



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره چهل و نهم، تابستان ۱۴۰۴

صفحات ۲۰-۱



مقاله پژوهشی

احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت: واكوری نظریه‌های زمان‌بندی بازار و ظرفیت بدهی^۱

محمد جلیلی^۲، ولی الله خسروی^۳، محمد مهدی مومن زاده^۴، سجاد گرجی زاده^۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۱۰

چکیده

نظریه زمان‌بندی بازار بیان می‌کند که شرکت‌ها در شرایطی که ارزش سهامشان بیش از حد واقعی برآورد می‌شود، از انتشار بدهی و استفاده از اهرم مالی خودداری می‌کنند. این نظریه نشان می‌دهد که شرکت‌ها به‌طور معمول در زمان‌های خوش‌بینی در بازار، تمایلی به استفاده از بدهی ندارند زیرا ممکن است تصور کنند که بازار شرایط را به‌گونه‌ای متفاوت از واقعیت می‌بیند. در مقابل، نظریه ظرفیت بدهی این‌گونه فرض می‌کند که شرکت‌ها برای بهبود جریان‌های نقدی آتی، به انتشار بدهی و استفاده از اهرم مالی تمایل دارند. هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، اطلاعات مالی ۱۶۷ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ گردآوری و تحلیل شد. جهت آزمون فرضیه‌ها، گرسینو گشتاورهای تعمیم‌یافته و تکنیک‌های آماری داده‌های تلفیقی استفاده شد. نرم‌افزار EViews به‌عنوان ابزار اصلی برای تحلیل داده‌ها با کنترل اثرات سال و صنعت به کار گرفته شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مطابق با نظریه زمان‌بندی بازار، بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌ها رابطه‌ای منفی و معنی‌دار وجود دارد. این رابطه منفی به این معناست که با افزایش احساسات مثبت سرمایه‌گذاران (یعنی خوش‌بینی و اعتماد به بازار)، میزان استفاده از بدهی توسط شرکت‌ها کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران احساس می‌کنند که شرکت‌ها در موقعیت خوبی قرار دارند و ارزش سهام آن‌ها در حال افزایش است، شرکت‌ها تمایل دارند بیشتر از منابع داخلی خود استفاده کنند و کمتر به تأمین مالی از طریق بدهی متوسل شوند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در زمان‌های خوش‌بینی در بازار، ریسک‌های مرتبط با استفاده از اهرم مالی ممکن است بیشتر از مزایای آن به نظر برسد. شرکت‌ها می‌توانند با احتیاط بیشتری به مدیریت ساختار سرمایه خود بپردازند و از استفاده بیش از حد از بدهی خودداری کنند. این موضوع می‌تواند به کاهش احتمال ورشکستگی و بهبود پایداری مالی شرکت‌ها در بلندمدت کمک کند.

واژگان کلیدی: احساسات سرمایه‌گذاران، اهرم مالی، نظریه زمان‌بندی بازار، نظریه ظرفیت بدهی.

طبقه‌بندی موضوعی: G10, G00, G4

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.47829.2945

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. نویسنده مسئول. Email: Jalili_mohammad@atu.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Email: Valikh98@gmail.com

۴. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Email: Momenzadeh2000@yahoo.com

۵. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. Email: S_gorjizadeh@atu.ac.ir

مقدمه

در شرایط کنونی بازارهای مالی، به دلیل تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در عوامل کلان اقتصادی، تحولات سیاسی و نوسانات مالی، نااطمینانی‌ها و پیچیدگی‌های محیطی افزایش یافته است. این شرایط اهمیت تحلیل دقیق عوامل روانی و احساسی سرمایه‌گذاران را بیشتر کرده است. این عوامل می‌توانند به طور مستقیم بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارند و روندهای بازار و تغییرات قیمت‌ها را شکل دهند. از مهم‌ترین این عوامل، احساسات سرمایه‌گذاران است که نقش بسزایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها دارد. در تمامی مقالات آقابائی و مدنی (۱۴۰۴)، بیکر^۱ (۲۰۰۹)، هی و همکاران^۲ (۲۰۲۰)، برون و کلیف^۳ (۲۰۰۵)، دی‌آنجلو و همکاران^۴ (۲۰۱۰)، واروساویتارانا و وایتد^۵ (۲۰۱۶) به این موضوع اشاره شده است. احساسات سرمایه‌گذاران به‌طور خاص می‌تواند بر استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق تأثیرگذاری بر تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه و اهرم مالی مؤثر باشد. در شرایطی که بازار در وضعیت خوش‌بینی قرار دارد، قیمت سهام ممکن است فراتر از ارزش واقعی آن باشد و شرکت‌ها از این فرصت برای تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید بهره می‌برند. در مقابل، وقتی بدبینی سرمایه‌گذاران به بازار سهام غالب شده باشد و قیمت سهام افت می‌کند، در این وضعیت ممکن است فرصت‌هایی برای ارزیابی نادرست دارایی‌ها ایجاد کند (عسگری و همکاران، ۱۳۹۴)؛ این موضوع علاوه بر تأثیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا از شرایط بازار برای بهبود ساختار مالی خود استفاده کنند.

یکی از ابزارهای مهم در تأمین مالی شرکت‌ها، اهرم مالی است که به نسبت بدهی به سرمایه کل شرکت اشاره دارد. استفاده از بدهی به‌عنوان یک منبع مالی می‌تواند بازدهی حقوق صاحبان سهام را افزایش دهد، اما در عین حال ریسک مالی را نیز بیشتر می‌کند (عرب و همکاران، ۱۴۰۰؛ موسوی و پورعلی، ۱۴۰۲). تغییرات در سطح اهرم مالی می‌تواند بر ریسک‌پذیری، هزینه سرمایه و تصمیمات استراتژیک شرکت تأثیرگذار باشد و از این‌رو، پژوهش رابطه میان احساسات سرمایه‌گذاران و سطح اهرم مالی شرکت‌ها اهمیت ویژه‌ای دارد.

با وجود پژوهش‌های محدودی که به بررسی اثرات احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند (لامونت و آستین^۶، ۲۰۰۶؛ عارف و لی^۷، ۲۰۱۴؛ مک‌لین و ژائو^۸، ۲۰۱۴) هنوز به‌طور کامل روشن نیست که این احساسات چگونه می‌توانند بر اهرم مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارند.

نظریه‌های مالی شرکت‌ها دو دیدگاه را برای توضیح نقش احساسات سرمایه‌گذاران در شکل‌دهی به سیاست‌های ساختار سرمایه و میزان اهرم مالی شرکت‌ها ارائه می‌دهند. نظریه زمان‌بندی بازار پیش‌بینی

-
- 1- Baker, M.
 - 2- He, W; Hong, K.H; Wu, E.
 - 3- Brown, G.W; Cliff, M.T.
 - 4- DeAngelo, H; DeAngelo, L; & Stulz, R
 - 5- Warusawitharana, M; Whited, T.M.
 - 6 - Lamont, O.A; Stein, J.C.
 - 7- Arif, S; Lee, C.M.
 - 8- Mclean, R.D; Zhao, M

می‌کند که واحدهای تجاری باید در دوره‌هایی که احساسات سرمایه‌گذاران برای خرید سهام بیش‌تر است و سهام بیش از حد ارزش‌گذاری شده‌اند، از طریق انتشار سهام جدید به تأمین مالی بپردازند (بیکر و وورگر^۱، ۲۰۰۲). از آنجا که انتشار سهام می‌تواند نیاز به تأمین مالی از طریق بدهی را کاهش دهد، شرکت‌ها در این دوره‌ها به احتمال زیاد از اهرم مالی کمتری برخوردار خواهند بود (لی و همکاران^۲، ۲۰۲۳). در مقابل، نظریه ظرفیت بدهی بیان می‌کند که در دوره‌هایی که احساسات سرمایه‌گذاران برای خرید سهام بیش‌تر است، به دلیل جریان‌های نقدی اضافی حاصل از ارزش‌گذاری بیش از حد، ظرفیت بدهی شرکت‌ها افزایش می‌یابد (مایرز^۳، ۱۹۷۷). این موضوع به واحدهای تجاری اجازه می‌دهد تا بدهی بیشتری اخذ کنند که منجر به افزایش اهرم مالی آن‌ها می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۲۳).

بنابراین، با توجه به این دو نظریه متضاد، نمی‌توان به‌طور قاطع به این پرسش پاسخ داد که احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت یا منفی بر میزان اهرم مالی شرکت دارد. با این حال، این موضوع در مطالعات داخلی کمتر مورد توجه قرار گرفته و یک خلأ در ادبیات مالی و رفتاری به‌ویژه در زمینه بازارهای مالی ایران وجود دارد. در بسیاری از کشورها، درک فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه همواره از موضوعات کلیدی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود.

با توجه به رشد بی‌سابقه شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۹ و افت شدید آن در همان سال، اهمیت بررسی احساسات سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر تصمیمات مالی شرکت‌ها بیشتر از پیش نمایان می‌شود (آقا بابائی و مدنی، ۱۴۰۴). از این رو، پژوهش حاضر به دنبال بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌ها با توجه به نظریه‌های زمان‌بندی بازار و ظرفیت بدهی است.

پژوهش حاضر به چند روش مشخص، کمک‌کننده مقالات مرتبط با احساسات سرمایه‌گذاران و اهرمی مالی شرکت است. اول، پژوهش حاضر از این حیث دارای اهمیت است که در زمره نخستین پژوهش‌های داخلی می‌باشد که به بررسی رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و اهرمی مالی پرداخته و از این رو، می‌تواند به توسعه ادبیات رفتاری و مالی در کشورهای در حال توسعه از جمله بازار سرمایه نوظهور ایران، کمک شایانی نماید. دوم، شواهد تجربی نشان‌دهنده ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرمی مالی در کشور توسعه‌یافته ایالات متحده است (لی و همکاران، ۲۰۲۳). با این وجود، این ارتباط در کشورهای در حال توسعه نظیر بازار ایران مورد بررسی قرار نگرفته است. سوم، در این پژوهش ادبیاتی در مورد تأثیر تمایلات وسیع سرمایه‌گذاران در بازار بر تصمیمات مالی واحدهای تجاری گسترش داده شده است. نظریه زمان‌بندی بازار، رابطه منفی بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرمی مالی شرکت را پیش‌بینی می‌کند، در حالی که نظریه ظرفیت بدهی یک رابطه مثبت را مطرح می‌کند. نتایج ما نشان‌دهنده این موضوع است که کدام نظریه در محیط ایران و بازار بورس اوراق بهادار تهران موضوعیت بیشتری دارد. چهارم، این پژوهش به ادبیات رو به رشدی که به بررسی عوامل تعیین‌کننده اهرم مالی شرکت‌ها می‌پردازد، اضافه می‌شود. با تحلیل رابطه بین

1 - Baker, M; Wurgler, J.

2 - Li, S; Hoque, H; Liu, J

3 - Myers, S.C

احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت، درک جامع‌تری از استراتژی‌های تأمین مالی به دست می‌آید. پنجم، پژوهش حاضر رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی را با توجه به نظریه‌های زمان‌بندی بازار و ظرفیت بدهی بررسی می‌کند. یافته‌های این پژوهش نقش احساسات سرمایه‌گذاران در کمک به شرکت‌ها برای دسترسی به منابع مالی خارجی را نشان می‌دهد که برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی اهمیت ویژه‌ای دارد.

در این پژوهش، ابتدا به بررسی ادبیات موجود در زمینه تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات مالی شرکت‌ها خواهیم پرداخت. سپس، روش‌شناسی پژوهش، شامل داده‌ها و روش‌های تحلیل مورد استفاده، توضیح داده می‌شود. در ادامه، نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌ها به تفصیل ارائه و تحلیل خواهد شد. در نهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده در این حوزه ارائه می‌شود.

مبانی نظری

احساسات سرمایه‌گذاران

احساسات سرمایه‌گذاران به حالتی اشاره دارد که در آن تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی و عاطفی قرار می‌گیرد و ممکن است از تحلیل‌های منطقی فاصله بگیرد. این احساسات می‌توانند مثبت (خوش‌بینی) یا منفی (بدبینی) باشند و تأثیر مستقیم بر رفتار بازار داشته باشند. برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران، معمولاً از شاخص‌هایی مانند بازده غیرعادی سهام، حجم معاملات، یا شاخص‌های تجزیه و تحلیل اخبار استفاده می‌شود. احساسات مثبت معمولاً با افزایش اعتماد به بازار همراه است و موجب رشد قیمت سهام می‌شود، در حالی که احساسات منفی باعث کاهش اعتماد و افت قیمت‌ها می‌گردد.

اهرم مالی

اهرم مالی نشان‌دهنده نسبت بدهی‌های یک شرکت به منابع داخلی آن است و به‌عنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌ها در تحلیل ساختار سرمایه مورد توجه قرار می‌گیرد. استفاده از بدهی می‌تواند ابزار مؤثری برای تأمین مالی پروژه‌های جدید باشد، اما همزمان ریسک ورشکستگی شرکت را نیز افزایش می‌دهد. شرکت‌ها در تصمیم‌گیری برای استفاده از اهرم مالی، عواملی مانند نرخ بهره، شرایط بازار، و پیش‌بینی بازدهی آتی را مدنظر قرار می‌دهند.

نظریه زمان‌بندی بازار

بر اساس نظریه زمان‌بندی بازار، شرکت‌ها تمایل دارند در شرایطی که ارزش سهامشان بیش از حد واقعی برآورد می‌شود، از منابع داخلی خود برای تأمین مالی استفاده کنند و از انتشار بدهی خودداری نمایند. این نظریه معتقد است که مدیران شرکت‌ها با توجه به شرایط بازار، تصمیمات خود را برای حداقل‌سازی هزینه سرمایه و ریسک‌های مرتبط اتخاذ می‌کنند. در زمان‌های خوش‌بینی بازار، شرکت‌ها از افزایش ارزش سهام خود برای تأمین مالی بهره می‌گیرند و نیازی به استفاده از بدهی نمی‌بینند.

نظریه ظرفیت بدهی

نظریه ظرفیت بدهی بیان می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند از بدهی به‌عنوان ابزاری برای افزایش منابع مالی و بهبود جریان‌های نقدی آتی استفاده کنند. این نظریه بر این فرض استوار است که شرکت‌ها با استفاده از ظرفیت بدهی خود می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های جدید انجام دهند و به رشد اقتصادی خود کمک کنند. بر اساس این نظریه، در شرایطی که بازار نسبت به رشد شرکت خوش‌بین است، شرکت‌ها ممکن است به‌جای کاهش بدهی، به افزایش آن برای بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری تمایل داشته باشند. مبنای نظری پژوهش حاضر، بر تبیین رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌ها استوار است. در این راستا، احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان متغیر مستقل، نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند. این متغیر به دو دسته احساسات مثبت و احساسات منفی تقسیم شده و انتظار می‌رود که هر یک از این حالات، تأثیرات متفاوتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. از سوی دیگر، اهرم مالی به‌عنوان متغیر وابسته، شاخصی کلیدی برای ارزیابی تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها است. بر اساس نظریه زمان‌بندی بازار، احساسات مثبت سرمایه‌گذاران منجر به کاهش استفاده از بدهی می‌شود، زیرا شرکت‌ها تمایل دارند از منابع داخلی خود برای تأمین مالی استفاده کنند. در مقابل، نظریه ظرفیت بدهی فرض می‌کند که در شرایطی که شرکت‌ها به جریان‌های نقدی بیشتری نیاز دارند، ممکن است حتی در زمان‌های خوش‌بینی بازار نیز به بدهی متوسل شوند.

مطالعات تجربی

در بسیاری از پژوهش‌های انجام‌شده، بیشتر تأکید بر شناسایی و درک دقیق واکنش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است (آقا بابائی و مدنی، ۱۴۰۴). اهمیت این موضوع به‌گونه‌ای است که وقایع تکان‌دهنده در بازارهای سرمایه، از جمله ایجاد حباب‌های قیمتی، سقوط و رکود بازار، عمدتاً به عوامل احساسی نسبت داده می‌شود. این عوامل به‌طور مستقیم مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را در خصوص بازده سهام، خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار تحت تأثیر قرار می‌دهند (سعیدی و مشایخی، ۱۳۹۰). بیکر و وورگر (۲۰۰۲) نظریه زمان‌بندی بازار بیان می‌کند که واحدهای تجاری تصمیمات مالی خود را بر اساس شرایط بازار اتخاذ می‌کنند. به‌طور خاص، این واحدها زمانی به تأمین مالی از طریق انتشار سهام روی می‌آورند که قیمت سهام آن‌ها بیش از ارزش واقعی‌اش باشد و زمانی که قیمت سهام زیر ارزش واقعی قرار دارد، مجدداً سهام خود را خریداری می‌کنند. بنابراین، نسبت اهرم مالی نتیجه تلاش واحدهای تجاری برای هماهنگ‌سازی فعالیت‌های خرید و فروش خود با تحرکات بازار است. مطالعات بعدی شواهدی را در حمایت از نظریه زمان‌بندی بازار ارائه می‌کنند.

هوانگ و ریترا^۱ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که واحدهای تجاری از تأمین مالی به‌وسیله حقوق صاحبان سهام برای پوشش بخش بیشتری از کسری‌های مالی خود استفاده می‌کنند، به‌ویژه زمانی که هزینه تأمین مالی حقوق صاحبان سهام پایین‌تر است. در مبنای نظری این پژوهش، تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات مالی شرکت‌ها و همچنین نقش زمان‌بندی بازار در این تصمیم‌گیری‌ها به‌طور خاص مورد توجه قرار می‌گیرد.

دی‌آنجلو و همکاران (۲۰۱۰) به این نکته اشاره دارند که فرصت‌های زمان‌بندی بازار، که بر اساس بازده‌های گذشته و پیش‌بینی‌شده اندازه‌گیری می‌شوند، تعیین‌کننده اصلی در تصمیم‌گیری شرکت‌ها برای تأمین مالی سهام هستند. این یافته‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌ها در مواجهه با احساسات مثبت یا منفی در بازار، استراتژی‌های مالی خود را تنظیم می‌کنند.

دانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۲) با استفاده از یک معیار پیش‌بینی‌شده، تأیید کردند که انتشار سهام در دوره‌های با احساسات مثبت، با بیش‌ارزش‌گذاری سهام افزایش می‌یابد. این رابطه مستقیم نشان می‌دهد که شرکت‌ها چگونه تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران تصمیم به تأمین مالی می‌گیرند. واروساویتارانا و وایتد (۲۰۱۶) با ساخت یک مدل سرمایه‌گذاری پویا نشان دادند که مدیران می‌توانند با پاسخ‌های منطقی به ارزش‌گذاری نادرست سهام، ارزش سهامداران را افزایش دهند. این یافته‌ها به وضوح نشان می‌دهد که در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی، ارزیابی‌های ناشی از ارزش‌گذاری سهام نه‌تنها تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بلکه با توجه به فرصت‌های موجود در بازار نیز قرار دارند. در نتیجه، این مطالعات پیشین به مبنای نظری این پژوهش ارتباط مستقیمی دارند، زیرا تأثیر احساسات بر تصمیم‌گیری‌های مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها را به‌خوبی تبیین می‌کنند.

لی و همکاران (۲۰۲۳) به‌طور کلی، نظریه زمان‌بندی بازار نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند تصمیمات مالی را با پاسخ به تغییرات احساسی در قیمت سهام اتخاذ کنند. هنگامی که احساسات بالای سرمایه‌گذاران منجر به ارزش‌گذاری بیش از حد و غیرمنطقی سهام می‌شود، شرکت‌ها نیز با صدور سهام جدید از ارزش‌گذاری بیش از حد سو استفاده می‌کنند. با توجه به تقاضای کل برای امور مالی خارجی، افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید، وابستگی شرکت‌ها به انتشار بدهی را کاهش می‌دهد که منجر به کاهش اهرم مالی می‌شود. هنگامی که احساسات پایین سرمایه‌گذاران منجر به ارزش‌گذاری پایین قیمت سهام می‌شود، شرکت‌ها با خرید مجدد سهام به بازار واکنش نشان می‌دهند که این منجر به اهرم مالی بالاتر می‌شود. در مقابل، مایرز^۳ (۱۹۷۷) یک چارچوب نظری را طراحی کرده است که ظرفیت بدهی با

1- Huang, R; Ritter, J.R.

2- Dong, M; Hirshleifer, D; Teoh, S.H.

3 - Myers, S. C.

مقدار کل بدهی که شرکت‌ها می‌توانند متحمل شود و بازپرداخت کند را تعیین می‌کند. باتوجه به این نظریه، برای اینکه شرکت‌ها گزینه‌های مطرح شده برای سرمایه‌گذاری را اجرا کنند، ارزش دارایی جدید نیاز به پوشش هزینه سرمایه‌گذاری و پرداخت بهره به دارندگان اوراق بدهی دارد. از این رو، حداکثر هزینه‌های بهره که یک شرکت قادر به پرداخت آن است برابر با ارزش دارایی تازه به دست آمده منهای هزینه مرتبط با سرمایه‌گذاری است.

لمون و زندر^۱ (۲۰۱۰) یک رابطه U شکل معکوس بین کسری‌های مالی یک شرکت و خالص اوراق بدهی را نشان می‌دهند و همچنین بیان می‌کنند که شرکت‌ها با ظرفیت بدهی خود محدود می‌شوند و همیشه نمی‌توانند از انتشار اوراق بدهی برای تامین مالی کسری بودجه شرکت خود استفاده کنند. بنابراین، شرکت‌های با کسری بودجه مالی به احتمال زیاد بیشتر به ظرفیت بدهی خود نگاه کرده و پس از آن برای تامین مالی کسری‌های خود، سهام منتشر می‌کنند. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که شرکت‌ها می‌توانند ظرفیت بدهی خود را با افزایش دارایی یا از طریق اثر بیمه مشترک یا ادغام و تلفیق گسترش دهند (جان^۲، ۲۰۰۷؛ لووین و وایو^۳، ۲۰۲۱).

فرضیه‌های پژوهش

استدلال می‌شود که بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت رابطه معنی دار وجود داشته باشد. لیکن، فرضیه‌های این پژوهش بر پایه دو مسئله استوار است: (۱) صدور سهام جدید هنگام ارزش‌گذاری بیش از حد که مانع از انتشار بدهی و اهرم مالی می‌شود (نظریه زمان‌بندی بازار) و (۲) گرایش برای به بالا بردن جریان‌های نقدی آینده که منجر به انتشار بدهی و اهرم مالی می‌شود (نظریه ظرفیت بدهی). لذا فرضیه‌های پژوهش به شکل زیر تدوین می‌گردند:

- فرضیه زمان‌بندی بازار: احساسات سرمایه‌گذاران با اهرم مالی رابطه منفی دارد.
- فرضیه ظرفیت بدهی: احساسات سرمایه‌گذاران با اهرم مالی رابطه مثبت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است. همچنین، با توجه به اینکه متغیرهای توضیحی با وقفه یک‌ساله وارد مدل

1 - Lemmon, M.L; Zender, J.F.

2 - John, K

3 - Levine, O; Wu, Y.

می‌شوند. از این‌رو، داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۱۱ (سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱) در دسترس باشد. نمونه آماری پژوهش طبق جدول (۱) تعداد ۱۶۷ شرکت انتخاب شد.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری

پنل اول: روند انتخاب نمونه آماری	
۳۸۴	تعداد کل شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۴۰۱ عضو بورس بودند.
(۳۸)	تعداد شرکت‌هایی که از ابتدای سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته نشده باشد کسر می‌شوند
(۳۰)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نباشد کسر می‌شوند.
(۱۸)	تعداد شرکت‌هایی که تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد که کسر می‌شوند.
(۱۱۲)	تعداد شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی باشد کسر می‌شوند.
(۱۹)	تعداد شرکت‌هایی که داده‌ها در دسترس نباشد کسر می‌شوند.
۱۶۷	تعداد شرکت‌های انتخاب شده

منبع: یافته‌های پژوهش حاضر

مدل و متغیرهای مورد استفاده

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل زیر بر مبنای پژوهش‌های عرب و همکاران (۱۴۰۰)، موسوی و پورعلی (۱۴۰۲) و لی و همکاران (۲۰۲۳) مورد استفاده قرار می‌گیرد.

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 TAN_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 AD_{i,t-1} + \beta_9 SGRO_{i,t-1} + \beta_{10} SUBS_{i,t-1} + \beta_{11} AGE_{i,t-1} + \beta_{12} AUDTYPE_{i,t-1} + \beta_{13} INSTOWN_{i,t-1} + \beta_{14} CONOWN_{i,t-1} + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در مدل فوق، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی به شرح ذیل هستند؛

متغیر وابسته

اهرم مالی (LEV^۱): برای سنجش اهرم مالی از دو سنجه استفاده می‌شود. با پیروی از ادبیات پیشین (فالکندر و همکاران^۲، ۲۰۱۲؛ گراهام و همکاران^۳، ۲۰۱۵)، از اهرم مالی دفتری (BLEV^۴) که بر اساس کل بدهی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها است و اهرم مالی بازار (MLEV^۵) که بر اساس نسبت کل

1- Leverage

2- Faulkender, M; Flannery, M.J; Hankins, K.W; Smith, J.M.

3 - Graham, J.R; Leary, M.T; Roberts, M.R.

4 - Book Leverage

5 - Market Leverage

بدهی بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بوده، استفاده شده است.

متغیر مستقل

احساسات سرمایه‌گذاران (SENT)^۱: برای سنجش احساسات سرمایه‌گذاران از رابطه ارائه شده توسط جونز و باندوپادهاپاها^۲ (۲۰۰۵) استفاده شده است. استدلال این شاخص، این است که تغییرات و رفتار و احساسات سرمایه‌گذاران به عنوان نیروی غالب در بازار، بلافاصله به تغییر قیمت سهام و بازده سهام منجر می‌شود. در این رابطه، اگر مقدار شاخص یادشده برای یک شرکت مثبت باشد، تمایل و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به آن شرکت را نشان می‌دهد که بیانگر احساسات خوش‌بینانه است. در مقابل، اگر مقدار شاخص نام‌برده منفی باشد، عدم تمایل و عدم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به آن شرکت را نشان می‌دهد که بیانگر وجود احساسات منفی در سرمایه‌گذاران در رابطه با آن شرکت است. این شاخص، می‌تواند اخبار وقایعی که بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند، انعکاس دهد. این شاخص همان ضریب هم‌بستگی رتبه‌ای اسپیرمن است، اما به دلیل اینکه عکس‌العمل و احساسات سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک و بازده شرکت ارزیابی می‌شود، رتبه‌ای که شرکت‌ها از این حیث به دست می‌آورند، بر عدد مطلق ریسک و بازدهی ارجحیت دارد (جونز و باندوپادهاپاها، ۲۰۰۵). در مقایسه با سایر شاخص‌ها برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران، از شاخص نام‌برده در بازار سرمایه ایران می‌توان به اطلاعات جامع‌تری از بازار دست‌یافت (شعری‌آفاقیز و همکاران، ۱۳۹۵). مدل مدنظر در رابطه (۲) نشان داده شده است.

$$SEN_{i,t} = \frac{\sum(R_{i,t} - \bar{R}_r)(R_{i,v} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{i,t} - \bar{R}_r)^2(R_{i,v} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}} \quad (2)$$

R_{it} رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t و R_{iv} رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه t است. برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شده است. \bar{R}_r میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های نمونه است که در این پژوهش شرکت‌های نمونه بر اساس رتبه بازده ماهانه سهام، مرتب و بر اساس پنج نمونه از کوچک به بزرگی طبقه‌بندی می‌شوند، به طوری که نمونه شماره ۱ شامل شرکت‌هایی با کمترین مقدار معیار مد نظر و نمونه شماره ۵ شامل شرکت‌هایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد و \bar{R}_v میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های نمونه است.

متغیرهای کنترلی

وقفه اهرم مالی (LEV): با توجه به پویایی تصمیم‌های مرتبط با اهرم مالی، اهرم مالی با وقفه یک‌ساله در سمت راست مدل رگرسیون قرار می‌گیرد.

1 - Investor Sentiment

2 - Jones, A. L. & Bandopadhyaya, A.

اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم طبیعی دارایی‌های پایان دوره شرکت استفاده شده است.

بازده دارایی (ROA)¹: از طریق نسبت سود خالص به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

فرصت‌های رشد (MTB)²: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای کنترل فرصت‌های رشد در نظر گرفته شده است.

دارایی‌های مشهود (TAN)³: از تقسیم مجموع دارایی‌های مشهود (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) بر دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

نگهداشت وجه نقد (CASH): از طریق نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

نسبت آبی (AD)⁴: از تقسیم دارایی‌های جاری (به جز موجودی کالا و پیش‌پرداخت‌ها) بر بدهی‌های جاری محاسبه می‌گردد.

رشد فروش (SGRO)⁵: رشد فروش شرکت از طریق فروش سال جاری منهای فروش ابتدای سال تقسیم بر فروش ابتدای سال به دست می‌آید.

شرکت‌ها تابعه (SUBS)⁶: اگر شرکت دارای شرکت‌های تابعه و فرعی باشد برابر با عدد یک و در غیر یا صورت برابر با صفر است.

سن شرکت (AGE): بر اساس لگاریتم طبیعی فاصله زمانی بین سال تأسیس تا پایان دوره زمانی پژوهش، اندازه‌گیری می‌شود.

نوع موسسه حسابرسی (AUDTYPE): اگر حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد به‌عنوان موسسه دولتی در نظر گرفته شده و به آن شرکت عدد یک و در غیر این صورت به موسسات خصوصی، عدد صفر اختصاص داده می‌شود.

مالکیت نهادی (INSTOWN)⁷: برابر با درصد مالکیت سهام در اختیار مالکان نهادی نسبت به کل سهام شرکت است. مالکان نهادی شامل مالکان بزرگ نظیر بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری‌ها هستند که به خریدوفروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازند.

تمرکز مالکیت (CONOWN)⁸: برابر با درصد مالکیت سهام در اختیار بزرگ‌ترین سهامدار شرکت است.

اثرات سال (YEAR): یک متغیر مجازی است و برای در نظر گرفتن اثرات تصادفی سال وارد الگوی رگرسیونی خواهد شد.

-
- 1 - Return on Assets
 - 2 - Market-to-Book Ratio
 - 3 - Tangible Assets
 - 4 - Acid Test Ratio
 - 5 - Sales Growth
 - 6 - Subsidiaries
 - 7 - Institutional Ownership
 - 8 - Concentration of Ownership

روش پژوهش

روش گشتاورهای تعمیم‌یافته^۱ که توسط لارس هانسن^۲ (۱۹۸۲) معرفی شد، به عنوان یکی از قدرتمندترین ابزارهای تخمین پارامترهای مدل‌های اقتصادسنجی در حضور مشکلات مربوط به ناهمسانی واریانس یا همبستگی متوالی شناخته می‌شود. این روش بر اساس حداقل‌سازی تفاوت بین گشتاورهای مشاهده شده در داده‌ها و گشتاورهای مدل‌شده در نظریه اقتصادی، پارامترهای مدل را برآورد می‌کند. به‌ویژه در مواردی که توزیع خطاها نامعین است و نیاز به مدل‌سازی متغیرهای درون‌زا وجود دارد، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته ابزار مناسبی است که با فراهم کردن آزمون‌های قوی، امکان حل مسائل مختلف اقتصادسنجی را میسر می‌کند (آرلندا و بوند ۱۹۹۱^۳). در حوزه مالی، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برای آزمون نظریه‌هایی مانند نظریه اهرم مالی، ارزش‌گذاری دارایی‌ها و مدل‌های ریسک استفاده می‌شود. برای مثال، بیکر و ورگن^۴ (۲۰۰۶) از گشتاورهای تعمیم‌یافته برای تحلیل اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر اهرم مالی استفاده کردند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی ابزارهایی هستند که برای جمع‌آوری، خلاصه‌سازی و تجزیه و تحلیل داده‌ها به کار می‌روند. این آمار به محققان کمک می‌کند تا ویژگی‌های اصلی مجموعه داده‌های خود را شناسایی و درک کنند. در این بخش، از آمار توصیفی برای ارائه اطلاعات کلیدی درباره‌ی داده‌ها، مانند میانگین، میانه، مد، انحراف معیار استفاده می‌شود.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پنل اول: آمار توصیفی متغیرهای کمی						
متغیر	نماد	کمترین	بیشترین	میانگین	میانه	انحراف معیار
اهرم مالی دفتری	BLEV	۰.۰۱۳	۰.۹۹۵	۰.۵۲۶	۰.۵۳۰	۰.۲۱۳
اهرم مالی بازار	MLEV	۰.۰۰۴	۰.۹۱۴	۰.۳۰۵	۰.۲۶۳	۰.۲۱۱
وقفه اهرم مالی دفتری	BLEV _{t-1}	۰.۰۱۳	۰.۹۹۵	۰.۵۳۹	۰.۵۴۳	۰.۲۱۳
وقفه اهرم مالی بازار	MLEV _{t-1}	۰.۰۰۴	۰.۹۱۴	۰.۲۹۰	۰.۲۴۲	۰.۲۰۶
احساسات سرمایه‌گذاران	SENT	-۰.۸۹۸	۰.۸۶۴	-۰.۰۱۳	۰.۰۰۰	۰.۳۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۰.۵۲۳	۲۰.۸۲۱	۱۴.۸۹۹	۱۴.۶۱۹	۱.۷۱۳
بازده دارایی	ROA	-۰.۲۴۹	۰.۶۳۷	۰.۱۵۴	۰.۱۲۶	۰.۱۵۸

1 - Generalized Method of Moments

2 - Lars Peter Hansen

3 - Blundell & Bond

4 - Baker, M; & Wurgler, J

پنل اول: آمار توصیفی متغیرهای کمی					
متغیر	نماد	کمترین	بیشترین	میانگین	میانه
فرصت‌های رشد	MTB	۰,۲۲۹	۲۰,۲۵۲	۴,۸۰۰	۳,۳۵۷
دارایی‌های مشهود	TAN	۰,۰۰۱	۰,۸۴۵	۰,۲۶۰	۰,۲۱۸
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰,۰۰۱	۰,۳۵۶	۰,۰۴۶	۰,۰۲۹
نسبت آبی	AD	۰,۰۶۲	۴,۸۴۴	۱,۰۶۶	۰,۸۴۹
رشد فروش	SGRO	-۰,۵۶۴	۲,۴۹۹	۰,۳۶۴	۰,۲۹۳
سن شرکت	AGE	۱,۷۹۲	۴,۳۷۷	۳,۶۰۸	۳,۷۱۴
مالکیت نهادی	INSTOWN	۰	۰,۹۹۹	۰,۶۹۷	۰,۷۴۰
تمرکز مالکیت	CONOWN	۰	۰,۹۹۵	۰,۴۹۷	۰,۵۱۰
پنل دوم: آمار توصیفی متغیرهای کیفی					
متغیر	نماد	درصد فراوانی			
شرکت‌های تابعه	SUBS	٪ ۲۸/۹۲			
نوع موسسه حسابرسی	AUDTYPE	٪ ۱۸/۷۴			

منبع: یافته‌های پژوهش حاضر

بر اساس جدول (۲)، آمار توصیفی نشان می‌دهد که بر اساس میانگین اهرم مالی دفتری تأمین مالی حدود ۵۲ درصد دارایی شرکت‌های نمونه از طریق بدهی صورت گرفته است. همچنین، میانگین فرصت‌های رشد بیانگر آن است که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه بیشتر از ارزش دفتری آنهاست. ضمن اینکه، میانگین دارایی‌های مشهود بیانگر آن است که حدود ۲۶ درصد دارایی شرکت‌های نمونه را دارایی‌های مشهود نظیر اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تشکیل می‌دهند و میانگین نگهداشت وجه نقد بیانگر آن است که حدود ۴ درصد دارایی شرکت‌های نمونه را وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تشکیل می‌دهند. میانگین نسبت آبی نشان می‌دهد که دارایی‌های جاری به جز موجودی کالا و پیش‌پرداخت‌ها بیشتر از بدهی‌های جاری آنهاست و مثبت بودن میانگین رشد فروش بیانگر این موضوع است که فروش شرکت‌های نمونه دارای رشد بوده است. همچنین نکته قابل توجه دیگر این جدول، به طور میانگین مالکیت حدود ۶۹ درصد سهام شرکت‌های مورد بررسی در اختیار مالکان نهادی بوده است و مالکیت حدود ۴۹ درصد سهام شرکت‌های نمونه در اختیار بزرگترین سهامداران است. پنل دوم و قسمت کیفی جدول نشان می‌دهد حدود ۳۸ درصد شرکت‌های نمونه دارای شرکت‌های تابعه و فرعی هستند و حسابرسی حدود ۱۸ درصد شرکت‌های نمونه توسط سازمان حسابرسی انجام شده است.

مانایی به مفهوم پایداری یک سری زمانی در طول زمان اشاره دارد و یکی از مفاهیم کلیدی در تحلیل‌های سری‌های زمانی است. در اقتصاد و علوم اجتماعی، مانایی به این معناست که ویژگی‌های آماری یک سری زمانی، مانند میانگین و واریانس، در طول زمان ثابت باقی می‌مانند. به عبارتی، یک سری زمانی اگر مانا باشد، به طور متوسط به یک سطح خاصی حول یک مقدار ثابت نوسان می‌کند.

جدول ۳. نتایج مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون لوین لین چو متغیرهای پژوهش				
متغیر	نماد	آماره آزمون لوین لین چو	احتمال آماره	نتیجه
اهرم مالی دفتری	BLEV	-۱۰.۷۰	۰.۰۰	مانا
اهرم مالی بازار	MLEV	-۱۷.۵۵	۰.۰۰	مانا
احساسات سرمایه‌گذاران	SENT	-۱۵.۲۵	۰.۰۰	مانا
اندازه شرکت	SIZE	-۳.۱۲	۰.۰۰	مانا
بازده دارایی	ROA	-۱۸.۲۳	۰.۰۰	مانا
فرصت‌های رشد	MTB	-۱۱.۸۱	۰.۰۰	مانا
دارایی‌های مشهود	TAN	-۱۷.۳۵	۰.۰۰	مانا
نگهداشت وجه نقد	CASH	-۱۳.۷۴	۰.۰۰	مانا
نسبت آتی	AD	-۱۰.۷۸	۰.۰۰	مانا
رشد فروش	SGRO	-۱۷.۵۷	۰.۰۰	مانا
سن شرکت	AGE	-۲۰.۵۰	۰.۰۰	مانا
مالکیت نهادی	INSTOWN	-۴۷.۴۰	۰.۰۰	مانا
تمرکز مالکیت	CONOWN	-۱۳۶.۱۹	۰.۰۰	مانا
شرکت‌های تابعه	SUBS	-۱۵.۲۲	۰.۰۰	مانا
نوع موسسه حسابرسی	AUDTYPE	-۲.۱۱	۰.۰۱	مانا

جدول (۳)، نتایج آزمون مانایی متغیرها برای نمونه‌ای متشکل از ۱۶۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ را نشان می‌دهد. نتایج آزمون لوین لین چو نشان می‌دهد که تمام متغیرهای مورد بررسی در پژوهش حاضر، مانا هستند. این موضوع اهمیت بالایی در تحلیل‌های آتی دارد، زیرا وجود مانایی در سری‌های زمانی تضمین می‌کند که الگوها و روابط بین متغیرها پایدار هستند و می‌توان به نتایج به‌دست‌آمده از تحلیل‌های اقتصادی و آماری اعتماد بیشتری داشت.

آمار استنباطی

جدول (۴) نتایج مدل‌های رگرسیون پژوهش بر اساس دو معیار اهرم مالی را نشان می‌دهد. مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته یکی از روش‌های آماری پرکاربرد در تخمین مدل‌های اقتصادی و مالی است که به‌ویژه برای تخمین پارامترهای مدل‌هایی که به فرض‌های کلاسیک مانند توزیع نرمال نیاز ندارند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. این روش به‌طور گسترده‌ای در مدل‌سازی‌هایی که داده‌ها دارای ویژگی‌های خاصی مانند داده‌های مقطعی، سری زمانی یا داده‌های پنل هستند، کاربرد دارد. آماره J -statistic یکی از مهم‌ترین آماره‌های مرتبط با مدل‌های GMM است که برای بررسی اعتبار ابزارهای استفاده‌شده در مدل به کار می‌رود. آماره J یک مقدار آزمون است که از مجموع مربعات مقادیر خطا (یا پسماندها) به دست می‌آید و

برای ارزیابی این موضوع استفاده می‌شود که آیا توزیع داده‌ها در مدل GMM به‌درستی با داده‌ها سازگار هستند. اگر توزیع داده‌ها به‌خوبی برقرار باشند، مقادیر J باید کوچک باشند. در مدل رگرسیونی مقدار آماره J برابر با ۲۱,۲۲ و احتمال متناظر آن ۰,۵۰۶ در مدل اول و ۲۴,۴۵ و احتمال متناظر آن ۰,۴۳۵ در مدل دوم است. از آنجایی که مقدار احتمال بزرگ‌تر از سطح است، فرضیه صفر که نشان‌دهنده اعتبار ابزارها است، رد نمی‌شود. به عبارت دیگر، ابزارهای استفاده‌شده در مدل معتبر هستند و محدودیت‌های بیش‌تعریف‌شده به‌درستی برقرار هستند. آزمون آرلاندو بوند مرتبه اول و دوم برای بررسی خودهمبستگی سریالی در خطاهای مدل GMM استفاده می‌شود. مقدار آماره برای این آزمون برابر با ۱,۲۱ و احتمال متناظر آن ۰,۱۱۴ در مدل اول و ۱,۵۳ و احتمال متناظر آن ۰,۱۳۲ است. مقدار آماره خودهمبستگی سریالی در خطاهای مرتبه دوم برابر با ۱,۳۲۴ و احتمال متناظر آن ۰,۱۸۵ در مدل اول و مقدار آماره ۰,۲۹۷ و احتمال متناظر آن ۰,۷۶۵ در مدل دوم است. از آنجا که مقدار احتمال بزرگ‌تر از ۰,۰۵ است، فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مرتبه اول و دوم رد نمی‌شود. این نتیجه نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مرتبه اول و دوم است و بدین معناست که ابزارها به‌درستی انتخاب شده‌اند و مدل از این لحاظ معتبر است. آزمون نیز مانند آماره J به بررسی محدودیت‌های بیش‌تعریف‌شده می‌پردازد. در اینجا مقدار آماره سازگان در مدل اول برابر با ۲۵,۰۱ و احتمال متناظر آن ۰,۴۵ و در مدل دوم برابر با ۱۸,۲ و احتمال متناظر آن ۰,۰۶۵ است. از آنجا که احتمال بزرگ‌تر از سطح معنی‌داری ۰,۰۵ است، فرضیه صفر رد نمی‌شود و ابزارهای مورد استفاده در مدل معتبر هستند. رتبه ابزارها نشان‌دهنده تعداد ابزارهای استفاده‌شده در مدل GMM است. در این مدل، ۴۴ ابزار برای شناسایی و تخمین روابط بین متغیرها استفاده شده‌اند. این تعداد با توجه به تعداد معادلات و متغیرهای موجود در مدل انتخاب شده تا از بیش‌تعریف‌شدن یا کم‌تعریف‌شدن مدل جلوگیری شود. در این مدل، اثرات سال به عنوان یکی از عوامل کنترلی در نظر گرفته شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس سنجه‌های اهرم مالی

متغیر	نماد	متغیر وابسته (BLEV)		متغیر وابسته (MLEV)	
		ضریب	معنی داری	ضریب	معنی داری
عرض از مبدا	C	۰,۱۱۲	۰,۰۴۵	۰,۱۵۸	۰,۰۱۰
احساسات سرمایه‌گذاران	SENT	-۰,۰۵۵	۰,۰۲۰	-۰,۰۷۳	۰,۰۱۵
وقفه متغیر وابسته	LEV	۰,۰۷۲	۰,۰۰۰	۰,۶۸۰	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۳۱	۰,۰۵۰	-۰,۰۲۸	۰,۰۰۸
بازده دارایی	ROA	-۰,۴۵۰	۰,۰۰۱	-۰,۴۱۰	۰,۰۰۵
فرصت‌های رشد	MTB	۰,۰۹۰	۰,۰۳۰	۰,۰۸۲	۰,۰۴۰
دارایی‌های مشهود	TAN	۰,۰۶۵	۰,۰۲۰	۰,۰۵۵	۰,۰۳۵
نگهداشت وجه نقد	CASH	-۰,۲۰۰	۰,۰۰۲	-۰,۱۸۵	۰,۰۰۷

متغیر	نماد	متغیر وابسته (BLEV)		متغیر وابسته (MLEV)	
		ضریب	معنی داری	ضریب	معنی داری
نسبت آنی	AD	-۰.۱۲۰	۰.۰۱۰	-۰.۱۰۵	۰.۰۱۵
رشد فروش	SGRO	۰.۰۴۲	۰.۰۴۵	۰.۰۳۸	۰.۰۶۰
شرکت‌های تابعه	SUBS	۰.۰۱۵	۰.۳۰۰	۰.۰۱۰	۰.۴۰۰
سن شرکت	AGE	۰.۰۱۰	۰.۵۰۰	۰.۰۰۸	۰.۶۰۰
نوع موسسه حسابرسی	AUDTYPE	-۰.۰۲۲	۰.۱۵۰	-۰.۰۲۰	۰.۲۰۰
مالکیت نهادی	INSTOWN	۰.۰۶۰	۰.۰۴۰	۰.۰۶۵	۰.۰۳۰
تمرکز مالکیت	CONOWN	-۰.۰۸۵	۰.۰۰۵	-۰.۰۸۰	۰.۰۰۸
مشخصات مدل					
آماره J-statistic		۲۱.۲۲	۰.۵۰۶	۲۴.۴۵	۰.۴۳۵
آزمون آرلاندو بوند مرتبه اول		۰.۲۱۱	۱۴۱۰۰	۵۳.۱	۱۳۲۰۰
آزمون آرلاندو بوند مرتبه دوم		۱.۳۲۴	۰.۱۸۵	۰.۲۹۷	۰.۷۵۶
آماره سارگان		۲۵.۰۱	۰.۴۵	۱۸.۲	۰.۰۶۵
رتبه ابزارها		۴۴		۴۴	
اثرات سال		کنترل شد		کنترل شد	

منبع: یافته‌های پژوهش حاضر

احساسات سرمایه‌گذاران برای اهرم مالی دفتتری ضریب منفی و معنی‌دار دارد، در حالی که برای اهرم مالی بازار نیز ضریب منفی و معنی‌دار است. این نتایج نشان می‌دهد که با افزایش احساسات مثبت در بازار، شرکت‌ها تمایل دارند سطح اهرم مالی خود را کاهش دهند، زیرا بازار مثبت امکان تأمین مالی از طریق سهام را بیشتر فراهم می‌کند. این یافته‌ها مطابق با بیکر و وورگر^۱ (۲۰۰۲) است که بیان می‌کنند شرکت‌ها در دوران رونق بازار، تمایل به کاهش استفاده از بدهی دارند و از تأمین مالی از طریق سهام بهره می‌برند. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران مثبت باشد، تقاضا برای سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد و قیمت سهام بالا می‌رود. این افزایش قیمت باعث می‌شود که شرکت‌ها بتوانند از طریق انتشار سهام جدید، منابع مالی خود را با هزینه کمتر و شرایط مطلوب‌تر تأمین کنند. بنابراین، شرکت‌ها در دوران رونق بازار و افزایش احساسات مثبت تمایل دارند که از بدهی کمتر استفاده کنند و تأمین مالی خود را از طریق سهام انجام

1 - Baker, M; Wurgler, J

دهند. ریتر و هوانگ^۱ (۲۰۰۹) دریافتند که احساسات مثبت بازار باعث افزایش انتشار سهام می‌شود، چرا که شرکت‌ها از افزایش قیمت سهام بهره می‌برند و در دوران رکود بازار، شرکت‌ها برای تأمین مالی به بدهی متوسل می‌شوند و سطح اهرم مالی خود را افزایش می‌دهند. این مشاهدات همانند نتایج بدست آمده در این پژوهش بیان دارد که احساسات مثبت سرمایه‌گذاران در دوران رونق بازار، تمایل شرکت‌ها به کاهش اهرم مالی و افزایش تأمین مالی از طریق سهام را تقویت می‌کند. این نتیجه تأکید می‌کند که شرکت‌ها در زمان‌هایی که بازار سهام در وضعیت خوبی قرار دارد، به جای استفاده از بدهی، از انتشار سهام برای تأمین منابع مالی استفاده می‌کنند. دی یونگ^۲ (۲۰۱۲) در پژوهش‌ای به‌طور مستقیم تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر اهرم مالی شرکت‌ها را بررسی کرد. با استفاده از داده‌های بازارهای سهام اروپا، به دنبال ارتباط بین نوسانات احساسات سرمایه‌گذاران و تغییرات در سطح اهرم مالی شرکت‌ها بود. نتایج نشان داد که احساسات مثبت سرمایه‌گذاران با کاهش استفاده از بدهی در شرکت‌ها همراه است و شرکت‌ها در زمان‌هایی که احساسات بازار نسبت به آینده اقتصادی مثبت است، بیشتر به انتشار سهام و کمتر به استفاده از بدهی می‌پردازند و تحلیل روان‌شناختی این رفتار نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها به احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان یک شاخص کلیدی توجه می‌کنند و استراتژی‌های مالی خود را بر اساس نوسانات احساسات تنظیم می‌کنند. این مشاهدات با توجه به نتایج بدست آمده در این پژوهش همخوانی دارد و هر دو پژوهش نشان می‌دهند که در دوره‌های افزایش احساسات مثبت سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها تمایل به کاهش بدهی و افزایش استفاده از سهام دارند. این نتیجه همچنین بر اهمیت عوامل روان‌شناختی و رفتاری در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأکید می‌کند، چرا که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند به‌عنوان یک شاخص قوی برای تعیین استراتژی‌های مالی شرکت‌ها عمل کند.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی شرکت‌ها رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. این یافته‌ها مطابق با نظریه زمان‌بندی بازار است که بیان می‌کند شرکت‌ها تمایل دارند در دوران احساسات مثبت سرمایه‌گذاران، از بدهی کمتری استفاده کنند و از تأمین مالی از طریق سهام بهره ببرند. برعکس، در دوران احساسات منفی، تمایل به افزایش بدهی دارند. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران زیاد است، اهرم مالی کاهش می‌یابد و زمانی که احساسات کم باشد، اهرم مالی افزایش می‌یابد.

این یافته‌ها مطابق با نظریه زمان‌بندی بازار است که نشان می‌دهد شرکت‌ها تصمیمات مالی خود را بر اساس واکنش‌های بازار و نوسانات احساسی قیمت سهام اتخاذ می‌کنند. وقتی احساسات سرمایه‌گذاران به‌طور غیرمنطقی به ارزش‌گذاری بیش از حد منجر می‌شود، شرکت‌ها از صدور سهام جدید برای تأمین

1 - Huang, R; & Ritter, J. R
2 - De Jong, A

مالی استفاده می‌کنند. در مقابل، زمانی که احساسات منفی بر بازار غالب است، شرکت‌ها با خرید مجدد سهام و افزایش بدهی اقدام می‌کنند تا ارزش سهام خود را بالا ببرند.

این نتایج با پژوهشات قبلی همچون بیکر و وورگلر (۲۰۰۲) همخوانی دارد که نشان دادند در دوران رونق بازار، شرکت‌ها از تأمین مالی از طریق سهام بیشتر استفاده کرده و نسبت‌های بدهی خود را کاهش می‌دهند. با این حال، این یافته‌ها با پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۳) که به رابطه مثبت بین احساسات سرمایه‌گذاران و اهرم مالی اشاره دارند، مغایرت دارد. این تفاوت‌ها ممکن است به تفاوت‌های نهادی و اقتصادی در کشورهای مختلف مرتبط باشد.

پژوهش‌های قبلی نیز نشان داده‌اند که در دوران احساسات مثبت، شرکت‌ها تمایل به کاهش اهرم مالی دارند. این نتایج در بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور ممکن است متفاوت باشد که به ویژگی‌های خاص اقتصادی و مالی هر کشور بستگی دارد.

در نهایت، بر اساس این پژوهش، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها دقت بیشتری داشته باشند و از ریسک‌های ناشی از اهرم مالی بیش از حد خودداری کنند. همچنین، به حساب‌رسان، بانک‌ها و سازمان بورس پیشنهاد می‌شود که توجه بیشتری به تأثیرات احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات مالی و ریسک‌ها داشته باشند و آموزش‌هایی برای مدیریت این تأثیرات ارائه دهند.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند مبنایی برای سیاست‌گذاران باشد تا در دوران رونق بازار سهام، سیاست‌هایی را برای تشویق شرکت‌ها به استفاده بیشتر از تأمین مالی سهامی ارائه کنند. این سیاست می‌تواند از طریق کاهش مالیات بر انتشار سهام جدید یا ارائه مشوق‌های مالی برای شرکت‌هایی که از سهام به‌جای بدهی استفاده می‌کنند، اجرا شود. چنین اقداماتی به کاهش فشار بدهی بر شرکت‌ها کمک کرده و آن‌ها را از مشکلات مالی احتمالی در دوره‌های رکود محافظت می‌کند.

از آنجایی که احساسات سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تصمیمات ساختار سرمایه دارد، سیاست‌گذاران می‌توانند به توسعه و بهبود سیستم‌های نظارتی و تحلیل احساسات بازار توجه بیشتری کنند. داشتن ابزارهای دقیق برای اندازه‌گیری احساسات بازار می‌تواند به سیاست‌گذاران و نهادهای مالی کمک کند تا تحولات آتی را پیش‌بینی کرده و اقدامات پیش‌دستانه‌ای برای حفظ پایداری بازار مالی انجام دهند. ایجاد شاخص‌های دولتی برای ارزیابی احساسات سرمایه‌گذاران و تنظیم سیاست‌ها بر اساس آن، می‌تواند به مدیریت بهتر نوسانات بازار کمک کند.

در انتهای پژوهش، به برخی از موضوعات مهم برای بررسی در پژوهش‌های آتی اشاره می‌شود:

۱. بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌ها: پژوهش‌های آتی می‌توانند به تحلیل این بپردازند که چگونه تغییرات در احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر شفافیت و خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. این موضوع به درک بهتری از نحوه انتقال اطلاعات مالی به بازار کمک می‌کند.

۲. تحلیل رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و اظهارنظر حساب‌رسان: می‌توان به بررسی این پرداخت که آیا احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر قضاوت حساب‌رسان و نوع اظهارنظر آن‌ها در گزارش‌های

- مالی تأثیر بگذارد و این موضوع چگونه می‌تواند به افزایش یا کاهش اعتبار اطلاعات حسابرسی شده کمک کند.
۳. بررسی رابطه بین اهرم مالی و گزارشگری پایداری: پژوهش‌های آتی می‌توانند به پژوهش ارتباط بین استفاده از اهرم مالی و گزارشگری پایداری شرکت‌ها بپردازند، تا مشخص شود آیا شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر تمایل بیشتری به ارائه گزارش‌های محیط زیستی و اجتماعی دارند.
۴. بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران، مانند خودشیفتگی، بر ساختار سرمایه و تصمیمات مالی: پژوهش‌های آتی می‌توانند به بررسی تأثیر ویژگی‌های رفتاری و شخصیتی مدیران بر تصمیم‌گیری‌های مالی، به‌ویژه در رابطه با انتخاب اهرم مالی، بپردازند. شناخت بهتر این ویژگی‌ها می‌تواند به بهبود تصمیمات استراتژیک مالی کمک کند.
۵. پژوهش رابطه بین هشدار سود و اهرم مالی: پژوهش‌های آتی می‌توانند تأثیر هشدارهای سود که توسط شرکت‌ها منتشر می‌شود را بر اهرم مالی و واکنش سرمایه‌گذاران به این هشدارها بررسی کنند. این پژوهش می‌تواند به درک عمیق‌تری از تأثیر اطلاعات پیش‌بینی‌شده بر تصمیمات ساختار سرمایه منجر شود.
۶. تحلیل تأثیر نوسانات بازارهای مالی بر تغییرات ساختار سرمایه شرکت‌ها در شرایط مختلف اقتصادی: پژوهشگران می‌توانند به بررسی این موضوع بپردازند که چگونه نوسانات اقتصادی و بازارهای مالی، مانند بحران‌های مالی، بر تصمیم‌گیری شرکت‌ها در خصوص استفاده از بدهی یا سرمایه سهامی تأثیر می‌گذارد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: پژوهش حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی پژوهش مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این پژوهش هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

بدین‌وسیله بر خود لازم می‌دانم از تمامی اساتید، پژوهشگران و صاحب‌نظرانی که با ارائه دیدگاه‌ها، پیشنهادها و همراهی‌های ارزشمند خود، در فرآیند نگارش و بهبود این مقاله نقش مؤثری ایفا نموده‌اند، صمیمانه تقدیر و تشکر نمایم. همچنین از دوستان و همکارانی که در گردآوری داده‌ها و انجام تحلیل‌ها همکاری صمیمانه‌ای داشتند، سپاسگزارم.

References

- Aghababaei, M. E. and madani, S. (2025). Investor sentiment and prevalence of informed trading in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 14(54), 19-38. doi: 10.30495/jik.2025.23530. (in Persian).
- Aghasi, E. , Tohidi, M. and Amirshahi, A. (2024). Providing an Index to Measure the Sentiment Investor in the Iranian Capital Market. *Financial Management Strategy*, 12(1), 87-112. doi: 10.22051/jfm.2024.44173.2838. (in Persian).
- Saidi, A; & Mashayekhi, M. (2011). Lunar Phases and Stock Market Returns (Evidence from the Tehran Stock Exchange). *Journal of Securities Exchange*, 4(14), 81-98. (In Persian).
- sher anaghiz S, Hasas yeganeh Y, sadidi M, narrei B. Sentimental decision-making of investors, Corporate governance and Investment efficiency. fa 2017; 8 (32) :1-37. (in Persian).
- Arab, R. , Hosseini, S. Z. and Gholamrezapoor, M. (2021). An Investigation into the Relationship between CEO Power and Corporate Financial Leverage. *Financial Management Strategy*, 9(3), 123-140. doi: 10.22051/jfm.2020.26457.2103. (in Persian).
- Asgari, M; Hajihassan Memar, E; & Matin Motlagh, M. (2015). The impact of investors' emotional tendencies on free cash flow, discretionary accruals, and stock returns in companies listed on the Tehran Stock Exchange during 2009-2013. 2nd International Conference on New Research in Management, Economics and Accounting. (In Persian).
- Mousavi, S. S. and PourAli, M. R. (2023). Social Capital and Financial Leverage. *Journal of Investment Knowledge*, 12(46), 1-23. (In Persian).
- nazari, M. , esmaelzadeh, A. and Khosravipour, N. (2025). Investigating the relationship between dividend policy, financial leverage and profitability in companies listed on the Tehran Stock Exchange.. *Journal of Investment Knowledge*, 14(54), 443-464. doi: 10.30495/jik.2025.23546. (In Persian).
- Baker, M. (2009). Capital Market-Driven Corporate Finance. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 181-205.
- Baker, M; Wurgler, J. (2002). Market Timing And Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Brown, G.W; Cliff, M.T. (2005). Investor Sentiment And Asset Valuation. *The Journal of Business*. 78(2), 405-440.
- Chindengwike, J. D. (2024). Nexus Between Financial Leverage And Dividend Payout From Manufacturing Firms listed At Dar Es Salaam Stock Exchange. Tanzania. *Cogent Business & Management*, 11(1).
- De Jong, A. (2012). Investor sentiment and corporate leverage. *European Financial Management*, 18(3), 515-543.
- DeAngelo, H; DeAngelo, L; Stulz, R. (2010). Seasoned Equity Offering, Market Timing, And Corporate Lifecycle. *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 275-295.
- Dong, M; Hirshleifer, D; Teoh, S.H. (2012). Overvalued Equity And Financing Decisions. *The Review of Financial Studies*, 25, 3645-3683.
- Faulkender, M; Flannery, M.J; Hankins, K.W; Smith, J.M. (2012). Cash Flows And Leverage Adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103 (3), 632-646.

Gan, J; (2007). Collateral, Debt Capacity, And Corporate Investment: Evidence From A Natural Experiment. *Journal of Financial Economics*, 85 (3), 709–734.

Graham, J.R; Leary, M.T; Roberts, M. R. (2015). A Century Of Capital Structure: The Leveraging Of Corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118 (3), 658–683.

He, W; Hong, K.H; Wu, E. (2020). Does Investor Sentiment Affect The Value Relevance Of Accounting Information?. *Abacus, Accounting Foundation, University of Sydney*, 56(4), 535–560.

Huang, R; Ritter, J.R. (2009). Testing Theories Of Capital Structure And Estimating The Speed Of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237–271.

Jones, A. L. & Bandopadhyaya, A. (2005). Measuring Investor Sentiment In Equity Markets. *Financial Services Forum Publications*, 6(14), 36-49.

Lamont, O.A; Stein, J. C. (2006). Investor Sentiment And Corporate Finance: Micro And Macro. *American Economic Review*, 96(2), 147–151.

Lemmon, M; Portniaguina, E. (2006). Consumer Confidence And Asset Prices: Some Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*, Volume 19(4), 1499–1529.

Lemmon, M.L; Zender, J. F. (2010). Debt Capacity And Test Of Capital Structure Theories. *J Financ Quant Anal*, 49(5), 1161–1187.

Levine, O; Wu, Y. (2021). Asset Volatility And Capital Structure: Evidence From Corporate Mergers. *Management Science*, 67(5), 2657–3320.

Li, S; Hoque, H; Liu, J. (2023). Investor Sentiment And Firm Capital Structure. *Journal Of Corporate Finance*, 80, 102426

McLean, R. D; Zhao, M. (2014). The Business Cycle, Investor Sentiment, And Costly External Finance. *Journal of Financial*, 69(3), 1377–1409.

Myers, S. C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.

Warusawitharana, M; Whited, T. M. (2016). Equity Market Misvaluation, Financing, And Investment. *The Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, 29(3), 603–654.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.