

بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیل گری تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی

مریم شبان

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد رامهرمز، دانشگاه آزاد اسلامی، رامهرمز، ایران. (نویسنده مسئول).

maryam.sn2012@gmail.com

جابر محمد موسائی

عضو هیئت علمی گروه مدیریت و حسابداری، واحد رامهرمز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد، رامهرمز، ایران.

jmoosae@gmail.com

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیل گری تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی می باشد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام پژوهش، سه فرضیه اصلی تدوین و ۱۲۰ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ انتخاب شده و داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد: بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر مستقیم دارد؛ و گزارشگری شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر مستقیم دارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، گرایش احساسی سرمایه گذاران، تداوم فعالیت، گزارشگری شرکتی.

مقدمه

فریمن^۱ (۲۰۰۱)، بود. تعامل بین یک سازمان و سهامداران مختلف در آن سازمان توسط این نظریه بررسی می شود. این دیدگاه بر این است که مدیران در سازمان ها دارای گروه های متنوعی هستند که مسئولیت خدمت رسانی به آنها را بر عهده دارند. سرمایه گذاران، سپرده گذاران، تنظیم کننده های دولتی و کارکنان همگی به عنوان «ذینفعان» در بافت مؤسسات مالی در نظر گرفته می شوند. مؤسسات مالی در قبال این ذینفعان مسئولیت ارائه دقیق و قابل اعتماد را دارند و همچنین موظفند به نفع این ذینفعان عمل کنند. به عنوان مثال، سازمان های مالی ممکن است با اطمینان از ایمن نگه داشتن وجوه سپرده گذاران، اولویت بیشتری به منافع سپرده گذاران بدهند، یا ممکن است با اطمینان از ایمن و سالم بودن محل کار، اولویت بیشتری را به منافع کارکنان بدهند. در همین راستا، سرمایه گذاران برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری به اطلاعات ارائه شده توسط مؤسسات مالی متکی هستند. این مسئولیت مؤسسات مالی است که با ارائه اطلاعات دقیق و قابل اعتماد سرمایه گذاران در مورد عملکرد شرکت، اطمینان و اعتماد سرمایه گذاران خود را تضمین

¹ Freeman

کنند. تئوری ذینفعان بر این فرض استوار است که ارزش ها جزء ضروری و صریح معاملات تجاری هستند. بنابراین، به گفته جونز و همکاران (۲۰۲۰)، از مدیران انتظار می رود که درک روشنی از ارزشی که ایجاد می کنند و روابط بین بازیگران مهم سازمان را نشان دهند. علاوه بر این، فریمن و همکاران (۲۰۰۴)، از مدیران خواست تا در مورد نحوه رفتار خود، به ویژه انواع روابطی که نیاز دارند، صریح باشند و برای دستیابی به اهداف مورد نظر، با سهامداران پیوند برقرار کنند. در دیدگاه سنتی یک شرکت، که دیدگاه سهامداران نامیده می شود، سهامداران صاحبان شرکت هستند و تجارت وظیفه قانونی دارد که منافع خود را در اولویت قرار دهد و ارزش آنها را افزایش دهد. از سوی دیگر، نظریه سهامداران بیان می کند که طرف های دیگری مانند کارگران، سرمایه گذاران، تامین کنندگان، سازمان های دولتی، مشتریان، اتحادیه های کارگری، انجمن های تجاری، گروه های سیاسی، تأمین کنندگان مالی و جوامع درگیر هستند. حتی رقبا گاهی اوقات به عنوان سهامداران در نظر گرفته می شوند زیرا می توانند بر نحوه کار شرکت و سایر ذینفعان تأثیر بگذارند. نظریه سهامداران می گوید که شرکت ها باید نه تنها از سهامداران خود مراقبت کنند، بلکه باید از کارگران، مشتریان و جامعه نیز مراقبت کنند. این تئوری طرفدار این است که هنگام تصمیم گیری هایی که بر میزان عملکرد یک کسب و کار و مدت زمانی که می تواند در کسب و کار باقی بماند، باید به منافع ذینفعان توجه شود.

بیان مساله

اعتماد سرمایه گذاران به موسسات مالی از زمان بحران مالی ۲۰۰۸ و رسوایی های بعدی شرکت ها ضربه خورده است (پاتنائیک و همکاران^۱، ۲۰۲۰). این حوادث بر اهمیت اطمینان از اعتبار و دقت گزارش دهی شرکتی، به ویژه با توجه به وضعیت تداوم فعالیت مؤسسات مالی در تجارت تأکید کرده است (جونس و همکاران^۲، ۲۰۲۰)، وضعیت تداوم فعالیت مؤسسات مالی از اهمیت بالایی برخوردار است زیرا این مؤسسات بازی می کنند. نقش اساسی در اقتصاد کل جهان دارند و اغلب برای شکست بسیار حیاتی تلقی می شوند (وو و همکاران^۳، ۲۰۲۰). به گفته آلتمن و همکاران^۴ (۲۰۱۹)، فروپاشی اخیر شرکت های مطرح مانند انرون، ورلد کام و برادران لمن که تأثیرات عظیمی بر ساختار کلی سیستم مالی جهانی داشت، اهمیت مفهوم را آشکار کرده است. ادامه فعالیت اگر شرکتی بتواند سطح فعلی عملیات خود را در آینده قابل پیش بینی بدون نیاز به سازماندهی مجدد یا انحلال قابل توجه حفظ کند، در وضعیت تداوم فعالیت در نظر گرفته می شود. مفهوم تداوم فعالیت برای سرمایه گذاران و سایر ذینفعان صنعت مالی ضروری است، زیرا نشان می دهد که یک کسب و کار از نظر مالی پایدار است و قادر به انجام تعهدات خود است. یکی دیگر از جنبه های ضروری در کسب و کار مالی، اعتماد سرمایه گذار است که به باور سرمایه گذاران به ظرفیت یک شرکت برای عمل به وعده های خود و ارضای مسئولیت های مالی اش اشاره دارد (ریسی و میشویی^۵، ۲۰۱۵).

عوامل متعددی بر اعتماد سرمایه گذار تأثیر می گذارد، از جمله عملکرد مالی شرکت، انطباق با مقررات، شفافیت، مسئولیت پذیری، ارتباطات و موقعیت های اقتصادی (زوبلتزو-جاکا و همکاران^۶، ۲۰۱۸). اعتماد سرمایه گذاران تأثیر مستقیمی بر ظرفیت شرکت برای جمع آوری پول نقد و کسب اعتبار و در نتیجه بر توانایی آن برای توسعه و شکوفایی دارد. اعتماد سرمایه گذاران به موسسات مالی به طور قابل توجهی در نتیجه بحران مالی جهانی و سایر رسوایی های

¹ Pattnaik

² Jones

³ Wu

⁴ Altman

⁵ Raissi and Missaoui

⁶ Zubeltzu-Jaka

شرکتی تضعیف شده است (پان و چن^۱، ۲۰۱۷). این عدم اطمینان منجر به کاهش سرمایه گذاری و نقدینگی شده است که پتانسیل ایجاد بی ثباتی در سیستم مالی را دارد. با توجه به این روندها، بررسی عوامل موثر بر اعتماد سرمایه گذاران به مؤسسات مالی بسیار مهم است. بنابراین، سیاستگذاران، تنظیم‌کننده‌ها و مؤسسات مالی باید عناصر مؤثر بر اعتماد سرمایه‌گذاران به مؤسسات مالی را درک کرده و دانش خود را افزایش دهند. هدف این پژوهش بررسی نقش میانجی‌ها مانند گزارش‌دهی شرکتی و تداوم فعالیت در ارتباط بین اعتماد سرمایه‌گذار و حاکمیت شرکتی است. نتایج این مطالعه به درک عمیق‌تر عناصری که میزان اعتماد سرمایه‌گذاران به مؤسسات مالی را تعیین می‌کنند، کمک می‌کند. این مطالعه درک بهتری از عواملی که بر اعتماد سرمایه‌گذاران به مؤسسات مالی تأثیر می‌گذارد، ارائه می‌دهد.

تئوری سیگنالینگ پیشنهاد می‌کند که مؤسسات مالی از گزارشگری مالی خود برای نشان دادن سلامت مالی و عملکرد خود به سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند (کاراسک و براینانت^۲، ۲۰۱۱). بر اساس این نظریه، مؤسسات مالی با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر از نظر سرمایه‌گذاران از نظر مالی سالم تر هستند و بنابراین احتمال بیشتری برای جذب سرمایه گذاری دارند. طبق نظر آرونن (۲۰۰۳)، نظریه سیگنالینگ نظریه‌ای است که از حوزه اقتصاد می‌آید و توضیح می‌دهد که چگونه طرف‌هایی که دانش نامتقارن دارند، مانند سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها، با یکدیگر تعامل دارند. بر اساس تئوری سیگنالینگ، شرکت‌ها از ویژگی‌های قابل مشاهده خود مانند گزارش‌های مالی و افشای شرکت‌ها استفاده می‌کنند تا کیفیت زیربنایی واقعی کسب‌وکار خود را به سرمایه‌گذاران اطلاع دهند. این به این دلیل است که سرمایه‌گذاران به تمام اطلاعات مربوط به کیفیت یا عملکرد واقعی شرکت دسترسی ندارند. در نتیجه برای تعیین ارزش شرکت و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بر سیگنال‌ها تکیه می‌کنند. به عنوان مثال، اگر بانکی گزارش‌های مالی قابل اعتمادی را منتشر کند، این پیام به سرمایه‌گذاران بالقوه می‌دهد که بانک توان پرداخت بدهی دارد و به خوبی مدیریت می‌شود. به طور مشابه، اگر حسابرسان در مورد توانایی یک موسسه مالی برای ادامه فعالیت خود ابراز تردید کنند، این می‌تواند این پیام را برای سرمایه‌گذاران ارسال کند که شرکت از نظر مالی با مشکل مواجه است و به زودی ممکن است ورشکست شود. تئوری سیگنال‌دهی توضیحی برای نقشی که شرکت تداومی و گزارشگری شرکتی به عنوان میانجی در پیوندی که بین اعتماد سرمایه‌گذار و عملکرد مؤسسات مالی وجود دارد، ارائه می‌دهد. مؤسسات مالی که گزارشگری شرکتی با کیفیت بالاتری دارند، شانس بیشتری برای دریافت نظر تداوم فعالیت مثبت از حسابرسان دارند. این دیدگاه به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که موسسه مالی از نظر مالی با ثبات و قابل اعتماد است. به همین دلیل، این احتمال وجود دارد که اعتماد و اعتماد سرمایه‌گذاران به موسسه مالی افزایش یابد (گودارت و آوگولئاس^۳، ۲۰۱۵).

با تکیه بر مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سوال می‌باشد که بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیل‌گری تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی چه رابطه‌ای وجود دارد؟

پیشینه ی پژوهش

کلامی و قربانی (۱۴۰۲)، تأثیر حاکمیت شرکتی و پاداش مدیریتی بر تقلب گزارشگری مالی را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد مالکیت بالای اعضای هیات مدیره مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران را به دلیل همسو کردن منافع مدیران و سهامداران، کاهش خواهد داد. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند.

¹ Pan & Chen

² Karasek and Bryant

³ Goodhart and Avgouleas

نیک کار و همکاران (۱۴۰۱)، تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری بر دوره تصدی حسابرس و اقلام تعهدی اختیاری به عنوان معیارهای کاهنده کیفیت حسابرسی دارد. همچنین، نتایج موید آن است که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر منفی معناداری بر گزارش تعدیل شده حسابرس به عنوان معیارهای افزایشنده کیفیت حسابرسی داشته است. افزون بر این، نتایج بیانگر آن است که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری بر حق‌الزحمه حسابرس و تخصص حسابرس ندارد.

محمدزاده و همکاران (۱۴۰۱)، نقش ماه‌های مذهبی در رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌گری حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد تفاوت معنی‌داری بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام در ماه‌های رمضان و محرم در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد، هم‌چنین، حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام در ماه‌های رمضان و محرم می‌باشد. به عبارتی، در شرکت‌هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، احساسات سرمایه‌گذار اثر مطلوب‌تری را بر ریسک سقوط قیمت سهام خواهد داشت.

نیکبخت و احمدخان بیگی (۱۳۹۹)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی را بررسی کردند. بر اساس نتایج آزمون‌های آماری، بین حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی رابطه معناداری وجود دارد، به طوری که همبستگی این دو متغیر $0/607$ و ضریب تعیین آنها $0/368$ به دست آمده است. بر این اساس متغیر حاکمیت شرکتی به تنهایی توانسته $36/8$ درصد از تغییر در کیفیت گزارشگری مالی شرکت را پیش‌بینی کند.

هاشمی و مشعشی (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر معناداری بر سطح سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. هم‌چنین، شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، در شرکت‌هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، اثر احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، بهبود می‌یابد.

غریب و همکاران (۱۳۹۷)، تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران را بررسی کردند. آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده نشان داد که هیچ کدام از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد مطالعه در این پژوهش (مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، ساختار مالکیت و استقلال هیات مدیره) تاثیری بر روی واکنش سرمایه‌گذاران ندارند. بنابراین هر چهار فرضیه‌ی پژوهش ما مبنی بر اینکه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تاثیر دارد تایید نشد.

پائول و اوپوکو^۱ (۲۰۲۳)، اثر واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاران به مؤسسات مالی را بررسی کردند. نتایج پیامدهای سیاستی برای سیاست‌گذاران و تنظیم‌کننده‌هایی که بر مؤسسات مالی نظارت دارند، دارد. دانش در زمینه گزارش‌دهی و حاکمیت شرکتی از لحاظ نظری نیز با تأکید بر اهمیت شفافیت و افشا در شیوه‌های گزارش‌دهی شرکتی گسترش می‌یابد. در مجموع، این مطالعه با ارائه بینش‌های جدید در مورد مکانیسم‌هایی که گزارش‌دهی و تداوم فعالیت شرکتی بر حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاران به مؤسسات مالی تأثیر می‌گذارد، به ادبیات حاکمیت شرکتی و گزارش‌دهی کمک می‌کند.

¹ Paul and Opoku

آدرمو و نکالمبا^۱ (۲۰۲۳)، مقاله ای با عنوان «پرداختن به مسائل حاکمیت شرکتی در گزارش های بررسی کشوری APRM: چارچوبی که کار می کند» ارائه دادند. این مطالعه با اتخاذ یک رویکرد کیفی استقرایی، بازیابی مقالات دانشگاهی و گزارش های مؤسسات از ادبیات، چارچوب جدیدی را برای اطمینان از قابلیت اطمینان، کامل بودن، سازگاری و مقایسه پذیری بیشتر در گزارش بررسی کشور ایجاد می کند. ادعا می شود که چنین گزارش هایی می تواند به مأموریت های بررسی کشوری APRM در ارزیابی حاکمیت شرکتی کمک کند.

هسو و یانگ^۲ (۲۰۲۲) حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی در طول همه گیری کرونا بررسی کردند. آنها دریافتند که هیئت مدیره بزرگتر به کاهش تأثیر منفی کرونا بر کیفیت گزارشگری مالی کمک می کند، اگرچه هیچ اثر کاهنده ای برای استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل پیدا نکردیم. این مقاله شواهد بیشتری در مورد تأثیر کرونا بر کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از یک تنظیم قوی در سطح کشور ارائه می دهد. همچنین این اولین مطالعه ای است که اثر کاهنده حاکمیت شرکتی را بر کیفیت گزارشگری مالی در طول همه گیری کروناتجزیه و تحلیل می کند. نتایج این مطالعه پیشنهادت مفیدی را برای تمرین ارائه می دهد.

روسو^۳ (۲۰۱۹)، مقاله ای با عنوان «اخلاق حاکمیت شرکتی: همگرایی یا واگرایی جهانی؟» ارائه داد. چهار عامل وجود دارد که به طور بالقوه ممکن است بر اخلاقیات حاکمیت شرکتی تأثیر بگذارد، یعنی الگوهای مالکیت، دیدگاه غالب در مورد نقش شرکت در یک جامعه، هنجارهای فرهنگی و اجتماعی، و اولویت های اجتماعی-سیاسی. تأثیر این عوامل باعث می شود که همگرایی جهانی بر روی اخلاق حاکمیت شرکتی نه محتمل و نه مطلوب باشد.

مروکیل^۴ (۲۰۱۸)، مسائل گزارشگری مالی مرتبط با همگرایی جهانی و حاکمیت شرکتی را بررسی کرد. بررسی مطالعات مربوطه نشان می دهد که پژوهشات محدودی برای بررسی اجرای مفاهیم انگلیسی-آمریکایی در کشورهای مختلف بدون توجه به پذیرش رو به رشد آنها وجود دارد. این تک نگاری ادبیات موجود را با بررسی همه جانبه پذیرش اصول و استانداردهای قابل قبول بین المللی در چین، بزرگترین اقتصاد در حال گذار که دارای بافت نهادی متفاوت از کشورهای انگلیسی-آمریکایی است، گسترش می دهد. بعلاوه، این مرور پیامدهای زیادی برای توسعه چارچوب نظری، و تعیین روش پژوهش برای تک نگاری دارد.

فرضیه های پژوهش

- ✓ فرضیه اول: بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ✓ فرضیه دوم: تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تأثیر معناداری دارد.
- ✓ فرضیه سوم: گزارشگری شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تأثیر معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

هدف این پژوهش کاربردی می باشد و در پی حل یک مشکل خاص است یعنی نتایج این پژوهش می تواند برای گروه های مختلفی همچون سرمایه گذاران در بازارهای مالی، مسئولان بورس اوراق بهادار، مدیران پرتفوی، کارگزاران، تحلیلگران مالی و پژوهشگران بازار سرمایه به منظور فراهم نمودن فضای شفاف اطلاعاتی، بهینه سازی طراحی سبد

¹ Aderomou and Nkhalamba

² Hsu and Yang

³ Rossouw

⁴ Mrockel

سهام، کمک به تصمیم گیری های بهینه سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار و فراهم نمودن افق های جدید مطالعاتی جهت تجزیه و تحلیل مطلوب تر دیگر متغیرهای مالی، مصداق عملی داشته باشد. جامعه آماری تحقیق، شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۹۷-۱۴۰۲ می باشد. علت انتخاب این شرکت ها به عنوان جامعه آماری، سهولت دسترسی به صورت های مالی حسابرسی شده آنها در تاریخ های مختلف بوده است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی ها میان اعضا جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک انتخاب خواهد شد. شرایط یاد شده عبارتند از:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 ۲. در دوره (۶ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
 ۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
 ۴. سهام آن ها در بازار معامله شده باشد.
 ۵. جزء واسطه گران مالی، بانک و لیزینگ نباشد.
- در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه گیری حذفی سیستماتیک ۱۲۰ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمونها انتخاب شدند. دوره تحقیق ۶ سال متوالی می باشد بنابراین حجم نهایی نمونه ۷۲۰ سال-شرکت می باشد.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیونی اول

$$\text{Investor sentiment } it = \beta_0 + \beta_1 \text{ Corporate governance } it + \beta_2 \text{ Size } it + \beta_3 \text{ Loss } it + \beta_4 \text{ LEV } it + \beta_5 \text{ MTB } it + \beta_6 \text{ ROA } it + \varepsilon it$$

مدل رگرسیونی دوم

$$\text{Investor sentiment } it = \beta_0 + \beta_1 \text{ Corporate governance } it + \beta_2 \text{ Continuity of activity } it + \beta_3 (\text{Corporate governance} * \text{Continuity of activity}) + \beta_4 \text{ Size } it + \beta_5 \text{ Loss } it + \beta_6 \text{ LEV } it + \beta_7 \text{ MTB } it + \beta_8 \text{ ROA } it + \varepsilon it$$

مدل رگرسیونی سوم

$$\text{Investor sentiment } it = \beta_0 + \beta_1 \text{ Corporate governance } it + \beta_2 \text{ Corporate reporting } it + \beta_3 (\text{Corporate governance} * \text{Corporate reporting}) + \beta_4 \text{ Size } it + \beta_5 \text{ Loss } it + \beta_6 \text{ LEV } it + \beta_7 \text{ MTB } it + \beta_8 \text{ ROA } it + \varepsilon it$$

متغیر وابسته

گرایش احساسی سرمایه گذاران (Investor sentiment)

برای اندازه گیری گرایش احساسی سرمایه گذاران از شاخص ارائه شده توسط جونز (۲۰۰۵)، استفاده می شود. بنابراین گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می باشد: (حیدریپور و همکاران، ۱۳۹۲).

$$\text{SENT}_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r) \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)]} * 100, \quad -100 \leq \text{EMSI} \leq +100$$

که در آن:

R_{it} = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t .

R_{iv} = رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t .

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می شود به طوریکه انحراف معیار بازده را در پنج ماه قبل از ماه t محاسبه کرده و مقدار آنرا بر پنج ماه تقسیم می کنیم).

\bar{R}_7 = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکتهای پرتفوی (براساس معیار اندازه شرکت در پنج پرتفوی (پنجگ)، به طوریکه پرتفوی شماره ۱ شامل شرکتهایی با کمترین مقدار اندازه و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکتهایی با بیشترین مقدار اندازه می باشد).

\bar{R}_7 = میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکتهای پرتفوی (برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده ماهانه سهام پرتفوی پنج ماه قبل استفاده می شود؛ به طوریکه انحراف معیار بازده را در پنج ماه قبل از ماه t محاسبه کرده و مقدار آنرا بر پنج ماه تقسیم می کنیم).

متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی (Corporate governance)

CG1: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی شرکت بزرگتر از مقدار میانگین در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیراین صورت برابر صفر خواهد بود.

CG2: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده شرکت (مالکان بیش از ۵ درصد سهام شرکت) بزرگتر از مقدار میانگین در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیراین صورت برابر صفر خواهد بود.

CG3: اگر تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت بیشتر یا مساوی هفت نفر باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

CG4: اگر نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره شرکت بزرگتر از مقدار میانگین در نمونه مورد بررسی باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر قرار داده خواهد شد.

CG5: اگر موسسه حسابرسی کننده شرکت، سازمان حسابرسی باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. حاصل جمع مقادیر فوق - بین صفر تا پنج - برای هر شرکت در هر سال، نشانگر کیفیت حاکمیت شرکتی آن خواهد بود.

متغیر تعدیل گر

تداوم فعالیت (Continuity of activity)

چنانچه گزارش حسابرس برای ابهام در تداوم فعالیت باشد عدد ۱ و در غیراین صورت عدد ۰ تعلق می گیرد.

گزارشگری شرکتی (Corporate reporting)

عملکرد پایداری شرکتی برای تعیین امتیاز عملکرد پایداری شرکتی از شاخص KLD استفاده گردید. مؤسسه آمریکایی KLD هر ساله سازمانها را بر اساس معیارهای اجتماعی زیست محیطی رتبه بندی میکند. این شاخص معیاری استاندارد جهت ارزیابی رویه ها و عملکرد پایداری زیست محیطی شرکت است که در پژوهشات پایداری و عملکرد اجتماعی شرکت از سال ۱۹۹۱ مورد استفاده قرار گرفته است (کیوم، ۲۰۱۸).

سنجش عملکرد پایداری شرکتی از طریق شاخص KLD شامل مجموعه ای از نقاط قوت و نقاط ضعف یا نگرانی است که در پژوهش حاضر با استفاده از چک لیست رتبه بندی اجتماعی برای هر هفت بعد شامل اجتماعی، حاکمیتی، محیط زیست، روابط کارکنان کیفیت محصول حقوق بشر و تنوع بخشی اندازه گیری می شود. زیر مجموعه های این ابعاد عبارت اند از: (۱) بعد اجتماعی نقاط قوت: الف امور خیریه در صورتی که شرکت مبلغی را به امور خیریه مردمی اختصاص داده باشد. ب) امور خیریه خارج از ایران کمک به کشورهای جنگ زده و آسیب دیده از بلایای طبیعی (پ) برنامه حمایت از

مسکن برنامه های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملیت برنامه حمایت از تحصیل شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل و آموزش شغل برای جوانان و کارکنان داشته باشد نقاط ضعف (الف اثرات منفی اقتصادی شرکتهایی که دچار مسائل حقوقی آب، زمین، دفع ضایعات یا مسائل دیگری که تأثیر گذار بر زندگی مالیات یا ارزش دارایی جامعه باشد مانند تعطیلی کارخانه (ب) مشکلات مالیاتی در صورتی که شرکت دارای پرونده مالیاتی در هیئت حل اختلاف مالیاتی باشد. (۲) حوزه حاکمیتی نقاط قوت (الف) پاداش در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد. (ب) نفوذ قابل ملاحظه: در صورتی که شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از سهام شرکت دیگر باشد. (ج) شفافیت بالا: شرکت گزارش مؤثری از اندازه گیریهای محیطی اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد. نقاط ضعف: (الف) نگرانی های حسابداری شرکت دارای اظهار نظر حسابرسی مشروط باشد (ب) مشکلات شفافیت شرکت دارای ضعف در افشای اطلاعات مربوط به مسائل محیط و اجتماع باشد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل داراییها شرکت i در سال t (هو و همکاران، ۲۰۱۶؛ مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲). از این متغیر جهت کنترل اندازه شرکتها استفاده می شود.
زیاندهی (Loss): اگر شرکت در پایان سال مالی زیان گزارش کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می کند.
اهرم مالی (LEV): نسبت ارزش دفتری بدهی های بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت i در سال t . از این متغیر جهت کنترل پوشش بدهی شرکتها استفاده می شود.

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

فرصت رشد (MTB): عبارت است نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (حاصل ضرب قیمت بازار هر سهم در پایان هر سال در تعداد سهام) به ارزش دفتری آن در شرکت i در سال t . از این متغیر جهت کنترل فرصت های رشد در بازار استفاده می شود.

$$\text{فرصت رشد} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

$$\text{بازده دارایی ها} = \frac{\text{سود خالص قبل از بهره و مالیات (EBIT)}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

یافته های پژوهش

یافته های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	گرایش احساسی سرمایه گذاران	حاکمیت شرکتی	تداوم فعالیت	گزارشگری شرکتی	اندازه شرکت	زیاندهی	اهرم مالی	فرصت رشد	بازده دارایی‌ها
میانگین	-۰.۱۲۳	۰.۱۳۰	۲.۸۰۶	۰.۱۲۰	۰.۰۷۳	۰.۲۴۳	۰.۵۴۱	۰.۱۳۳	۱.۰۴۷
میانه	-۰.۱۰۵	۰.۱۲۱	۳	۰	۰.۰۳۸	۰.۱۹۲	۰.۵۴۸	۰.۰۴۵	۰.۲۹۳
انحراف معیار	۰.۰۹۷	۰.۳۶۸	۰.۷۹۷	۰.۳۲۵	۰.۰۹۵	۰.۱۸۱	۰.۲۱۸	۰.۱۲۸	۲.۲۱۴
بیشترین	۰.۰۰۰	۰.۹۸۴	۴	۱	۰.۸۲۱	۰.۹۳۲	۱.۳۲۶	۰.۴۳۰	۲۴.۲۴۷
کمترین	-۰.۸۴۵	-۰.۸۲۸	۱	۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۱۲	۰.۰۱۳	-۰.۶۵۸
چولگی	-۱.۶۵۶	۰.۰۷۳	-۰.۲۳۰	۲.۳۳۳	۲.۷۴۰	۰.۹۴۳	-۰.۰۰۸	۰.۷۰۰	۳.۹۲۴
کشیدگی	۸.۲۰۴	۳.۳۴۵	۲.۵۶۸	۶.۴۴۴	۱۲.۶۸۲	۳.۲۹۲	۲.۹۶۸	۱.۹۷۶	۲۶.۷۰۴

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای تداوم فعالیت برابر با (۲.۸۰۶) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای بازده دارایی‌ها برابر با ۲.۲۱۴ و برای گرایش احساسی سرمایه گذاران برابر است با ۰.۰۹۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

آزمون مانایی متغیرها

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برازش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش می‌باشد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می‌گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، در حالیکه هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می‌شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.

جدول (۲): آزمون مانایی (هادری) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
گرایش احساسی سرمایه گذاران	-۱۶.۴۰۹	۰.۰۰۰	مانا است
حاکمیت شرکتی	-۱۳.۷۳۲	۰.۰۰۰	مانا است
تداوم فعالیت	-۲۱.۲۳۰	۰.۰۰۰	مانا است
گزارشگری شرکتی	-۲۲.۱۷۳	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۵.۵۷۳	۰.۰۰۰	مانا است
زیاندهی	-۴.۱۴۰	۰.۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۷.۴۱۴	۰.۰۰۰	مانا است
فرصت رشد	۱۱.۷۸۳	۰.۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	-۴.۲۱۰	۰.۰۰۰	مانا است
آزمون هم جمعی			

سطح معناداری	آماره	
۰.۰۰۰	-۴.۲۴۸	مدل اول
۰.۰۰۰	-۸.۶۴۵	مدل دوم
۰.۰۰۰	-۴.۲۴۷	مدل سوم

با توجه به جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست. همچنین در بررسی مدل خطاها مشاهده میشود سطح معناداری هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است و بیانگر مانا بودن آزمون‌ها میباشد.

آزمون تشخیص توزیع نرمال

پس از انجام هر نوع اندازه‌گیری همواره تعدادی داده (عدد) در اختیار داریم که می‌خواهیم ارتباط بین آنها را کشف کنیم یا آنها را دسته‌بندی نماییم تا بتوانیم آنها را تجزیه و تحلیل کنیم. برای انجام این کار ابتدا می‌بایست نحوه توزیع داده‌ها را بدانیم. به عبارت ساده‌تر توزیع داده‌ها به ما می‌گوید که پراکندگی و گستردگی داده‌هایی که جمع‌آوری کرده ایم چگونه است. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جاکوبرا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد نشان‌دهنده ی توزیع نرمال نمی باشد:

جدول (۳): نتایج آزمون توزیع نرمال

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
گرایش احساسی سرمایه گذاران	۱۰.۲۳۷	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
حاکمیت شرکتی	۴.۳۸۶	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
تداوم فعالیت	-۰.۴۵۹	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
گزارشگری شرکتی	۵.۳۶۰	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۱۲.۷۳۴	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
زیاندهی	۹.۲۸۵	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۳.۰۱۱	۰.۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
فرصت رشد	۱۱.۳۴۱	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده دارایی‌ها	۱۳.۳۳۰	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
آزمون نرمالیت خطا			
	آماره	سطح معناداری	
مدل اول	۶.۲۳۶	۰.۰۷۵	
مدل دوم	۵.۱۲۴	۰.۸۶۵	
مدل سوم	۷.۰۳۶	۰.۱۹۸	

نرمال بودن متغیرها: طبق نتایج آزمون مشاهده می‌شود که سطح معناداری متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا دارای توزیع نرمال نمی باشند. همچنین در بررسی مدل های خطا مشاهده میشود که سطح همه ی آزمون‌ها بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای توزیع نرمال می باشند.

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی می‌باشد. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها عموماً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت

کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می شود. بنابراین آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روشهای رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می شود. در صورتی که میزان معناداری آماره ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰.۰۵ باشد، داده های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول (۴): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۶.۲۸	۰.۰۰۰	داده های تابلویی
مدل دوم	۰.۲۴	۰.۰۰۰	داده های تابلویی
مدل سوم	۶.۲۸	۰.۰۰۰	داده های تابلویی

با توجه به جدول ۴، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می گیرند.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۳.۵۰	۰.۰۳۴	اثرات ثابت
مدل دوم	۲۵.۳۶	۰.۰۰۰	اثرات ثابت
مدل سوم	۳۷.۶۷	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به جدول ۵، چون سطح معناداری در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد اثرات تصادفی در مقابل رویکرد اثرات ثابت عرض از مبدأ مورد پذیرش قرار می گیرند.

همسانی واریانس در مقادیر خطا

یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلاص می باشد. اما به طور متعارف در داده های سری زمانی و داده ها مقطعی ممکن است واریانس جملات اخلاص ثابت نموده و از مقادیر وقفه دار جملات اخلاص تبعیت نماید. در این صورت مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اخلاص بروز می کند و تخمین زنده های رگرسیون علی رغم بدون تورش بودن دارای کارایی نخواهد بود.

جدول (۶): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (بریوش - پاگان - گودفری)

مدل های پژوهش	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱.۶۰۸	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۸۳.۱۵	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل سوم	۱.۷۰۸	۰.۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۶ نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون در مدل های فوق کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل ها رفع گردیده (با روش وزن دهی به داده ها از طریق دستور gls) است.

خود همبستگی مقادیر خطا

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین‌زن‌های OLS دیگر در بین تمام تخمین‌زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود.

جدول (۷): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی (بریوش-گودفری)

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل‌های پژوهش
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۳۹	۴.۳۱۴	مدل اول
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۳۴	۴.۵۴۷	مدل دوم
وجود خودهمبستگی سریالی	۰.۰۳۸	۴.۳۴۳	مدل سوم

با توجه به نتایج جدول شماره ۷، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است. که با استفاده از دستور AR(1) که همان خودرگرسیون مرتبه اول می‌باشد که در نرم افزار، این مشکل رفع شده است.

فرضیه اول

بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۸): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
حاکمیت شرکتی	۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	-۲۱.۲۸	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۰.۰۲۷	۰.۰۰۰	-۳۲.۳۴	۰.۰۰۰
زیاندهی	-۰.۰۰۶	۰.۰۰۰	-۱۴.۷۷	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۳	۰.۰۰۰	۸.۵۴	۰.۰۰۰
فرصت رشد	۰.۰۳۵	۰.۰۰۰	۵۸.۸۱	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۱۵.۰۴	۰.۰۰۰
عرض از مبادا	-۰.۱۲۶	۰.۰۰۰	-۴۳۸.۷۹	۰.۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۶ درصد	دوربین واتسون		۲.۱۱
آماره فیشر	۲.۳۱۵	سطح معناداری آماره فیشر		۰.۰۰۰

مشاهده می‌شود که متغیر حاکمیت شرکتی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران رابطه وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

فرضیه دوم

تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر معناداری دارد.

جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
حاکمیت شرکتی	۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	-۵.۴۰	۰.۰۰۰
تداوم فعالیت	-۰.۰۷۷	۰.۰۱۷	-۴.۵۲	۰.۰۰۰
حاکمیت شرکتی * تداوم فعالیت	۰.۱۱۷	۰.۰۱۴	-۸.۲۳	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۰.۰۲۷	۰.۰۰۰	-۳۱.۶۰	۰.۰۰۰
زیاندهی	-۰.۰۰۶	۰.۰۰۰	-۱۴.۴۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۳	۰.۰۰۰	۸.۳۵	۰.۰۰۰
فرصت رشد	۰.۰۳۵	۰.۰۰۰	۵۷.۴۳	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۱۴.۶۷	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	-۰.۱۲۶	۰.۰۰۰	-۳۰.۴۸۲	۰.۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۶ درصد	دوربین واتسون	۲۰.۲	
آماره فیشر	۲.۳۶۵	سطح معناداری آماره فیشر	۰.۰۰۰	

مشاهده می شود که متغیر حاکمیت شرکتی * تداوم فعالیت دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر دارد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

فرضیه سوم

گزارشگری شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر معناداری دارد.

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
حاکمیت شرکتی	-۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	-۲۰.۶۴	۰.۰۰۰
گزارشگری شرکتی	-۰.۱۴۹	۰.۰۵۷	-۲.۵۸	۰.۰۱۰
حاکمیت شرکتی * گزارشگری شرکتی	۰.۱۴۷	۰.۰۵۳	-۲.۷۹	۰.۰۰۵
اندازه شرکت	-۰.۰۲۷	۰.۰۰۰	-۳۲.۳۸	۰.۰۰۰
زیاندهی	-۰.۰۰۶	۰.۰۰۰	-۱۴.۸۱	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۳	۰.۰۰۰	۸.۴۱	۰.۰۰۰
فرصت رشد	۰.۰۳۵	۰.۰۰۰	۵۸.۷۱	۰.۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۱۴.۹۳	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	-۰.۱۲۶	۰.۰۰۰	-۴۳.۲۹	۰.۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۶ درصد	دوربین واتسون	۲۰.۴	
آماره فیشر	۱.۵۶۸	سطح معناداری آماره فیشر	۰.۰۰۰	

مشاهده می شود که متغیر حاکمیت شرکتی * گزارشگری شرکتی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که گزارشگری شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر دارد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای مستقل توانسته اند ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. دوربین واتسون در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد. سطح معناداری فیشر نیز کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد مدل از اعتبار کافی برخوردار است.

نتیجه گیری و پیشنهادات

بخش مهم پژوهش، نتیجه گیری از فرضیه ها و تهیه طرح و تعمیم آن می باشد. این نتیجه گیری آخرین تاثیر را هم از حیث سبک نگارش و هم از جهت محتوا باید به خواننده القا نماید. نتیجه گیری باوری مبتنی بر استدلال و بر مبنای شواهد حاصل از پژوهش است که در اختیار خوانندگان پژوهش، علاقه مندان به اجرای پژوهش های آتی مبتنی بر پژوهش های کنونی و در نهایت استفاده کنندگان کاربردی، قرار می گیرد. در این پژوهش عوامل متعددی بر اعتماد سرمایه گذار تاثیر می گذارد، از جمله عملکرد مالی شرکت، انطباق با مقررات، شفافیت، مسئولیت پذیری، ارتباطات و موقعیت های اقتصادی (زوبلتزو-جاکا و همکاران، ۲۰۱۸). اعتماد سرمایه گذاران تأثیر مستقیمی بر ظرفیت شرکت برای جمع آوری پول نقد و کسب اعتبار و در نتیجه بر توانایی آن برای توسعه و شکوفایی دارد. اعتماد سرمایه گذاران به موسسات مالی به طور قابل توجهی در نتیجه بحران مالی جهانی و سایر رسوایی های شرکتی تضعیف شده است (پان و چن، ۲۰۱۷). این عدم اطمینان منجر به کاهش سرمایه گذاری و نقدینگی شده است که پتانسیل ایجاد بی ثباتی در سیستم مالی را دارد. با توجه به این روندها، بررسی عوامل مؤثر بر اعتماد سرمایه گذاران به موسسات مالی بسیار مهم است. بنابراین، سیاستگذاران، تنظیم کننده ها و مؤسسات مالی باید عناصر مؤثر بر اعتماد سرمایه گذاران به مؤسسات مالی را درک کرده و دانش خود را افزایش دهند. هدف این پژوهش بررسی نقش میانجی ها مانند گزارش دهی شرکتی و تداوم فعالیت در ارتباط بین اعتماد سرمایه گذار و حاکمیت شرکتی است. نتایج این مطالعه به درک عمیق تر عناصری که میزان اعتماد سرمایه گذاران به مؤسسات مالی را تعیین می کنند، کمک می کند. این مطالعه درک بهتری از عواملی که بر اعتماد سرمایه گذاران به مؤسسات مالی تأثیر می گذارد، ارائه می دهد. تئوری سیگنالینگ پیشنهاد می کند که مؤسسات مالی از گزارشگری مالی خود برای نشان دادن سلامت مالی و عملکرد خود به سرمایه گذاران استفاده می کنند (کاراسک و برایانت، ۲۰۱۱). بر اساس این نظریه، مؤسسات مالی با کیفیت گزارشگری مالی بالاتر از نظر سرمایه گذاران از نظر مالی سالم تر هستند و بنابراین احتمال بیشتری برای جذب سرمایه گذاری دارند. طبق نظر آرونن (۲۰۰۳)، نظریه سیگنالینگ نظریه ای است که از حوزه اقتصاد می آید و توضیح می دهد که چگونه طرف هایی که دانش نامتقارن دارند، مانند سرمایه گذاران و شرکت ها، با یکدیگر تعامل دارند. بر اساس تئوری سیگنالینگ، شرکت ها از ویژگی های قابل مشاهده خود مانند گزارش های مالی و افشای شرکت ها استفاده می کنند تا کیفیت زیربنایی واقعی کسب و کار خود را به سرمایه گذاران اطلاع دهند.

ادبیات پژوهش نشان داده است که بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران رابطه وجود دارد. تداوم فعالیت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر دارد. گزارشگری شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران تاثیر دارد. بر اساس یافته های پائول و اوپوکو^۱ (۲۰۲۳)، اثر واسطه ای تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذاران به مؤسسات مالی را بررسی

¹ Paul and Opoku

کردند. نتایج پیامدهای سیاستی برای سیاست گذاران و تنظیم کننده هایی که بر موسسات مالی نظارت دارند، دارد. دانش در زمینه گزارش دهی و حاکمیت شرکتی از لحاظ نظری نیز با تأکید بر اهمیت شفافیت و افشا در شیوه های گزارش دهی شرکتی گسترش می یابد. آدرمو و نکالمبا^۱ (۲۰۲۳)، مقاله ای با عنوان «پرداختن به مسائل حاکمیت شرکتی در گزارش های بررسی کشوری APRM: چارچوبی که کار می کند» ارائه دادند. این مطالعه با اتخاذ یک رویکرد کیفی استقرایی، بازیابی مقالات دانشگاهی و گزارش های مؤسسات از ادبیات، چارچوب جدیدی را برای اطمینان از قابلیت اطمینان، کامل بودن، سازگاری و مقایسه پذیری بیشتر در گزارش بررسی کشور ایجاد می کند. ادعا می شود که چنین گزارش هایی می تواند به مأموریت های بررسی کشوری APRM در ارزیابی حاکمیت شرکتی کمک کند. هسو و یانگ^۲ (۲۰۲۲)، حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی در طول همه گیری کرونا بررسی کردند. آنها دریافتند که هیئت مدیره بزرگتر به کاهش تأثیر منفی کرونا بر کیفیت گزارشگری مالی کمک می کند، اگرچه هیچ اثر کاهنده ای برای استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل پیدا نکردیم. این مقاله شواهد بیشتری در مورد تأثیر کرونا بر کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از یک تنظیم قوی در سطح کشور ارائه می دهد.

در راستای نتایج حاصل شده پیشنهادهای به شرح ارائه می شود:

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود جهت افزایش شفافیت در گزارشگری در جهت کاهش تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران، شرکت ها را ملزم به ارائه گزارشهای مالی شفاف کنند.

به مدیران شرکتهای بورسی پیشنهاد می شود جهت افزایش توجه سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در شرکت پیشنهاد می شود سعی در افزایش حاکمیت شرکتی و تقویت معیارهای آن در شرکت بپردازند.

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در بررسی شرکتهای به تحلیل بنیادی بپردازند و از تصمیم گیری احساسی اجتناب کنند. به حسابرسان پیشنهاد می شود گزارشهای مبنی بر تداوم فعالیت شرکت را با توضیحات اجمالی افشا کنند تا مورد بهره مندی سرمایه گذاران قرار گیرد.

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در بررسی شرکتهای به تداوم فعالیت شرکت مدنظر توجه داشته و با شرکتهای مشابه در صنعت مورد مقایسه قرار دهند.

به سازمان بورس پیشنهاد می شود همواره به گزارشگری شرکتهای توجه داشته و با اعمال آیین نامه های جدید سعی در افزایش شفافیت در گزارشگری شرکتهای داشته باشند.

به سازمان بورس اوراق بهادار و قانون گذاران پیشنهاد میشود به منظور اطلاع رسانی بیشتر درباره نقش احساسات سرمایه گذاران در بازار سرمایه اقدام به ارائه شاخص احساسات سرمایه گذاران در بازار سرمایه کنند تا سرمایه گذاران بهتر بتوانند روند احساسات را در بازار سرمایه مشاهده کنند و زمینه کنترل آن در بین سرمایه گذاران فراهم شود.

منابع

- ✓ حجت غریب، علی اصغر، متقی، رامین، قوی پنجه، (۱۳۹۷)، تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه گذاران، نشریه پژوهش حسابداری، بهار ۱۳۹۷، شماره ۲۴.
- ✓ کلامی، بهنام، قربانی، بهروز، (۱۴۰۲)، تأثیر حاکمیت شرکتی و پاداش مدیریتی بر تقلب گزارشگری مالی، کنفرانس ملی چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه، شماره پیاپی ۲، صص ۲۳-۴۵.

¹ Aderomou and Nkhalamba

² Hsu and Yang

- ✓ محمدزاده، عبدالغفور، حیرانی، فروغ، تفتیان، اکرم، (۱۴۰۱)، نقش ماه های مذهبی در رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل گری حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار، دوره ۱۵، شماره ۵۹.
- ✓ نیک کار، جواد، نیلچی، مسلم، استوارنژاد، فرهاد، (۱۴۰۱)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر کیفیت حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱۴، شماره ۵۳، صص ۴۷-۶۶.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، احمدخان بیگی، مصطفی، (۱۳۹۹)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی، رویکرد یکپارچه، نشریه، بررسی های حسابداری و حسابداری، دوره ۲۵، شماره ۳، صص ۴۳۳-۴۵۵.
- ✓ هاشمی، سید عباس، مشعشی، سید محمد، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۳.
- ✓ Aderomou, B.R. and Nkhalamba, M. (2023), "Addressing corporate governance issues in APRM country review reports: a framework that works", Emerald Open Research, Vol. 1 No. 13.
- ✓ Altman E.I., E. Hotchkiss, W. Wang, (2019) Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy, John Wiley & Sons, 2019.
- ✓ Auronen L. (2003), Asymmetric information: theory and applications, in: Seminar of Strategy and International Business as, Helsinki University of Technology, Citeseer, 2003.
- ✓ Brunelli S., et al. (2021), Going concern modifications and related disclosures in the Italian stock market: do regulatory improvements help investors in capturing financial distress? J. Manag. Govern. 25 (2021) 433-473.
- ✓ Freeman R.E. (2001), A stakeholder theory of the modern corporation, Perspectives in Business Ethics 3 (144) (2001) 38-48.
- ✓ Freeman R.E., (2004) A.C. Wicks, B. Parmar, Stakeholder theory and "the corporate objective revisited", Organ. Sci. 15 (3) (2004) 364-369.
- ✓ Goodhart C., E. Avgouleas, A (2015) critical evaluation of bail-in as a bank recapitalization mechanism, The New International Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform (2015) 267-305.
- ✓ Hsu Yu-Lin a, Yang Ya-Chih (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. Volume 47, Part B, June 2022, 102778.
- ✓ Jones M.J., et al., (2020) Impression management and retrospective sense-making in corporate annual reports: banks' graphical reporting during the global financial crisis, International Journal of Business Communication 57 (4) 474-496.
- ✓ Karasek R. III, P. Bryant (2011), Signaling theory: past, present, and future, in: Allied Academies International Conference. Academy of Strategic Management. Proceedings, Jordan Whitney Enterprises, Inc, 2011.
- ✓ Mohamed M.K., et al., (2019) Investors' perception on the usefulness of management report disclosures: evidence from an emerging market, Meditari Account. Res. 27 (6) (2019) 893-920.
- ✓ Mrockel, k (2018), "Global Convergence and Corporate Governance-Related Financial Reporting Issues", Adoption of Anglo-American Models of Corporate Governance and Financial Reporting in China (Studies in Managerial and Financial Accounting, Vol. 29), Emerald Group Publishing Limited, Leeds, pp. 17-53.
- ✓ Pattnaik D., et al. (2020), Trade credit research before and after the global financial crisis of 2008-A bibliometric overview, Res. Int. Bus. Finance 54, 101287.

- ✓ Paul Hammond , Opoku Mustapha Osman (2023). The mediating effect of going concern and corporate reporting in the relationship between corporate governance and investor confidence in financial institutions. Volume 9, Issue 10, October 2023, e20447.
- ✓ Raissi N., S. Missaoui, (2015) Role of investor sentiment in financial markets: an explanation by behavioural finance approach, Int. J. Account. Finance 5 (4) 362–401.
- ✓ Rossouw, G.J. (2019), "The ethics of corporate governance: Global convergence or divergence?", International Journal of Law and Management, Vol. 51 No. 1, pp. 43-51.
- ✓ Schoen E.J., (2017) The 2007–2009 financial crisis: an erosion of ethics: a case study, J. Bus. Ethics 146 805–830.
- ✓ Wu C.-F., et al. (2020),, The nexus of financial development and economic growth across major Asian economies: evidence from bootstrap ARDL testing and machine learning approach, J. Comput. Appl. Math. 372 112660.
- ✓ Zubeltzu-Jaka E., L. Andicoechea-Arondo, I. Alvarez Etxeberria, (2018) Corporate social responsibility and corporate governance and corporate financial performance: bridging concepts for a more ethical business model, Business Strategy & Development 1 (3) 214–222.