



Journal Website

Article history:
Received 26 April 2026
Revised 07 October 2026
Accepted 14 October 2026
Initial Publication 24 October 2026
Final Publication 20 February 2028

Dynamic Management and Business Analysis

Volume 6, Issue 6, pp 1-27



E-ISSN: 3041-8933

The Relationship between Investor Sentiment and Capital Structure: Evidence from the Tehran Stock Exchange

Hossien. Jannat Makan¹, Behnaz. Rait Pisheh^{1*}

¹ Department of Accounting, Ahv.C., Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

* Corresponding author email address: behnaz.rayatpisheh@iau.ir

Article Info

Article type:

Original Research

How to cite this article:

Jannat Makan, H. & Rait Pisheh, B. (2027). The Relationship between Investor Sentiment and Capital Structure: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 6(6), 1-27.

<https://doi.org/10.61838/dmbaj.498>



© 2027 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: This study aimed to examine the relationship between investor sentiment and major dimensions of capital structure, including leverage ratio, debt maturity, and the speed of financial leverage adjustment, among companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: This applied study employed a descriptive-correlational, ex post facto design. The study population consisted of companies listed on the Tehran Stock Exchange, from which 127 firms were selected through systematic exclusion criteria over an eight-year period from 2016 to 2024, yielding 1,016 firm-year observations. Financial and market data were extracted from published corporate financial statements and capital-market information. Investor sentiment was measured using a composite index incorporating relative strength, the psychological line, trading volume, and the adjusted share-turnover rate. Leverage ratio, debt maturity, and the speed of leverage adjustment were specified as the dependent variables. The hypotheses were tested using multiple panel-data regression models in EViews.

Findings: Inferential results indicated that investor sentiment had a significant negative effect on the leverage ratio ($\beta = -0.098$, $t = -6.881$, $p < 0.001$), while the corresponding model was statistically significant ($F = 86.691$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.930$). Investor sentiment was positively and significantly associated with debt maturity ($\beta = 0.018$, $t = 2.542$, $p = 0.011$), with the second regression model also reaching statistical significance ($F = 35.364$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.844$). Moreover, investor sentiment exerted a significant positive effect on the speed of financial leverage adjustment ($\beta = 0.034$, $t = 4.350$, $p < 0.001$); the third model was likewise significant ($F = 216.975$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.660$). Accordingly, all three research hypotheses were supported, consistent with the directions reported in the study.

Conclusion: Investor sentiment constitutes a significant behavioral determinant of corporate financing decisions. Higher market sentiment is associated with lower leverage, longer debt maturity, and a faster adjustment toward target leverage. These findings reinforce the relevance of behavioral finance in explaining capital-structure choices and suggest that managers, investors, and financial analysts should consider market sentiment alongside firm fundamentals when evaluating financing and debt policies.

Keywords: Investor sentiment, Capital structure, Leverage ratio, Debt maturity, Speed of leverage adjustment, Tehran Stock Exchange.

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Capital structure is one of the central concerns of corporate finance because the combination of debt and equity affects the cost of capital, financial flexibility, bankruptcy risk, investment capacity, and ultimately firm value. Traditional capital structure theories, including the trade-off, pecking-order, agency, and market-timing perspectives, generally explain financing choices through firm fundamentals, information asymmetry, tax considerations, and transaction costs. However, developments in behavioral finance have challenged the assumption that market participants always behave rationally and that security prices continuously reflect fundamental values. From this perspective, investor sentiment represents a broad market attitude shaped by optimism, pessimism, expectations, and behavioral biases that may influence not only asset prices but also corporate financing decisions. Behavioral corporate finance therefore suggests that managers may respond to temporary market mispricing and investor demand when selecting between debt and equity financing (Baker & Wurgler, 2021). In the Iranian capital market, behavioral factors have similarly been recognized as relevant to investor decision-making and to the broader financial environment in which firms operate (Zare Behnamiri et al., 2022).

One of the most important mechanisms through which investor sentiment may affect capital structure is market timing. When investor sentiment is high, share prices may rise beyond levels justified solely by fundamentals, making equity financing relatively attractive. Managers may then issue equity to exploit favorable valuation conditions, thereby reducing their reliance on debt and lowering leverage. Evidence from prior research indicates that equity issuance decisions are associated with market conditions, firm lifecycle, and valuation opportunities (DeAngelo et al., 2010). Similarly, overvalued equity has been shown to influence financing choices and encourage firms to rely more heavily on equity financing (Dong et al., 2012). Nevertheless, the consequences of market timing are not uniform across firms or markets, and financing choices may simultaneously reflect real investment needs, managerial incentives, and access to alternative sources of capital (Butler et al., 2011).

Investor sentiment may also affect corporate financing through changes in external financing costs and debt capacity. In optimistic market conditions, favorable expectations regarding future cash flows can improve firms' perceived creditworthiness and reduce financing frictions. Under such conditions, firms may have greater access to both equity and debt markets, while pessimistic sentiment may increase the cost of external finance and strengthen dependence on internal funds. Evidence suggests that investor sentiment and business-cycle conditions are associated with changes in costly external finance, implying that sentiment may alter the financing environment faced by firms (McLean & Zhao, 2014). Debt capacity may also depend on the volatility and characteristics of firm assets, which can influence firms' ability to raise and service debt (Levine & Wu, 2021). These findings suggest that the relationship between investor sentiment and leverage is theoretically ambiguous: high sentiment may reduce leverage through equity market timing, but it may also expand debt capacity by improving market perceptions of firm quality.

Capital structure should not, however, be viewed only in terms of the overall leverage ratio. Debt maturity represents another important component of financing policy because the choice between short-term and long-term debt influences refinancing risk, liquidity exposure, monitoring costs, and contractual flexibility. Research has shown that the use of short-term debt depends on firm characteristics, information

conditions, and financing constraints (Custódio et al., 2013). In addition, debt maturity may respond to broader measures of firm quality and market confidence. For example, evidence from China indicates that stronger environmental, social, and governance performance is positively associated with longer debt maturity, suggesting that firms perceived as higher quality may obtain more favorable access to long-term borrowing (Zhou et al., 2024). The direct role of sentiment in debt maturity has also been examined, with prior research indicating that the effect of sentiment on maturity structure can differ according to firm characteristics (Martinez Sorondo, 2021). Thus, investor sentiment may affect not only how much firms borrow, but also the time horizon over which debt financing is structured.

A third important dimension is the speed of adjustment toward target leverage. Dynamic trade-off theory assumes that firms have a desired or target capital structure, but transaction costs, financing frictions, and liquidity constraints prevent immediate adjustment. Firms therefore move gradually toward their target leverage. The speed of this movement reflects their ability and willingness to correct deviations from the optimal debt ratio. Previous evidence has demonstrated that cash flows and financing conditions are important determinants of leverage adjustment, because firms adjust more rapidly when financing opportunities make such changes less costly (Faulkender et al., 2012). In the Iranian context, the relationship between investor sentiment and the speed of capital structure adjustment has also been examined, with evidence indicating that financial constraints can alter the strength of this relationship (Jafaei Rahni, 2026). These findings reinforce the view that market sentiment may affect the dynamic process through which firms rebalance their financing structure.

Recent evidence further demonstrates that investor sentiment is relevant to a wide range of corporate outcomes. Investor sentiment has been associated with corporate investment decisions in Iran (Dezhvan et al., 2022), firm financial performance in Japan (Vuong, 2022), merger and acquisition behavior in interaction with CEO overconfidence (Nie & Yen, 2024), and stock price crash risk through analyst herding (Bashir et al., 2024). Moreover, the time structure of investor sentiment appears to matter, as its effect may weaken across longer horizons as more information becomes available to market participants (Doulou et al., 2026). Capital structure itself is also shaped by other institutional and firm-level characteristics, including financial reporting quality (Synn & Williams, 2024), information asymmetry and disclosure (Khalilian, 2025), financial frictions and liquidity distress (Soleimani et al., 2023), institutional ownership (Rahma et al., 2023), and earnings-related financial characteristics (Asgari, 2022; Brandak & Yousefpour, 2021). Taken together, these studies indicate that capital structure emerges from the interaction of fundamental, informational, institutional, and behavioral factors.

Despite growing research on behavioral finance and corporate financing, there remains limited evidence examining investor sentiment simultaneously in relation to leverage, debt maturity, and leverage adjustment speed within the Tehran Stock Exchange. The simultaneous investigation of these three dimensions provides a broader understanding of whether investor sentiment influences only the amount of debt firms use or also the maturity profile of debt and the pace at which firms return toward target leverage. Accordingly, the present study examined the relationship between investor sentiment and capital structure, with specific emphasis on leverage ratio, debt maturity, and the speed of financial leverage adjustment among firms listed on the Tehran Stock Exchange.

Methods and Materials

This study was applied in purpose and descriptive-correlational in method, using an ex post facto research design. The statistical population consisted of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The final sample was selected through systematic elimination based on predefined eligibility criteria, including consistency of fiscal year, continuity of listing during the study period, availability of required financial information, and exclusion of banks, insurance companies, investment firms, leasing companies, and other financial intermediaries whose balance-sheet structures differ fundamentally from nonfinancial firms. After applying these criteria, 127 companies were retained, producing 1,016 firm-year observations over an eight-year period from 2016 to 2024.

The required data were obtained from published financial statements and capital-market information. Investor sentiment was treated as the independent variable and was measured through a composite index constructed from four market-based indicators: relative strength, the psychological line, trading volume, and the adjusted share-turnover rate. These indicators were combined to obtain an overall measure of investor sentiment. Three dependent variables were examined. The leverage ratio was measured as total debt divided by total assets. Debt maturity was measured based on the proportion of medium- and long-term debt relative to total debt. The speed of financial leverage adjustment was estimated using a partial-adjustment framework based on the difference between observed leverage and estimated target leverage.

Several firm-level control variables were included in the regression models, including board independence, profitability, sales growth, growth opportunities, institutional ownership, cash holdings, firm age, and political connections. Panel-data regression models were used to test the study hypotheses. F-Limer tests were applied to determine whether panel-data estimation was preferable to pooled estimation, and Hausman tests were used to select between fixed and random effects when required. Heteroskedasticity and autocorrelation were assessed, and appropriate generalized least squares and robust estimation procedures were used to address violations of classical regression assumptions. Multicollinearity was evaluated using variance inflation factors. The statistical analyses were conducted in EViews.

Findings

The inferential results supported all three research hypotheses. In the first model, investor sentiment had a negative and statistically significant effect on leverage. The estimated coefficient for investor sentiment was -0.098 , with a t -statistic of -6.881 and a probability value below 0.001 . Thus, increases in investor sentiment were associated with reductions in the leverage ratio. The overall leverage model was statistically significant, with $F=86.691$ and $p<0.001$. The coefficient of determination was $R^2=0.930$ and the adjusted R^2 was 0.919 , indicating that the explanatory and control variables accounted for a substantial proportion of variation in leverage.

In the second model, investor sentiment had a positive and statistically significant effect on debt maturity. The coefficient was 0.018 , with $t=2.542$ and $p=0.011$. This result indicates that higher investor sentiment was associated with greater use of longer-maturity debt. The second regression model was also statistically significant overall, with $F=35.364$ and $p<0.001$. The model produced $R^2=0.844$ and adjusted $R^2=0.820$, showing that the included variables explained a large proportion of variation in debt maturity.

In the third model, investor sentiment had a positive and statistically significant effect on the speed of financial leverage adjustment. The estimated coefficient was 0.034 , with $t=4.350$ and $p<0.001$.

Therefore, higher investor sentiment was associated with faster movement toward target leverage. The third model was statistically significant, with $F=216.975$ and $p<0.001$. Its R^2 was 0.660 and adjusted R^2 was 0.657. Overall, the results showed that investor sentiment was significantly related to all three examined dimensions of capital structure: leverage decreased as sentiment increased, whereas debt maturity and leverage adjustment speed increased.

Discussion and Conclusion

The findings indicate that investor sentiment is an important behavioral determinant of corporate financing decisions in the Tehran Stock Exchange. The negative relationship between investor sentiment and leverage can be interpreted through a market-timing mechanism. When market sentiment is favorable, equity financing becomes more attractive because firms can raise capital under more favorable valuation conditions. As a result, managers may rely less heavily on debt, leading to lower leverage. This interpretation suggests that firms do not determine capital structure solely on the basis of long-term target ratios or internal financial characteristics; rather, they also respond to temporary market conditions and investor demand.

The positive relationship between investor sentiment and debt maturity suggests that favorable market conditions improve firms' ability to secure longer-term financing. Higher sentiment may reduce perceived credit risk, improve expectations regarding future performance, and facilitate access to longer-maturity debt. In practical terms, firms may use optimistic periods to extend the maturity of their obligations and reduce refinancing pressure. This result also indicates that investor sentiment affects not merely the quantity of debt but also its contractual structure.

The positive association between investor sentiment and the speed of leverage adjustment further supports the view that financing conditions influence dynamic capital structure decisions. When sentiment is favorable, firms may have better access to external funding, lower transaction costs, and greater flexibility in selecting between debt and equity. These conditions make it easier to correct deviations from target leverage. In contrast, adverse sentiment may increase financing costs and delay adjustment, forcing firms to remain away from their desired capital structure for longer periods.

Taken together, the findings demonstrate that investor sentiment affects capital structure through several interconnected channels. It influences the relative attractiveness of equity and debt, the maturity profile of borrowing, and the ability of firms to rebalance toward target leverage. Therefore, behavioral factors should be considered alongside traditional determinants such as profitability, growth opportunities, liquidity, ownership structure, and information quality when analyzing financing behavior.

The study contributes to the literature by examining three dimensions of capital structure within a single framework and by providing evidence from the Tehran Stock Exchange. The results show that behavioral market conditions are relevant to both static and dynamic financing choices. For managers, this implies that monitoring investor sentiment can improve financing timing and debt management. For investors and analysts, changes in leverage or debt maturity should not automatically be interpreted only as signals of changes in firm fundamentals, because they may also reflect prevailing market sentiment. Overall, the study concludes that investor sentiment plays a significant role in shaping corporate capital structure decisions, reducing leverage while increasing debt maturity and accelerating adjustment toward target leverage.

بررسی رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین جنت مکان^۱، بهناز رعیت پیشه^{۱*}

۱. گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران

*ایمیل نویسنده مسئول: behnaz.rayatpisheh@iau.ir

چکیده

اطلاعات مقاله

نوع مقاله

پژوهشی اصلی

نحوه استناد به این مقاله:

جنت مکان، حسین، و رعیت پیشه، بهناز. (۱۴۰۶). بررسی رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار*، ۶(۶)، ۲۷-۱.



© ۱۴۰۶ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.

هدف: هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه تمایلات سرمایه‌گذاران با ابعاد ساختار سرمایه، شامل نسبت اهرمی، سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم مالی، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. **روش‌شناسی:** این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی با رویکرد پس‌رویدادی بود. جامعه پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل دادند و با اعمال معیارهای حذف سیستماتیک، ۱۲۷ شرکت در دوره هشت‌ساله ۲۰۱۶-۲۰۲۴ انتخاب شدند که در مجموع ۱۰۱۶ مشاهده سال-شرکت را فراهم کردند. داده‌ها از صورت‌های مالی و اطلاعات منتشرشده بازار سرمایه استخراج شدند. تمایلات سرمایه‌گذاران با استفاده از شاخص ترکیبی مبتنی بر قدرت نسبی، خط روان‌شناختی، حجم معاملات و نرخ تعدیل گردش سهام اندازه‌گیری شد. نسبت اهرمی، سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم مالی متغیرهای وابسته بودند. فرضیه‌ها با رگرسیون چندگانه داده‌های تابلویی و با استفاده از نرم‌افزار EViews آزمون شدند. **یافته‌ها:** نتایج استنباطی نشان داد تمایلات سرمایه‌گذاران اثر منفی و معناداری بر نسبت اهرمی داشت ($\beta = -0.098$, $t = -6.881$, $p < 0.001$) و مدل مربوطه نیز معنادار بود ($F = 86.691$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.930$). تمایلات سرمایه‌گذاران با سررسید بدهی رابطه مثبت و معناداری داشت ($\beta = 0.018$, $t = 2.542$, $p = 0.011$) و مدل دوم نیز از برازش معناداری برخوردار بود ($F = 35.364$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.844$). همچنین، تمایلات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل اهرم مالی نشان داد ($\beta = 0.034$, $t = 4.350$, $p < 0.001$) و مدل سوم نیز معنادار بود ($F = 216.975$, $p < 0.001$, $R^2 = 0.660$). بنابراین، هر سه فرضیه پژوهش تأیید شدند. جهت کلی این روابط نیز در نتایج اصلی مقاله گزارش شده است. **نتیجه‌گیری:** تمایلات سرمایه‌گذاران یکی از عوامل معنادار در شکل‌دهی تصمیمات تأمین مالی شرکت‌هاست؛ به گونه‌ای که افزایش تمایلات مثبت بازار با کاهش اتکا به اهرم مالی، افزایش سررسید بدهی و تسریع حرکت شرکت‌ها به سوی اهرم هدف همراه است. این یافته‌ها مؤید اهمیت عوامل مالی رفتاری در تبیین ساختار سرمایه‌اند و نشان می‌دهند مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران باید شرایط احساسی بازار را در کنار عوامل بنیادی شرکت در ارزیابی سیاست‌های تأمین مالی و بدهی مدنظر قرار دهند.

کلیدواژه‌گان: تمایلات سرمایه‌گذاران، ساختار سرمایه، نسبت اهرمی، سررسید بدهی، سرعت تعدیل اهرم مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

ساختار سرمایه یکی از بنیادی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مالی در شرکت‌هاست، زیرا نحوه ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام نه تنها بر هزینه سرمایه و ارزش شرکت اثر می‌گذارد، بلکه می‌تواند ظرفیت سرمایه‌گذاری، انعطاف‌پذیری مالی، ریسک ورشکستگی و توان شرکت برای پاسخ‌گویی به شوک‌های اقتصادی را نیز تحت تأثیر قرار دهد. تصمیم‌گیری درباره میزان استفاده از بدهی، انتخاب سررسید مناسب تعهدات و سرعت حرکت به سوی ساختار سرمایه هدف، در محیطی صورت می‌گیرد که اطلاعات کامل نیست، هزینه‌های تأمین مالی متغیر است و ارزیابی بازار از چشم‌انداز شرکت‌ها دائماً تغییر می‌کند. از این رو، ساختار سرمایه را نمی‌توان صرفاً نتیجه محاسبات مکانیکی مبتنی بر هزینه بدهی و بازده مورد انتظار دانست، بلکه این ساختار حاصل برهم‌کنش میان ویژگی‌های مالی شرکت، شرایط بازار، کیفیت اطلاعات، محدودیت‌های تأمین مالی و رفتار فعالان بازار است. شواهد نشان داده‌اند که کیفیت سود و ساختار سرمایه می‌تواند با یکدیگر پیوند داشته باشند و ویژگی‌های اطلاعاتی شرکت قادرند بر نحوه انتخاب منابع مالی اثرگذار باشند (Asgari, 2022). همچنین، کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش اصطکاک‌های اطلاعاتی و محدودکردن انحراف شرکت از ساختار سرمایه بهینه، می‌تواند فرایند تأمین مالی را کارآمدتر سازد (Synn & Williams, 2024). در همین راستا، عدم تقارن اطلاعاتی و سطح افشای اطلاعات نیز به عنوان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مطرح شده‌اند (Khalilian, 2025). این مجموعه شواهد نشان می‌دهد که مطالعه ساختار سرمایه مستلزم توجه هم‌زمان به متغیرهای مالی، اطلاعاتی و رفتاری است.

با وجود نقش برجسته نظریه‌های سنتی ساختار سرمایه، از جمله نظریه توازن، نظریه سلسله‌مراتبی و دیدگاه‌های مبتنی بر هزینه نمایندگی، تحولات مالی رفتاری سبب شده است که فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران و مدیران مورد بازنگری قرار گیرد. رویکرد مالی رفتاری بر این نکته تأکید دارد که قیمت‌های بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی همواره بازتابی کامل از ارزش‌های بنیادی نیستند و حالات روان‌شناختی، خوش‌بینی، بدبینی، هیجان و ادراک جمعی سرمایه‌گذاران می‌توانند بر رفتار بازار اثر بگذارند. در این چارچوب، تمایلات سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از سازه‌های محوری مالی رفتاری، بیانگر نگرش کلی بازار نسبت به دارایی‌های مالی و چشم‌انداز آتی آن‌هاست؛ نگرشی که الزاماً بر اطلاعات بنیادی قابل توجه نیست. بررسی‌های جدید در حوزه مالی شرکتی رفتاری نشان می‌دهد که احساسات بازار می‌تواند در کنار عوامل سنتی، بر انتخاب بین بدهی و حقوق صاحبان سهام و بر زمان‌بندی تأمین مالی اثرگذار باشد (Baker & Wurgler, 2021). علاوه بر این، در بازار سرمایه ایران نیز بر نقش احساسات سرمایه‌گذاران و عوامل رفتاری در شکل‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاری تأکید شده و نشان داده شده است که این احساسات می‌توانند بر ارزیابی فرصت‌ها و رفتار فعالان بازار اثر بگذارند (Zare Behnamiri et al., 2022). بنابراین، ورود تمایلات سرمایه‌گذاران به مدل‌های تبیین‌کننده ساختار سرمایه می‌تواند تصویری واقع‌بینانه‌تر از رفتار تأمین مالی شرکت‌ها ارائه دهد.

یکی از مهم‌ترین مجاری اثرگذاری تمایلات سرمایه‌گذاران بر ساختار سرمایه، سازوکار زمان‌بندی بازار است. بر اساس این دیدگاه، مدیران هنگام تصمیم‌گیری درباره انتشار سهام یا استفاده از بدهی، شرایط ارزش‌گذاری بازار را مدنظر قرار می‌دهند. اگر در اثر خوش‌بینی سرمایه‌گذاران قیمت سهام بیش از ارزش بنیادی افزایش یابد، انتشار سهام می‌تواند برای شرکت جذاب‌تر شود؛ زیرا شرکت قادر است سرمایه را با هزینه نسبی پایین‌تری جذب کند. در چنین شرایطی، اتکای شرکت به بدهی کاهش می‌یابد و در نتیجه نسبت اهرمی ممکن است پایین‌تر رود. در مقابل، زمانی که بازار سهام شرکت را کمتر از ارزش واقعی ارزیابی می‌کند، مدیران ممکن است تمایل کمتری به انتشار سهام داشته باشند و به منابع بدهی یا حتی بازخرید سهام روی آورند. پژوهش درباره عرضه‌های ثانویه سهام نشان داده است که شرایط چرخه عمر شرکت

و فرصت‌های زمان‌بندی بازار در تصمیمات مربوط به انتشار سهام نقش دارند (DeAngelo et al., 2010). همچنین، شواهدی وجود دارد که ارزش‌گذاری بیش‌ازحد سهام می‌تواند تصمیمات تأمین مالی را به‌طور معناداری تغییر دهد و شرکت‌ها را به استفاده بیشتر از حقوق صاحبان سهام سوق دهد (Dong et al., 2012). باین‌حال، همه پژوهش‌ها اثر پایدار و یکسانی برای زمان‌بندی بازار بر ساختار سرمایه گزارش نکرده‌اند و برخی یافته‌ها نشان می‌دهند که تصمیمات تأمین مالی تحت تأثیر مجموعه پیچیده‌تری از عوامل مدیریتی، سرمایه‌گذاری واقعی و شرایط بازار قرار دارد (Butler et al., 2011).

مسیر دیگر اثرگذاری تمایلات سرمایه‌گذاران به ظرفیت بدهی و هزینه تأمین مالی خارجی مربوط می‌شود. خوش‌بینی گسترده در بازار می‌تواند انتظارات نسبت به جریان‌های نقدی آینده را بهبود دهد، ارزش بازار دارایی‌ها را افزایش دهد و ارزیابی اعتبار شرکت را تقویت کند. در این وضعیت، وام‌دهندگان ممکن است ریسک اعتباری شرکت را کمتر برآورد کنند و دسترسی شرکت به منابع بدهی تسهیل شود. از سوی دیگر، بدبینی سرمایه‌گذاران می‌تواند موجب افزایش هزینه سرمایه، محدود شدن منابع تأمین مالی و افزایش حساسیت شرکت به جریان‌های نقدی داخلی شود. شواهد نشان می‌دهد که هزینه تأمین مالی خارجی در چرخه‌های مختلف کسب‌وکار و تحت شرایط متفاوت تمایلات سرمایه‌گذاران تغییر می‌کند و در دوره‌هایی که احساسات بازار مساعد است، اصطکاک‌های تأمین مالی می‌توانند کاهش یابند (McLean & Zhao, 2014). همچنین، نوسان دارایی‌ها و ویژگی‌های مرتبط با ظرفیت بدهی می‌توانند دامنه تأمین مالی مبتنی بر بدهی را تغییر دهند و در نتیجه بر انتخاب ساختار سرمایه اثرگذار باشند (Levine & Wu, 2021). این مسئله اهمیت بررسی هم‌زمان تمایلات سرمایه‌گذاران و ظرفیت بدهی را برجسته می‌کند، زیرا افزایش خوش‌بینی بازار لزوماً فقط به جایگزینی بدهی با سهام منجر نمی‌شود، بلکه در برخی شرکت‌ها ممکن است توان استقراض را نیز افزایش دهد.

مطالعات تجربی جدید نیز بر ماهیت چندبعدی رابطه میان تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه تأکید کرده‌اند. برای نمونه، پژوهش Li و همکاران نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر نسبت اهرمی، ساختار سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم اثرگذار باشد و جهت این اثرات برحسب شرایط بازار و ویژگی‌های شرکت متفاوت است (Li et al., 2023). این یافته اهمیت آن را دارد که ساختار سرمایه تنها با یک شاخص، مانند نسبت کل بدهی، سنجیده نشود؛ زیرا تصمیمات مالی شرکت شامل مجموعه‌ای از انتخاب‌های مرتبط است. یک شرکت ممکن است هم‌زمان سطح بدهی خود را تغییر دهد، ترکیب بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت را بازتنظیم کند و با سرعت متفاوتی به سمت اهرم هدف حرکت نماید. بنابراین، بررسی اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر چند بعد از ساختار سرمایه، نسبت به تمرکز صرف بر سطح بدهی، می‌تواند فهم دقیق‌تری از سازوکار رفتار تأمین مالی ایجاد کند. همین رویکرد چندبعدی زمینه را برای آزمون نظریه‌های مختلف، از جمله زمان‌بندی بازار، ظرفیت بدهی، هزینه قرارداد و نظریه توازن پویا فراهم می‌سازد.

سررسید بدهی نیز یکی از ابعاد اساسی سیاست تأمین مالی شرکت است. انتخاب بین بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌تواند بر ریسک نقدینگی، هزینه تأمین مالی مجدد، هزینه نظارت و انعطاف‌پذیری شرکت اثر بگذارد. در دوره‌های خوش‌بینی بازار و بهبود چشم‌انداز شرکت، دسترسی به بازارهای بدهی بلندمدت ممکن است تسهیل شود؛ در مقابل، شرکت‌هایی که با ریسک اعتباری بیشتر یا محدودیت‌های مالی شدیدتر روبه‌رو هستند، ممکن است ناچار به استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت شوند. مطالعه درباره دلایل افزایش استفاده شرکت‌ها از بدهی کوتاه‌مدت نشان داده است که ویژگی‌های شرکت، هزینه‌های اطلاعاتی و شرایط بازار در تعیین ساختار سررسید بدهی اهمیت دارند (Custódio et al., 2013). همچنین، شواهد مربوط به شرکت‌های چینی نشان می‌دهد که عملکرد محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند با سررسید بدهی رابطه داشته باشد و شرکت‌های دارای ویژگی‌های مطلوب‌تر به بدهی‌های بلندمدت‌تر دسترسی پیدا کنند (Zhou et al., 2024). در پژوهشی دیگر نیز تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی شرکت‌ها بررسی شده و نشان داده شده است که این رابطه می‌تواند با نوع و

ویژگی‌های شرکت تغییر کند (Martinez Sorondo, 2021). این یافته‌ها نشان می‌دهند که سررسید بدهی یک تصمیم مستقل از سطح اهرم نیست و می‌تواند تحت تأثیر ادراک بازار از کیفیت و چشم‌انداز شرکت قرار گیرد.

بعد مهم دیگر ساختار سرمایه، سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت سطح هدف است. نظریه توازن پویا فرض می‌کند که شرکت‌ها دارای سطحی مطلوب از بدهی هستند، اما به دلیل وجود هزینه‌های معامله، هزینه انتشار اوراق، محدودیت نقدینگی و سایر اصطکاک‌های مالی، همیشه نمی‌توانند بلافاصله خود را به سطح هدف برسانند. از این رو، سرعت تعدیل نشان‌دهنده میزان توانایی یا تمایل شرکت برای اصلاح فاصله میان اهرم واقعی و اهرم مطلوب است. پژوهش Faulkender و همکاران نشان داد که جریان‌های نقدی و وضعیت تأمین مالی شرکت نقش مهمی در سرعت تعدیل اهرم دارند و شرکت‌ها زمانی که منابع مناسب‌تری برای بازتنظیم ساختار مالی در اختیار دارند، سریع‌تر به سطح هدف نزدیک می‌شوند (Faulkender et al., 2012). اگر تمایلات مثبت سرمایه‌گذاران هزینه تأمین مالی خارجی را کاهش دهد، انتظار می‌رود امکان تعدیل سریع‌تر ساختار سرمایه فراهم شود؛ در مقابل، در دوره‌های بدبینی، محدودیت منابع و افزایش هزینه‌های تأمین مالی ممکن است تعدیل را کند کند. این رابطه در بازار سرمایه ایران نیز مورد توجه قرار گرفته و شواهد جدید بیانگر آن است که تمایلات سرمایه‌گذاران با سرعت تعدیل ساختار سرمایه مرتبط است و محدودیت مالی می‌تواند شدت این رابطه را تغییر دهد (Jafaei Rahni, 2026).

در کنار تصمیمات تأمین مالی، ویژگی‌های رفتاری بازار می‌تواند بر سایر تصمیمات شرکتی نیز اثر بگذارد و همین امر ضرورت بررسی تمایلات سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند. برای مثال، شواهد نشان داده است که اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر تصمیمات ادغام و تملیک در شرایط مختلف تمایلات سرمایه‌گذاران یکسان نیست و احساسات بازار می‌تواند رفتار مدیران را تشدید یا تعدیل کند (Nie & Yen, 2024). همچنین، احساسات سرمایه‌گذاران با ریسک سقوط قیمت سهام مرتبط دانسته شده و نقش میانجی رفتار گله‌ای تحلیلگران در این رابطه مطرح شده است (Bashir et al., 2024). در سطح عملکرد شرکت نیز، شواهد شرکت‌های ژاپنی حاکی از آن است که تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر شاخص‌های عملکرد مالی اثر بگذارد، هرچند شدت و جهت این اثر ممکن است بسته به نوع شاخص عملکرد متفاوت باشد (Vuong, 2022). افزون بر این، پژوهش‌های داخلی نیز رابطه معناداری میان احساسات سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری شرکت گزارش کرده‌اند و نشان داده‌اند که رفتار سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها می‌تواند از شرایط روانی بازار تأثیر بپذیرد (Dezhvan et al., 2022). در نتیجه، تمایلات سرمایه‌گذاران را می‌توان متغیری دانست که نه فقط بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها، بلکه بر دامنه‌ای از تصمیمات واقعی و مالی شرکت اثرگذار است. ساختار مالکیت و کیفیت حاکمیت شرکتی نیز می‌تواند در نحوه واکنش شرکت‌ها به شرایط بازار مؤثر باشند. مالکیت نهادی، به دلیل توان بیشتر در نظارت و دسترسی به اطلاعات، ممکن است رفتار تأمین مالی شرکت را تعدیل کند و از تصمیمات افراطی ناشی از شرایط موقت بازار جلوگیری نماید. پژوهش Rahma و همکاران نشان داد که مالکیت نهادی می‌تواند در رابطه میان ساختار سرمایه و عملکرد شرکت نقش تعدیل‌کننده داشته باشد (Rahma et al., 2023). از سوی دیگر، برخی مطالعات داخلی نشان داده‌اند که ساختار سرمایه با ساختار مالکیت و میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی مرتبط است (Asgari, 2022). این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که اثر تمایلات سرمایه‌گذاران احتمالاً در همه شرکت‌ها یکسان نیست و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و میزان وابستگی به بازارهای مالی می‌توانند حساسیت شرکت به احساسات بازار را تغییر دهند. در چنین بستری، بررسی رابطه مستقیم تمایلات سرمایه‌گذاران با اجزای ساختار سرمایه، گامی ضروری برای شناخت سازوکار پایه این اثر پیش از ورود به تحلیل‌های تعدیل‌گری پیچیده‌تر است.

از منظر محیط مالی و عملیاتی نیز شرکت‌ها در خلأ تصمیم نمی‌گیرند. اصطکاک‌های مالی، فشار نقدینگی و دسترسی محدود به منابع می‌توانند نحوه تأمین مالی و میزان انحراف از ساختار سرمایه مطلوب را تعیین کنند. در پژوهش‌های داخلی، تأثیر اصطکاک‌های مالی و مضیق نقدینگی بر ساختار سرمایه و کارایی تصمیمات تأمین مالی مورد تأکید قرار گرفته است (Soleimani et al., 2023). همچنین،

مطالعات مرتبط با مدیریت سود و عملکرد ساختار سرمایه نشان می‌دهند که سیاست‌های حسابداری و مالی می‌توانند هم‌زمان در شکل‌گیری نتایج شرکت دخیل باشند (Brandak & Yousefpour, 2021). این امر نشان می‌دهد که تبیین ساختار سرمایه باید در چارچوبی چندعاملی انجام شود که در آن احساسات بازار در کنار محدودیت‌های داخلی شرکت قرار می‌گیرد. از این منظر، تمایلات سرمایه‌گذاران ممکن است از طریق تغییر هزینه تأمین مالی، ارزش‌گذاری سهام، ظرفیت بدهی و امکان دسترسی به بازارهای سرمایه، بر سیاست‌های مالی اثر بگذارد و شدت این اثر نیز به وضعیت نقدینگی و کیفیت مالی شرکت وابسته باشد.

همچنین، رابطه میان شرایط بازار، اندازه و وضعیت شرکت و تصمیمات تأمین مالی را می‌توان از زاویه اعتبار و فرصت‌های رشد بررسی کرد. شرکت‌هایی که چشم‌انداز رشد مطلوب‌تر، اندازه بزرگ‌تر یا موقعیت عملیاتی قوی‌تری دارند، عموماً امکان بیشتری برای دسترسی به منابع تأمین مالی دارند و ممکن است واکنش متفاوتی نسبت به تغییرات تمایلات سرمایه‌گذاران نشان دهند. شواهد نشان داده است که شرکت‌های درگیر دشواری مالی نیز ممکن است به‌طور فعال در تصمیمات توسعه‌ای و تملیکی مشارکت کنند و شرایط خاص مالی آن‌ها الزماً به انفعال منجر نمی‌شود (Zhang, 2022). چنین یافته‌هایی نشان می‌دهد که رفتار شرکت‌ها در مواجهه با ریسک و محدودیت مالی می‌تواند بسیار ناهمگون باشد. از این رو، تحلیل رابطه تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه بدون توجه به ویژگی‌هایی مانند سودآوری، فرصت رشد، وجه نقد، عمر شرکت و سایر عوامل کنترلی می‌تواند به برآوردهای ناقص منجر شود؛ موضوعی که اهمیت استفاده از مدل‌های چندمتغیره در این حوزه را تقویت می‌کند.

از سوی دیگر، تمایلات سرمایه‌گذاران پدیده‌ای ایستا نیست و شدت اثر آن می‌تواند در افق‌های زمانی مختلف تغییر کند. پژوهش‌های جدید درباره ساختار زمانی احساسات سرمایه‌گذار نشان داده‌اند که اثر احساسات بر بازده سهام در طول زمان یکنواخت نیست و ممکن است با افزایش افق زمانی، انتشار اطلاعات جدید و کاهش عدم‌اطمینان تضعیف شود (Doulou et al., 2026). این نتیجه برای مطالعه ساختار سرمایه اهمیت ویژه‌ای دارد، زیرا تصمیمات مالی شرکت‌ها نیز معمولاً ماهیت چنددوره‌ای دارند. تصمیم درباره صدور سهام، اخذ بدهی بلندمدت یا تعدیل اهرم ممکن است تحت تأثیر ارزیابی مدیران از ماندگاری یا گذرا بودن شرایط احساسی بازار قرار گیرد. بنابراین، تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ساختار سرمایه می‌تواند علاوه بر سطح احساسات، به افق زمانی آن نیز وابسته باشد. چنین دیدگاهی با رویکردی سازگار است که ساختار سرمایه را نتیجه فرایندی پویا می‌داند و نه یک تصمیم مقطعی و منفرد.

با وجود گسترش پژوهش‌های بین‌المللی درباره رابطه تمایلات سرمایه‌گذاران و سیاست‌های تأمین مالی، هنوز درباره جهت و شدت این رابطه اجماع کاملی وجود ندارد. برخی شواهد از دیدگاه زمان‌بندی بازار حمایت می‌کنند و افزایش احساسات را با کاهش اتکا به بدهی مرتبط می‌دانند، در حالی که برخی دیگر بر ظرفیت بالاتر بدهی در دوره‌های خوش‌بینی و بهبود شرایط تأمین مالی تأکید دارند (Li et al., 2023). همچنین، شواهد موجود درباره سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم محدودتر و ناهمگون‌تر است. این ناهمگونی می‌تواند ناشی از تفاوت در ساختار بازارهای مالی، سطح توسعه نهادی، محدودیت‌های تأمین مالی، کیفیت اطلاعات و ویژگی‌های شرکت‌ها باشد. مطالعاتی مانند پژوهش‌های مربوط به تصمیمات عرضه سهام (DeAngelo et al., 2010)، ارزش‌گذاری بیش‌ازحد (Dong et al., 2012)، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری واقعی (Butler et al., 2011) و تعدیل اهرم (Faulkender et al., 2012) نشان می‌دهند که واکنش شرکت‌ها به شرایط بازار پیچیده و چندبعدی است. از این رو، آزمون این روابط در بازار سرمایه ایران می‌تواند به توسعه شواهد تجربی در محیطی با ویژگی‌های نهادی، اقتصادی و مالی متفاوت کمک کند.

در بازار سرمایه ایران نیز اگرچه مطالعاتی به ساختار سرمایه، محدودیت مالی، کیفیت اطلاعات، احساسات سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند، پژوهش‌هایی که تمایلات سرمایه‌گذاران را به‌طور هم‌زمان در ارتباط با سه بعد اصلی ساختار سرمایه، یعنی نسبت

اهرمی، سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم مالی بررسی کنند، محدود هستند. پژوهش‌های داخلی در سال‌های اخیر هر یک بخشی از این منظومه را پوشش داده‌اند؛ از بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و افشا با ساختار سرمایه (Khalilian, 2025) تا مطالعه اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری شرکت (Dezhvan et al., 2022)، تحلیل ساختار زمانی احساسات (Doulou et al., 2026) و بررسی نقش محدودیت مالی در رابطه میان احساسات و سرعت تعدیل ساختار سرمایه (Jafaei Rahni, 2026). با این حال، ارزیابی هم‌زمان این سه بعد می‌تواند امکان مقایسه مسیرهای متفاوت اثرگذاری تمایلات سرمایه‌گذاران را فراهم آورد و روشن سازد که آیا احساسات بازار تنها سطح بدهی شرکت را تغییر می‌دهد یا بر افق سررسید بدهی و سرعت بازگشت به اهرم هدف نیز اثرگذار است. چنین تحلیلی از نظر نظری به تلفیق دیدگاه‌های مالی رفتاری و نظریه‌های ساختار سرمایه کمک می‌کند و از نظر کاربردی نیز می‌تواند برای مدیران مالی، سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در ارزیابی آثار شرایط احساسی بازار بر تصمیمات تأمین مالی سودمند باشد.

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه، با تأکید بر نسبت اهرمی، سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم مالی، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر روش پژوهش، در زمره پژوهش‌های توصیفی جای می‌گیرد. مطالعات توصیفی به توصیف و تفسیر شرایط و روابط موجود می‌پردازد. این پژوهش از نظر هدف پژوهش، در زمره پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. در این نوع پژوهش‌ها، هدف کشف دانش تازه‌ای است که کاربرد مشخصی را درباره فرآورده یا فرآیندی در واقعیت دنبال می‌کند. به عبارت دقیق‌تر، پژوهش کاربردی تلاشی برای پاسخی به یک معضل یا مشکل عملی است که در دنیای واقعی وجود دارد. در پژوهش‌های کاربردی، نظریه‌ها یا اصولی که در پژوهش‌های پایه، تدوین می‌شوند، برای حل مسائل اجرایی و واقعی به‌کاررفته می‌شوند. طرح این پژوهش با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. جامعه آماری در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. دلیل این انتخاب، دسترسی آسان به اطلاعات مالی این شرکت‌ها و همچنین همگن بودن آن‌ها به دلیل وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. این استانداردها و مقررات یکپارچگی و سازگاری اطلاعات مالی شرکت‌ها را فراهم می‌آورد و امکان تحلیل دقیق‌تری را برای پژوهشگران فراهم می‌کند. علاوه بر این، انتخاب این جامعه آماری می‌تواند باعث ارتقاء اعتبار و قابلیت تعمیم نتایج پژوهش به شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون‌های موردنظر و با توجه به اطلاعات موجود، دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ است. نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. بدین منظور، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده جزء نمونه آماری لحاظ شده و آن دسته از شرکت‌هایی که این ضوابط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف شده است.

- شرکت در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی و تغییر فعالیت نداده باشد.

- سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.

- شرکت باید قبل از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس فعال بوده باشد.

زیرا، برخی از شرکت‌ها در طی دوره‌ی مورد نظر به بورس وارد شده و یا از بورس خارج شده‌اند و داده‌های این شرکت‌ها برای مقایسه با سایر شرکت‌ها مناسب نیست. بنابراین، در این مرحله شرکت‌هایی که طی دوره‌ی پژوهش به صورت کامل در بورس فعال نبوده‌اند، کنار گذاشته می‌شوند.



- داده‌های موردنیاز پژوهش در دسترس باشد.

- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی بانک، بیمه، سرمایه‌گذاری و لیزینگ نباشند. برای مثال، در بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نسبت بدهی بالا بوده اما نشان از ریسک مالی ندارد و به معنای سپرده‌های مشتریان است. همچنین، سود شرکت‌های سرمایه‌گذاری، همان سود شرکت‌های سرمایه‌پذیر است که اغلب جزء نمونه‌ی انتخابی هستند و یا بخش جریان نقد عملیاتی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی با قسمتی از جریان نقد فعالیت‌های تامین مالی شرکت‌های تولیدی یکسان باشد. لذا، استفاده از داده‌های این شرکت‌ها در کنار سایر شرکت‌ها منجر به تحلیل‌های نادرست و اخلال در نتایج مدل رگرسیون می‌شود.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در نهایت تعداد مشاهدات ۱۰۱۶ سال-شرکت و مجموع ۱۲۷ شرکت برای ۸ سال و در دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲، جمع‌آوری و به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب‌شده است.

جدول ۱

نحوه نمونه‌گیری

محدودیت	تعداد شرکت‌ها
جامعه آماری	۸۲۱
شرکت در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی و تغییر فعالیت داده باشد	(۱۶۴)
سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد	(۱۶۲)
جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی نباشند	(۱۳۵)
شرکت باید قبل از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس فعال بوده باشد	(۱۲۸)
داده‌های موردنیاز پژوهش در دسترس باشد	(۱۰۵)
نمونه نهایی	۱۲۷

مدل رگرسیون

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های ۱ و ۲ و ۳ برگرفته از دیدگاه لی و همکاران (۲۰۲۳) استفاده می‌شود.

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$SL_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

متغیرهای تحقیق

متغیر مستقل

تمایل سرمایه‌گذاران: در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار از شاخص ترکیبی استفاده می‌شود. شاخص مذکور

در بازار سرمایه ایران توسط مهرانی و معدنچی زاج (۱۳۹۷) به کار گرفته شده است.

شاخص احساسات سرمایه‌گذار از روابط زیر محاسبه می‌شود:

ای محاسبه شاخص احساسات سرمایه‌گذار، مشابه با تحقیق کیم و ها (۲۰۱۰) و یانگ و زو (۲۰۱۵) در گام نخست چهار شاخص شامل، شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روانشناسی، شاخص حجم معاملات و شاخص نرخ تعدیل گردش سهام، محاسبه می‌گردد.

(۱) شاخص قدرت نسبی

برای محاسبه شاخص قدرت نسبی ابتدا اقدام به محاسبه RST می‌شود.

$$RS_{it} = \frac{\sum_{t=0}^6 \max(P_t - P_{t-1}, 0)}{\sum_{t=0}^6 \max(P_{t-1} - P_t, 0)}$$

در این معادله:

P_t قیمت سهام در پایان دوره زمانی t

P_{t-1} قیمت سهام در پایان دوره زمانی $t-1$

سپس شاخص قدرت نسبی RSI محاسبه می‌گردد:

$$RSI_{it} = \left[\frac{RS_{it}}{1 + RS_{it}} \right] \times 100$$

با توجه به اینکه t از یک تا شش منظور شده است و سایر داده‌ها بر پایه سالانه منظور می‌گردند، دوره زمانی t برای p به صورت

دوماهه لحاظ می‌گردد. به این صورت RST و RSI نیز به صورت سالانه محاسبه می‌شود.

(۲) شاخص خط روانشناسانه

$$PSY_{it} = \frac{TU_t}{T} \times 100$$

تعداد روزهایی که قیمت سهام نسبت به روز قبل افزایش داشته است.

تعداد روزهای معاملاتی

(۳) شاخص حجم معاملات:

$$LTV_{it} = \ln(V_{it})$$

برای محاسبه حجم معاملاتی سهام شرکت از لگاریتم طبیعی تعداد سهام معامله‌شده شرکت طی سال استفاده می‌گردد.

(۴) شاخص نرخ تعدیل گردش سهام:

$$ART_{it} = R_{it}/|R_{it}| + VOL_{it}/C_{it}$$

R_{it} بازده سهام شرکت

VOL_{it} تعداد سهام معامله‌شده شرکت

C_{it} تعداد سهام منتشرشده شرکت

پس از محاسبه چهار شاخص فوق، با استفاده از روش تجزیه و تحلیل مؤلفه‌های اساسی، اقدام به ترکیب این شاخص‌ها می‌کنیم.

$$S_t = 0.5743RSI_t + 0.5551PSY_t + 0.4038LTV_t + 0.4461ART_t$$



متغیر وابسته

نسبت اهرمی: از نسبت بدهی به کل دارایی

سررسید بدهی: از نسبت بدهی میان مدت با سررسید (یک تا ۳ سال) تقسیم بر کل بدهی‌ها و از نسبت بدهی بلندمدت با سررسید (بیش از ۳ سال) تقسیم بر کل بدهی‌ها به دست می‌آید.

سرعت تعدیل اهرم مالی (SL)

در مطالعات متعدد راجع به اهرم مالی شرکت‌ها، مشاهده می‌شود که برای محاسبه سرعت تعدیل اهرم مالی از مدل تعدیل جزئی بهره گرفته شده است (فلان ری و رنگان، ۲۰۰۶؛ از تکیان، ۲۰۱۵). در مدل تعدیل جزئی، ابتدا باید اهرم مالی واقعی و بهینه را تخمین زده ولی اثر اهرم بهینه را نمی‌توان مستقیماً محاسبه نمود. از همین رو با قرار دادن فاکتورهای متعدد هر شرکت که بر تأمین مالی شرکت‌ها طبق مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین مؤثر نشان داده شده است، اهرم مالی بهینه محاسبه شده است. به هر حال عواملی نیز در خارج از شرکت بر این امر تأثیرگذار هستند که نمی‌توان آن‌ها را تحت کنترل ثابت درآورد (مانند شرایط اقتصادی) بنابراین در نهایت این عوامل به عنوان خطای تخمین زنده لحاظ شده است. محاسبه تخمینی اهرم بهینه با استفاده از مدل زیر برآورد می‌شود (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

$$L_{it} = \beta'x_{it} + u_{it}$$

که در آن L_{it} اهرم بهینه، x_{it} بردار خصوصیات هر شرکت مرتبط با منافع و مخارج فعالیت تحت نسبت‌های مختلف بدهی (اهرمی) است. β' ضریبی از برآورد تخمینی بردار توضیح داده شده است و u_{it} مقدار باقیمانده الگو است (دانگ و همکاران، ۲۰۱۴). خصوصیات شرکت همان گونه که بیان گردید به وسیله متغیرهایی که به طور متعدد در این حیطه در پژوهش‌ها مورد استفاده قرار گرفته است، انتخاب شده‌اند (فیلیپ، ۲۰۱۸).

$$L^*_{it} = \beta_1 FIMB_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 EV_{it} + \beta_4 EBIT_{it} + \beta_5 FA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Age_{it} + u_{it}$$

۱- کسری مالی (FIMB): سود سهام پرداختی + جمع جریان خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری + تغییرات سرمایه در گردش - وجوه

نقد عملیاتی / دارایی کل

۲- رشد شرکت (MB): نسبت ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری آن که جلوه‌ای از رشد شرکت می‌باشد.

۳- تغییرات درآمد (EV): قدر مطلق اختلاف بین درآمد هر دوره و میانگین درآمد طی پنج دوره شرکت تقسیم بر میانگین درآمد

طی پنج دوره می‌شود.

۴- نسبت سودآوری (EBIT): از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات بر دارایی کل حاصل شده است.

۵- نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (FA): نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی‌های کل شرکت.

۶- اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی دارایی کل در پایان دوره

۷- عمر شرکت (Age): لگاریتم طبیعی تفاضل سال تأسیس از سال مورد نظر

با قرار دادن خصوصیات شرکت، در مدل اول، اهرم بهینه را می‌توان با مدل دوم محاسبه نمود (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

که در آن L_{it} اهرم بهینه و u_{it} مقدار باقیمانده الگو است و سایر عوامل در پاراگراف قبل به تفصیل معرفی شده است.

مدل تعدیل جزئی که در مطالب بالا به آن اشاره شد و در تحقیق حاضر در جهت محاسبه سرعت تعدیل اهرم بهینه از آن استفاده شده است، الگوی تعدیل جزئی فاما و فرنچ (۲۰۰۲) است. که با مدل زیر ترکیب خواهد شد و مدل تئوری آن به شکل زیر است در ادامه توضیحات و الگوی ریاضی آن ارائه شده است:

$$\Delta L_{it} = (L^*_{it} - L_{it-1}) + v_{it}$$

که در آن ΔL_{it} حاصل تفریق اهرم واقعی دوره t با اهرم واقعی دوره $t-1$ است. L_{it} اهرم بهینه و L_{it-1} اهرم واقعی دوره $t-1$ ، λ سرعت تعدیل و v_{it} مشخصات باقیمانده‌های یک طرفه که مشمول اثرات ثابت ویژگی‌های هر شرکت است و در واقع (u_{it} الگوی ۲) است. در واقع این امر به شرکت این امکان را می‌دهد که فواصل بین اهرم واقعی و هدف را هر سال به میزان یک واحد کاهش دهد. مقدار نزدیک به یک نشان‌دهنده سرعت تنظیم بیشتر است. جهت به دست آوردن نهایی سرعت تعدیل از مدل زیر که از ترکیب دو مدل فوق به دست آمده، استفاده شده است (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

$$L^*_{it} = \theta_1 FIMB_{it} + \theta_2 MB_{it} + \theta_3 EV_{it} + \theta_4 EBIT_{it} + \theta_5 FA_{it} + \theta_6 SIZE_{it} + \theta_7 Age_{it} + u_{it}$$

که در آن؛ θ_1 الی θ_7 برابر است با $\lambda\beta'$ ؛ λ سرعت تعدیل و L_{it-1} اهرم واقعی دوره $t-1$ است. مابقی مؤلفه‌ها طبق الگوی بالا است که قبلاً به معرفی مشخصه‌های هر شرکت پرداخته شد (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱). الگوی ارائه شده به طور کلی بیانگر این امر است که شرکت‌ها همواره در پی اتخاذ تصمیماتی هستند که فاصله بین دو اهرم واقعی و هدف را کاهش و به اهرم بهینه دست یابند که فرضیه اولیه بر این است که کلیه شرکت‌ها با سرعت یکسانی به سمت اهرم مالی بهینه در حرکت هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲)؛ نهایتاً با کسر کردن ضریب تخمین زده شده برای L_{it-1} از عدد یک، سرعت تعدیل اهرم نهایی محاسبه شده است (از آنجا که ضرایب تخمینی رگرسیون برای هر سال شرکت می‌بایست به صورت مجزا ارائه گردد، ضریب تخمین زده شده با استفاده از امکانات رگرسیون غلتان جهت سهولت در کار محاسبه شده است).

$$\text{سرعت تعدیل اهرم} = 1 - (1 - \lambda)$$

متغیرهای کنترلی

استقلال مدیران (Boardind): نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا.
سودآوری (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها.
فرصت رشد (BTMratio): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها.
نسبت نقدینگی عملیاتی (Cash): از آنجا که نقدینگی شرکت معرف اوضاع مالی شرکت است و می‌تواند مدیران را در نیل به ساختار بهینه سرمایه کمک نماید از نسبت وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.
ارتباط سیاسی (SATE): اگر بزرگ‌ترین سهامدار شرکت دولت یا وابسته به دولت باشد عدد (۱) و گرنه (۰) خواهد بود.
رشد فروش (Growth): فروش دوره منهای فروش دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل.
عمر شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی سال تأسیس شرکت از سال موردنظر.



سرمایه‌گذاران نهادی (INST): به سرمایه‌گذارانی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و اشخاص و شرکت‌هایی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشند، سهامداران نهادی گویند که از درصد سهام در اختیار این گروه به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شده است.

یافته‌ها

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌گردد، میانگین نسبت اهرمی برابر با ۰/۵۳۷ است. این عدد بیانگر آن است که ۵۳/۷ درصد از دارایی شرکت‌ها از بدهی تشکیل شده است. میانه متغیر ۰/۵۴۳ بوده و نشان می‌دهد که نیمی از شرکت‌ها نسبت اهرمی بیش از ۵۴/۳ درصد دارند و نیمی دیگر نسبت اهرمی کمتر از این میزان دارند. بیشترین نسبت اهرمی ۸۶/۹ درصد و کمترین میزان ۱۷/۹ درصد است. انحراف معیار نیز میزان پراکندگی مشاهدات نسبت به میانگین را نشان می‌دهد و برای نسبت اهرمی ۱۹/۸ درصد است. این نسبت با توجه به مقادیر حداقل و حداقل و میزان فاصله از میانگین نسبتاً کوچک است.

جدول ۲

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
نسبت اهرمی	LEV	۰.۵۳۷	۰.۵۴۳	۰.۸۶۹	۰.۱۷۹	۰.۱۹۸	-۰.۱۱۴	۲.۰۵۲
سررسید بدهی	DM	۰.۱۰۵	۰.۰۷۳	۰.۳۲۶	۰.۰۰۷	۰.۰۹۱	۱.۰۲۳	۳.۰۱۷
سرعت تعدیل اهرم مالی	SL	۰.۲۷۲	۰.۲۳۶	۰.۷۶۳	-۰.۲۶۷	۰.۳۰۶	-۰.۰۴۷	۱.۹۷۱
تمایل سرمایه‌گذاران	SENT	۰.۵۳۸	۰.۵۳۹	۰.۷۱۷	۰.۳۴۴	۰.۱۱۰	-۰.۰۶۵	۱.۸۷۶
استقلال مدیران	BOARDIND	۰.۶۶۰	۰.۶۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۱۸۴	-۰.۲۸۰	۳.۳۹۶
سودآوری	ROA	۰.۱۴۹	۰.۱۱۹	۰.۴۳۵	-۰.۰۴۵	۰.۱۳۶	۰.۵۹۶	۲.۳۵۲
رشد فروش	GROWTH	۰.۳۹۹	۰.۳۴۶	۱.۳۲۹	-۰.۲۴۹	۰.۴۲۷	۰.۵۱۱	۲.۵۳۶
فرصت رشد	BTM	۰.۳۵۹	۰.۲۷۷	۰.۹۹۱	۰.۰۴۲	۰.۲۶۵	۰.۹۲۴	۲.۹۲۲
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	۰.۲۹۹	۰.۱۹۱	۰.۸۶۰	۰.۰۰۰	۰.۳۰۸	۰.۶۲۰	۱.۸۹۷
وجه نقد	CASH	۰.۰۷۲	۰.۰۴۳	۰.۲۷۶	۰.۰۰۶	۰.۰۷۴	۱.۴۹۲	۴.۳۲۸
عمر شرکت	AGE	۳.۷۳۷	۳.۸۲۹	۴.۱۲۷	۳.۰۹۱	۰.۳۱۱	-۰.۶۱۸	۲.۲۰۴
پنل ب: متغیرهای گسسته								
متغیر	نماد	تعداد یک	تعداد صفر	درصد یک	درصد صفر			
ارتباط سیاسی	STATE	۷۶۷	۲۴۹	۷۵.۴۹۲	۲۴.۵۰۸			

با بررسی سررسید بدهی که از نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی محاسبه شده است می‌توان مشاهده کرد که ۱۰/۵ درصد از بدهی شرکت‌ها ناشی از بدهی بلندمدت است. همچنین سرعت تعدیل اهرم مالی به طور میانگین ۰/۲۷۲ است. این عدد بیانگر آن است که شرکت‌ها طی ۳/۶۷ دوره (یک تقسیم بر ۰/۲۷۲) می‌توانند به اهرم هدف خود دست پیدا کنند. حداقل منفی بیانگر آن است که برخی شرکت‌ها واگرایی نسبت به اهرم دارند. یعنی شرکت به جای تعدیل اهرم مالی خود به سمت هدف، از آن دور می‌شود.

تمایل سرمایه‌گذاران که بر اساس میانگین چهار شاخص قدرت نسبی، خط روانشناسانه، حجم معاملات و شاخص نرخ تعدیل گردش سهام (که در دامنه صفر تا یک همگن شده است) محاسبه گردیده است می‌توان مشاهده کرد که میانگین آن ۰/۵۳۸ است. افزایش این شاخص بیانگر افزایش احساسات سرمایه‌گذاران است.

با بررسی چولگی متغیرها در جدول ۱ همان‌طور که مشاهده می‌شود، بیشترین چولگی به راست برای وجه نقد (۱/۴۹۲) بوده است. بیشترین چولگی به چپ برای عمر شرکت (۰/۶۱۸-) است. چولگی در حقیقت معیاری از وجود یا عدم تقارن تابع توزیع می‌باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچک‌تر مقدار چولگی منفی است. کمترین چولگی نیز برای تمایل سرمایه‌گذاران بوده است. کشیدگی توصیف‌کننده‌ی میزان قله‌ای بودن یک توزیع احتمالی است. هرچه قدر شکل تابع چگالی احتمال قله‌ای‌تر باشد میزان شاخص کشیدگی برای آن بیشتر است. به عبارت دیگر کشیدگی معیاری از تیزی منحنی در نقطه ماکزیمم است و مقدار آن برای توزیع نرمال برابر ۳ می‌باشد. لذا هر چه اعداد کشیدگی به عدد ۳ نزدیک‌تر باشد نرمال‌تر خواهد بود. نرمال‌ترین کشیدگی نیز برای سررسید بدهی (۳/۰۱۷) است. در پنب، متغیرهای گسسته ارائه شده است. متغیرهای گسسته متغیرهایی هستند که تنها دو مقدار صفر و یک را به خود اختصاص داده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که ۷۵/۴۹ درصد از شرکت‌ها دارای ارتباطا سیاسی هستند.

به‌منظور بررسی انتخاب داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی از آزمون اف-لیمر استفاده می‌شود.

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون F لیمر، در مدل‌های پژوهش کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد پس مدل داده‌های ترکیبی تایید می‌شود. در مدل سوم به دلیل آنکه سرعت تعدیل اهرم مالی برای هر شرکت در تمامی سال‌ها یکسان است، لذا مدل پژوهش به صورت پیشفرض به صورت اثرات ثابت قابل برآورد است. با توجه به نتایج حاصله و با توجه به تأیید داده‌های ترکیبی، در مدل اول و دوم پژوهش، نیاز به انجام آزمون هاسمن جهت تعیین اثرات تصادفی و اثرات ثابت ضرورت پیدا می‌کند. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴، گزارش شده است.

جدول ۳

نتایج آزمون F/لیمر

مدل	آماره آزمون F	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه
مدل اول پژوهش	۱۱.۲۹۵	(۱۲۶,۸۸۰)	۰.۰۰۰	روش داده‌های ترکیبی
مدل دوم پژوهش	۸.۳۰۰	(۱۲۶,۸۸۰)	۰.۰۰۰	روش داده‌های ترکیبی
مدل سوم پژوهش	مدل اثرات ثابت			

با توجه به نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴، مشاهده می‌شود که احتمال آماره F برای مدل‌های پژوهش کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. لذا استفاده از داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در دو مدل مورد نظر مورد تأیید قرار می‌گیرد.



جدول ۴

نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره آزمون F	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه
مدل اول پژوهش	۱۱۷.۲۳۲	۹	۰.۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم پژوهش	۹۰.۹۲۲	۹	۰.۰۰۰	اثرات ثابت
مدل سوم پژوهش				مدل اثرات ثابت

در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل‌های پژوهش رد می‌شود؛ بنابراین، مشکل ناهمسانی واریانس در دو مدل پژوهش وجود دارد. برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌شود.

جدول ۵

نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

مدل	مقدار آماره F	احتمال آماره F	نتیجه
مدل اول پژوهش	۲.۸۸۷	۰.۰۰۲	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
مدل دوم پژوهش	۳.۰۲۲	۰.۰۰۱	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
مدل سوم پژوهش	۱۲.۳۴۶	۰.۰۰۰	وجود مشکل ناهمسانی واریانس

برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره بروش گادفری استفاده شده است. نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد که میزان این آماره در دو مدل سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است لذا، مشکل خودهمبستگی بین باقی‌مانده‌های مدل وجود دارد. برای رفع مشکل خودهمبستگی جزء خطا از روش رگرسیون به روش استاندارد مقاوم استفاده می‌شود.

جدول ۶

نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا

مدل	مقدار آماره F	احتمال آماره F	نتیجه
مدل اول پژوهش	۲۵۹.۱۶۸	۰.۰۰۰	وجود مشکل خودهمبستگی
مدل دوم پژوهش	۳۲۹.۵۳۷	۰.۰۰۰	وجود مشکل خودهمبستگی
مدل سوم پژوهش	۱۵۵.۲۰۳	۰.۰۰۰	وجود مشکل خودهمبستگی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. برای تشخیص هم خطی باید عامل تورم واریانس مربوط به متغیر موردنظر کمتر از ۱۰ باشد، در غیر این صورت متغیر موردنظر متجر به هم خطی می‌شود. در همین راستا نتایج آزمون VIF برای الگوی پژوهش در جدول ۷ آورده شده است. بر اساس نتایج، مشاهده می‌شود که عامل تورم واریانس برای برخی متغیرها در مدل اول و دوم بیشتر از ۱۰ است. لذا مشکل هم خطی وجود دارد. در این راستا برای رفع هم خطی بر اساس روش میانگین زدایی مشکل هم

خطی رفع گردید. لازم به ذکر است به دلیل آنکه متغیرها مستقل و کنترلی در هر دو مدل یکسان است، نتایج هم خطی نیز مشابه بوده و به همین خاطر یک مرتبه گزارش شده است.

جدول ۷

نتایج حاصل از آزمون هم خطی از طریق آزمون VIF

متغیر	نماد	مدل اول، دوم و سوم پژوهش
تمایل سرمایه‌گذاران	SENT	۱.۱۷۷
استقلال مدیران	BOARDIND	۱.۰۴۱
سودآوری	ROA	۱.۶۲۷
رشد فروش	GROWTH	۱.۲۸۱
فرصت رشد	BTM	۱.۲۳۶
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	۱.۱۰۹
وجه نقد	CASH	۱.۳۶۷
عمر شرکت	AGE	۱.۰۲۶
ارتباط سیاسی	STATE	۱.۰۵۶

همان‌طور که در جدول ۴-۸ مشاهده می‌شود، آماره F برابر با ۸۶/۶۹۱ است و مقدار احتمال (سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود، یعنی مدل در حالت کلی معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که به ترتیب ۹۳ درصد و ۹۱/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نسبت اهرمی) به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. با توجه به معناداری کلی مدل، می‌توان در راستای معناداری تک‌تک متغیرها اظهار نظر کرد.

در راستای بررسی فرضیه اول در جدول ۴-۸ مشاهده می‌شود که ضریب تمایل سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۰۹۸- است که طبق آماره t (۶/۸۸۱-) و احتمال آماره t (۰/۰۰۰) ضریب مورد نظر در سطح ۹۵ درصد معنادار است. چراکه احتمال آماره t کمتر از ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت که با افزایش تمایل سرمایه‌گذاران، نسبت اهرمی کاهش پیدا می‌کند. لذا فرضیه اول مبنی بر اینکه "بین تمایلات سرمایه‌گذار و نسبت اهرمی رابطه معنادار وجود دارد"، تأیید می‌شود.

جدول ۸

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش (متغیر وابسته: نسبت اهرمی)

$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	نماد	ضرایب	خطا	آماره t
تمایل سرمایه‌گذاران	SENT	-۰.۰۹۸	۰.۰۱۴	-۶.۸۸۱
استقلال مدیران	BOARDIND	-۰.۰۰۵	۰.۰۱۳	-۰.۳۶۵
سودآوری	ROA	-۰.۶۹۱	۰.۰۲۳	-۲۹.۴۶۷
رشد فروش	GROWTH	-۰.۰۰۲	۰.۰۰۶	-۰.۲۶۳
فرصت رشد	BTM	-۰.۱۹۷	۰.۰۱۶	-۱۲.۴۱۴



سرمایه‌گذاران نهادی	INST	۰.۰۹۷	۰.۰۲۵	۳.۹۱۷	۰.۰۰۰
وجه نقد	CASH	۰.۰۸۵	۰.۰۲۹	۲.۹۸۴	۰.۰۰۳
عمر شرکت	AGE	-۰.۳۳۳	۰.۰۴۲	-۷.۹۱۶	۰.۰۰۰
ارتباط سیاسی	STATE	۰.۰۵۹	۰.۰۱۶	۳.۶۹۲	۰.۰۰۰
مقدار ثابت	C	۱.۹۳۲	۰.۱۵۲	۱۲.۷۱۱	۰.۰۰۰
آماره F	احتمال آماره F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	تعداد مشاهدات	
۸۶.۶۹۱	۰.۰۰۰	۰.۹۳۰	۰.۹۱۹	۱۰۱۶	

در راستای بررسی فرضیه دوم در جدول ۹ مشاهده می‌شود که ضریب تمایل سرمایه‌گذاران ۰/۰۱۸ است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. چراکه احتمال آماره t کمتر از ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت که با افزایش تمایل سرمایه‌گذاران، سررسید بدهی افزایش پیدا می‌کند. بدین ترتیب فرضیه دوم تأیید می‌شود و می‌توان گفت که بین تمایلات سرمایه‌گذار و سررسید بدهی رابطه معنادار وجود دارد.

جدول ۹

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش (متغیر وابسته: سررسید بدهی)

$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطا	آماره t	احتمال آماره t
تمایل سرمایه‌گذاران	SENT	۰.۰۱۸	۰.۰۰۷	۲.۵۴۲	۰.۰۱۱
استقلال مدیران	BOARDIND	-۰.۰۲۹	۰.۰۰۷	-۴.۲۹۷	۰.۰۰۰
سودآوری	ROA	۰.۰۲۵	۰.۰۰۴	۶.۸۲۳	۰.۰۰۰
رشد فروش	GROWTH	۰.۰۰۰	۰.۰۰۲	۰.۱۲۴	۰.۹۰۱
فرصت رشد	BTM	۰.۰۱۱	۰.۰۰۵	۲.۲۸۴	۰.۰۲۳
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	-۰.۰۲۵	۰.۰۱۴	-۱.۸۶۵	۰.۰۶۳
وجه نقد	CASH	-۰.۰۴۰	۰.۰۰۷	-۵.۵۰۲	۰.۰۰۰
عمر شرکت	AGE	-۰.۰۶۵	۰.۰۱۸	-۳.۵۵۹	۰.۰۰۰
ارتباط سیاسی	STATE	۰.۰۲۴	۰.۰۰۳	۸.۳۵۴	۰.۰۰۰
مقدار ثابت	C	۰.۳۴۰	۰.۰۷۱	۴.۸۱۱	۰.۰۰۰
آماره F	احتمال آماره F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	تعداد مشاهدات	
۳۵.۳۶۴	۰.۰۰۰	۰.۸۴۴	۰.۸۲۰	۱۰۱۶	

در راستای بررسی فرضیه سوم مشاهده می‌شود که ضریب تمایل سرمایه‌گذاران ۰/۰۳۴ است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. چراکه احتمال آماره t کمتر از ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت که با افزایش تمایل سرمایه‌گذاران، سرعت تعدیل اهرم مالی افزایش پیدا می‌کند. بدین ترتیب فرضیه سوم مبنی بر اینکه "بین تمایلات سرمایه‌گذار و سرعت تعدیل اهرم مالی رابطه معنادار وجود دارد"، تأیید می‌شود.

جدول ۱۰

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش (متغیر وابسته: سرعت تعدیل اهرم مالی)

$SL_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطا	آماره t	احتمال آماره t
تمایل سرمایه‌گذاران	SENT	۰.۰۳۴	۰.۰۰۸	۴.۳۵۰	۰.۰۰۰
استقلال مدیران	BOARDIND	۰.۱۵۵	۰.۰۰۶	۲۴.۲۲۳	۰.۰۰۰
سودآوری	ROA	-۰.۱۰۵	۰.۰۱۲	-۸.۶۳۰	۰.۰۰۰
رشد فروش	GROWTH	۰.۰۰۶	۰.۰۰۳	۱.۸۵۳	۰.۰۶۴
فرصت رشد	BTM	۰.۰۳۴	۰.۰۰۲	۱۵.۶۹۲	۰.۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۶	-۰.۵۰۹	۰.۶۱۱
وجه نقد	CASH	۰.۰۲۸	۰.۰۱۶	۱.۷۹۳	۰.۰۷۳
عمر شرکت	AGE	۰.۱۷۰	۰.۰۰۶	۳۰.۹۰۸	۰.۰۰۰
ارتباط سیاسی	STATE	-۰.۱۰۴	۰.۰۰۲	-۵۲.۰۶۷	۰.۰۰۰
مقدار ثابت	C	-۰.۴۰۴	۰.۰۱۸	-۲۲.۵۴۲	۰.۰۰۰
آماره F	احتمال آماره F	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	تعداد مشاهدات	
۲۱۶.۹۷۵	۰.۰۰۰	۰.۶۶۰	۰.۶۵۷	۱۰۱۶	

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران با هر سه بعد مورد بررسی ساختار سرمایه، یعنی نسبت اهرمی، سررسید بدهی و سرعت تعدیل اهرم مالی، رابطه معنادار دارد. در فرضیه نخست، ضریب تمایلات سرمایه‌گذاران برای نسبت اهرمی برابر با ۰.۰۹۸- بود و این اثر با آماره ۶.۸۸۱- و سطح معناداری کمتر از ۰.۰۰۱ تأیید شد؛ بنابراین، افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران با کاهش نسبت اهرمی شرکت‌ها همراه بود. در فرضیه دوم، تمایلات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری بر سررسید بدهی داشتند؛ به گونه‌ای که ضریب برآورد شده برابر با ۰.۰۱۸، آماره t برابر با ۲.۵۴۲ و سطح معناداری برابر با ۰.۰۱۱ بود. در نتیجه، با افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها گرایش بیشتری به استفاده از بدهی‌هایی با سررسید بلندتر نشان دادند. در فرضیه سوم نیز ضریب تمایلات سرمایه‌گذاران بر سرعت تعدیل اهرم مالی برابر با ۰.۰۳۴ و آماره t برابر با ۴.۳۵۰ بود و این رابطه در سطح کمتر از ۰.۰۰۱ معنادار شد؛ از این رو، افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران با افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سمت اهرم هدف همراه بود. در مجموع، نتایج نشان می‌دهد که شرایط روان‌شناختی و رفتاری بازار صرفاً بر ارزش‌گذاری سهام اثرگذار نیست، بلکه می‌تواند مستقیماً در شکل‌گیری تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها نیز نقش داشته باشد و ترکیب منابع مالی، افق زمانی بدهی‌ها و سرعت بازتوزیع ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد.

نتیجه فرضیه نخست مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار میان تمایلات سرمایه‌گذاران و نسبت اهرمی را می‌توان در چارچوب دیدگاه زمان‌بندی بازار و مالی رفتاری تبیین کرد. زمانی که تمایلات سرمایه‌گذاران در سطح بالایی قرار دارد، خوش‌بینی نسبت به چشم‌انداز بازار و شرکت افزایش می‌یابد و قیمت سهام ممکن است در مقایسه با ارزش بنیادی آن در سطح مطلوب‌تری قرار گیرد. در چنین شرایطی، مدیران می‌توانند از وضعیت مساعد بازار سهام برای تأمین منابع مالی از طریق حقوق صاحبان سهام استفاده کنند و به این ترتیب نیاز شرکت به استقراض کاهش می‌یابد. نتیجه طبیعی چنین رفتاری، کاهش سهم بدهی در ساختار سرمایه و افت نسبت اهرمی است. این تفسیر با دیدگاه مالی شرکتی رفتاری سازگار است که نشان می‌دهد مدیران در تصمیمات تأمین مالی، شرایط بازار و نحوه ارزش‌گذاری سهام را در نظر می‌گیرند.

و در دوره‌های خوش‌بینی سرمایه‌گذاران، تأمین مالی از طریق سهام می‌تواند جذاب‌تر شود (Baker & Wurgler, 2021). همچنین، نتایج Dong و همکاران نشان داد که ارزش‌گذاری بیش‌ازحد سهام می‌تواند شرکت‌ها را به سمت انتشار سهام سوق دهد و بر انتخاب میان بدهی و حقوق صاحبان سهام اثر بگذارد (Dong et al., 2012). یافته‌های DeAngelo و همکاران نیز نشان می‌دهد که تصمیمات مربوط به عرضه سهام جدید با شرایط بازار، فرصت‌های تأمین مالی و چرخه عمر شرکت مرتبط است (DeAngelo et al., 2010).

رابطه منفی میان تمایلات سرمایه‌گذاران و نسبت اهرمی همچنین با این منطق سازگار است که خوش‌بینی بازار هزینه نسبی تأمین مالی از طریق سهام را کاهش می‌دهد. هنگامی که سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به خرید سهام دارند، شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی موردنیاز خود را با اتکای کمتر به بدهی جذب کنند. در مقابل، زمانی که تمایلات سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد و تقاضای بازار برای سهام تضعیف می‌شود، مدیران ممکن است انتشار سهام را پرهزینه‌تر یا نامطلوب‌تر ارزیابی کنند و در نتیجه استفاده از بدهی افزایش یابد. یافته حاضر از منظر کلی با شواهد مربوط به تأثیر شرایط بازار بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری واقعی نیز همخوانی دارد (Butler et al., 2011). همچنین، پژوهش McLean و Zhao نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران با هزینه تأمین مالی خارجی پیوند دارد و در دوره‌های مساعدتر، محدودیت تأمین مالی می‌تواند کاهش یابد (McLean & Zhao, 2014). در بازار سرمایه ایران نیز شواهدی در خصوص اثرگذاری احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها گزارش شده است (Dezhvan et al., 2022) و مطالعات مرتبط با مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران نیز بر اهمیت متغیرهای رفتاری بازار در تصمیم‌گیری مالی تأکید کرده‌اند (Zare Behnamiri et al., 2022). بنابراین، نتیجه نخست پژوهش حاضر نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران نیز مدیران در تعیین ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام از فضای روانی بازار متأثر می‌شوند.

باین‌حال، لازم است این نتیجه در کنار شواهدی قرار گیرد که رابطه مثبت میان احساسات سرمایه‌گذاران و ظرفیت بدهی را مطرح کرده‌اند. Li و همکاران نشان دادند که در برخی شرایط، تمایلات بالاتر سرمایه‌گذاران می‌تواند از طریق بهبود انتظارات نسبت به جریان‌های نقدی آینده و تقویت ظرفیت بدهی، امکان استفاده بیشتر از تأمین مالی بدهی را فراهم کند (Li et al., 2023). این تفاوت ظاهری نشان می‌دهد که تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر اهرم مالی می‌تواند به ویژگی‌های نهادی بازار، سطح توسعه بازار بدهی، شرایط تأمین مالی و مشخصات شرکت‌ها وابسته باشد. در بازارهایی که امکان انتشار سهام در دوره‌های خوش‌بینی جذاب‌تر است، سازوکار زمان‌بندی بازار می‌تواند بر سازوکار ظرفیت بدهی غلبه کند. از سوی دیگر، ساختار مالکیت، سطح محدودیت مالی، کیفیت اطلاعات و فرصت‌های رشد نیز ممکن است جهت‌نهایی این رابطه را تعیین کنند. یافته‌های Khalilian درباره رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سطح افشا با ساختار سرمایه، اهمیت محیط اطلاعاتی را در تصمیمات تأمین مالی تأیید می‌کند (Khalilian, 2025). همچنین، Soleimani و همکاران بر نقش اصطکاک‌های مالی و مضیقه نقدینگی در ساختار سرمایه و کارایی تصمیمات تأمین مالی تأکید کرده‌اند (Soleimani et al., 2023). بنابراین، اثر منفی مشاهده‌شده در پژوهش حاضر را می‌توان محصول تعامل شرایط رفتاری بازار با ساختار خاص تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران دانست. در خصوص فرضیه دوم، یافته‌ها نشان داد که افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران با افزایش سررسید بدهی همراه است. این نتیجه بیانگر آن است که در دوره‌هایی که فضای روانی بازار مساعدتر است، شرکت‌ها تمایل یا امکان بیشتری برای استفاده از بدهی‌های بلندمدت دارند. یکی از تبیین‌های محتمل آن است که افزایش خوش‌بینی سرمایه‌گذاران و بهبود چشم‌انداز بازار می‌تواند برداشت اعتباردهندگان از ریسک شرکت را نیز بهبود دهد. در چنین شرایطی، امکان دسترسی شرکت به منابع مالی بلندمدت افزایش می‌یابد و شرکت می‌تواند بخشی از بدهی‌های کوتاه‌مدت خود را با بدهی‌های دارای سررسید طولانی‌تر جایگزین کند. این رفتار می‌تواند هزینه‌های تجدید مکرر بدهی، ریسک نقدینگی و فشار تأمین مالی مجدد را کاهش دهد. از این منظر، یافته حاضر با ادبیاتی سازگار است که سررسید بدهی را تابعی از ویژگی‌های

شرکت، کیفیت اعتباری و شرایط بازار می‌داند. Custódio و همکاران نشان دادند که انتخاب میان بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت تحت تأثیر عوامل مالی و شرایط تأمین مالی قرار دارد و تغییر در این عوامل می‌تواند الگوی سررسید بدهی شرکت‌ها را تغییر دهد (Custódio et al., 2013).

همسویی بیشتری نیز میان نتیجه فرضیه دوم و یافته‌های Martinez Sorondo مشاهده می‌شود که اثر احساسات بر سررسید بدهی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داد و نشان داد رابطه میان این دو متغیر می‌تواند با ویژگی‌های شرکت و شرایط مالی آن شکل گیرد (Martinez Sorondo, 2021). همچنین، Zhou و همکاران نشان دادند که شرکت‌هایی با شرایط مطلوب‌تر از منظر عملکرد محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیتی، امکان بیشتری برای استفاده از بدهی بلندمدت دارند و کیفیت ادراک شده شرکت می‌تواند به افزایش سررسید بدهی منجر شود (Zhou et al., 2024). اگرچه متغیر اصلی آن مطالعه متفاوت از تمایلات سرمایه‌گذاران بود، اما منطق زیربنایی هر دو نتیجه مشابه است: هر عاملی که ادراک بازار و اعتباردهندگان از کیفیت و چشم‌انداز شرکت را بهبود دهد، می‌تواند دسترسی به منابع مالی با سررسید طولانی‌تر را تسهیل کند. افزون بر این، یافته‌های Zhang درباره رفتار شرکت‌های دارای شرایط دشوار مالی نیز نشان می‌دهد که وضعیت مالی و فرصت‌های پیش روی شرکت نقش مهمی در نوع تصمیمات مالی و توسعه‌ای آن‌ها دارد (Zhang, 2022). بنابراین، نتیجه پژوهش حاضر می‌تواند نشان‌دهنده آن باشد که احساسات مثبت سرمایه‌گذاران به‌صورت غیرمستقیم شرایط لازم برای تمدید افق زمانی بدهی شرکت‌ها را ایجاد می‌کند.

نتیجه فرضیه دوم با بخشی از یافته‌های Li و همکاران تفاوت جهت دارد؛ زیرا در آن مطالعه، در برخی شرایط افزایش احساسات سرمایه‌گذار با سررسید کوتاه‌تر بدهی همراه گزارش شده است (Li et al., 2023). این تفاوت می‌تواند ناشی از تفاوت میان بازارهای مورد مطالعه، شیوه‌های سنجش احساسات، ساختار بازار بدهی و میزان دسترسی شرکت‌ها به ابزارهای تأمین مالی باشد. در بازارهایی که بدهی کوتاه‌مدت می‌تواند به‌عنوان ابزار علامت‌دهی توان مالی شرکت مورد استفاده قرار گیرد، شرکت‌های برخوردار از اعتماد بالاتر ممکن است بدهی کوتاه‌مدت بیشتری انتخاب کنند؛ اما در محیطی که تأمین مالی بلندمدت نشانه بهبود اعتبار و کاهش محدودیت مالی است، افزایش احساسات می‌تواند سررسید بدهی را افزایش دهد. از این‌رو، نتیجه پژوهش حاضر بر اهمیت زمینه نهادی تأکید دارد و نشان می‌دهد که اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر سیاست بدهی را نباید به‌صورت یک رابطه ثابت و مستقل از ویژگی‌های بازار در نظر گرفت.

فرضیه سوم نیز تأیید کرد که تمایلات سرمایه‌گذاران اثر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل اهرم مالی دارند. این نتیجه از منظر نظریه توازن پویا اهمیت ویژه‌ای دارد. بر اساس این نظریه، شرکت‌ها معمولاً دارای یک سطح هدف برای اهرم مالی هستند، اما وجود هزینه‌های مبادله، هزینه انتشار اوراق، محدودیت‌های نقدینگی و سایر اصطکاک‌های مالی سبب می‌شود تعدیل ساختار سرمایه به‌صورت تدریجی انجام شود. هر عاملی که هزینه تأمین مالی خارجی را کاهش دهد یا دسترسی شرکت به منابع مالی را تسهیل کند، می‌تواند سرعت بازگشت شرکت به اهرم هدف را افزایش دهد. بنابراین، افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران با ایجاد شرایط مساعدتر در بازار سرمایه می‌تواند امکان اصلاح سریع‌تر انحراف از ساختار سرمایه مطلوب را فراهم کند. یافته Faulkender و همکاران نیز نشان داد که دسترسی به منابع مالی و جریان‌های نقدی بر سرعت تعدیل اهرم اثر دارد و شرکت‌ها زمانی سریع‌تر ساختار سرمایه خود را اصلاح می‌کنند که منابع لازم برای انجام تعدیل در اختیار آن‌ها باشد (Faulkender et al., 2012). به همین ترتیب، یافته‌های McLean و Zhao مبنی بر کاهش هزینه تأمین مالی خارجی در شرایط مساعد بازار، پشتوانه‌ای نظری برای نتیجه حاضر فراهم می‌کند (McLean & Zhao, 2014).

یافته سوم با بخشی از شواهد داخلی نیز همسو است. Jafaei Rahni رابطه میان احساسات سرمایه‌گذار و سرعت تعدیل ساختار سرمایه را با توجه به نقش محدودیت‌های مالی بررسی کرد و نشان داد که شرایط احساسی بازار با سرعت تعدیل مرتبط است و محدودیت مالی

می‌تواند این رابطه را تغییر دهد (Jafaei Rahni, 2026). اگرچه جهت و شدت رابطه ممکن است برحسب نحوه مدل‌سازی، دوره زمانی و وضعیت محدودیت مالی متفاوت باشد، اصل ارتباط میان احساسات بازار و فرایند تعدیل ساختار سرمایه در هر دو پژوهش مورد حمایت قرار گرفته است. همچنین، یافته‌های Levine و Wu نشان می‌دهد که ظرفیت بدهی و ویژگی‌های دارایی شرکت می‌تواند توان شرکت برای تغییر ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهند (Levine & Wu, 2021). از سوی دیگر، کیفیت گزارشگری مالی نیز می‌تواند با کاهش اصطکاک‌های اطلاعاتی موجب شود شرکت‌ها به ساختار سرمایه بهینه خود نزدیک‌تر شوند (Synn & Williams, 2024). مجموعه این شواهد نشان می‌دهد که سرعت تعدیل صرفاً تابع یک هدف مالی داخلی نیست، بلکه به شرایط بازار سرمایه، کیفیت اطلاعات و امکان دسترسی به منابع تأمین مالی وابسته است.

از دیدگاه رفتاری، افزایش تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند انعطاف‌پذیری مدیران را در انتخاب ابزارهای مالی افزایش دهد. زمانی که فضای بازار مثبت است، شرکت نه تنها امکان انتشار سهام را با شرایط مطلوب‌تر دارد، بلکه ممکن است به بدهی‌های بلندمدت نیز دسترسی آسان‌تری پیدا کند. این تنوع بیشتر در منابع مالی به مدیریت اجازه می‌دهد که شکاف میان اهرم واقعی و اهرم هدف را با سرعت بیشتری کاهش دهد. در مقابل، در دوره‌های بدبینی، افزایش هزینه سهام، دشوار شدن استقراض و افزایش عدم اطمینان می‌تواند شرکت را وادار کند انحراف از اهرم هدف را برای مدت طولانی‌تری تحمل کند. این تبیین با شواهد مربوط به نقش عوامل رفتاری در تصمیمات شرکتی نیز سازگار است. برای مثال، Nie و Yen نشان دادند که اثر ویژگی‌های رفتاری مدیران بر تصمیمات ادغام و تملیک در شرایط مختلف تمایلات سرمایه‌گذاران تغییر می‌کند (Nie & Yen, 2024). Bashir و همکاران نیز نشان دادند که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند از مسیرهای رفتاری و اطلاعاتی با ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط داشته باشد (Bashir et al., 2024). این مطالعات، هرچند مستقیماً درباره تعدیل اهرم نیستند، نشان می‌دهند که احساسات بازار قادر است محیط تصمیم‌گیری مدیران را به‌طور معناداری تغییر دهد.

یافته‌های پژوهش حاضر همچنین با شواهدی سازگار است که نقش تمایلات سرمایه‌گذاران را در عملکرد، سرمایه‌گذاری و سایر تصمیمات مالی شرکت‌ها تأیید کرده‌اند. Vuong نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند با عملکرد مالی آتی شرکت‌ها مرتبط باشد و اثر آن بسته به شاخص عملکرد متفاوت باشد (Dezhvan, 2022). و همکاران نیز وجود ارتباط معنادار میان احساسات سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری شرکت را گزارش کردند (Dezhvan et al., 2022). افزون بر این، Doulou و همکاران نشان دادند که تأثیر احساسات در افق‌های زمانی مختلف یکسان نیست و با تغییر افق زمانی و ورود اطلاعات جدید به بازار، شدت اثر آن می‌تواند تغییر کند (Doulou et al., 2026). این موضوع در تفسیر نتایج حاضر مهم است، زیرا ساختار سرمایه و تعدیل آن ماهیتی پویا دارد و احتمال دارد شرکت‌ها نه تنها به سطح جاری احساسات، بلکه به پایداری و ساختار زمانی آن نیز واکنش نشان دهند. بنابراین، یافته‌های این پژوهش را می‌توان بخشی از شواهد گسترده‌تری دانست که نشان می‌دهد متغیرهای رفتاری بازار بر تصمیمات واقعی شرکت و نه صرفاً بر نوسانات قیمت دارایی‌ها اثر می‌گذارند. در نهایت، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که رویکرد صرفاً سنتی به ساختار سرمایه برای تبیین رفتار مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران کافی نیست. عوامل بنیادین مانند سودآوری، فرصت‌های رشد، نقدینگی، ساختار مالکیت و کیفیت اطلاعات همچنان اهمیت دارند، اما تمایلات سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند به‌عنوان یک عامل مکمل در تحلیل تصمیمات تأمین مالی مورد توجه قرار گیرد. مطالعات مربوط به ساختار مالکیت و عملکرد نشان داده‌اند که مالکیت نهادی می‌تواند نحوه اثرگذاری ساختار سرمایه را تغییر دهد (Rahma et al., 2023) و مطالعات داخلی درباره مدیریت سود و ساختار سرمایه نیز بر پیچیدگی تعامل میان تصمیمات مالی و حسابداری تأکید کرده‌اند (Brandak & Yousefpour, 2021). همچنین، یافته‌های Asgari نشان می‌دهد که ساختار سرمایه با برخی ویژگی‌های مالکیتی و مالی شرکت مرتبط است (Asgari, 2022). بنابراین، قرار دادن تمایلات سرمایه‌گذاران در کنار این عوامل می‌تواند چارچوب جامع‌تری برای توضیح تصمیمات مالی

فراهم کند. بر این اساس، پژوهش حاضر با ارائه شواهدی درباره سه بعد متفاوت ساختار سرمایه نشان می‌دهد که احساسات بازار می‌تواند هم بر میزان استفاده از بدهی، هم بر افق زمانی آن و هم بر سرعت دستیابی شرکت به ساختار مالی مطلوب اثرگذار باشد.

پژوهش حاضر با چند محدودیت مواجه بود که باید در تفسیر و تعمیم نتایج مورد توجه قرار گیرد. نخست، مطالعه به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود بود و شرکت‌های فرابورسی، شرکت‌های غیربورسی و مؤسسات مالی به دلیل تفاوت ساختاری و محدودیت‌های نمونه‌گیری وارد تحلیل نشدند؛ بنابراین، تعمیم نتایج به همه بنگاه‌های اقتصادی باید با احتیاط انجام شود. دوم، تمایلات سرمایه‌گذاران با استفاده از یک شاخص ترکیبی مبتنی بر متغیرهای بازار اندازه‌گیری شد؛ هرچند این رویکرد امکان سنجش کمی احساسات را فراهم می‌کند، ممکن است همه ابعاد روان‌شناختی و رفتاری سرمایه‌گذاران را پوشش ندهد. سوم، داده‌های پژوهش ماهیت ثانویه و تاریخی داشتند و در نتیجه امکان بررسی مستقیم انگیزه‌های مدیران و سرمایه‌گذاران وجود نداشت. چهارم، ساختار سرمایه تحت تأثیر عوامل کلان اقتصادی، تغییرات مقرراتی، تورم، نرخ بهره، نرخ ارز، ریسک سیاسی و شوک‌های بازار قرار دارد و اگرچه مدل پژوهش تعدادی از متغیرهای کنترلی را در نظر گرفت، کنترل کامل همه عوامل محیطی ممکن نبود. همچنین، استفاده از داده‌های سالانه می‌تواند بخشی از نوسانات کوتاه‌مدت احساسات سرمایه‌گذاران را پنهان کند.

پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده رابطه تمایلات سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه را در بازارهای مختلف و با تفکیک صنایع بررسی کنند تا مشخص شود آیا حساسیت تصمیمات تأمین مالی به احساسات بازار در صنایع سرمایه‌بر، شرکت‌های فناوری، صنایع صادراتی و سایر گروه‌ها متفاوت است. همچنین، استفاده از شاخص‌های جایگزین احساسات، از جمله شاخص‌های مبتنی بر جست‌وجوی اینترنتی، اخبار مالی، شبکه‌های اجتماعی، حجم عرضه‌های اولیه یا روش‌های پردازش زبان طبیعی می‌تواند اعتبار یافته‌ها را افزایش دهد. بررسی نقش تعدیل‌کننده محدودیت مالی، کیفیت حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، اندازه شرکت، چرخه عمر، کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی نیز می‌تواند تصویر دقیق‌تری از شرایط مرزی رابطه ارائه دهد. پیشنهاد می‌شود داده‌های ماهانه یا فصلی برای مطالعه پویایی کوتاه‌مدت احساسات و واکنش ساختار سرمایه به کار گرفته شوند. علاوه بر این، استفاده از مدل‌های پویا، رگرسیون‌های آستانه‌ای، مدل‌های تغییر رژیم و روش‌های علی می‌تواند به تشخیص بهتر جهت اثرگذاری کمک کند. مطالعه اثر شوک‌های شدید بازار و مقایسه دوره‌های رونق و رکود نیز می‌تواند روشن سازد که آیا روابط مشاهده‌شده در شرایط مختلف اقتصادی پایدار باقی می‌مانند.

با توجه به نتایج پژوهش، مدیران مالی شرکت‌ها می‌توانند شاخص‌های تمایلات سرمایه‌گذاران را در کنار متغیرهای بنیادی به‌عنوان بخشی از نظام تصمیم‌گیری تأمین مالی خود پایش کنند و زمان‌بندی انتشار سهام، اخذ بدهی و تغییر سررسید بدهی را با شرایط بازار هماهنگ سازند. در دوره‌های خوش‌بینی بازار، استفاده هدفمند از فرصت‌های تأمین مالی می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد و امکان تعدیل سریع‌تر ساختار سرمایه را فراهم سازد؛ باین‌حال، مدیران باید از اتکای افراطی به شرایط موقت بازار اجتناب کنند و تصمیمات خود را با ظرفیت بازپرداخت، جریان‌های نقدی و اهرم هدف هماهنگ نگه دارند. سرمایه‌گذاران و تحلیلگران نیز می‌توانند هنگام ارزیابی تغییرات نسبت بدهی یا سررسید بدهی شرکت‌ها، شرایط احساسی بازار را در نظر بگیرند و همه تغییرات ساختار سرمایه را صرفاً به تحولات بنیادی نسبت ندهند. نهادهای ناظر بازار سرمایه نیز می‌توانند با افزایش شفافیت اطلاعات، توسعه ابزارهای تأمین مالی متنوع و انتشار شاخص‌های منظم درباره وضعیت بازار، زمینه تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را فراهم کنند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.



مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Asgari, E. (2022). *The relationship between earnings quality and capital structure* [Master's thesis, Rahbord Shomal Institute of Higher Education].
- Baker, M., & Wurgler, J. (2021). Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey of Sentiment and Capital Structure Decisions. *Journal of Behavioral Finance*.
- Bashir, U., Kayani, U. N., Khan, S., Polat, A., Hussain, M., & Aysan, A. F. (2024). Investor sentiment and stock price crash risk: The mediating role of analyst herding. *Computers in Human Behavior Reports*, 13, 100371. <https://doi.org/10.1016/j.chbr.2024.100371>
- Brandak, S., & Yousefpour, S. (2021). *Earnings management and theoretical adjustment of the capital structure performance model* First International Conference on Advances in Management Sciences, Economics and Accounting.
- Butler, A. W., Cornaggia, J., Grullon, G., & Weston, J. P. (2011). Corporate financing decisions, managerial market timing, and real investment. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 666-683. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.001>
- Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt? *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182-212. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.009>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2010). Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 275-295. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.002>
- Dezhvan, K., Rezaei, F., & Khalili, M. (2022). *The effect of investor sentiment and ownership structure on corporate investment* First National Conference on Applied Research in Management Sciences and Modern Accounting.
- Dong, M., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2012). Overvalued equity and financing decisions. *The Review of Financial Studies*, 25(12), 3645-3683. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs112>
- Doulou, M., Faghihi Habibabadi, M. R., & Koukani, N. (2026). The term structure of investor sentiment and stock returns. *Asset Management and Financing*, 14(3), 99-124.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.013>
- Jafaei Rahni, M. (2026). Examining the relationship between investor sentiment and the speed of capital structure adjustment considering the role of financial constraints. *Quantitative Research in Intelligent Financial Systems*, 1(4).
- Khalilian, M. H. (2025). *The relationship of information asymmetry and disclosure level with the capital structure of companies listed on the Tehran Stock Exchange* First National Conference on the Role of Management and Accounting Sciences in Improving Monetary and Fiscal Policies.
- Levine, O., & Wu, Y. (2021). Asset volatility and capital structure: Evidence from corporate mergers. *Management Science*, 67(5), 2773-2798. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3607>
- Li, S., Hoque, H., & Liu, J. (2023). Investor sentiment and firm capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 80, 102426. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102426>

- Martinez Sorondo, J. (2021). The effect of sentiment on corporate debt maturity.
- McLean, R. D., & Zhao, M. (2014). The business cycle, investor sentiment, and costly external finance. *The Journal of Finance*, 69(3), 1377-1409. <https://doi.org/10.1111/jofi.12047>
- Nie, W. Y., & Yen, K. C. (2024). CEO overconfidence and investor sentiment in M&A decisions. *Finance Research Letters*, 64, 105390. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105390>
- Rahma, A. M., Nurcahyono, N., Sinarasri, A., & Ifada, L. M. (2023, 2023/05). *Moderating Effects of Institutional Ownership on the Relation Between Capital Structure and Firm Performance* International Conference on Business, Accounting, Banking, and Economics (ICBABE 2022), https://doi.org/10.2991/978-94-6463-154-8_26
- Soleimani, R., Foroughi, D., & Ghanbari, M. (2023). Examining the effect of financial frictions and liquidity distress on capital structure and the efficiency of corporate financing decisions. *Financial Engineering and Securities Management*.
- Synn, C., & Williams, C. D. (2024). Financial reporting quality and optimal capital structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, 51(5-6), 885-910. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12697>
- Vuong, N. B. (2022). Investor sentiment, corporate social responsibility, and financial performance: Evidence from Japanese companies. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 911-924. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.06.010>
- Zare Behnamiri, M. J., Nazari Shamsabad, A., & Beiki, N. (2022). Social responsibility and investor sentiment through a simultaneous equations approach. *Accounting and Social Interests*, 12(1), 91-114. <https://sid.ir/paper/1046364/fa>
- Zhang, E. Q. (2022). Why are distressed firms acquisitive? *Journal of Corporate Finance*, 72, 102126. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102126>
- Zhou, M., Huang, Z., & Jiang, K. (2024). Environmental, social, and governance performance and corporate debt maturity in China. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103349. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103349>