بودن به این معنی است که نتیجه یک مشاهده تأییری بر نتیجه مشاهدات دیگر نداشته باشد. در رگرسیون، بیشتر در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی مورد مطالعه قرار می گیرد ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها برخورد کند. به این نوع ارتباط در داده ها خود همبستگی می گویند. در صورت وجود خود همبستگی در خطاها نمی توان از رگرسیون خطی استفاده کرد. برای بررسی این فرض به صورت شهودی می توان از نمودار کردن توالی متغیر استفاده کرد. اما راه مطمئن تر استفاده از دوربین واتسون بین ۰ تا ۴ می باشد. اگر بین باقیمانده ها، همبستگی متوالی وجود نداشته باشد نشان دهنده همبستگی منفی می باشد. در مجموع اگر این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، جای هیچ نگرانی نیست از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۱.۹۷۲) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به نتایج جدول (۹) پرتفوی سرمایه گذاری دارای ضریب (۰.۰۶۰) و معنی داری (۰.۰۳۳) بوده لذا با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری بر بهره وری سرمایه تاثیر مثبت و معنی داری دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اندازه شرکت و سودآوری، فرصت رشد و تأثیر مثبت و مستقیم بر بهره وری سرمایه دارد اما اهرم مالی تأثیر منفی و معکوس بر بهره وری سرمایه نشان داد.

فرضیه دوم بیان می دارد: انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه در مرحله رشد ارتباط دارد.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$CP_{it} = \beta_1 + \beta_1 CIC_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 CIC * Growth_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 gwth_{it} + \beta_7 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۱۰): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	Prob
مقدار ثابت	C	-۰.۱۱۷	-۰.۹۹۲	۰.۰۲۱
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	۰.۰۱۶	۰.۱۰۷	۰.۰۱۴
سودآوری	Roe	۰.۵۴۵	۵.۰۷۵	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰.۳۲۲	۱.۹۲۱	۰.۰۵۴
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۱۷	۲.۳۲۷	۰.۰۲۰
فرصت رشد	GWTH	۰.۲۴۳	۴.۵۳۱	۰.۰۰۰
آماره F		۹.۶۶۵	ضریب تعیین (R ²)	۰.۰۶۰
سطح معنی داری F(Prob)		۰.۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده (R ² A)	۰.۰۵۴
			آماره دوربین واتسون (D.W)	۱.۶۳۳

میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۰۶۰) می باشد که نشان می دهد ۶.۰ درصد تغییرات متغیر بهره وری سرمایه گذاری توسط انتخاب پرتفوی سرمایه در مرحله رشد و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۱.۶۳۳) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به نتایج جدول (۱۰) انتخاب پرتفوی سرمایه گاری دارای ضریب (۰.۰۱۶) و معنی داری (۰.۰۱۴) بوده لذا با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری بر بهره وری سرمایه در مرحله رشد شرکت تاثیر مستقیم و مثبت دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اهرم مالی و سودآوری، فرصت رشد و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر بهره وری سرمایه گذاری دارد.

فرضیه سوم بیان می دارد: انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه در مرحله بلوغ ارتباط دارد.

برای آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$CP_{it} = \beta_1 + \beta_1 CIC_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 CIC * Puberty_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 gwth_{it} + \beta_7 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۱۱): نتیجه آزمون فرضیه سوم

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	Prob
مقدار ثابت	C	-۰.۱۱۰	-۰.۷۹۱	۰.۰۰۸
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	۰.۱۹۷	۱.۱۳۸	۰.۰۵۵
سودآوری	Roe	۰.۵۵۴	۴.۰۸۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰.۳۲۸	۱.۹۲۴	۰.۰۵۴
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۱۷	۱.۸۱۸	۰.۰۶۹
فرصت رشد	GWTH	۰.۲۴۶	۴.۶۳۹	۰.۰۰۰
آماره F		۶.۰۶۳	ضریب تعیین (R ²)	۰.۰۷۱
سطح معنی داری F(Prob)		۰.۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده (R ² A)	۰.۰۶۴
			آماره دوربین واتسون (D.W)	۱.۹۲۴

میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۰۷۱) می باشد که نشان می دهد ۷.۱ درصد تغییرات متغیر بهره وری سرمایه گذاری توسط انتخاب پرتفوی سرمایه در مرحله بلوغ و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۱.۹۲۴) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین

اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به نتایج جدول (۱۱) انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری دارای ضریب (۰.۱۹۷) و معنی داری (۰.۰۵۵) بوده لذا با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری بر بهره وری سرمایه در مرحله بلوغ شرکت تاثیرمستقیم و مثبت دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اهرم مالی و سودآوری، فرصت رشد تأثیر مثبت و مستقیم بر بهره وری سرمایه گذاری دارد.

فرضیه چهارم بیان می دارد: انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری با بهره وری سرمایه در مرحله افول ارتباط دارد.

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$CP_{it} = \beta_1 + \beta_1 CIC_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 CIC * Decline_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 gwth_{it} + \beta_7 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۱۲): نتیجه آزمون فرضیه چهارم

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	Prob
مقدار ثابت	C	-۰.۱۰۴	-۰.۸۲۹	۰.۰۰۶
پرتفوی سرمایه گذاری	CI	۰.۱۵۷	۱.۰۵۰	۰.۰۰۳
سودآوری	Roe	۰.۵۴۲	۴۶۲۱	۰.۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰.۳۱۹	۱.۹۲۹	۰.۰۵۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۱۷	۱.۹۵۴	۰.۰۵۰
فرصت رشد	GWTH	۰.۲۴۴	۴۶۴۱	۰.۰۰۰
آماره F		۱۳.۴۰۲	ضریب تعیین (R ²)	
سطح معنی داری F(Prob)		۰.۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده (R ² A)	
			آماره دوربین واتسون (D.W)	
			۱.۵۳۲	۱.۵۳۲

میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۰۶۰) می باشد که نشان می دهد ۶ درصد تغییرات متغیر بهره وری سرمایه گذاری توسط انتخاب پرتفوی سرمایه در مرحله افول و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۱.۵۳۲) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به نتایج جدول (۱۲) انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری دارای ضریب (۰.۱۵۷) و معنی داری (۰.۰۰۳) بوده لذا با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری بر بهره وری سرمایه در مرحله افول شرکت تاثیرمستقیم و مثبت دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اهرم مالی و سودآوری، فرصت رشد تأثیر مثبت و مستقیم بر بهره وری سرمایه گذاری دارد.

بحث و نتیجه گیری

امروزه سرمایه گذاران برای انتخاب سرمایه گذاری دامنه بسیار وسیعی دارند، اما تا به حال پژوهشهای محدودی در خصوص روش انتخاب از بین سرمایه گذاریهای مختلف انجام گرفته است. تصمیمات مالی مردم روز به روز پیچیده تر و پرمخاطره تر می شود در حالی که نتایج این تصمیمات بر شیوه زندگی مردم بسیار موثر است (سالتانا، ۲۰۱۰). بیشتر نظریه های مالی فرض می کنند که سرمایه گذاران منطقاً به افزایش سرمایه خود می اندیشند و به نشانه های مالی توجه

¹ Sultana

می کنند. سرمایه گذاران هنگام انتخاب سرمایه گذاری به طور اولیه ریسک و بازده آن را با سرمایه گذاریهای بالقوه دیگری که میتوانند انجام دهند، مقایسه می کنند. ضمن اینکه سطح ریسکی که سرمایه گذاران حاضر به تحمل آن هستند بستگی به خصوصیات و ویژگیهای روانی آنها دارد (مریکاس و همکاران^۱، ۲۰۰۴). به هر حال یک سرمایه گذار منطقی در صورت تشابه ریسک دو سرمایه گذاری، سرمایه گذاری با ریسک کمتر را انتخاب نخواهد کرد. بیشتر پژوهشهای اخیر در مورد روانشناسی مالی بیان کرده اند که تصمیمات سرمایه گذاران ممکن است تحت تاثیر عوامل رفتاری داخلی از قبیل خودشناسی و عوامل رفتاری خارجی مانند نحوه انتخاب یک سرمایه گذاری قرار گیرد (لی و همکاران^۲، ۲۰۰۸). اصولاً سرمایه گذاران باید بررسی های وسیعی در موقع خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند. زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می کنند و در صورت عدم توجه به مواردی خاص، نتایج مطلوبی از آن سرمایه گذاری دریافت نخواهند کرد. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات آوان^۳ و همکاران (۲۰۱۲)، ساچدوا^۴ و همکاران (۲۰۱۳)، سیوارام و سرینیواس^۵ (۲۰۱۵)، ایندرجیت و کوشیت (۲۰۱۶)، ایروین^۶ و همکاران (۲۰۱۶)، خامکی و همکاران (۲۰۱۸) و عزیززی و شریف فر (۱۳۹۲) و ابراهیمی سرو علیا و همکاران (۱۳۹۶) همخوانی دارد. به اعتقاد هورنز^۷ (۲۰۱۴) سوگیری های رفتاری در انسان ها ناشی از دو دسته سوگیری های مبتنی بر ادراک و مبتنی بر احساس است که با شواهد تجربی تصمیم گیری سرمایه گذاران تایید شده است. این سوگیری ها نه تنها تصمیم های سرمایه گذاران عادی، فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران حرفه ای، مدیران صندوق های سرمایه گذاری، تحلیل گران و مشاوران مالی را نیز تحت تاثیر قرار می دهد (برویهان^۸ و همکاران، ۲۰۱۴). رفتار واقعی سرمایه گذاران در بازار سرمایه در برخی موارد، نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال برد. بنابراین، نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفت. اگر چه نظریات مالی رفتاری، جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می گردد، ولی بحث دخالت خصوصیات روان شناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید، بسیار پیش تر توسط آدام اسمیت^۹ و جان مینارد کینز^{۱۰} مطرح شده است. رفتار سرمایه سرمایه گذاران که از عوامل مختلفی از جمله ادراک و حس آنان سرچشمه می گیرد، بر فرایند تصمیم گیری آنان تاثیر دارد. بنابراین انتخاب سرمایه گذاری، تخصیص منابع پولی، قیمت و بازدهی، تابعی از رفتار سرمایه گذاران است (عزیززی و همکاران، ۱۳۹۰). رفتار واقعی سرمایه گذاران در برخی موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال می برد. بنابراین نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفته است. اگر چه نظریات مالی جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می گردد ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید پیش تر توسط افرادی هم چون آدام اسمیت (خود برتر بینی)، ایروینگ فیشر (روح های حیوانی در بازار سهام) و ... مورد اشاره قرار گرفته است. مالیه رفتاری بر چگونگی تفسیر و بکارگیری اطلاعات در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذار تمرکز دارد و تشریح کننده بسیاری از رفتارهای غیرعادی و غیرمنطقی در بازار است (ایندرجیت و کوشیت^{۱۱}، ۲۰۱۶). رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی و قسمت گذاری و ارزیابی بازده شرکتها را تحت تاثیر خود قرار می دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه

¹ Merikas et al

² Lee et al

³ Awan

⁴ Sachdeva

⁵ Sivaram & Srinivas

⁶ Irvine

⁷ Horns

⁸ Broihanne

⁹ smitt

¹⁰ John minsrd kinz

¹¹ Inderjit & Kaushik

گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند، و در نتیجه رفتارهایی در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. بنابراین سرمایه گذار بر اساس بده بستان و ارتباط بین بازده و ریسک در صدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه گذاری انتخاب شده به حداکثر برساند چرا که مفروضات نظریه رقابت در ارتباط با نظریه مطلوبیت واقعی تر است (ابراهیمی سروعلیا و همکاران، ۱۳۹۶). مطالعات مالی- رفتاری مبتنی بر یافته‌های علوم رفتاری به عوامل گوناگون تأثیرگذار در رفتار سرمایه‌گذاران توجه می‌کنند و نشان می‌دهد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد؛ مقوله‌هایی مانند فرهنگ، سوگیری‌های شناختی، عاطفی و شخصیت در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیم‌های آنها اثر می‌گذارد و رفتار سرمایه‌گذاری آنها را هدایت می‌کند؛ از این‌رو، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، رویکرد جدیدی به مطالعات بازارهای مالی است. پارادایم مالی - رفتاری، دیدگاه متفاوتی از رفتار انسانی مبتنی بر مبانی مثبت را برای فهم چندرشته رفتار انسان ارائه می‌کند (تیون و احمد^۱، ۲۰۱۶). به اعتقاد هاگن^۲ (۲۰۰۹) نیز سیر مباحث مالی امروزه به سمت مباحث رفتاری بوده است؛ به گونه‌ای که الگوهای رفتاری، چارچوب اصلی موضوعات مالی نوین را شکل می‌دهند. مالی-رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است؛ به عبارت دیگر، مالی-رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است. یکی از موضوعات مهم در بحث مالی-رفتاری، مطالعات مربوط به شناسایی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تبیین الگوی تصمیم‌گیری آنها در شرایط عدم اطمینان است. داکلاس^۳ (۲۰۱۵) بیان می‌کند در بسیاری از پیشفرض‌های اساسی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تردید شده است و سرمایه‌گذاران را افرادی کاملاً عقلانی نمی‌توان در نظر گرفت که فارغ از سوگیری‌ها و تورش‌های روان‌شناختی تصمیم می‌گیرند.

منابع

- ✓ بادآورنهدی، یونس، داداش‌زاده، قادر، (۱۳۹۶)، چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام، فصلنامه مدل‌سازی ریسک و مهندسی مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۹۸-۱۱۴.
- ✓ پاکروانان، میثم، صالحی اسفنجی، نورالله، (۱۳۹۵)، تأثیر ریسک شرکت بر هزینه حقوق صاحبان در مراحل رشد و افول شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری، مازندران، بابل، مؤسسه علمی تحقیقاتی کومه علم آوران دانش.
- ✓ خلیل نژاد، ندا، صراف، فاطمه، حیدرپور، فرزانه، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه چرخه عمر شرکت، عدم اطمینان سرمایه گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه‌های آموزش عالی غیردولتی-غیرانتفاعی، مؤسسه آموزش عالی پرندک، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ طالب نیا، قدرت اله، تقی‌زاده خانقاه، وحید، حشمت، نسا، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی و رویکرد رفتاری، دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، دوره ۱، شماره ۲، صص ۲۱۵-۲۳۹.
- ✓ عزیززی، شهریار، شریف فر، امیر، (۱۳۹۲)، عوامل تعیین کننده صندوق های سرمایه گذاری مشترک، پژوهش امیخته، مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره دوم، صص ۳۵-۵۰.

¹ Tuyon. & Ahmad

² Haugen

³ Duclos

✓ کریمی، ادریس، نامیان، فرشید، مرادی، علیرضا، سهیلی، کیومرث، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه فرصت های سرمایه گذاری، تقسیم سود و تأمین مالی خارجی طی چرخ عمر شرکت، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران، موسسه همایشگران مهر اشراق.

- ✓ Brown, D., Rowe, B.,(2007) The productivity premium in equity returns. University of Wisconsin US.
- ✓ Badri, A. (2009). Behavioral Finance Knowledge and Capital Management. Keyhan publication, Tehran.
- ✓ Boel, B. The European Productivity Agency and Transatlantic Relations 1953-1961. Museum Tusculanum Press. (2003) , 4. DOI. 10.26530/OAPEN_342371.
- ✓ Broihanne, M. H., Merli, M., & Roger, P. (2014) Overconfidence, risk perception and the risk-taking behavior of finance professionals. Finance Research Letters. 11(2): 64-73.
- ✓ Chuang, K.S., Corporate life cycle, investment banks and shareholder wealth in M&As. The Quarterly Re-view of Economics and Finance, 2017, 63, P. 122-134.
- ✓ Collins, D. W., Hribar, P., Cross sectional variation in cash flow asymmetric timeliness and its effect on the earnings-based measure of conditional conservatism. University of Iowa. (2012).
- ✓ Dickinson, V., Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. The Accounting Review .2011,86(6), P.(1969-1994).
- ✓ Davis, E. P., Madsen ,J. B., Productivity and equity market fundamentals: 80 years of evidence for 11 OECD countries. Journal of International Money and Finance(2008), 27(8), P. 1261-1283.
- ✓ Duclos, R. (2015). The psychology of investment behavior: biasing financial decision-making one graph at a time. Journal of Consumer Psychology. 25 (2): 317-325
- ✓ Francis, J. R., Huang, S., Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation? Journal of Accounting Research .(2009), 47(4), P. 943-989.
- ✓ Hasan, M. M., Organization capital and firm life cycle. Journal of Corporate Finance .2018, 48, P. 556-578 .
- ✓ Kato, T., Morishima. M., The productivity effects of participatory employment practices: Evidence from new Japanese panel data, Industrial Relations: A Journal of Economy and Society, (2002),41(4), P. 487-520.
- ✓ Phung, D. N., Mishra. A. V., Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. Australian Economic Papers (2016),55(1), P.63-98.
- ✓ Pompian, M. (2006). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases. John Wiley and Sons, Inc.
- ✓ Rae, R., & Talangi, A. (2004). Advanced Investment management. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities .Shafi, Mohammad (2014). Determination Influencing Individual Investor Behavior in Stock Market: a Cross Country Research Survey. Arabian Journal of Business and Management Review, 2 (1), pp. 60-71.
- ✓ Teddlie, C. & Tashakkori, A. (2012). Common core characteristics of mixed methods research. A review of critical issues and call for greater convergence. American Behavioral Scientist. 56(6): 774-788.
- ✓ Verdi,R.,(2006). “Financial Reporting Quality and Investment Efficiency“, M.I.T, Working paper ,pp. 405-424.
- ✓ Xu, B., Life cycle effect on the value relevance of common risk factors. Review of Accounting and Finance(2007),6(2), P. 162-175 .
- ✓ Zhai, J., Wang Y., Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. China Journal of Accounting Research .(2016),9(4), P. 251-266.