

بررسی احساسات سرمایه گذاران (خرد و نهادی) بر نوآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رضا منتظری نجف آبادی^۱

خسرو مرادی شهدادی^{۲*}

زهرة حاجیها^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۷/۰۵

چکیده

نقش سرمایه گذاران در حمایت از نوآوری ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران امروزه حائز اهمیت است. با توجه به اهمیت این موضوع پژوهش حاضر به بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران (خرد و نهادی) بر نوآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰ پرداخته شده است. روش پژوهش از نوع همبستگی بر اساس رگرسیون و مبتنی بر داده های پنل می باشد. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل داده اند که به روش حذف سیستماتیک ۹۰ شرکت انتخاب شد. نتایج این پژوهش در خصوص فرضیه اول نشان میدهد که احساسات سرمایه گذاران خرد بر نوآوری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین تجزیه و تحلیل در خصوص فرضیه دوم نشان داد سرمایه گذاران نهادی بر نوآوری شرکت تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

سرمایه گذاران خرد، مالکان نهادی، نوآوری شرکت، دارایی مشهود

۱- دانشجوی حسابداری کارشناسی ارشد، واحد بین الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، کیش، ایران.

(Rezamontazeri1977@gmail.com)

۲- گروه مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران. (نویسنده مسئول: Khosro.moradi@iaui.ac.ir)

۳- گروه حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (drzhajiha@gmail.com)

مقدمه

از دهه ۱۹۸۰، با پیشرفت تحقیقات مالی رفتاری، محققان نسبت به تصمیمات در خصوص سرمایه‌گذاری، به عنوان یک فرآیند روانی در نظر داشتند. آن‌ها معتقدند که سرمایه‌گذاران، بازار را به صورت شناختی تحلیل می‌کنند و باورهای خود را به روز می‌کنند تا احساساتی را ایجاد نمایند که در نهایت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. در دور جدید انقلاب جهانی فناوری، رقابت صنعت نوآوری در جهان به طور فزاینده‌ای شدیدتر گردید و نوآوری محور به استراتژی اصلی بسیاری از کشورها برای دستیابی به مزیت رقابتی تبدیل شد. امروزه شرکت‌ها نقش بسیار مهمی در بهبود نوآوری و ترویج توسعه اقتصادی با کیفیت بالا ایفا می‌کنند. از طرفی سرمایه‌گذاران نهادی نیز نقش مهمی در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند و بسیاری از مطالعات نشان داده‌اند که سهامداران نهادی اثرات قابل توجهی بر فعالیت‌های نوآوری شرکت دارند. برخی از مطالعات ادعا می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی، به‌ویژه آن‌هایی که گردش پرتفوی بالایی از خود نشان می‌دهند، عمدتاً نگران عملکرد کوتاه‌مدت شرکت هستند (ژانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۳). همان‌طور که سهام شرکت‌های چین در سه سال گذشته به طور متوسط تنها ۵ درصد از درآمد خود را صرف تحقیق و توسعه نموده است، لذا مطالعه چگونگی تشویق و حمایت از شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه پایدار و کارآمد یک موضوع مهم است. سوالی که در این پژوهش مورد بررسی است این می‌باشد که آیا احساسات سرمایه‌گذاران (خرد و نهادی) می‌توانند بر عملکرد نوآورانه شرکت تأثیر داشته باشند یا خیر؟ احساس سرمایه‌گذار عوامل رفتاری مانند هیجانات روحی یک فرد است که بر تصمیم‌گیری وی نقش دارد. حضور افزایش سرمایه‌گذاران سبب می‌شود که سهامداران نهادی نیز نسبت به سرمایه‌گذاری اشتیاق داشته باشند. سرمایه‌گذاران نهادی عموماً سهامداران حقوقی هستند که درصدی از سهام یک شرکت مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، صندوق‌های مشترک، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی را در اختیار دارند. سرمایه‌گذاری کم در نوآوری شرکتی، نشأت گرفته از نزدیک‌بینی مدیران است. ایجاد انگیزه برای نوآوری مستلزم نظارت بر مدیران از منظر حاکمیت شرکتی است تا بتوانند بر رشد بلندمدت شرکت تمرکز کنند و سرمایه‌گذاری بیشتری در نوآوری انجام دهند. مطالعات متعدد نشان داده است که برخلاف رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذاران فردی، نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند سرمایه‌گذاری نوآورانه توسط شرکت‌ها را ترویج کند (بوشه^۲، ۱۹۹۸؛ آگیون و همکاران^۳، ۲۰۱۳؛ لونگ و همکاران^۴، ۲۰۱۷؛ براو و همکاران^۵، ۲۰۱۸؛ چن و همکاران^۶، ۲۰۰۷). از آنجایی که سرمایه‌گذاری در نوآوری بخش مهمی از فعالیت توسعه یک شرکت است، احساسات سرمایه‌گذار نیز باید تأثیر قابل توجهی بر آن داشته باشد. پولک و ساپینزا^۷ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که اثر مثبت احساسات سرمایه‌گذار بر فعالیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در شرکت‌های مبتنی بر تحقیق و توسعه به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر بارزتر است. با توسعه بازار سرمایه، اشتیاق مالکان سهام به بازار سرمایه افزایش خواهد یافت و این سطح بالای احساسات

¹-Zhang, D., Pan, X., & Ma, S.

²- Bushee

³- Aghion, P., Reenen, J. V., & Zingales, L

⁴- Luong, H., Moshirian, F., Nguyen, L

⁵- Brav, A., Jiang, W., Ma, S., & Tian, X

⁶- Chen, X., Harford, J., & Li, K

⁷- Polk, C., & Sapienza, P

نشان‌دهنده حالت خوش‌بینی نسبت به چشم انداز آینده بازار سهام است که به آن احساسات سرمایه‌گذار می‌گویند. احساسات سرمایه‌گذاران در فعالیت در خرید و فروش سهام منعکس می‌شود و اثر زمان‌بندی بازار حاصله باعث می‌شود که شرکت‌ها تامین مالی خارجی را نسبتاً ارزان نمایند. با این حال، در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه‌یافته غربی، سرمایه‌گذاران فردی سهم عمده‌ای از ترکیب بدنه سرمایه‌گذاری و اندازه معاملات در بازارهای سرمایه را به خود اختصاص می‌دهند (ژوئه و ژانگ^۸، ۲۰۲۰). باتوجه به توضیحات ارائه شده این پژوهش با هدف بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد نوآورانه شرکت می‌باشد.

مبانی نظری

برخی پژوهش‌ها بر این استدلال استوار است که سرمایه‌گذاران نهادی تمایل دارند مدیران را تشویق یا حتی مجبور به معرفی نوآوری‌ها از طریق کاهش رفتار نزدیک‌بین خود یا محافظت از آن‌ها در برابر پیامدهای اعتباری شکست نوآوری کنند. این مطالعات عمدتاً بر سطح مالکیت نهادی متمرکز هستند (رونک و همکاران^۹، ۲۰۱۷)، در حالی که تأثیر سهامداران کنترل‌کننده بر رفتارهای نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی را نادیده می‌گیرند. سهامداران کنترل‌کننده معمولاً بر تصمیمات خط مشی شرکت‌ها تسلط دارند، بنابراین احتمال دارد سرمایه‌گذاران نهادی توسط سهامداران کنترل‌کننده اسیر شوند که ممکن است اصول یا احساس اخلاقی آن‌ها را به خطر بیاندازد و باعث این احساس شود که وظایف مربوط به نظارت آن‌ها اثربخشی کمتری دارد. با این حال، مستند شده است که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند بر سهامداران کنترل‌کننده نظارت کنند تا از طریق بازدید از محل، حضور در جلسات سهامداران، ارتباط با مدیریت، پاسخ به درخواست‌های شرکت‌ها و تهدید به ترک، تأثیر خود را اعمال نمایند (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۳). حجم معاملات احتمالاً حاوی اطلاعاتی در مورد احساسات سرمایه‌گذاران است. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاران بیش از حد اعتماد به نفس نسبت به اطلاعات موجود در معاملات داخلی واکنش کمتری نشان می‌دهند و وزن بیشتری بر عملکرد قیمت‌گذاری اعمال می‌شود. معاملات آن‌ها باعث افزایش قیمت اوراق بهادار و کاهش تأثیر معاملات بر قیمت می‌گردد. احساسات سرمایه‌گذار در بازار سرمایه می‌تواند باعث انحراف سیستم قیمت سهام از ارزش آن شود که به نوبه خود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. بیکر و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۳) تأکید می‌کند که وقتی احساسات سرمایه‌گذار بالا باشد، عموماً باعث افزایش قیمت سهام می‌شود و قیمت سهام تأثیر زیادی بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های «وابسته به سهام» دارد. هرچه یک شرکت دارای محدودیت مالی شدیدتر باشد، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری آن نسبت به قیمت سهام حساس‌تر است. به این دلیل که وقتی قیمت سهام بالاتر از تحلیل بنیادی است، مدیران منطقی شرکت‌های وابسته به سهام، انتشار سهام را جذاب‌تر می‌دانند و بنابراین در مواقعی که احساسات بازار بالا است، سهام را برای جذب سرمایه بیشتر منتشر می‌کنند (ژوئه و ژانگ، ۲۰۲۰).

⁸- Xue, H.; Zhang, X.

⁹- Rong, Z., Wu, X., Boeing, P.,

¹⁰- Baker, M., Stein, J., & Wurgler, J.

احساسات سرمایه‌گذار عمدتاً توسط "معامله‌گران پر سر و صدا" ایجاد می‌شود و زمانی که احساسات سرمایه‌گذار بالا باشد، سرمایه‌گذاران غیرمنطقی در بازار افزایش می‌یابند (باربریس و همکاران^{۱۱}، ۱۹۹۸؛ دی لانگ و همکاران^{۱۲}، ۱۹۹۰؛ وانگ و سان^{۱۳}، ۲۰۰۴). داد و ستد مکرر توسط "معامله‌گران پر سر و صدا"، استتار را برای خریدهای بزرگ فراهم می‌کند و آن‌ها را سودآورتر می‌نماید (کایل و ویا^{۱۴}، ۱۹۹۱). با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، فشار بازار سرمایه، مدیران را مجبور می‌کند تا سرمایه‌گذاری‌های با ارزش بلندمدت (مانند سرمایه‌گذاری‌های نوآوری) را برای حفظ حداکثر قیمت سهام قربانی کنند تا از تصاحب خصمانه جلوگیری نمایند (ستین^{۱۵}، ۱۹۸۹)؛ بنابراین، مدیران، سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدتی را ترجیح می‌دهند که بتواند قیمت سهام را تثبیت کند تا در صورت تملک شرکت، شغل خود را تهدید نکند. ثانیاً، وقتی احساسات سرمایه‌گذار بالا باشد، جذب سرمایه‌گذاران نهادی سفته‌بازی که بر منافع کوتاه‌مدت تمرکز دارند، آسان‌تر است و معاملات مکرر آن‌ها می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری اشتباه سهام شرکت و سرمایه‌گذاری ناکافی در نوآوری گردد (پورتر^{۱۶}، ۱۹۹۲). در عین حال، به دلیل عدم تقارن اطلاعات داخلی و خارجی، مدیران دارای اطلاعات داخلی در مواقعی که قیمت سهام شرکت بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شود، مستعد رفتار فرصت طلبانه هستند و سپس به دنبال به حداکثر رساندن منافع کوتاه مدت برای تحریک افزایش غیرمنطقی قیمت سهام خواهند بود (دو و رن^{۱۷}، ۲۰۱۹). ارزش‌گذاری بیش از حد قیمت سهام ناشی از احساسات بالای سرمایه‌گذاران، می‌تواند باعث شود مدیرانی که پاداش آن‌ها با قیمت سهام مرتبط است، تمرکز بیش از حد بر فراز و نشیب‌های کوتاه مدت قیمت سهام و عملکرد کوتاه مدت شرکت داشته باشند، در حالی که از سرمایه‌گذاری در نوآوری شرکتی غفلت نمایند. (کولز و همکاران^{۱۸}، ۲۰۰۶؛ لو و همکاران^{۱۹}، ۲۰۰۹). در نتیجه، مدیران اجرایی اهداف کوتاه مدت سودآوری را برآورده خواهند کرد تا شرکت بتواند در بازار سرمایه عملکرد خوبی داشته باشد و انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در نوآوری نداشته باشد (آچاریا و لامبرشت^{۲۰}، ۲۰۱۵؛ گراهام و همکاران^{۲۱}، ۲۰۰۵). حجم معاملات می‌تواند حاوی اطلاعاتی در مورد چگونگی تغییر قیمت اوراق بهادار در طول زمان باشد. به عنوان مثال، برنن و همکاران^{۲۲} (۱۹۹۸)، استدلال می‌کنند که حجم معاملات منعکس‌کننده نقدینگی است. آن‌ها دریافتند که سهام با حجم معاملات کمتر، بازده مورد انتظار بالاتری را به عنوان حق ضمانت نقدینگی کسب می‌کنند. محققان به طور فزاینده‌ای تعامل در روابط مشتری-تامین‌کننده را کلید مدیریت موفق نوآوری می‌دانند، زیرا روابط مشتری و تامین‌کننده نقش مهمی در توسعه دانش، بسیج منابع و هماهنگی ایفا می‌کند. برای مثال، تامین‌کنندگان مناسب ممکن است قابلیت‌های تخصصی را در اختیار داشته باشند که برای تولید محصول جدید حیاتی است. تامین‌کنندگان همچنین به عنوان

¹¹- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R

¹²- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H

¹³- Wang, J., & Sun, J

¹⁴- Kyle, A., & Vila, J

¹⁵- Stein, J. C.

¹⁶- Porter, M.

¹⁷- Du, J., & Ren, D

¹⁸- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L

¹⁹- Lv, C., Zhen, H., Yan, M., & Xu, J

²⁰- Acharya, V., & Lambrecht, B. M

²¹- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S

²²- Brennan, Michael J., Tarun C., & Subrahmanyam A.

نقاط دسترسی به شبکه گسترده‌تری از تأمین‌کنندگان عمل می‌کنند که نشان‌دهنده مجموعه‌ای از فناوری‌ها و قابلیت‌های محصول و فرآیند است که شرکت‌ها می‌توانند در طول فرآیند نوآوری از آن‌ها استفاده نمایند. به طور مشابه، از طریق روابط با مشتریان، تأمین‌کنندگان می‌توانند نوآوری‌های خود را به بازار بیاورند. اخیراً، تحقیقات بر مشارکت تأمین‌کنندگان در نوآوری محصول متمرکز شده است. این مجموعه از کار، اهمیت مشارکت زود هنگام و نزدیک تأمین‌کنندگان کلیدی در پروژه‌های توسعه محصول را برجسته کرده است و تأثیرات عملکرد مثبتی را بر هزینه‌ها و کیفیت محصول و زمان سریع‌تر برای عرضه به بازار نشان می‌دهد. با این حال، زمینه صنعتی و تکنولوژیکی برای تئوری‌های مشارکت مشتری یا تأمین‌کننده اغلب نامشخص است. تئوری‌های بیشترین ارتباط را با فناوری‌های بالغی دارند که شرکت‌ها در ارائه محصول یا خدمات خاص به کار می‌برند. در مقایسه، ارتباط مشتریان و تأمین‌کنندگان در فناوری‌های نوظهور که در آن بخش ملموس ارائه محصول یا خدمت کمتر قابل توجه است یا حداقل هنوز توسعه نمی‌یابد، ممکن است کمتر مهم باشد. امروزه از نوآوری به عنوان مؤلفه‌ای در راستای توسعه اقتصادی به کار گرفته می‌شود و یک رویه بلندمدتی است که با ابداع یک سیستم یا یک خدمات جدید با خصوصیات جدید آغاز می‌شود و درآمد به دست آمده، با ارتقا و سرمایه‌گذاری در آن و در نهایت به کارگیری یک محصول، به بازار، عرضه می‌شود. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذار بالا باشد، همبستگی زیاد بین پاداش مدیریت و قیمت سهام ممکن است باعث شود مدیران اجرایی بیش از حد بر فراز و نشیب‌های کوتاه مدت قیمت سهام و عملکرد شرکت تمرکز نمایند و به اندازه کافی روی سرمایه‌گذاری در نوآوری تمرکز نکنند (ژوئه و ژانگ، ۲۰۲۰). علیرغم تلاش‌های مداوم در نظارت و مدیریت سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک بلندمدت شرکت، سرمایه‌گذاران نهادی تأثیرات متفاوتی بر نوآوری شرکت‌ها دارند. از دیدگاه سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین، افشای عملکرد مالی کوتاه مدت توجه سرمایه‌گذاران را به بازده کوتاه مدت سرمایه‌گذاری‌ها به بهای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های نوآوری بلندمدت و مخاطره‌آمیز جلب می‌کند. با این حال، سرمایه‌گذاران برتر و فعال، موضع مخالفی دارند که سرمایه‌گذاران منطقی تمایل دارند ارزش بازار بلندمدت شرکت‌ها را ارزیابی کنند. این سرمایه‌گذاران بیشتر تمایل دارند تا ارزیابی جامعی از پتانسیل و سودآوری نوآوری شرکت انجام دهند و از آنها بخواهند به جای تمرکز بر بازده کوتاه مدت، سرمایه‌گذاری‌های نوآوری بلندمدت انجام دهند. سرمایه‌گذاران فعال نقش نظارتی را برای مدیران ارشد شرکت ایفا می‌کنند و بازده بلندمدت و ارزش‌های بازار را از طریق سرمایه‌گذاری‌های نوآوری بهبود می‌بخشند (ژو و همکاران^{۲۳}، ۲۰۲۳).

مروری بر پیشینه پژوهش

سانتی^{۲۴} (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی جو سرمایه‌گذاران و بازارهای مالی پرداخت. نتایج گویای این است که در بازارهای مالی، سهام شرکت‌های تولید گازهای گلخانه‌ای (فشار کربن) در شرایطی که جو سرمایه‌گذاران مثبت‌تر است، عملکرد کمتری از سهام پاک (کم انتشار) دارند. ژو و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر تسهیل نوآوری محیطی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی نقش حمایت مالی و حاکمیت شرکتی را

²³- Xu, J., Zeng, S., Qi, S., & Cui, J.

²⁴- Santi, C.

در تعقیب نظارت بر نوآوری پایدار بلندمدت شرکت‌ها ایفا می‌کنند. لی و همکاران^{۲۵} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان آیا سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند نوآوری سبز شرکتی را القا کنند، به بررسی پرداختند. نتایج آزمون‌ها نشان می‌دهد که توجه سرمایه‌گذار می‌تواند با بهبود کارایی اجرای مقررات تنبیهی محیط‌زیست، کارایی استفاده از یارانه‌های زیست‌محیطی و با افزایش هزینه شهرت شرکت‌ها، نوآوری سبز شرکتی را ارتقا دهد. لی و همکاران^{۲۶} (۲۰۲۲) در پژوهشی با موضوع: آیا بازدید از سایت شرکتی سرمایه‌گذاران نهادی، بر تخفیف‌های ارائه شده سهام با توجه به تجربه اثرگذار است، شواهدی از سرمایه‌گذاران در حراج شرکت‌های سئو را مورد بررسی قرار دادند. زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی با عدم قطعیت اطلاعاتی بالاتری مواجه می‌شوند، این اثر بیشتر آشکار می‌شود. تجزیه و تحلیل اضافی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی این توانایی را دارند که پس از بازدید از سایت شرکتی، شرکت‌های سئو با عملکرد بالا را در آینده انتخاب کنند. یافته‌ها شواهد مستقیمی در سطح سرمایه‌گذار ارائه می‌دهند که مطابق با این موضوع است که صادرکنندگان سهام می‌توانند مشکل انتخاب نامطلوب در فرآیند تخفیف‌های ارائه شده سهام را از طریق میزبانی بازدیدهای بیشتر از سایت سرمایه‌گذاران بالقوه کاهش دهند. میلر و همکاران^{۲۷} (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی نظارت بر مالکیت نهادی و نوآوری شرکتی پرداختند. نتایج نشان داد مؤسسات نظارتی، نوآوری شرکت را افزایش می‌دهند و بر عوامل ذکر شده نیز اثرگذار هستند: (۱) مشوق ریسک‌پذیری مدیرعامل و کاهش نظارت شدید هیئت مدیره، (۲) کاهش مشکلات نمایندگی، (۳) کاهش نگرانی‌های شغلی مدیریتی و (۴) کاهش ارزش‌گذاری نادرست شرکت.

بدیعی نژاد و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نهادی در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) تاثیری منفی و معنادار بر کارایی مدیریت دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸)، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد بالا را کاهش می‌دهد و این سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت)، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت در تامین منابع مالی را کاهش می‌دهند؛ که این یافته می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاران نهادی دارای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی دارای کنترل مطلق بوده و به منظور استخراج مزایای خصوصی، مشکلات شرکت را تشدید می‌کنند. اسکو و فخاری (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی بی‌قاعدگی سودآوری و چسبندگی احساسات سرمایه‌گذار پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بی‌قاعدگی‌های جریان وجوه نقد عملیاتی، تغییرات جریان وجوه نقد عملیاتی، بازده دارائی‌ها، تغییرات بازده دارائی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیارهای از بی‌قاعدگی سود بر چسبندگی احساسات سرمایه‌گذاران اثر منفی و معناداری دارد. این نتایج نشان می‌دهد که عقلانیت نسبی سرمایه‌گذاران، در بازار سرمایه ایران مصداق دارد. هاشمی و همکاران (۱۴۰۱) در

²⁵- Li, M., Li, N., Khan, M. A., Khaliq, N., & Rehman, F. U.

²⁶- Li, H., Yang, M., Chan, K. C., & Gao, S

²⁷- Miller, S., Qiu, B., Wang, B., & Yang, T.

پژوهشی به بررسی تأثیر الگوهای تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج نشان دهنده ارتباط منفی زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران با عملکرد اقتصادی شرکت و ارتباط مثبت اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذاران با عملکرد بازار شرکت است. همچنین مشخص شد که در بازار سرمایه ایران، سوگیری اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذاران بر سوگیری زیان‌گریزی آنها به میزان قابل توجهی غلبه دارد. میرزایی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی مدل‌سازی ارزش‌گذاری شرکت‌های مبتنی بر فناوری و نوآوری: نمونه موردی شرکت بورسی پتروصنعت گامرون پرداختند. در این راه با انتخاب درآمد قبل از بهره و مالیات (EBIT) شرکت نوآور مورد مطالعه، به عنوان متغیر وضعیت و شبیه‌سازی جریان‌ات درآمد آتی آن براساس استاندارد حرکت حسابی براونی ((ABM و به کارگیری چارچوب روش ارزش‌گذاری اختیارات واقعی، مدل ارزش‌گذاری ساخته شد. دقت و کارآمدی این مدل، با استخراج داده‌های سال مالی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ شرکت بورسی پتروصنعت گامرون و مقایسه‌ی نتایج مدل با ارزش‌گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار، اثبات گردید. از دگرسو جهت آزمون میزان تأثیرگذاری نرخ بهره‌ی واقعی بر نتایج مدل، با تعریف سه مقدار متفاوت نرخ بهره‌ی واقعی، تأثیر نوسان نرخ بهره‌ی واقعی در نتایج ارزش‌گذاری مدل بررسی شد. بدین صورت قدرت انعطاف‌پذیری بالای مدل با استفاده از روش ارزش‌گذاری اختیارات واقعی کاملاً در نتایج تحقیق نمایان گشته است. کرمی شاهرخی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر پیشران‌های نوآوری زیست محیطی بر عملکرد نوآورانه زیست محیطی؛ صنعت مس در ایران پرداختند. با توجه به نتایج به دست آمده از پژوهش مشاهده می‌شود که ضریب مسیر بُعد پیشران‌های فناورانه، از سایر ابعاد پیشران‌های نوآوری زیست محیطی بیشتر است و در نتیجه این بُعد اهمیت بیشتری نسبت به ابعاد دیگر دارد. همچنین، در مورد بُعد نوآوری‌های محصولی مشاهده می‌شود که این بُعد، بیشترین ضریب مسیر را در میان ابعاد عملکرد نوآورانه زیست محیطی به خود اختصاص داده است. یافته اصلی پژوهش حاضر آن است که پیشران‌های نوآوری زیست محیطی در صنعت مس کشور می‌توانند منجر به افزایش عملکرد نوآورانه زیست محیطی شرکت‌های فعال در این صنعت شوند.

روش پژوهش

باتوجه به اینکه پژوهش حاضر با هدف تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران (خرد و نهادی) بر نوآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی و به لحاظ هدف، در دسته کاربردی و عملی قرار دارد. جهت سنجش متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی مندرج در سایت کدال و ره‌آورد استخراج گردآوری و در راستای ارتباط بین متغیرها از روش آماری رگرسیون مبتنی بر داده‌های پنل طی بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۰ استفاده شده است. شایان ذکر است بخش ادبیات این پژوهش برگرفته از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شده، به‌طوری‌که مطالعات کتابخانه‌ای شامل مجلات تخصصی لاتین و فارسی پژوهش‌های کاربردی می‌باشد. از طرفی جامعه آماری مورد بررسی پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۴۰۰ تشکیل می‌دهد؛ لذا به سبب گستردگی جامعه آماری از روش حذف سیستماتیک به منظور حجم نمونه استفاده شده است. شرایط حذف سیستماتیک بدین صورت اعمال شده است: ۱- حجم نمونه انتخابی، شامل موسسات مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشد. ۲- شرکت‌های زیان ده حذف شده است. ۳- شرکت‌هایی که طی ۳ ماه معامله نداشته‌اند حذف می‌شوند. ۴- شرکت‌هایی که از

بورس خارج شده حذف گردیده ۵- شرکت‌هایی که اطلاعات ناقص داشته‌اند نیز حذف شده‌اند. باتوجه به اعمال شرایط فوق ۹۰ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب گردید.

از پیش‌آزمون مهم رگرسیون نرمال بودن باقیمانده‌های مدل رگرسیونی می‌باشد که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. در این مطالعه نرمال بودن متغیرها از طریق چولگی و کشیدگی مورد بررسی واقع شده؛ به‌طوری که اگر مقادیر چولگی و کشیدگی بین صفر تا ۶ باشد، می‌توان گفت متغیرهای مورد نظر از توزیع نرمال کافی برخوردارند. در غیر این صورت بایستی متغیرها را نرمال‌سازی نمود. به منظور تخمین مدل‌های این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها، نخست مدل رگرسیون را با بهره‌وری از داده‌های ترکیبی اثرات ثابت و تصادفی برای ۵ سال طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۴۰۰ و در مجموع ۴۵۰ مشاهده (سال-شرکت) مورد آزمون قرار گرفته است. جهت انجام کلیه آزمون‌های پژوهش از نرم افزار ایویوز ۱۲ استفاده شده است.

فرضیه‌های پژوهش

۱- احساسات سرمایه‌گذاران خرد بر نوآوری در شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

۲- سرمایه‌گذاران نهادی بر نوآوری در شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

مدل تحلیلی تحقیق

مدل رگرسیون فرضیه‌های پژوهش بر اساس پژوهش (ژوئه و ژانگ، ۲۰۲۰) می‌باشد:

$$\text{Innovation} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sent}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{CF}_{it} + \beta_4 \text{Q-Tobin}_{it} + \beta_5 \text{TA}_{it} + \beta_6 \text{Sale}_{it} + \beta_7 \text{Gro}_{it} + \beta_8 \text{MB}_{it} + \beta_9 \text{LEV}_{it} + \beta_{10} \text{EFD}_{it} + \varepsilon_0$$

در این پژوهش متغیر نوآوری به عنوان متغیر وابسته؛ متغیر احساسات سرمایه‌گذاران خرد و سرمایه‌گذاران نهادی متغیرهای مستقل در فرضیه‌های پژوهش و مدل تحلیلی هستند. همچنین از متغیرهای جریان نقدی، فرصت رشد شرکت‌ها، دارایی مشهود، میزان فروش، میزان رشد، ارزش بازار بر ارزش دفتری، اهرم مالی، وابستگی به تأمین منابع خارجی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. لذا نحوه سنجش هرمتغیر بدین صورت است: **نوآوری (Innovation):** جهت سنجش نوآوری از هزینه تحقیق و توسعه بر دارایی کل ضربدر دارایی نامشهود بر دارایی کل استفاده می‌شود. شایان ذکر است هزینه تحقیق و توسعه در بخش یادداشت‌های توضیحی قابل استخراج است. **احساسات سرمایه‌گذاران خرد (Sent):** بیکر و استین^{۲۸} (۲۰۰۴) تأکید می‌کنند که نقدینگی نشان‌دهنده حضور یا عدم حضور نسبی سرمایه‌گذاران منطقی و غیرمنطقی است که حامل اطلاعاتی در مورد تأثیر معامله‌گران غیرمنطقی در بازار است و نقدینگی بالا نمونه بارز آن است. شوک‌های بالای احساسات سرمایه‌گذار و تأثیر آن بر نقدینگی می‌تواند به عنوان نماینده‌ای برای احساسات سرمایه‌گذاران استفاده شود. در حالی که شاخص عدم نقدشوندگی ساخته شده توسط آمیهود^{۲۹} (۲۰۰۲) به عنوان نسبت بازده مطلق روزانه سهام به میانگین حجم معاملات روزانه آن در یک دوره زمانی معین بیان می‌شود، می‌توان آن را به عنوان پاسخ روزانه قیمت سهام به حجم معاملات واحد تفسیر کرد. این اندیکاتور حاوی اطلاعات بازده سهام و حجم معاملات است و در اکثر بازارهای سهام

²⁸-Baker and Stein (2004)

²⁹- Amihud (2002)

موجود است. لذا از شاخص عدم نقدشوندگی ($\ln(Ami)$) به عنوان نماینده ای برای احساسات سرمایه گذار همانند پژوهش (ژوئه و ژانگ، ۲۰۲۰) استفاده می کنیم. فرآیند محاسبه به صورت رابطه زیر است.

$$\ln mi_{i,t} = \ln \left(\frac{1}{M} \times \sum_{m=1}^{M_{i,t}} \left(\frac{|r_{itd}|}{V_{itd}} \times 10^6 + 1 \right) \right)$$

Rit بازده سهام i در روز d سال t است. V_{itd} حجم معاملات سهام i در روز d سال t است. m ماه‌های معاملاتی در سهام i سال t است. هرچه $\ln Ami_{it}$ بزرگتر باشد، نقدینگی کمتری دارد و احساسات سرمایه گذاران افسرده تر است.

سرمایه گذاران نهادی (INST): سرمایه گذاران نهادی عموماً سهامداران حقوقی هستند که درصدی از سهام یک شرکت یا سازمان مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، صندوق های مشترک، سازمان‌ها، و شرکت‌های دولتی را در اختیار دارند؛ بنابراین میزان درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی، به عنوان سرمایه گذاران نهادی در این پژوهش استفاده می گردد. **جریان نقدی (CF):** از طریق (جریان نقدی عملیاتی خالص + جریان نقدی خالص سرمایه گذاری) / کل دارایی ها در پایان دوره به دست می آید. **فرصت رشد شرکت‌ها (Q-Tobin):** از (ارزش بازار + ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر دارایی کل محاسبه می شود. **دارایی مشهود (TA):** از تقسیم دارایی ثابت بر دارایی کل محاسبه می شود. **میزان فروش (Sale):** از میزان درآمد حاصل از فروش استفاده می گردد؛ لگاریتم گرفته می شود. **میزان رشد (GRO):** از تفاوت درآمد فروش سال قبل و سال جاری تقسیم بر درآمد سال قبل به دست می آید. **ارزش بازار بر ارزش دفتری (MB):** از تقسیم ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود. **اهرم مالی (LEV):** از تقسیم بدهی کل بر دارایی کل محاسبه می شود. **وابستگی به تأمین منابع خارجی (EFD):** [(سرمایه گذاری در دارایی های مشهود + هزینه تحقیق و توسعه) - جریان نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی] تقسیم بر (سرمایه گذاری در دارایی های مشهود + هزینه تحقیق و توسعه).

یافته‌های پژوهش

آماره توصیفی

جدول ۱- آماره توصیفی

میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
۰,۰۱	۰,۰۰	۰,۰۲	۰,۰۰	۸,۳۰
۱,۵۸	۰,۴۶	۷,۸۱	۰,۱۳	۵,۶۵
۵۴,۹۰	۶۲,۴۷	۹۹,۹۳	۰,۰۰	۳۰,۲۸
۰,۰۹	۰,۰۸	۱,۵۳	۰,۰۷	۰,۱۵
۷,۲۱	۳,۹۸	۱۱,۷	۴,۴۷	۳,۶۸
۰,۲۵	۰,۲۱	۰,۹۳	۰,۰۲	۰,۱۸

میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	
۶,۳۶	۶,۳۳	۸,۸۸	۳,۸۳	۰,۷۰	میزان فروش
۰,۷۳	۰,۴۳	۸,۶۳	۰,۱۰	۲,۴۳	میزان رشد
۴,۱۲	۳,۵۵	۹,۵۵	۲,۹۸	۴۱,۹۴	ارزش بازار بر ارزش دفتری
۰,۵۵	۰,۵۴	۴,۰۰	۰,۰۳	۰,۲۸	اهرم مالی
۰,۲۴	۰,۴۸	۰,۹۹	۰,۰۹	۲,۵۹	وابستگی به تأمین منابع خارجی

همان‌طور که نتایج جدول ۱- نشان می‌دهد به طور میانگین ۰,۰۱ از شرکت‌ها نوآوری اعمال می‌کنند که این عدد بسیار کم است. از طرفی مقدار میانگین احساسات سرمایه‌گذاران خرد ۱,۵۸ و حد میانه با مقدار ۰,۴۶ مشخص شده است که نشان می‌دهد تقریباً نصفی از سهامداران خرد به صورت احساسی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. هم‌چنین احساسات سرمایه‌گذاران نهادی نیز مشخص است که نصف بیشتر شرکت‌های نمونه پژوهش تحت مالکان نهادها و ارگان‌ها قرار دارند. به‌طوری‌که مقدار بیشترین سهام شرکت که تحت مالکیت سازمان یا نهاد قرار گرفته است ۹۹,۹۳ مشخص شده است.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

جدول ۲- آزمون نرمال بودن باقی مانده مدل

مدل	چولگی	کشیدگی	نتیجه
باقی مانده مدل رگرسیون	۱۵,۵۰	۲۶۹,۸۴	نرمال نیست.

نتایج نشان می‌دهد که مقادیر چولگی و کشیدگی باقی‌مانده مدل بین صفر تا ۶ نمی‌باشد، لذا باقی مانده مدل رگرسیون نرمال نیست.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن باقی مانده مدل

مدل	چولگی	کشیدگی	نتیجه
باقی مانده مدل رگرسیون	۰,۳۴	۵,۷۳	نرمال است.

با توجه به جدول ۳- نتایج نشان می‌دهد که مقادیر چولگی و کشیدگی باقی‌مانده مدل بین صفر تا ۶ می‌باشد، لذا نرمال است. شایان ذکر است به روش باکس-کاکس نرمال سازی صورت گرفته است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

متغیر وابسته: نوآوری شرکت					
عنوان متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	سطح معناداری	نتیجه
جزء ثابت	۷,۱۸	۲,۴۱	۲,۹۶	۰,۰۰	
احساسات سرمایه گذاران خرد	-۰,۰۴	۰,۰۰۴	-۹,۹۴	۰,۰۰	معکوس و معنادار
سرمایه گذاران نهادی	۰,۸۶	۰,۳۳	۲,۵۶	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
جریان نقدی	۲,۹۲	۵,۴۲	۰,۵۳	۰,۵۸	بی معنی
فرصت رشد	۰,۲۸	۰,۰۴	۶,۲۱	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
دارایی مشهود	۰,۶۴	۰,۱۸	۳,۵۶	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
میزان فروش	-۱,۵۵	۳,۳۶	-۰,۴۶	۰,۹۶	بی معنی
میزان رشد	-۲,۳۱	۲,۲۸	-۱,۰۱	۰,۶۵	بی معنی
ارزش بازار بر ارزش دفتری	۰,۲۵	۰,۰۷	۳,۲۳	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
اهم مالی	۰,۵۴	۰,۰۷	۶,۸۳	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
وابستگی به تأمین منابع خارجی	۰,۳۰	۰,۰۵	۵,۶۴	۰,۰۰	مستقیم و معنادار
ضریب تعیین مدل: ۰,۷۷	دوربین واتسون: ۱,۶۷	آماره F: ۳۵,۳۲	سطح اهمیت مدل: (۰,۰۰۰)		

با توجه به جدول فوق مشخص می شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار سطح اهمیت مدل برابر (۰,۰۰) و کمتر از (۰,۰۵) می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز مشخص کننده این است که (۰,۷۷) از نوآوری شرکت توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل قابل پیش بینی است. در بررسی معنی داری ضرایب در جدول مشخص می شود که سطح معنی داری برای متغیر احساسات سرمایه گذاران خرد برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین احساسات سرمایه گذاران خرد و نوآوری شرکت تایید می شود. بنابر این فرضیه اول مورد تأیید است. منفی بودن ضریب احساسات سرمایه گذاران خرد (-۰,۰۴) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی نوآوری شرکت دارد؛ یعنی با افزایش احساسات سرمایه گذاران خرد، به میزان (-۰,۰۴)، نوآوری شرکت را کاهش می دهد. شرایط دید کوتاه مدت سرمایه گذاران خرد سبب می شود که میزان دید کوتاه مدت نسبت به نوآوری داشته باشند و لذا میزان هزینه تحقیق و توسعه در راستای بلندمدت اعمال نکنند. سطح معنی داری برای متغیر سرمایه گذاران نهادی برابر با (۰,۰۰) و از (۰,۰۵) کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین سرمایه گذاران نهادی و نوآوری شرکت تایید می گردد. بنابر این فرضیه دوم نیز مورد تأیید است. مثبت بودن ضریب سرمایه گذاران نهادی (۰,۸۶) حاکی از آن است که

ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی نوآوری شرکت دارد؛ یعنی با افزایش یک واحدی سرمایه‌گذاران نهادی، نوآوری شرکت به میزان (۰,۸۶)، افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری

نتایج نشان می‌دهد که افراد سرمایه‌گذار باتوجه به اخبار و صحبت اطرافیان اقدام به خرید و فروش سهام می‌نمایند به طور کلی اثر منفی بر نوآوری شرکت و به بیان بهتر بازار سرمایه خواهند داشت. از طرفی سرمایه‌گذاران نهادی باتوجه به اینکه عموماً افراد حقوقی هستند و از مشاوران مالی و اقتصادی بهره می‌برند از گرفتن تصمیمات احساسی اجتناب می‌نمایند. باید این نکته را یادآوری نمود، نگرانی در مورد شکست نوآوری ممکن است مدیران را از سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه منصرف کند. از آنجایی که محدودیت‌های فروش کوتاه در بازار وجود دارد، سرمایه‌گذاران منطقی نمی‌توانند با معاملات سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، مقابله کنند. در نهایت، زمانی که احساسات سرمایه‌گذار بسیار بالا می‌رود، سرمایه‌گذاران بیش از حد اعتماد به نفس بر بازار مسلط می‌گردند و بازار با نقدشوندگی بالا و حجم معاملات بالا رویت می‌شود؛ بنابراین افزایش حجم معاملات نشان دهنده مشارکت سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن در بازار و نشان دهنده افزایش احساسات سرمایه‌گذاران است. فعالیت‌های نوآوری شرکت‌ها در ایران که به عنوان ریسک بالا، بلندمدت و پیچیده مشخص می‌شوند، معمولاً ضعیف اجرا می‌شوند، زیرا حاکمیت شرکتی معمولاً برای سازگاری با این ویژگی‌ها طراحی نشده است. برخلاف پروژه‌های معمولی، پروژه‌های تحقیق و توسعه با عدم قطعیت بالایی همراه هستند و برای موفقیت به مراحل متعددی نیاز دارند. به عنوان مثال بازار سرمایه ایران، طی چند سال اخیر عموماً نوسانات زیادی همراه بوده است. از آنجایی که ایجاد انگیزه برای نوآوری مستلزم قراردادهای مشوق خاص است، فعالیت‌های نوآوری ممکن است ضعیف اجرا شوند؛ در صورتی که تمرکز در درجه اول بر انگیزش فعالیت‌های معمول شرکت باشد. یکی دیگر از تفاوت‌های عمده پروژه‌های تحقیق و توسعه با پروژه‌های معمولی، ناهمگونی آنهاست که برآورد ارزش بالقوه‌شان را برای سرمایه‌گذاران خارجی دشوارتر می‌کند. در نتیجه، هنگام تصمیم‌گیری برای راه‌اندازی یک پروژه تحقیق و توسعه، مدیران ارشد نه تنها سهم پروژه در عملکرد بلندمدت شرکت، بلکه دشواری پذیرش توسط بازار را به دلیل دید کم آن در نظر می‌گیرند. از لحاظ نظری، سرمایه‌گذاران نهادی که به عنوان یک نیروی مهم حاکمیت شرکتی عمل می‌کنند، می‌توانند نوآوری شرکت را بهبود بخشند. نتایج این پژوهش با تحقیقات ژو و همکاران (۲۰۲۳) و لی و همکاران^{۳۰} (۲۰۲۲) مطابقت دارد.

منابع

✓ اسکو، وحید و فخاری، حسین. (۱۴۰۱). بی‌قاعدگی سودآوری و چسبندگی احساسات سرمایه‌گذار. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، (۱۴۰۱)، ۱۱۳-۱۴۰. doi: 10.22034/iaar.2022.162395

³⁰- Li, M., Li, N., Khan, M. A., Khaliq, N., & Rehman, F. U.

- ✓ بدیعی نژاد، علی؛ توانگر حمزه کلائی، افسانه؛ اسماعیل زاده مقری، علی؛ خسروی پور، نگار، (۱۴۰۲). تاثیر افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها، مجله راهبرد مدیریت مالی، ۱۱(۱)، ۱۸۵-۲۱۰.
- ✓ کرمی شاهرخ، سعید؛ صفدری رنجبر، مصطفی، شهبازی، میثم. (۱۴۰۱). بررسی تاثیر پیشران‌های نوآوری زیست محیطی بر عملکرد نوآورانه زیست محیطی؛ صنعت مس در ایران. فصلنامه مدیریت توسعه فناوری، ۱۰(۱)، ۱۲۵-۱۵۵. doi: 10.22104/jtdm.2022.5453.2960
- ✓ میرزایی، علی؛ ناظمی، علی؛ ممی‌پور، سیاب. (۱۴۰۱). مدل‌سازی ارزش گذاری شرکت‌های مبتنی بر فناوری و نوآوری: نمونه موردی شرکت بورسی پتروصنعت گامرون. تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی ۱۴۰۱؛ ۱۲ (۴۵): ۱۲۲-۸۳.
- ✓ هاشمی، سید عباس؛ رهروی دستجردی، علیرضا و حیدریان دولت آبادی، محمد. (۱۴۰۱). تأثیر الگوهای تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت. تحقیقات مالی، (۱)، - . doi: 10.22059/frj.2022.344405.1007348
- ✓ Acharya, V., & Lambrecht, B. M. (2015). A Theory of Income Smoothing When Insiders Know More than Outsiders. *Review of Financial Studies*, 28, 2534-2574. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv026>
- ✓ Aghion, P., Reenen, J. V., & Zingales, L. (2013). Innovation and Institutional Ownership. *American Economic Review*, 103, 277-304. <https://doi.org/10.1257/aer.103.1.277>
- ✓ Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- ✓ Baker, M., & Stein, J. (2004). Market Liquidity as a Sentiment Indicator. *Journal of Financial Markets*, 7, 271-299. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2003.11.005>
- ✓ Baker, M., Stein, J., & Wurgler, J. (2003). When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969-1005. <https://doi.org/10.1162/00335530360698478>.
- ✓ Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
- ✓ Brav, A., Jiang, W., Ma, S., & Tian, X. (2018). How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation? *Journal of Financial Economics*, 130, 237-264. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.012>
- ✓ Brennan, Michael J., Tarun C, & Subrahmanyam, A. (1998), Alternative Factor Specifications, Security Characteristics, and the Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 49, 345-373.
- ✓ Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73, 305-333.
- ✓ Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which Institutions Matter. *Journal of Financial Economics*, 86, 279-305. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.005>
- ✓ Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial Incentives and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics*, 79, 431-468. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.004>
- ✓ De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. et al. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98, 703-738. <https://doi.org/10.1086/261703>
- ✓ Du, J., & Ren, D. (2019). Does the Liquidity of Stocks of NEEQ Enterprises Inhibit Technological Innovation? *Jinan Journal (Philosophy & Social Science Edition)*, 41, 107-118. (In Chinese)

- ✓ Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- ✓ Kyle, A., & Vila, J. (1991). Noise Trading and Takeovers. *Rand Journal of Economics*, 22, 54-71.
- ✓ Luong, H., Moshirian, F., Nguyen, L. et al. (2017). How Do Foreign Institutional Investors Enhance Firm Innovation? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52, 1449-1490. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000497>
- ✓ Li, H., Yang, M., Chan, K. C., & Gao, S. (2022). Do institutional investors' corporate site visits impact seasoned equity offering discounts? Evidence from detailed investor bids in SEO auctions. *Research in International Business and Finance*, 62, 101746. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101746>
- ✓ Li, M., Li, N., Khan, M. A., Khaliq, N., & Rehman, F. U. (2022). Can retail investors induce corporate green innovation? -Evidence from Baidu Search Index. *Heliyon*, 8(6), e09663. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09663>
- ✓ Lv, C., Zhen, H., Yan, M., & Xu, J. (2009). The Design for Listed Companies' System of Stimulation by Stock Option and Purchase: Is It an Incentive or Welfare? *Management World*, No. 9, 133-147. (In Chinese)
- ✓ Miller, S., Qiu, B., Wang, B., & Yang, T. (2022). Monitoring institutional ownership and corporate innovation. *Journal of Empirical Finance*, 69, 144-165. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2022.09.004>
- ✓ Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *Review of Financial Studies*, 22, 187-217. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn030>
- ✓ Porter, M. (1992). *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*. Boston, MA: Council on Competitiveness/Harvard Business School.
- ✓ Rong, Z., Wu, X., & Boeing, P. (2017). The effect of institutional ownership on firm innovation: Evidence from Chinese listed firms. *Research Policy*, 46(9), 1533-1551. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.05.013>
- ✓ Santi, C. (2023). Investor climate sentiment and financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 102490. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102490>
- ✓ Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655-669. <https://doi.org/10.2307/2937861>
- ✓ Wang, J., & Sun, J. (2004). Stock Market Returns, Volatility and the Role of Investor Sentiment in China. *Economic Research Journal*, No. 10, 75-83. (In Chinese)
- ✓ Xue, H.; Zhang, X. (2020) Investor Sentiment, Institutional Investors and Corporate Innovation Investment—Evidence with Different Ownership Structure from China. *Theoretical Economics Letters*, 10, 1166-1192. doi: [10.4236/tel.2020.105069](https://doi.org/10.4236/tel.2020.105069).
- ✓ Xu, J., Zeng, S., Qi, S., & Cui, J. (2023). Do institutional investors facilitate corporate environmental innovation? *Energy Economics*, 117, 106472. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106472>
- ✓ Zhang, D., Pan, X., & Ma, S. (2023). The effects of institutional investors and their contestability on firm innovation: Evidence from Chinese listed firms. *Research Policy*, 52(10), 104872. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.respol.2023.104872>

Investigating the Impact of Investors' Sentiments (Retail and Institutional) on the Innovation of companies Listed in the Tehran Stock Exchange

Reza Montazeri NajafAbadi ¹

Khosro Moradi Shahdadi ^{*2}

Zohreh Hajiha ³

Abstract

The role of investors in supporting innovations in companies listed on the Tehran Stock Exchange is important today. Due to the importance of this issue, the present research has investigated the impact of investors' feelings (retail and institutional) on the innovation of companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 2017 to 2021. The research method is correlation based on regression and based on panel data. The statistical population of this research is made up of all the companies Listed to the Tehran Stock Exchange, and 90 companies were selected by the method of systematic removal. The results of this research regarding the first hypothesis show that investor sentiments have a positive and significant effect on firm innovation. Also, the analysis of the second hypothesis showed that institutional investors have a direct and significant effect on the firm innovation.

Keywords

Investor Sentiment, Institutional Investors, Firm Innovation, Tangible Assets

1- Master Accounting Student, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish, Iran.
Email: Rezamontazeri1977@gmail.com

2- Department of Financial Management, Qeshm Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran,
Contact number: 09171616604, Email: Khosro.moradi@iau.ac.ir

3- Associate Department of Accounting, East Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. drzhajiha@gmail.com