

بررسی رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت با توجه به تصدی و سواد مالی مدیریت

دکتر حمید رستمی جاز

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.
hamid.rostami1358@gmail.com

فروزان بهرمن

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول).
froozanbahreman1995@gmail.com

چکیده

در این تحقیق تأثیر ویژگی مدیران بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور تعداد ۱۳۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفت. داده‌های مالی مورد نیاز با مراجعه به صورت‌های مالی و نرم‌افزارهای مالی استخراج و توسط نرم‌افزار اکسل تلخیص، طبقه‌بندی شده و محاسبه و در نهایت از طریق نرم‌افزار Eviews با بهره‌گیری از رگرسیون چند متغیر تجزیه و تحلیل گردید. یافته‌ها نشان داد که بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت رابطه معناداری وجود دارد. تصدی و سواد مالی مدیریت بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت تأثیرگذار نیستند.

واژگان کلیدی: رفتار سرمایه‌گذار، تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت، سواد مالی مدیریت.

مقدمه

عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را به چهار گروه می‌توان تقسیم کرد (التمیمی و بین کلی^۱، ۲۰۰۹): ذهنیات فردی (تصاویر روانی) مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، اطلاعات حسابداری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، اطلاعات اقتصادی مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و نیازهای مالی شخصی. در حالی که، الگوهای سنتی قیمت‌گذاری از یک معادله استاندارد قیمت‌گذاری استفاده می‌کنند که از حداکثرسازی سود موردانتظار مشتق شده و صرفاً بر پایه ریسک هستند. سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و پیش‌بینی‌های منطقی خود از این اطلاعات، تصمیم‌های عقلایی می‌گیرند و گرایش‌های احساسی و سوگیری‌ها، هیچ نقشی در تصمیم‌گیری‌ها ندارند. این الگوها در اقتصاد مالی منجر به نادیده گرفتن بعد رفتاری سرمایه‌گذاران می‌شود و برخی ویژگی‌های ذاتی انسانی از جمله شوق به بی‌نهایت، طمع و منفعت‌طلبی را نادیده می‌گیرد (کیم و همکاران^۲، ۲۰۱۶). مهم‌ترین ویژگی پرتفوی رفتاری آن است که پرتفوی رفتاری مشتمل بر تعداد اوراق بهادار بدون ریسک و مطمئن و تعدادی اوراق بهادار با ریسک بالا است، که کل پرتفوی فاقد تنوع‌بخشی کافی خواهد بود. در این چارچوب پرتفوی بهینه آن است که منطبق بر خواسته‌ها و علائق فرد تصمیم‌گیر باشد نه آن که موجب حداکثر نمودن بازدهی مورد انتظار شود، و بدین ترتیب علائق و تورش‌های احساسی افراد امری تعیین‌کننده در انتخاب ترکیب پرتفوی می‌شود (زنجیردار و همکاران، ۱۳۹۳). در این پژوهش رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت با توجه به تصدی و سواد مالی مدیریت مورد بررسی قرار گرفت.

¹ Al-Tamimi and Bin Kalli

² Kim et al.

مبانی نظری و پیشینه

امروزه بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان مهم رشد در اقتصاد کشورها به شمار می‌آید. لذا، تجزیه و تحلیل عوامل مختلف در این بازار به منظور ارتقاء سطح کیفی و ایجاد جذابیت برای اقشار جامعه در جهت سرمایه‌گذاری بیشتر در این بازار مورد توجه بسیاری از محققان و مدیران قرار گرفته است. یکی از متغیرهای مهم اقتصادی، مقدار سرمایه‌گذاری است که در یک اقتصاد انجام می‌شود و تحقق آن در اقتصاد به بهبود تمامی متغیرهای اقتصادی از جمله اشتغال و تولید منجر می‌شود. در واقع یکی از قابل‌تأمل‌ترین و چالش‌برانگیزترین مسائل عصر حاضر، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه، بحث توسعه اقتصادی است. لذا، این کشورها به منظور گسترش فعالیت‌های خود و تداوم روند توسعه اقتصادی، نیازمند سرمایه‌گذاری‌های به‌موقع و مناسب می‌باشند (افشاری و همکاران، ۱۳۹۱). در دیدگاه مالی سنتی، تأثیر عوامل روانشناسی مدنظر قرار نمی‌گیرد و نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده است که گرایش احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران، تأثیر مهمی بر بازده سهام دارد (لیستون^۱، ۲۰۱۶). در واقع، دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیلی بنیادی نداشته و احساسات سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و ها^۲، ۲۰۱۰). تمایلات سرمایه‌گذاری بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ اثر می‌گذارد. به طوری که در زمانی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازار خوش‌بینانه هستند؛ شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری بیشتر در فرصت‌های رشد تمایل دارند. در شرایطی که تمایلات سرمایه‌گذار در نوسان باشد؛ تصمیمات سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری غیرطبیعی در شرکت منجر خواهد شد. سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با سود کم برای شرکت منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود. با اثر تعدیل حاکمیت شرکتی شواهد تجربی نشان می‌دهد که افزایش سطح سرمایه‌گذاری که به وسیله‌ی خوش‌بینی سرمایه‌گذاران القا شده می‌تواند با وجود مکانیزم حاکمیت مؤثر شرکت‌ها کاهش یابد. به عبارت دیگر مکانیزم حاکمیت شرکتی می‌تواند انگیزه‌هایی مثبت و محدودیت‌هایی را به مدیران برای جلوگیری از مشکلات نمایندگی پیشنهاد دهد (چن^۳، ۲۰۱۳).

حال اینکه، مدیران واحد انتفاعی ارزیابی مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بر عهده دارند. سرمایه‌گذاری مدیران باید اقتصادی و مقرون به صرفه بوده و ارزش‌آفرینی را برای واحد انتفاعی در پی داشته باشد. به عبارت بهتر، پذیرش پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت و عدم‌پذیرش پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی. در شرایطی که بازار سرمایه کاراً باشد و مشکلات انتخاب نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد، سرمایه‌گذاری اقتصادی یا مقرون به صرفه با سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت حاصل می‌شود. خاستگاه سرمایه‌گذاری غیراقتصادی در نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد، اطلاعات است. تصمیم‌گیری‌های مرتبط با تأمین منابع مالی و سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه کاراً به یکدیگر وابسته هستند و هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را ایجاد می‌کند. بنابراین، همه سرمایه‌گذاری کمتر از حد پذیرفته نمی‌شود و همه سرمایه‌گذاری بیش از حد رد نمی‌شود. در حالت کلی می‌توان چنین بیان کرد که تضاد منافع بین مالکان اصلی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی منتهی به سرمایه‌گذاری بیش (کم) تر از حد می‌شود (حاجیها و چناری، ۱۳۹۶). از طرفی، علم روانشناسی ثابت کرده است که انسان به اعتبار ملاک‌هایی چون سن، جنس، تجربه، یادگیری و شرایط روانی حاکم بر افراد رفتارهای گوناگونی را از خود نشان می‌دهند. عوامل فردی و یا به‌طور خاص، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، فرآیندهای شناختی را که تأثیرگذار بر افراد درگیر در اکتساب، مصرف و کنارگذاری کالاها، خدمات و تجربیات هستند، نشان می‌دهد (باقرزاده و همکاران، ۱۳۹۳). ویژگی‌های جمعیت‌شناختی همان تفاوت‌های فردی است که از سبک شناخت، سبک‌های انگیزش و شخصیت ناشی می‌شود. عواملی که به دانش مربوط می‌شود شامل استعدادهای پردازش، توانایی‌های فطری و تخصص یا دانش قبلی هستند. بیشتر پژوهش‌های انجام

¹ Liston

² Kim and Ha

³ Chen

شده که در زمینه حسابداری و حسابرسی صورت گرفته است، بر سبک شناخت و شخصیت، یعنی دو بعد مهم تفاوت‌های فردی متمرکز شده‌اند. شخصیت به نگرش و باورهای افراد اشاره دارد، درحالی که سبک شناخت ترجیحات افراد برای دریافت، ذخیره، پردازش و انتقال اطلاعات را مشخص می‌کند. تأثیر متقابلی که سبک شناخت و شخصیت بر یکدیگر دارند، ممکن است بر تأثیری که اطلاعات حسابداری بر افراد می‌گذارد و اطمینانی که آنها در تصمیم‌گیری خود دارند، مؤثر باشد (حیاتی و همکاران، ۱۳۹۶). به طور کلی، رفتار سرمایه‌گذار می‌تواند به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق کانال تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری مؤثر باشد. حال، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران دارای عقلانیت محدود هستند، در حالی که مدیران منطقی رفتار می‌کنند. در مواجهه با سرمایه‌گذاران با عقلانیت محدود، مدیران نه تنها می‌توانند رفتار سرمایه‌گذاران با عقلانیت محدود را درک کنند، بلکه می‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری مطابق با رفتار سرمایه‌گذار از طریق تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری زمان‌بندی شده با بازار داشته باشند. با این حال، حتی مدیران با قابلیت‌های زیاد، دانش حرفه‌ای، تجربه غنی و اطلاعات کامل، نمی‌توانند به طور کامل منطقی باشند. گاهی اوقات، آنها در خصوص تصمیم‌گیری در جهت تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری باید از امکان انجام پروژه‌ها و شرایط خودشان چشم‌پوشی کنند. بنابراین، معمولاً ارزش‌های کوتاه‌مدت جای خود را منافع بلندمدت می‌دهد. به عبارتی، دستیابی منافع کوتاه‌مدت با از دست دادن منافع بلندمدت امکان‌پذیر می‌باشد. اگر مدیران منطقی باشند، دارای دید کوتاه منطقی مبتنی بر تفکر منطقی کوتاه‌مدت می‌باشند. درجه عقلانیت محدود شده مدیران بستگی به ساختار روانشناختی آنها مانند پایه شناختی، قابلیت‌های ادراکی و ارزش‌ها دارد. تصمیمات گرفته شده توسط مدیران انعکاس ویژگی‌های مدیران مانند زمینه حرفه‌ای، سطح تحصیلات، سن و دوره تصدی می‌باشد (ژو و همکاران، ۲۰۱۸).

ژو و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهش خود نشان دادند که افزایش سن مدیران، باعث کاهش تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. همچنین، افزایش سواد مالی مدیریت، می‌تواند تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت را تضعیف کند. با این حال، دوره تصدی مدیران، هیچ‌گونه تأثیری را شامل نمی‌شود. لذا، با توجه به مطالبی که بیان شد، این پژوهش با هدف پاسخگویی به این سؤال انجام خواهد شد که آیا بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت رابطه معنادار وجود دارد و اینکه آیا ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مدیریت (سن، سطح تحصیلات و دوره تصدی مدیریت) می‌تواند بر این رابطه نقش تعدیلی داشته باشند؟

پیشینه داخلی

پورحیدری و قاسمی‌اقباش (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری به بررسی تأثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت‌های سرمایه‌گذاری - جریان نقدی در ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عضو گروه رابطه معناداری وجود ندارد. فتحعلی و خیری (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و روان‌شناختی بر روی قصد خرید به بررسی میزان تأثیر ویژگی‌های روان‌شناختی (انگیزه‌ها) و جمعیت‌شناختی (جنسیت، سن، درآمد) بر نگرش مصرف‌کننده نسبت به محصولات لوکس پرداختند. جامعه آماری پژوهش، مشتریان رستوران‌های لوکس منتخب در تهران بوده و حجم نمونه، ۳۸۵ نفر تعیین شده و از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که ویژگی‌های روان‌شناختی بر نگرش مصرف‌کننده نسبت به محصولات لوکس و کیفیت خدمات رستوران‌های لوکس اثرگذار است. در رابطه با ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، تنها سن بر نگرش مصرف‌کننده تأثیری ندارند؛ همچنین، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی بر کیفیت خدمات رستوران‌های لوکس

¹ Zhu et al.

تأثیری ندارد. مضاف بر این، نگرش مصرف کننده نسبت به محصولات لوکس، کیفیت خدمات رستوران های لوکس، ادراک از برند لوکس، اثر اجتماعی بر قصد خرید مؤثر واقع می شود. در حالی که، تصویر ذهنی (رستوران) و خودبینی تأثیری بر قصد خرید ندارند. علاوه بر این، خودبینی تأثیر تعدیل گر بر رابطه ادراک از برند لوکس با قصد خرید و اثر اجتماعی با قصد خرید ندارد. نیک بخت و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام به تحلیل مکانیزم تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام طی یک دوره ۶ ساله (۱۳۹۳-۱۳۸۸) پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رفتار احساسی سرمایه گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می گذارد. هر چند رفتار احساسی سرمایه گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات باثبات تر باشد، اثر گذاری بیشتری بر قیمت های سهام دارد؛ در حالی که رفتارهای احساسی سرمایه گذاران هنگامی که عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می گذارد. عباس زاده (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین روابط سیاسی و میزان سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ۱۱۴ شرکت طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ پرداختند. در این پژوهش، روابط سیاسی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد تا تأثیر آن ها بر میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، موجودی مواد و کالا و نیروی انسانی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چندمتغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان داد بین روابط سیاسی و میزان سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و موجودی مواد ارتباط مستقیم معناداری وجود دارد و بین روابط سیاسی و میزان سرمایه گذاری در نیروی انسانی ارتباط وجود ندارد. ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) در پژوهش تحت عنوان بررسی رابطه ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داده است که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E)، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان های نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی ها و نرخ رشد دارایی ها با قیمت سهام، رابطه ی معناداری یافت نشد. حاجیها و چناری (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان بررسی جریان نقدی آزاد، بیش سرمایه گذاری و حاکمیت شرکتی به بررسی ارتباط جریان نقدی آزاد و برخی جنبه های اصول حاکمیت شرکتی بر بیش سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. حجم نمونه آماری، ۸۱ شرکت و دوره زمانی پژوهش، ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. برای آزمون فرضیه ها، از رگرسیون چندمتغیره با داده های تلفیقی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین معیارهای حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری بیش از حد، ارتباط معکوس و معنی داری وجود دارد و در نتیجه این معیارها، عواملی کلیدی در کاهش سرمایه گذاری بیش از حد است. بین جریان نقدی آزاد و سرمایه گذاری بیش از حد است و منتهی به ایجاد مسائل و مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می شود. همچنین، بین معیارهای حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری بیش از حد در شرکت های با جریان نقدی آزاد بالا نسبت به شرکت های با جریان نقدی آزاد پایین تفاوت معنی داری وجود دارد و تأثیر کاهش سرمایه گذاری بیش از حد از طریق معیارهای حاکمیت شرکتی در این شرکت ها به مراتب بیشتر است. حیاتی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان نقش ویژگی های جمعیت شناختی و وضعیت اخلاقی سازمان در قضاوت حسابداران به بررسی عوامل مؤثر بر قضاوت اخلاقی و حرفه ای حسابداران پرداختند.

جامعه آماری این پژوهش، حسابداران فعال در شرکت‌های استان یزد و نمونه آماری به تعداد ۳۰۰ نفر در نظر گرفته شده که از این تعداد ۲۵۳ نمونه قابل قبول به صورت تصادفی ساده انتخاب گردیده است. نتایج پژوهش نشان داد که وضعیت اخلاقی سازمان و از بین ویژگی‌های جمعیت‌شناختی افراد فلسفه اخلاقی حسابداران و جنسیت بر قضاوت حسابداران رابطه معنی‌داری دارد و فرضیه‌های آنها تأیید می‌شود. ولی وضعیت تأهل و سن و میزان تحصیلات از ویژگی‌های جمعیت‌شناختی بر قضاوت حسابداران رابطه معنی‌داری ندارد و فرضیه‌های آنها تأیید نمی‌شود.

پیشینه خارجی

ژائو^۱ (۲۰۱۴)، پژوهشی تحت عنوان بحران مالی، نگهداشت وجه نقد مازاد و سرمایه‌گذاری شرکت بر اساس چشم‌اندازی از ادراک حاکمیت و ریسک انجام داد. به این منظور اطلاعات مالی ۳۷۳۶ سال - شرکت از ۴۶۷ شرکت را طی بازه زمانی ۲۰۰۹-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار داد. هدف بررسی تأثیر نگهداشت وجه نقد مازاد بر سرمایه‌گذاری قبل و بعد از بحران می‌باشد. نتایج وی نشان داد که بعد از بحران مالی، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. علاوه بر این نگهداشت وجه نقد مازاد می‌تواند تأثیر منفی بحران بر سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. یکی دیگر از نتایج وی این است که حاکمیت شرکتی قوی در هنگام بحران مالی، انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد مازاد افزایش می‌دهد. کیم و همکاران^۲ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان رفتار سرمایه‌گذار و اختلاف بازده پیش‌بینی شده، اثر تمایلات سرمایه‌گذار را در رابطه با اختلاف نظر میان سرمایه‌گذاران و بازده بازار سهام آتی بررسی کردند. همچنین دریافتند که رابطه بین اختلاف نظر و بازده بازار سهام با درجه تمایلات سرمایه‌گذار متغیر است. اختلاف نظر میان نظرات سرمایه‌گذاران، به طور قابل توجهی در طول دوره تمایلات سرمایه‌گذار بالاست، که بازده آینده بازار سهام را پایین پیش‌بینی می‌کند، اما اثر قابل توجهی در بازده بازار سهام آتی در طول دوره‌ای که تمایلات سرمایه‌گذار بالاست نمی‌گذارد. شن و لین^۳ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان روابط سیاسی، محدودیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت به بررسی شرکت‌های تایوانی در دوره زمانی ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های با روابط سیاسی می‌توانند محدودیت‌های مالی را کاهش دهند. همچنین، نتایج نشان داد زمانی که شرکت‌ها دارای محدودیت‌های مالی هستند، شرکت‌هایی که روابط سیاسی دارند نسبت به شرکت‌هایی که روابط سیاسی ندارند، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند. در نهایت، شرکت‌های با روابط سیاسی قوی می‌توانند به طور مؤثرتری، محدودیت‌های مالی را کاهش دهند. هان و همکاران^۴ (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «ویژگی‌های مدیرعامل و ارزش نگهداشت وجه نقد» به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر ارزش مازاد وجه نقد شرکت‌های کره‌ای پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های با مدیرعامل تجاری، ارزش مازاد وجه نقد بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها را دارا می‌باشند. اما، علم و مهندسی مدیرعامل تأثیر قابل توجهی ندارد. علاوه بر این، شرکت‌های با مدیرعامل ارشد رشته MBA، ارزش مازاد وجه نقد بیشتری دارند. سن و دوره تصدی تأثیر منفی بر ارزش مازاد وجه نقد دارند. اما، انتصاب جدید مدیرعامل تأثیر مثبت بر ارزش مازاد وجه نقد دارد. آسم و همکاران^۵ (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی، رفتار سرمایه‌گذار و کاهش قیمت‌گذاری سهام در استرالیا به این نتیجه رسیدند که تأثیرگذاری کاهش رفتار سرمایه‌گذار بر افزایش هزینه سرمایه سهام و در نتیجه آن کاهش قیمت‌گذاری سهام در شرکت‌های بدون نقدشوندگی نسبت به شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، بیشتر می‌باشد. پیکولینا و همکاران^۶ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان بیش‌اعتمادی و سرمایه‌گذاری: یک رویکرد تجربی

¹ Zhou

² Kim et al.

³ Shen and Lin

⁴ Han et al.

⁵ Asem et al.

⁶ Pikulina et al.

به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت بین بیش‌اعتمادی و انتخاب سرمایه‌گذاری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان داد که بیش‌اعتمادی قوی منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌اعتمادی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد و در عین حال بیش‌اعتمادی مناسب منجر به سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. جیتمانیروچ^۱ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان آیا رفتار سرمایه‌گذار بر نسبت قیمت به سود تأثیرگذار است؟ به بررسی داده‌های سالانه صنایع آمریکایی طی دوره زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۴ پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که رفتار سرمایه‌گذار تأثیرگذاری قابل توجهی بر نسبت قیمت به سود دارد. این نتایج با دخالت چندین متغیر کنترلی که قابلیت توضیح نسبت قیمت به سود دارند، قوی‌تر می‌باشد. ژو و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان جمعیت‌شناختی تیم مدیریت رده بالا، رفتار سرمایه‌گذار و سطوح سرمایه‌گذاری به بررسی تأثیرگذاری جمعیت‌شناختی تیم مدیریت رده بالا بر ارزش‌ها و پایه‌های شناختی مدیران و نقش تعدیلی آن در تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش سن تیم مدیریت رده بالا، باعث کاهش تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. همچنین، افزایش سطح تحصیلات تیم مدیریت رده بالا، می‌تواند تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت را تضعیف کند. با این حال، دوره تصدی تیم مدیریت رده بالا، هیچ‌گونه تأثیری را شامل نمی‌شود.

روش پژوهش و جامعه آماری

با توجه به این که انتظار می‌رود نتایج حاصل از این پژوهش در امر تصمیم‌گیری موردتوجه مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان قرار گیرد، لذا این پژوهش از منظر هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است؛ همچنین از آنجا که پژوهش به بررسی ارتباط بین چند متغیر می‌پردازد، پژوهش از لحاظ ماهیت و روش از نوعی توصیفی همبستگی می‌باشد. کلیدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد، که باید دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱. شرکت‌ها باید از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در بورس حضور داشته باشند؛
۲. شرکت‌های موردنظر جزو بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد؛
۳. ناقص نبودن داده‌ها. قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۹ را دربر می‌گیرد. با توجه به محدودیت‌های فوق ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

فرضیه‌ها و مدل‌های پژوهش

فرضیه اول: بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت رابطه معنادار وجود دارد.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 IS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 InOpp_{it} + \beta_5 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: سواد مالی مدیریت بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار می‌باشد.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 IS_{it} + \beta_2 IS_{it} \times Edu_{it} + \beta_3 Edu_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 InOpp_{it} + \beta_7 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه سوم: دوره تصدی مدیران بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت تأثیرگذار می‌باشد.

¹ Jitmaneroj

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 IS_{it} + \beta_2 IS_{it} \times Tenu_{it} + \beta_3 Tenu_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 InOpp_{it} + \beta_7 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها

متغیر وابسته

تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت (INV): در این پژوهش به پیروی از برخی پژوهش‌های گذشته (برای نمونه، چن^۱، ۲۰۰۵؛ بیدل و همکاران^۲، ۲۰۰۹؛ پورحیدری و قاسمی‌اقباش، ۱۳۹۳)، برای محاسبه تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از نسبت تغییرات در مبلغ خالص دارایی‌های ثابت طی دوره بر ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای دوره استفاده می‌شود.

متغیر مستقل

رفتار سرمایه‌گذار: در این پژوهش برای اندازه‌گیری رفتار سرمایه‌گذار از شاخص گرانش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده می‌شود. شاخص مورد استفاده رفتار سرمایه‌گذار توسط جونز و بندوپادیای^۳ (۲۰۰۵) ارائه شده است که بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$SENT_{i,t} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_r) * (R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum(R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}} * 100$$
$$-100 \leq EMSI \leq +100$$

که اینجا:

R_{it} : بیانگر رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ؛

R_{iv} : بیانگر رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه t می‌باشد (برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می‌شود)؛

\bar{R}_r : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی؛

\bar{R}_v : میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی.

متغیرهای تعدیلگر

سواد مالی مدیریت (Edu): برای اندازه‌گیری این متغیر به پیروی از پژوهش ژو و همکاران (۲۰۱۸)، از میانگین سواد مالی مدیریت استفاده می‌شود. بدین منظور، تعداد اعضای هیئت مدیره که سطح تحصیلات مالی کارشناسی ارشد، دکترا و بالاتر دارند در نظر گرفته می‌شود، به منظور استاندارد سازی محاسبات آماری لگاریتم آن در نظر گرفته می‌شود.

دوره تصدی مدیران (Tenu): برای اندازه‌گیری این متغیر به پیروی از پژوهش ژو و همکاران (۲۰۱۸)، از میانگین دوره تصدی مدیران استفاده می‌شود، در صورتی که دوره تصدی مدیران بیشتر از میانه نمونه باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

¹ Chen

² Biddle et al.

³ Jones and Bandopadhyaya

متغیرهای کنترلی

Size: لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.
Lev: اهرم مالی نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت.
InOpp: نسبت Q توبین (از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدست می‌آید).
CF: نسبت جریان نقدی خالص ناشی از فعالیت‌های عملیاتی به دارایی‌های شرکت.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز پژوهش، جهت محاسبه و آماده‌سازی متغیرها از نرم‌افزار آفیس ۲۰۱۶ استفاده می‌گردد و برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده خواهد شد. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F لیمر و هاسمن^۱ استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنی‌داری هر یک از متغیرهای مستقل از آزمون (t) استیودنت استفاده می‌شود. همچنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل، از آزمون دورین واتسون^۲ استفاده خواهد شد. همچنین از نرم‌افزار Eviews برای تحلیل آزمون‌های فوق، همبستگی بین متغیرها و رگرسیون خطی چند متغیره و سایر آزمون‌ها استفاده می‌شود.

آمار توصیفی

همان‌طور که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشد که معروف‌ترین و در عین حال پرمصرف‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی‌اند. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی شاخص تقارن داده‌ها و نشان‌دهنده وضعیت آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیرها	تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت	رفتار سرمایه‌گذار	سواد مالی مدیریت	دوره تصدی مدیران	اندازه شرکت	اهرم مالی	نسبت توبین
میانگین	۰/۰۵۰۳	۰/۰۲۳۲	۰/۹۴۲۲	۰/۷۷۸۸	۱۴/۲۵۵۴	۰/۵۸۸۱	۱/۶۴۱۱
میانه	۰/۰۱۰۰	۰/۰۲۰۰	۱/۱۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱۴/۰۱۵۰	۰/۵۸۰۰	۱/۴۳۰۰
انحراف معیار	۰/۱۸۶۵۰	۰/۰۱۴۹۲	۰/۵۳۶۰۰	۰/۴۱۵۳۷	۱/۶۵۷۲۳	۰/۲۱۷۲۵	۰/۷۰۱۰۳
چولگی	۶/۰۳۸	۲/۱۱۲	-۰/۶۲۲	-۱/۳۴۷	۰/۷۹۷	۱/۲۲۱	۱/۷۲۱
کشیدگی	۵۲/۳۱۸	۹/۳۵۴	-۰/۸۱۱	-۰/۱۸۷	۰/۵۹۶	۶/۵۵۴	۳/۵۶۳
کمترین	-۰/۶۳	-۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۰۰	۱۰/۳۵	۰/۰۹	۰/۶۷

¹ Hausman

² Durbin-Watson

بیشترین	۲/۳۳	۰/۱۱	۱/۶۱	۱/۰۰	۱۹/۱۵	۲/۰۸	۵/۰۵
---------	------	------	------	------	-------	------	------

همان‌طور که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی می‌باشد که معروف‌ترین و در عین حال پر مصرف‌ترین شاخص‌های آمار توصیفی‌اند. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی شاخص تقارن داده‌ها و نشان‌دهنده وضعیت آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است. با توجه به مطالب مذکور و با نگاهی به جدول (۱)، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت SIZE با مقدار ۱۴/۲۵۵۴ دارای بالاترین میانگین و رفتار سرمایه‌گذار IS با مقدار ۰/۰۲۳۲ دارای کمترین میانگین می‌باشد. همچنین لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت SIZE با مقدار ۱/۶۵۷ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری بیشتری برخوردار است، که نشان‌دهنده این موضوع است که لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت اکثر شرکت‌ها از میانگین، فاصله زیادی دارد و رفتار سرمایه‌گذار IS با مقدار ۰/۰۱۴۹ از انحراف معیار و دامنه گسترده‌تری کمتری برخوردار است.

آزمون F لیمر و هاسمن

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال - شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شده است. همچنین برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

لیمر F آزمون			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
روش تابلویی	۰/۰۱۳۶	۱/۳۷۲۳	۱
روش تابلویی	۰/۰۳۵۶	۱/۲۹۶۱	۲
روش تابلویی	۰/۰۱۳۰	۱/۳۷۵۹	۳
آزمون هاسمن			
روش اثرات	۰/۰۰۰۴	۲۲/۴۶۸۶	۱
روش اثرات	۰/۰۰۱۱	۲۴/۰۶۶۵	۲
روش اثرات	۰/۰۰۱۲	۲۳/۹۲۱۴	۳

احتمال آماره مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی و اثرات ثابت پذیرفته شده است.

آزمون همسانی واریانس

برای بررسی همسانی واریانس در این پژوهش با توجه به اینکه مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت تخمین زده شده‌اند از آزمون بروش - پاگان - گادفری در نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس و عدم خود همبستگی

آزمون همسانی واریانس مدل			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
همسانی واریانس	۰/۴۸۸۸	۰/۸۸۷۷	۱
همسانی واریانس	۰/۱۳۲۱	۱/۶۰۱۰	۲
همسانی واریانس	۰/۵۴۲۱	۰/۸۵۴۹	۳

با توجه به جدول (۳) احتمال آماره بدست آمده برای آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل های پژوهش بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد نمی شود که نشان می دهد همسانی واریانس وجود دارد.

آزمون فرضیه های پژوهش

در این بخش فرضیه های پژوهش مورد آزمون قرار می گیرد. با توجه به ماهیت داده ها، فرضیه های پژوهش در سطح داده های ترکیبی آزمون شد.

تحلیل فرضیه اول

با توجه به جدول (۴) در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره F و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین R^2 برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شد. با توجه مدل به رگرسیونی مربوط به فرضیه اول اگر احتمال آماره t برای متغیر (IS_{it}) ، کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی شود.

فرضیه اول به این صورت بیان شده است که: بین رفتار سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت رد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. خلاصه یافته های حاصل از تحلیل فرضیه اول در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	T آماره	معناداری
عرض از مبدأ C	-۰/۳۰۱۲۲۹	۰/۳۲۲۶۸۰	-۰/۹۳۳۵۲۳	۰/۳۵۱۰
رفتار سرمایه گذار IS	۰/۰۸۶۸۹۳	۰/۰۳۵۷۵۰	۲/۴۳۰۵۹۲	۰/۰۲۴۲
لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت SIZE	۰/۰۳۹۷۳۸	۰/۰۲۱۹۶۴	۱/۸۰۹۲۵۵	۰/۰۷۱۰
اهرم مالی LEV	-۰/۲۴۷۹۶۴	۰/۰۶۳۷۱۴	-۳/۸۹۱۸۲۸	۰/۰۰۰۱
Q توبین نسبت INOPP	۰/۰۲۸۶۹۲	۰/۰۱۶۰۱۴	۱/۷۹۱۶۹۴	۰/۰۷۳۸
نسبت جریان نقدی خالص ناشی از فعالیت های عملیاتی به دارایی های شرکت CF	-۰/۲۴۷۳۰۷	۰/۰۷۹۲۶۰	-۳/۱۲۰۲۰۶	۰/۰۰۱۹
ضریب تعیین	۰/۲۳۰۵	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۶۹۳
F آماره	۱/۴۳۰۵	F معناداری آماره		۰/۰۰۵۴
دورین واتسون ۲/۲۸۹۵				

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرض H_0 رد می شود و این نشان می دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۲۳۰۵ می باشد که نشان می دهد ۲۳/۰۵٪ تغییرهای متغیر وابسته (تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. با توجه به جدول (۴)، ضریب متغیر رفتار سرمایه گذار IS، ۰/۳۵۹۸ می باشد که مثبت است و احتمال آماره t برای رفتار سرمایه گذار برابر ۰/۰۲۴۲ می باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین رفتار سرمایه گذار بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت تأثیر مثبت دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود.

تحلیل فرضیه دوم

با توجه مدل به رگرسیونی مربوط به فرضیه دوم اگر احتمال آماره t برای متغیر $(IS_{it} * EDU_{it})$ ، کمتر از سطح خطای $0/05$ باشد، فرض صفر رد و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی شود.
فرضیه دوم به این صورت بیان شده است که: سواد مالی مدیریت بر رابطه بین رفتار سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت تأثیر گذار می باشد. خلاصه یافته های حاصل از تحلیل فرضیه دوم در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	معناداری
عرض از مبدأ C	-۰/۳۳۰۲۳۳	۰/۳۲۵۶۱۹	-۱/۰۱۴۱۶۸	۰/۳۱۱۰
رفتار سرمایه گذار IS	۱/۳۸۶۶۳۸	۱/۶۵۵۴۰۵	۰/۸۳۷۶۴۲	۰/۴۰۲۶
سواد مالی مدیریت و رفتار سرمایه گذار IS*EDU	-۰/۹۷۶۸۲۴	۱/۳۵۸۳۵۷	-۰/۷۱۹۱۲۲	۰/۴۷۲۴
سواد مالی مدیریت EDU	۰/۰۲۰۰۹۹	۰/۰۳۸۷۵۷	۰/۵۱۸۶۰۴	۰/۶۰۴۳
لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت SIZE	۰/۰۴۰۳۳۷	۰/۰۲۲۰۷۱	۱/۸۲۷۵۸۱	۰/۰۶۸۲
اهرم مالی LEV	-۰/۲۴۸۹۱۶	۰/۰۶۳۸۲۵	-۳/۸۹۹۹۵۸	۰/۰۰۰۱
Q توبین نسبت INOPP	۰/۰۲۸۷۱۴	۰/۰۱۶۰۳۷	-۱/۷۹۰۴۱۵	۰/۰۷۴۰
نسبت جریان نقدی خالص ناشی از فعالیت های عملیاتی به دارایی های شرکت CF	-۰/۲۴۴۹۰۶	۰/۰۷۹۴۴۰	-۳/۰۸۲۸۸۱	۰/۰۰۲۲
ضریب تعیین	۰/۲۳۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۶۶۷
F آماره	۱/۴۰۵۹	معناداری آماره F		۰/۰۰۷۳
دورین واتسون ۲/۲۸۹۴				

با توجه به جدول (۵)، ضریب متغیر $IS*EDU$ ، $-0/9768$ می باشد که منفی است و احتمال آماره t برای $IS*EDU$ برابر $0/4724$ می باشد. در نتیجه سواد مالی مدیریت بر رابطه بین رفتار سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت، تأثیر گذار نیست و فرضیه دوم رد می شود.

تحلیل فرضیه سوم

با توجه مدل به رگرسیونی مربوط به فرضیه سوم اگر احتمال آماره t برای متغیر $(TENU_{it} * IS_{it})$ ، کمتر از سطح خطای $0/05$ باشد، فرض صفر رد و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی شود.
فرضیه سوم به این صورت بیان شده است که: دوره تصدی مدیران بر رابطه بین رفتار سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت تأثیر گذار می باشد. خلاصه یافته های حاصل از تحلیل فرضیه سوم در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۶): نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه سوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	معناداری
عرض از مبدأ C	-۰/۳۶۱۸۶۶	۰/۳۲۵۸۰۱	-۱/۱۱۰۶۹۴	۰/۲۶۷۲
رفتار سرمایه گذار IS	-۰/۱۴۶۸۷۸	۱/۱۴۱۲۳۸	-۰/۱۲۸۷۰۰	۰/۸۹۷۶
دوره تصدی مدیران و رفتار سرمایه گذار IS* TENU	۰/۷۶۳۱۴۸	۱/۱۴۰۱۹۳	۰/۶۶۹۳۱۵	۰/۵۰۳۶
دوره تصدی مدیران TENU	۰/۰۰۸۶۶۲	۰/۰۳۲۷۳۸	۰/۲۶۴۵۷۸	۰/۷۹۱۴

۰/۰۵۰۲	۱/۹۶۲۷۹۸	۰/۰۲۲۰۸۴	۰/۰۴۳۳۴۷	لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت SIZE
۰/۰۰۰۱	-۳/۸۵۱۰۳۲	۰/۰۶۳۷۷۲	-۰/۲۴۵۵۸۸	اهرم مالی LEV
۰/۰۶۵۱	-۱/۸۴۸۰۷۹	۰/۰۱۶۰۲۴	-۰/۰۲۹۶۱۳	Q نویین نسبت INOPP
۰/۰۰۲۳	-۳/۰۵۷۴۳۲	۰/۰۷۹۳۱۰	-۰/۲۴۲۴۸۵	نسبت جریان نقدی خالص ناشی از فعالیت‌های عملیاتی به دارایی‌های شرکت CF
۰/۱۶۹۹	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۳۳۹	ضریب تعیین
۰/۰۰۵۴	F معناداری آماره		۱/۴۲۶۷	F آماره
دورین واتسون ۲/۲۷۷۵				

با توجه به جدول (۶)، ضریب متغیر IS* TENU، ۰/۷۶۳۱ می‌باشد که مثبت است و احتمال آماره t برای IS* TENU برابر ۰/۵۰۳۶ می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. در نتیجه دوره تصدی مدیران بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت، نقش تعدیلی ندارد. لذا نتیجه فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. با توجه به جدول فوق، ضریب متغیر تعدیلگر دوره تصدی مدیران که مثبت است و احتمال آماره t برای دوره تصدی مدیران برابر ۰/۷۹۱۴ می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین دوره تصدی مدیران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت تأثیر مثبت دارد ولی معنادار نیست.

نتیجه گیری

تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری شاید از مهم‌ترین تصمیمات شرکتی باشد. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای که یکی از مهم‌ترین جنبه‌های این گونه تصمیمات است به تخصیص سرمایه به سرمایه‌گذاری‌هایی که منافع آنان در دوره‌های آتی تحقق پیدا می‌کند مربوط می‌شود. از آنجایی که منافع آتی را با اطمینان نمی‌توان مشخص کرد، سرمایه‌گذاری‌ها الزاماً با ریسک همراه خواهد بود. بنابراین باید در رابطه با ارزش منتظره و ریسکشان مورد ارزیابی قرار گیرند. زیرا این دو عامل بر ارزش سهام شرکت در بازار اثر می‌گذارند، بنابراین تصمیمات سرمایه‌گذاری مجموع دارایی‌هایی که در شرکت وجود دارد ترکیب این گونه دارایی‌ها و ترکیب ریسک تجاری را از دید تأمین کنندگان سرمایه مشخص می‌کنند، لذا با توجه به اهمیت موضوع، شرکت‌ها علاوه بر انتخاب بین شقوق مختلف سرمایه‌گذاری باید از عهده‌ی استفاده صحیح از دارایی‌های فعلی خود برآیند. یافته‌ها نشان داد رفتار سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت مورد تأیید قرار گرفت. همچنین یافته‌ها نشان داد تصدی مدیران و سواد مالی مدیریت بر رابطه بین رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت تأثیرگذار نیستند.

منابع

- ✓ افشاری، اسداله، سعیدی، علی، رشادی، الهام، (۱۳۹۱)، تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۳، صص ۲۹۸-۲۱۷.
- ✓ باقرزاده، مجید، آل عمران، رؤیا، خدادادی، حمید، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عوامل فردی بر خرید سهام، ماهنامه بورس، شماره ۱۰۳، صص ۷۶-۸۱.
- ✓ پورحیدری، امید، قاسمی‌اقباش، علی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هفتم، شماره ۲۳، صص ۲۹-۴۳.

- ✓ حاجیه‌ها، زهره، چناری، حسن، (۱۳۹۶)، جریان نقدی آزاد، بیش سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، سال ۱، شماره ۲، صص ۱۱۱-۱۳۰.
- ✓ حیاتی، مریم، معین‌الدین، محمود، نایب‌زاده، شهناز، (۱۳۹۶)، نقش ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و وضعیت اخلاقی سازمان در قضاوت حسابداران، فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری، سال ۱۲، شماره ۱، صص ۱-۱۰.
- ✓ زنجیردار، مجید، موسوی، رضا، صابری، مریم، (۱۳۹۳)، تبیین عوامل رفتاری انسان در انتخاب پرتفوی بهینه در مقایسه با مالی استاندارد، دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره ۹، صص ۲۰۷-۲۲۲.
- ✓ ستایش، محمدحسین، شمس‌الدینی، کاظم، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- ✓ عباس‌زاده، سردار، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین روابط سیاسی و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد در رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی پردیس علوم و تحقیقات شهر قدس، دانشکده حسابداری.
- ✓ فتحعلی، متینه، خیری، بهرام، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و روانشناختی بر روی قصد خرید، تحقیقات بازاریابی نوین، سال ۴، شماره ۳، صص ۱۶۱-۱۸۸.
- ✓ نیک‌بخت، محمدرضا، حسین‌پور، امیرحسین، اسلامی مفیدآبادی، حسین، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۶، شماره ۲۲، صص ۲۴۵-۲۱۹.
- ✓ Al-Tamimi, H. and Bin Kalli, A. (2009). Financial literacy and investment decisions of UAE investors. The Journal of Risk Finance, No. 5, pp. 500-516.
- ✓ Asem, Ebenezer, Jessica Chung, Xin Cui, Gloria Y Tian , (2016). Liquidity, investor sentiment and price discount of SEOs in Australia. International Journal of Managerial Finance, Vol. 12, Iss 1, pp. 25 – 51.
- ✓ Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency. Journal of Accounting and Economic, Vol. 48, PP. 112-131.
- ✓ Chen, Z. (2005). Two essay on corporate governance and earning quality. www.lib.umi.com. Jitmaneroj, Boonlert. (2017). Does investor sentiment affect price-earnings ratios?. Studies in Economics and Finance, Vol. 34 Issue: 2, available at: <http://dx.doi.org/10.1108/SEF-09-2015-0229>.
- ✓ Chen, Wei-Ju. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan, Asian Journal of Finance & Accounting.
- ✓ Han, S. H., Seo, D., Mun, S. (2016). CEO Characteristics and Value of Cash Holdings. European Financial Management.
- ✓ Jones, Anne Leah. & Bandopadhyaya, Arindam. (2005). Measuring Investor Sentiment in Equity Markets. Financial Services Forum Publications, Working Paper 1007, paper 6. Journal 39, 441-463.

- ✓ Kim, T & Ha. A, (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies. 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.
- ✓ Kim, Jun Sik. Ryu, Doojin. Won Seo, Sung. (2014). Investor sentiment and return predictability of disagreement. *Journal of Banking & Finance* , 166–178.
- ✓ Kim, J.S., Kim, D.H., Seo, S.W. (2016). Investor sentiment and return predictability of the option to stock volume ratio. *Financial Management*, 46, 767-796.
- ✓ Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- ✓ Pikulina, Elena, Renneboog, Luc, Tobler, Philippe N., (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach, *Journal of Corporate Finance*.
- ✓ Shen, Chung-Hua, Chih-Yung Lin. (2015). Political connections, financial constraints, and corporate Investment. *Rev Quant Finan Acc*, DOI 10.1007/s11156-015-0503-7.
- ✓ Zhou, T. (2014). Financial Crisis, Excess Cash Holding and Corporate Investment: Based on the Perspective of Governance and Risk Perception. *journal of Chinese Economic*. 2(2), 1-20.
- ✓ Zhu, Z., Song, X & Huang, W. (2018). Top management team demography, investor sentiment, and the investment levels of listed companies, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25:3-4, 481-495, DOI: 10.1080/16081625.2017.1311797.

