# تأثير ميول المستثمرين على العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر

**منال عبد العظيم محمد خليل**
**مدرس – قسم المحاسبة**
**كلية التجارة – جامعة القاهرة**
**manalkhalil@foc.cu.edu.eg**

**المستخلص:**

يتمثل الهدف الأساسي من هذا البحث في اختبار كيفية تأثير ميول المستثمرين (كمتغير محفز) على العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل الشركة للمخاطر وذلك في إطار العينة بأكملها ، وعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة ، وكذلك عينة فترات معنويات المستثمرين المنخفضة. باختصار، يدرس هذا البحث كيفية تأثير ميول المستثمرين ودورة حياة المنشأة على تحمل الشركة للمخاطر. تغطي عينة البحث فترة ٤٠ ربعا بدءا من الربع الثالث من عام ٢٠١٠ حتى الربع الثاني من عام ٢٠٢٠. تتكون العينة النهائية من ١٢٨ شركة بعد استبعاد المؤسسات المالية والقيم المتطرفة والشركات التي لديها مشاهدات مفقودة. يتم إجراء انحدار عادي للمربعات الصغري An ordinary least square regression (OLS) لاختبار فروض البحث.

تظهر النتائج أن دورة حياة المنشأة لها تأثير سلبي كبير على تحمل المخاطر وذلك في سياق الثلاث مجموعات للعينة. ومع ذلك، تشير النتائج إلى أنه لا يوجد تأثير كبير لدورة حياة المنشأة على المخاطرة فيما يتعلق بعينة فترات معنويات المستثمرين المنخفضة. ووفقا لتأثير ميول المستثمرين على المخاطرة المؤسسية، فقد أظهرت النتائج أن هناك تأثيرا سلبيا كبيرا لميول المستثمرين على المخاطرة للشركات في نطاق العينة بأكملها وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة، ومع ذلك، هناك تأثير إيجابي كبير لمعنويات المستثمرين على المخاطرة للشركات في عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة. علاوة على ذلك، تكشف النتائج أن معنويات المستثمرين تخفف من العلاقة بين دورة حياة المنشأة والمخاطرة بالشركات حيث يظهر التفاعل بين معنويات المستثمرين ودورة حياة الشركة تأثيرا سلبيا كبيرا على المخاطرة المؤسسية في سياق العينة بأكملها، وعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

**الكلمات الدالة:** مراحل دورة حياة المنشأة – ميول المستثمرين – تحمل المنشأة للمخاطر – عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة – عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

## The Impact of Investor Sentiment on the Association between Firm Life cycle and Corporate Risk Taking

**Abstract:**

**Purpose:**

The main objective of this research is to test how investor sentiment affects (as a moderating variable) on the relationship between firm life cycle and the company's risk taking within the context of the entire sample, the sample of periods of high investor sentiment, as well as the sample of periods of low investor sentiment. In other words, this research examines how investor sentiment and firm life cycle affect a company's risk taking.

**Design / Methodology / Approach:**

The research sample covers a period of 40 quarters starting from the third quarter of 2010 until the second quarter of 2020. The final sample consists of 128 companies after excluding financial institutions, outliers, and companies with missing data. An ordinary Least Square Regression (OLS) is conducted to test the research hypotheses.

**Findings /Results:**

The results indicated that in the context of the entire sample and the sample of periods of high investor sentiment, the stages of the life cycle of the enterprise have a strong negative impact on the risk taking of the firm. However, the results indicated that in the context of the sample periods of low investor sentiment, the stages of the firm life cycle have no significant impact on the company's risk taking.

According to the results of the study on the impact of investor sentiment on the company's risk taking, investor sentiments have a significant negative impact on the risk taken by companies in all areas and during periods of low investor sentiment, but on the other hand they have a significant positive impact during periods of high investor sentiment.

**Originality / Value /Contribution:**

The importance of this research is derived from the relation of the companies' activities in the market and the investors' perception regarding the firm during different stages of its life cycle, and the effect on the risk-taking behavior of the firm.

This research will add to the literature by introducing the investor sentiment variable that should get more focus and attention from managers as investor sentiment can help in making investment decisions and affect the flow of money

in the stock markets. Moreover, managers should be aware of how to develop optimal strategies to respond to irrational investor tendencies by increasing financial transparency to reduce the impact of investor sentiment and meet the interest of the firm. It should also be noted that understanding the stages of the life cycle of the company is extremely important in making decisions and determining the level of risk that is taken at each stage, so managers must be aware of the characteristics of each stage to apply an appropriate strategy and make effective decisions at each stage and this will also help investors to evaluate the firm.

**Keywords:**
Firm Life Cycle – Investor Sentiment - Corporate Risk Taking - High Sentiment Periods – Low Sentiment Periods

**١. المقدمة:**

تعد نظرية دورة حياة المشأة ذات أهمية كبيرة في أدبيات المحاسبة المالية لأنها توفر معلومات مختلفة حول الاستقرار المالي الحالي للشركة وتحسينه وتطويره في المستقبل. ففي السنوات الاخيرة، يحظى مفهوم دورة حياة المشأة بأهمية كبيرة في المجالات المحاسبية والمالية. تعتبر المشأة مثل أي كائن حي آخر يمر بمراحل تطور منذ ولادته حتى وفاته. حيث تبدأ الشركة بالتأسيس ثم تتطور عبر مراحل دورة حياتها حتى تدخل مرحلة التراجع ثم تخرج من بيئة الأعمال. ومع ذلك لا يتعين على الشركات المرور بمراحل متتالية متشابهة مع بعضها البعض، حيث تفضل بعض الشركات الاستقرار في مرحلة محددة عن المراحل الأخرى وتفضل شركات أخرى تخطي بعض المراحل في بداية تأسيسها، ومع ذلك، تفضل بعض الشركات التراجع إلى المراحل المبكرة عندما تدخل مرحلة التراجع لحماية نفسها من الخروج من السوق من خلال تطوير أفكار جديدة وإدخال منتجات جديدة إلى السوق ( Wheelen and Hunger, 2012).

هذا ويختلف الباحثون في ترقيم وتسمية مراحل دورة حياة المشأة حيث يوجد العديد من النماذج بأعداد مراحل مختلفة. يعتبر نموذج Gort and Klepper (1982) النموذج الأكثر شهرة الذي يصنف مراحل دورة حياة المشأة إلى خمس مراحل تسمى ب: المقدمة والنمو والنضج والاهتزاز والانخفاض. تتغير الشركات في العديد من الجوانب مع مرور الوقت وعبر مراحل دورة حياتها حيث يكون لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المشأة استراتيجيتها وهيكلها ومواردها وقياداتها. يختلف أداء الشركة أيضا عبر المراحل وفقا للإستراتيجيات المختلفة في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة (Dickinson, 2011).

هذا وتختلف خصائص التمويل أيضًا عبر مراحل دورة حياة المشأة حيث تتميز مرحلة المقدمة بما يلي: تزداد فرص النمو العالية ، والرغبة في تحمل المزيد من المخاطر، وانخفاض مستوى المبيعات والإيرادات السلبية حتى لا توزع الشركة أرباحا. بينما في مرحلة النمو، تكون فرص النمو والاستثمار عالية، وكذلك تزداد المخاطر، ويرتفع مستوى المبيعات والإيرادات بينما ينخفض مستوى توزيع الأرباح. هذا وتتميز مرحلة النضج بفرص نمو منخفضة للغاية، وتنخفض المخاطر، ويزداد مستوى توزيع الأرباح. أما في مرحلة الانخفاض، تنخفض فرص النمو للغاية، وتنشأ مشاكل السيولة، وينخفض جدا مستوى إيرادات المبيعات ولا توجد مدفوعات أرباح (Xu, 2007; Coulton and Ruddock, 2011;

(Dickinson, 2011; Omrani et al., 2011; Hasan et al., 2015). ومن ثم ، يجب على الإدارة فهم خصائص كل مرحلة وتطبيق استراتيجية مناسبة تتماشى معها لتعزيز الأداء وتحقيق أهداف كل مرحلة من مراحل دورة حياة المشأة.

كذلك تختلف الخصائص المالية للشركة عبر مراحل دورة حياة المنشأت. فعلى سبيل المثال، في مرحلة المقدمة والنمو، تزداد الإستثمارات والمخاطر كما يوجد عدم يقين بشأن التدفق النقدي والأداء المستقبلي. أما في مرحلة النضج، تتحسن الحصة السوقية والأداء، كما يصبح التدفق النقدي مستقرا. بينما تتسم مرحلة الإنخفاض بانخفاض حصص السوق، وزيادة مشكلة السيولة وانخفاض الأرباح (Xu, 2007; Omrani et al., 2011). هذا وقد أظهرت دراسة Hasan et al., (2015) أن نظرية دورة الحياة التنظيمية تشير إلى أن قرارات التشغيل والاستثمار والتمويل تتأثر بالتغيرات في مراحل دورة حياة المنشأة.

تختلف آثار توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة عبر مراحل دورة حياة الشركات حيث تتميز المراحل المبكرة بانخفاض الربحية ويجب على الشركات زيادة الاستثمارات لاختراق السوق حتى تتمكن الشركات من الاحتفاظ بمزيد من الأرباح. ففي مرحلة النضج، تتوقع الشركات أرباحا عالية لزيادة الاستثمارات وتوزيع الأرباح على المساهمين (Denis and Osobov, 2008; Coulton and Ruddock, 2011) . بينما في مرحلة الاهتزاز، تنخفض المبيعات وبالتالي تنخفض الأرباح حيث تواجه الشركة العديد من التحديات أثناء العمليات بسبب التغيرات البيئية، لذلك تحاول الشركة هنا وضع استراتيجية جديدة للعودة إلى مرحلة واحدة أو أكثر إذا كانت مربحة أو إلى الأمام إلى مرحلة الانخفاض (Lester et al., 2003). بينما تعد مرحلة الانخفاض مرحلة حرجة لأي شركة حيث في هذه المرحلة تنخفض المبيعات والإيرادات وتنخفض الحصة السوقية لأن الشركة لا تستطيع تلبية الطلبات الخارجية، ويمكن أن تحدث مرحلة الانخفاض بعد أي مرحلة مبكرة إذا لم تحقق الشركة نجاح ومتطلبات هذه المرحلة (Dickinson, 2011). جدير بالذكر انه توجد علاقة بين تنويع وأداء المنظمات عبر مراحل دورة الحياة Shyu and Chen (2009). حيث أن تنويع الشركة يقلل من قيمة الشركة ويتضح أنه في مرحلة النمو هناك درجة أقل في التنويع، بينما لا يتضح ذلك في مرحلة النضج. لذلك، هناك علاقة سلبية بين التنويع والأداء خلال مرحلة النمو.

كما يوجد تأثير لمراحل دورة حياة المشأة على الارتباط بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والضائقة المالية، توجد علاقة عكسية بين أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات والضائقة المالية في مرحلة

النمو(2022) .Koohi, et al. علاوة على ذلك ، فإن هذه العلاقة العكسية غير واضحة في مرحلة النضج.

يتضح من المناقشة السابقة أن الخصائص التمويلية للشركة تختلف خلال مراحل دورة حياة المشأة مثل توزيع الأرباح، وتكلفة رأس المال، والأداء المالي، وقرار إعادة شراء الأسهم، والمخاطر، والأداء الاجتماعي للشركات. ففي مرحلة المقدمة، تكون فرص النمو عالية وهناك رغبة كبيرة في تحمل المزيد من المخاطر، والتدفقات النقدية التشغيلية سلبية، ولا تدفع الشركة توزيعات أرباح لأن الإيرادات سلبية بسبب انخفاض مستوى المبيعات وتحتاج الشركة إلى تمويل مرتفع. في مرحلة النمو، تكون فرص الاستثمار والنمو عالية ، ويصحبها زيادة في المخاطر، وتدفق نقدي منخفض ، وتوزيعات أرباح منخفضة ، وإيرادات مبيعات عالية، كما تحتاج الشركات إلى زيادة في التمويل. في مرحلة النضج ، تكون فرص النمو منخفضة للغاية وتنخفض المخاطر، كما تنخفض توزيعات الأرباح وكذلك تنخفض الحاجة إلى التمويل الخارجي. أما في في مرحلة الانخفاض، تكون فرص النمو محدودة ومكلفة للغاية، كما تحدث مشاكل في السيولة ، ولا يتم توزيع أرباح الأسهم وتكون المبيعات والإيرادات عند مستويات منخفضة جدا.

هناك أنواع ومستويات مختلفة من المخاطر التي تهدد الشركة في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة. فقد تتعرض الشركات لمخاطر مختلفة حيث لا يمكن لأي كيان تجاري التنبؤ بشكل مثالي بنتائج قراراته، سواء كان قرارا استثماريا أو ماليا أو أي قرار آخر لأن المخاطر جزء لا يتجزأ من معظم القرارات. وبالتالي يجب على المديرين وصناع القرار ألا يأخذوا في الاعتبار الأرباح المتوقعة فحسب، بل يجب عليهم أيضا مراعاة المخاطر المتوقعة (Shim et al., 2008; Bluhm and Krahnen, 2014).

تعني المخاطرة اتخاذ قرارات محفوفة بالمخاطر والمشاركة في المشروعات المحفوفة بالمخاطر بغض النظر عن نتائج ومخرجات هذه القرارات، ومن ثم قد تهدد الشركات وتكبد المزيد من التكاليف على أصحاب المصلحة لذلك يمكن القول أن المخاطرة لها آثار اقتصادية من حيث تأثيرها علي المنشات في مختلف القطاعات والقرارات الاستثمارية الخاصه بها (Silva & Townsend 2019). وجدير بالذكر انه يمكن تصنيف المخاطر إلى نوعين وفقا لمصدرها؛ إلي المخاطر الداخلية التي تنشأ داخل الشركة أو المخاطر الخارجية التي نشأت من الأحداث خارج الشركة. تصنف مخاطر الأعمال أيضا إلى

مخاطر استراتيجية ومخاطر مالية ومخاطر تشغيلية ومخاطر ومخاطر سوق ومخاطر طبيعية (بيئية) (Kim & Yasuda, 2018).

كما تختلف المخاطر عبر مراحل نمو المنشأة (Ebadi et al., 2022) حيث يتخذ المديرون في كل مرحلة قرارات مختلفة كما تظهر أيضا مخاطر مختلفة. لا تتفق الدراسات السابقة على مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركة في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها حيث جادلت بعض الدراسات بأن مستوى المخاطرة يزداد في مرحلتي المقدمة والانخفاض عن المراحل الأخرى (e.g., Hasan and Habib, 2017; Shahzad et al., 2019).

كما أوضحت بعض دراسات أخرى أن هناك مستوى أعلى من المخاطر في مراحل النمو والانخفاض مقارنة بمرحلة النضج (e.g., Xu, 2007; Omrani et al., 2011). ولقد وجدت دراسات أخرى تأثيرا إيجابيا لمراحل النمو والنضج في دورة حياة المنشأة على مخاطر الشركة (e.g., Ebrahimi and Jamshidinavid, 2016). هذا وقد وجد آخرون (e.g., Akbar et al., 2019; Shahzad et al., 2020) أن مستوى المخاطرة أعلى في مراحل المقدمة والنمو والانخفاض من مرحلة النضج. ومع ذلك ، تتفق جميع الدراسات على التأثير الكبير لمراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المخاطر بسبب الخصائص المختلفة لكل مرحلة. وجدير بالذكر أيضاً ان تحمل المنشأة للمخاطر يختلف وفقا لحالة الاقتصاد (Vural-Yavaş, 2020)، حيث أنه إذا كان من السهل الحصول علي رأس المال وفي فترات توقعات النمو المرتفعة وارتفاع ميول أو معنويات المستثمرين، تكون المخاطرة أعلى من الفترات الأخرى (Mclean and Zhao, 2014 and Akbar et al., 2021).

هذا وترتبط الاستراتيجية المالية باختيار الشركة لمصادر التمويل وسياسة توزيع الأرباح وتتأثر أيضا بمخاطر الأعمال التي تواجه الشركة. ومن أجل تحديد الاستراتيجية المالية المناسبة في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، ينبغي توضيح العلاقة بين كل مرحلة والمخاطر التجارية والمالية، والتدفقات النقدية، وسياسة توزيع الأرباح. ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة وظيفتها الإنتاجية وفرصتها الاستثمارية الخاصة بها، حيث يؤدي الاختلاف في فرص الاستثمار إلى اختلاف في سياسات توزيع الأرباح والتمويل (Gaver and Gaver, 1993). يتعين على المديرين إدارة كل مرحلة بشكل مختلف وفهم المرحلة الحالية للشركة والمرحلة التي ستنتقل إليها، لأن هذا الفهم يساعد المستثمرين أيضا على تقييم الشركة بطرق أفضل (Anthony and and Ramesh, 1992, Black, 1998). ففي مرحلة المقدمة، هناك مستويات عالية من المخاطرة والابتكارات (Miller and friensen, 1984)، كذلك

تكون الإيرادات والتكاليف غير مؤكدة، وتحاول الإدارة الحصول على حصة في السوق من خلال ابتكاراتها والحصول على مزايا تنافسية (Ramaswamy et al., 2007). أما في مرحلة النمو، هناك العديد من أوجه عدم التأكد في الأرباح والتدفقات النقدية والقدرة على زيادة القروض ( Hasan et al., 2015). ومع ذلك، في مرحلة النضج، تنخفض أوجه عدم التأكد وتنخفض تكلفة الاستثمارات وتزداد الكفاءة (Barclay and Smith, 2005; Filatotchev et al. 2006). أما في مرحلة الاهتزاز، تنخفض الكفاءة والابتكار، وتحاول الشركة سداد ديونها ويحاول المديرون الاستثمار في مشاريع جديدة (Habib and Hasan, 2017).

وهكذا تتضح أهمية العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر. حيث تتزايد فرصة الإستثمارات الأكثر خطورة في مرحلة المقدمة والانخفاض لغرض توسيع قاعدة الموارد بالإضافة إلى تنفيذ متطلبات الأهداف الاستراتيجية، وبالتالي تواجه الشركات مخاطرة أعلى خلال تلك المراحل مقارنة بمرحلة النمو والنضج. كذلك في مرحلة المقدمة، تكون مخاطر الأعمال عالية جدا بينما تكون المخاطر المالية منخفضة جدا. أما في مرحلة النمو، تكون مخاطر الأعمال عالية بينما تكون المخاطر المالية منخفضة. وفي مرحلة النضج ، تكون مخاطر الأعمال والمخاطر المالية متوسطة. وفي مرحلة الانخفاض، تكون مخاطر الأعمال منخفضة ولكن المخاطر المالية مرتفعة (2009) Bender and Ward.

تعد ميول المستثمرين مجال بحثي في التمويل السلوكي الذي يحلل مواقف وسلوكيات المستثمرين وكيف يؤثر ذلك على نشاط سوق الأوراق المالية (López-Cabarcos et al., 2020). تساعد دراسة ميول المستثمرين SENT في فهم أنشطة السوق بطريقة أفضل، كما أن العواطف والأخلاق لها تأثيرات كبيرة على الأداء المالي (Cuomo et al., 2019) كما يمكن تحليل الأسواق المالية باستخدام الوظائف السلوكية (Khan et al., 2017).

هناك العديد من التعريفات الخاصة بميول المستثمرين، فقد عرفتها أحد الدراسات علي انها موقف المستثمرين تجاه الأسواق المالية (Shleifer and Summers, 1990). كما عرفها Shefrin (2007)بأنها القابلية لاتخاذ القرارات اعتمادا على المعتقدات. واقترحت دراسة أخري انها عبارة عن معتقدات المستثمرين حول القيمة الرئيسية للأصول (2008) Zhang . كما استخدم آخرون المصطلح للإشارة إلى مشاعر التفاؤل أو التشاؤم لدى المستثمرين (Raissi and Missaoui, 2015). كما عرف بعض الباحثين معنويات المستثمرين بأنها الاتجاه الذي ينظم رد فعله انطباعات او مشاعر الأشخاص بدلا من المعلومات (Parveen et al., 2020). كما عرفها البعض الآخر على أنها المعتقدات

والسلوكيات والمواقف التي تشجع المستثمرين على اتخاذ القرارات اعتمادا على الضوضاء وليس المعلومات الحقيقية (Gong et al., 2022).

هناك نوعان من النظريات المالية المرتبطة بميول المستثمرين وهما؛ *النظرية المالية الكلاسيكية* التي افترضت أن الأسواق المالية فعالة من الناحية المعلوماتية وأن متداولي السوق عقلانيون (Fama, 1965; Zhang, 2008)، *النظرية المالية السلوكية* التي تتناقض مع النظرية المالية الكلاسيكية وافترضت أنه ليس كل المستثمرين عقلانيين وأن معتقدات المستثمرين وعواطفهم ومواقفهم تلعب دورا هاما في اتخاذ القرارات (Lucey and Dowling, 2005).

ولقد وجدت أحد الدراسات أن ميول المستثمرين لها تأثير كبير على العديد من الجوانب في الأسواق المالية وعملية اتخاذ القرارات. كما تؤثر علي أداء الشركات، وسيولة السوق، وأسعار الأسهم، والتحفظ المحاسبي، وكذلك تؤثر بشكل كبير على تحمل المنشأة للمخاطر، والتقلبات وعدم التأكد في عوائد الأسهم (PH, & Rishad, 2020). وجدت معظم الدراسات السابقة أن ميول المستثمرين لها تأثير واضح على مخاطر الشركات. ومع ذلك، لا يوجد اتفاق على العلاقة بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر. من ناحية ، أظهرت بعض الدراسات الأخري وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وتقلبات السوق (e.g., Lee et al., 2002; Beaumont et al., 2008; Sayim et al., 2013; Nguyen and Bhatti, 2015; Jiang and Jin, 2021)

ومن ناحية أخرى، أظهرت دراسة Naik and Padhi (2016) ارتباطا سلبيا بين ميول المستثمرين وتقلبات السوق. بينما وجدت دراسات أخرى علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر (e.g., Habib and Hasan, 2017; Husain and Shah, 2017).

ومن ثم، أظهرت الأدبيات السابقة نتائج غير متسقة فيما يتعلق بالعلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة و ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر؛ حيث تأثر متغير تحمل المنشأة للمخاطر بكل من مراحل دورة حياة المنشأة وميول المستثمرين. وبالتالي، فإن الهدف الرئيس من هذا البحث الحالي هو دراسة تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على مخاطر الشركات والتأثير المحفز Moderating Effect لميول المستثمرين على العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة و وتحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي الشركات المدرجة في البورصة المصرية.

وهكذا وفقا للمناقشة السابقة، يمكن تناول ومعالجة مشكلة البحث من خلال محاولة الإجابة علي التساؤلات التالية:

١- ما هو تأثير مراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر؟

٢- هل تؤثر ميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر؟

٣- كيف يؤثر تنوع ميول المستثمرين خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة وفترات ميول المستثمرين المنخفضة على تحمل المنشأة للمخاطر طوال مراحل دورة حياة المنشأة؟

ويوضح الجزء رقم (٢) في البحث الدراسات السابقة واشتقاق الفروض بينما يوضح الجزء رقم (٣) أهداف البحث، بينما تم مناقشة منهجية البحث بما تتضمنه من اختيار عينة البحث و المتغيرات ومقاييسها في الجزء رقم (٤). أما في الجزء رقم (٥) تم عرض نماذج البحث المطبقة في الجزء الاحصائ.أما تحليل البيانات واختبار الفروض فقد تم عرضها في الجزء رقم (٦). كما تم عرض نتائج الإختبارات الإضافية في الجزء رقم (٧) واخيراً تم مناقشة النتائج وعرض الدراسات المستقبلية المقترحة في الجزء رقم (٨).

**٢. الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:**

أوضحت الدراسات السابقة أن تحمل المنشأة للمخاطر تأثر بشكل كبير بمراحل دورة حياة المنشأة وميول المستثمرين، حيث تختلف درجة المخاطر عبر مراحل دورة حياة المنشأة وقدمت هذه الدراسات نتائج مختلطة فيما يتعلق بالوقت الذي تزيد فيه أو تنقص فيه تلك المخاطر وكذلك التقلبات (e.g. Xu, 2007; Omrani et al., 2011; Hasan and Habib, 2017; Akbar et al., 2019; Shahzad et al., 2020).

أما بالنسبة لتأثير ميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر، كشفت معظم الدراسات السابقة أن درجة المخاطرة تأثرت بشكل أساسي بمستوى ميول المستثمرين سواء عالية أو منخفضة (e.g. Lee et al., 2002; Beaumont et al., 2008; Sayim et al., 2013; Nguyen and Bhatti, 2015; Naik and Padhi, 2016; Jiang and Jin, 2021; Fu et al., 2021).

**١.٢. الدراسات التي تبحث العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر:**

قامت دراسة Xu (2007) باختبار مدى تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على أهمية قيمة عوامل الخطر الشائعة. قامت هذه الدراسة بالتحقيق فيما إذا كانت قيمة عوامل الخطر تعتمد على مراحل دورة الحياة ثم اختبار ما إذا كانت القوة التفسيرية لعوامل الخطر تتغير بفعل التغيرات في مراحل دورة حياة المنشأة. أظهرت النتائج أن عامل المخاطرة يعتمد على مراحل دورة حياة المنشأة، وتختلف قيمة عامل المخاطرة عبر المراحل التي كان فيها أعلى في مراحل النمو والركود من مرحلة النضج.

قارنت دراسات أخرى القوة التفسيرية لمقاييس المخاطر ومقاييس الأداء في المراحل المختلفة من مراحل دورة حياة المنشأة (Omrani et al., 2011). أظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك فرقا كبيرا بين القوة التفسيرية لمقاييس المخاطر ومقاييس الأداء عبر المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة، حيث كانت القوة التفسيرية لمقاييس المخاطر أعلى من مقاييس الأداء في مرحلتي النمو والانخفاض. في حين أن مقاييس الأداء كانت أعلى من مقاييس المخاطر في مرحلة النضج حيث أن الاستثمارات في المشاريع الرأسمالية أعلى في مرحلة النمو وهناك حالة مرتفعة من عدم التاكد بشأن صافي التدفق النقدية المستقبلية لهذه المشاريع، لذلك يركز المستثمرون بشكل أكبر على عوامل المخاطرة.

اختبرت دراسة Akbar, Tang and Qureshi (2019) العلاقة بين مخاطر الإفلاس ومراحل دورة حياة المنشأة في باكستان. وقد أظهرت النتائج أن مخاطر الإفلاس كانت أعلى في مراحل المقدمة والنمو والانخفاض من مرحلة النضج. وأشارت النتائج أيضا إلى أن الشركات الباكستانية لا يتعين عليها اتباع المراحل المتتالية من مراحل دورة حياة المنشأة حيث لديها القدرة إما على العودة إلى المرحلة السابقة أو القفز إلى المرحلة التالية من دورة الحياة.

كما بحثت دراسة أخرى ذات صلة Shahzad, Lu and Fareed (2019) في تأثير مراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر بشكل عام وأداء الشركة. وقد أظهرت النتائج أن تحمل المنشأة للمخاطر كان أعلى خلال مرحلتي المقدمة والانخفاض وأقل خلال مراحل النمو والنضج. كما ارتبط الأداء الحالي والمستقبلي سلبا بالمخاطرة خلال مرحلتي الإدخال والانخفاض، بينما ارتبط إيجابيا بالمخاطرة خلال مراحل النمو والنضج.

وهكذا، استنادا إلى الأدبيات السابقة المتعلقة بالارتباط بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر، يمكن استنتاج أن مراحل دورة حياة المنشأة لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر حيث تختلف درجة المخاطر عبر مراحل دورة حياة المنشأةFLC. ركزت بعض الدراسات على فحص قيمة عوامل الخطر خلال مراحل دورة حياة المنشأة (e.g. Xu, 2007; Omrani et al., 2011). أظهرت نتائج هذه الدراسات أن قيمة المخاطر كانت أعلى خلال مراحل النمو والانخفاض من مرحلة النضج. بينما ركز آخرون على تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على التقلبات الخاصة ومخاطر السوق Lee et al., (2012). ووجدوا أن المخاطر الخاصة كانت أعلى في مرحلة النمو من مراحل النضج والانخفاض. كما وجد Ebrahimi and Jamshidinavid (2016) أن مراحل النمو والنضج في دورة حياة المشأة كان لها تأثير إيجابي على مخاطر الشركة. وفي المقابل، وجدت دراسة Hasan and

Habib (2017) بأن التقلبات الخاصة كانت أعلى خلال مرحلتي المقدمة والانخفاض ولكنها أقل في مراحل النمو والنضج. بينما أظهرت دراسة Shahzad, Fareed, Wang and Shah (2020) أن المخاطر الخاصة كانت أعلى خلال مراحل المقدمة والنمو والانخفاض ولكنها أقل خلال مرحلة النضج.

قام Yoo et al., (2019) باختبار تأثير مراحل دورة حياة المشأة على الارتباط بين نفقات البحث والتطوير، وأداء الشركة، وعدم التأكد في الأرباح ، والنمو المستدام. و قد أشارت النتائج إلى أن نفقات البحث والتطوير ارتبطت بشكل إيجابي بأداء الشركة خلال مراحل النضج بينما ارتبطت سلبا خلال مرحلة المقدمة ولم يكن لها تأثير على المراحل الأخرى. وهكذا ارتبطت نفقات البحث والتطوير بشكل إيجابي مع عدم التأكد فى الأرباح خلال مرحلتي المقدمة والنضج، بينما كانت تلك مرتبطة سلبا بسوق رأس المال خلال مرحلة المقدمة.

هذا وركزت دراسات أخرى على تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المنشأة للمخاطر وأداء الشركة (e.g. Habib and Hasan (2017); Shahzad, Lu and Fareed (2019). وأشاروا إلى أن المخاطر كانت أعلى خلال مرحلتي المقدمة والانخفاض من مراحل النمو والنضج. كما أشاروا إلى أن الأداء الحالي والمستقبلي كان مرتبطا سلبا بالمخاطرة خلال مرحلتي المقدمة والانخفاض، بينما ارتبط بشكل إيجابي بالمخاطر خلال مراحل النمو والنضج في مراحل دورة حياة المشأة.

بشكل عام ، يمكن القول أن قيمة المخاطر التي تتحملها الشركة تختلف عبر دورة حياة المشأة حيث يكون لكل مرحلة خصائصها المميزة، لذلك يجب علي المديرين فهم خصائص كل مرحلة بشكل أفضل لاتخاذ قرارات فعالة ورشيدة وتحديد درجة المخاطر التي يمكن أن تتحملها الشركة بعناية. وبناء علي ما سبق تختلف الأدبيات المتزايدة حول مستوى المخاطر في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المشأة، ومن ثم يمكن تطوير الفرض الأول وفقا للعينة بأكملها، (وسيتم اختبار هذا الفرض علي عينة فترات معنويات المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات معنويات المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية) على النحو التالي:

**الفرض الأول:** لا يوجد تأثير لدورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر.

**٢.٢. الدراسات التي تبحث العلاقة بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر:**

قام Shahzad, Lu and Fareed (2019) باختبارتأثير ميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر. وقد افترضت الدراسة أن الشركات خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة تتحمل مخاطر أكثر

من فترات ميول المستثمرين المنخفضة. وأظهرت النتائج أن المديرين خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة تم تشجيعهم على تحمل مخاطر أكثر في قراراتهم من فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

كذلك قامت دراسة Jiang and Jin (2021) باختبار تأثير ميول المستثمرين على تقلب عوائد الأسهم في الصين. وقد أوضحت الدراسة أن التغييرات في ميول المستثمرين لم تؤثر فقط على تقلب عوائد الأسهم ولكن كان لها أيضا تأثير غير مباشر على الأسهم الأخرى في البيئة. وفي دراسة أخري اختبرت دراسة Fu et al., (2021) تأثير ميول المستثمرين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد أثبتت النتائج بأنه إلى جانب تأثير الخصائص الداخلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كان للمستثمرين الخارجيين تأثيرًا كبيرًا ويلعبون دورًا حيويًا في انهيار سعر السهم.

ركزت دراسة Verma and Soydemir (2009) علي تأثير ميول المستثمرين على مخاطر انهيار أسعار السوق ووجدوا أن ميول المستثمرين غير الرشيدة تقلل من سعر السوق للمخاطر، وأن هناك تأثير ضئيل غير معنوي لميول المستثمرين الرشيدة على سعر السوق للمخاطر. كما ركزت دراسات أخرى على تأثير ميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر والمخاطر المنهجية للشركة (e.g. Habib and Hasan, 2017; Husain and Shah, 2017; systematic risk Shahzad, Lu and Fareed, 2019; Danso et al., 2019).

وهكذا بناء على الدراسات السابقة المتعلقة بالارتباط بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر؛ فإن ميول المستثمرين لها تأثير واضح على تحمل المنشأة للمخاطر. ولقد درست الأدبيات المتزايدة في هذا المجال العلاقة بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر من جوانب مختلفة. ركزت بعض الدراسات على كيفية تأثير ميول المستثمرين على تقلبات السوق والعوائد المتوقعة، حيث يكون التقلب مقياسًا للمخاطر كما ورد في دراسة Jiang and Jin (2021) ويتم قياسه على نطاق واسع من خلال الانحراف المعياري للعوائد الذي يمكن استخدامه لقياس تحمل المنشأة للمخاطر (e.g. Lee et al., 2002; Beaumont et al., 2008; Sayim et al., 2013; Nguyen and Bhatti, 2015; Jiang and Jin, 2021). وقد أظهرت النتائج أن ميول المستثمرين كان لها تأثير كبير وإيجابي على عوائد الأسهم وتقلبات السوق. وعلي العكس، أظهرت دراسة Naik and Padhi (2016) تأثيرا سلبيا لميول المستثمرين على تقلبات السوق.

وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة معنوية إيجابية بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر، حيث أنه خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين شجع المديرون على تحمل المزيد من المخاطر

والاستثمار في المشاريع المحفوفة بالمخاطر أكثر من فترات انخفاض ميول المستثمرين، لذلك زادت المخاطر عن طريق زيادة مستوى ميول المستثمرين. وبذلك يمكن القول أن مستوى ميول المستثمرين قد يشجع المديرين على القيام بأنشطة محفوفة بالمخاطر أو تجنب الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، لذلك من المهم جدا اختبار تأثير ميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر.

بناء على المناقشة السابقة، يمكن تطوير الفرض الثاني وفقا للعينة بأكملها، (وسيتم اختبار هذا الفرض علي عينة فترات معنويات المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات معنويات المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية) على النحو التالي:

**الفرض الثاني:** لا يوجد تأثير لميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر.

**٣.٢. التأثير المحفز Moderating variable لميول الستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر:**

لإختبار العلاقة بين ميول الستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر يمكن تطوير الفرض الثالث وفقا للعينة بأكملها، (وسيتم اختبار هذا الفرض علي عينة فترات معنويات المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات معنويات المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية) على النحو التالي:

**الفرض الثالث:** تؤثر ميول المستثمرين كمتغير محفز علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

**٣.أهداف البحث:**

يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في دراسة تأثير ميول المستثمرين كمتغير محفز على العلاقة بين دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر. هذا ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال السعي لتحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١- دراسة العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

٢- دراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر.

٣- اختبار التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

**٤.منهجية البحث:**

**١.٤. اختيار عينة البحث:**

تتكون العينة الأولية لهذه الدراسة من جميع الشركات المصرية المدرجة في البورصة. تستثني العينة النهائية المؤسسات المالية مثل البنوك وأي شركات خدمات مالية أخرى حيث تختلف هذه المؤسسات اختلافا كبيرا عن المؤسسات الأخرى من حيث هيكل رأس المال والقواعد المنظمة والجوانب الأخرى. كما تستبعد العينة النهائية أيضا القيم المتطرفة والشركات ذات القيم المفقودة بنسبة ١٠٪ من إجمالي ملاحظاتها. وبناء علي ذلك تحتوي العينة النهائية علي ١٢٨ شركة.

بالنسبة للفترات الخاصة بالعينة النهائية، تغطي العينة النهائية من البحث الفترات من الربع الثالث من عام ٢٠١٠ إلى الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ مما يعني أن العينة تغطي ٤٠ ربعا انتهت ب ٥١٢٠ ملاحظة. ويوضح الجدول رقم (١) التوزيع النهائي للعينة بعد استبعاد بيانات الشركات غير المتاحة والبنوك وشركات القطاع المالي الأخرى وفقا للصناعات المختلفة على النحو التالي:

**جدول رقم (١) التوزيع النهائي للعينة**

| الوصف | عدد الشركات | عدد الملاحظات |
|---|---|---|
| **العينة الأولية** | **٢٢١** | ٨٨٤٠ |
| **(-) الشركات المستبعدة** | **(٩٣)** | (٣٧٢٠) |
| **العينة النهائية** | **١٢٨** | **٥١٢٠** |

تم استخدام البيانات الثانوية التي تم جمعها من قاعدة بيانات Thomson Reuters' database، والتقارير المالية الربع سنوية quarterly financial reports للشركات المصرية المدرجة المختارة من قبل الباحث لإجراء تحليل البيانات. وقد تم تصنيف عينة البحث إلى عينة الفترات الإجمالية، وعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة. وفقا لذلك، تم إجراء التحليل لفحص تأثير ميول المستثمرين كمتغير محفز على العلاقة بين دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

**٢.٤. مقاييس المتغيرات:**

يوضح هذا الجزء المتغيرات المختلفة المستخدمة في الدراسة حيث يوجد ثلاثة أنواع من المتغيرات المدرجة في كل نموذج احصائى لهذه الدراسة: المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية.

**١,٢.٤. المتغير التابع:**

يعتبر تحمل المنشأة للمخاطر المتغير التابع في كل نموذج بحثي. يتم قياس تحمل المنشأة للمخاطر في هذا البحث من خلال الانحراف المعياري للعوائد.

**٢,٢.٤.المتغيرات المستقلة:**

هناك متغيران مستقلان في هذا البحث وهما دورة حياة المشأة وميول المستثمرين. ويمثل متغير ميول المستثمرين أيضا متغير محفز عندما يختبر الباحث التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

يتم قياس مراحل دورة حياة المشأة باستخدام نموذج DeAngelo et al., (2006) الذي يعتمد علي قسمة الأرباح المحتجزة على إجمالي حقوق الملكية. وهذا يعني أنه إذا كان لدى الشركة أرباح محتجزة Retained Earnings مرتفعة مقارنة بإجمالي حقوق الملكية ، فإن الشركة في مرحلة النضج وإذا كانت أرباح محتجزة منخفضة ، فإن الشركة في مرحلة النمو. هذا ويعتمد الباحث على مؤشر Baker and Wurgler (2006) لقياس ميول المستثمرين.

**٣,٢.٤. المتغيرات الرقابية:**

تشمل المتغيرات الرقابية Tobin's Q، الرافعة المالية، توزيعات الأرباح للسهم، التدفق النقدي من التشغيل، الربحية ، ومعدل دوران الأصول. وفيما يلي توضيح مختصر لهذه المتغيرات وكيفية قياسها:

Tobin's Q (TQ): هي النسبة التي تقيس الفرص الاستثمارية للشركة. يوضح ما إذا كانت المنشأة أو السوق تم تقييمهم بصورة مبالغ فيها أو تم التقييم بأقل مما يجب. هذا ويتم حساب TQ بقسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية لأصول الشركة.

Leverage (LEV): تشير الرافعة المالية إلى مقدار الديون التي تستخدمها الشركة لتمويل الأصول. يتم حسابها بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

Dividend per share (DPS): يتم احتساب توزيعات الأرباح للسهم الواحد (DPS) بقسمة المبلغ الإجمالي لأرباح الأسهم المعلنة من قبل الشركة على إجمالي عدد الأسهم القائمة.

Cash flow from operations (CFO): يعتبر التدفق النقدي من العمليات (CFO) هاما جداً لأي شركة لاتخاذ قرارات واستراتيجيات الاستثمار. يتم حسابه بقسمة التدفق النقدي من العمليات على إجمالي الأصول.

Profitability (PROF): تقاس الربحية (PROF) بالعائد على الأصول (ROA) الذي يتم حسابه بقسمة صافي دخل الشركة على متوسط إجمالي الأصول.

Assets Turnover (TA_TURN): يقيس معدل دوران الأصول (TA_TURN) مدى كفاءة استخدام الأصول من قبل الشركة لتحقيق الإيرادات. يتم حسابه بقسمة صافي المبيعات على متوسط إجمالي الأصول.

ويتضمن الجدول رقم (٢) ملخصا لمتغيرات البحث ونوعها وكيفية قياسها على النحو التالي:

**جدول رقم (٢) ملخص متغيرات البحث**

| المتغير | المصطلح | نوع المتغير | المقياس |
|---|---|---|---|
| تحمل المنشأة للمخاطر | Corporate risk taking (CRT) | تابع | الانحراف المعياري للعائد علي الملكية |
| مراحل دورة حياة المنشأة | Firm life cycle (FLC) | مستقل | نموذج DeAngelo et al., (2006) |
| ميول المستثمرين | Investor sentiment (SENT) | مستقل | مؤشر Baker and Wurgler (2006) |
| قيمة المنشأة | Tobin's Q (TQ) | رقابي | قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية لأصول الشركة |
| الرافعة المالية | Leverage (LEV) | رقابي | قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول |
| توزيعات الأرباح للسهم الواحد | Dividend per share (DPS) | رقابي | قسمة المبلغ الإجمالي لأرباح الأسهم المعلنة من قبل الشركة على إجمالي عدد الأسهم القائمة |
| التدفق النقدي من العمليات | Cash flow from operations (CFO) | رقابي | قسمة التدفق النقدي من العمليات على إجمالي الأصول |

| | | | |
|---|---|---|---|
| الربحية | Profitability (PROF) | رقابي | قسمة صافي دخل الشركة على متوسط إجمالي الأصول |
| معدل دوران الأصول | Assets Turnover (TA_TURN) | رقابي | قسمة صافي المبيعات على متوسط إجمالي الأصول |

**٥. نماذج البحث:**

اعتمد الباحث علي ثلاثة نماذج احصائية لاختبار فروض البحث.

**٥.١. نموذج البحث المرتبط بالعلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر:**

تم تطوير النموذج الإحصائى الأول لاختبار الفرض الأول المتعلق بتأثير مراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة النهائية بأكملها، (وأيضاً التطبيق علي عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية). لذلك ، تم تطوير النموذج الإحصائى الأول على النحو التالي:

$$CRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FLC_{it} + \beta_2 TQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 DPS_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 TA_TURN_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$CRT_{it}$ : تحمل المنشأة للمخاطر المنشأة i للفترة t .

$FLC_{it}$ : دورة حياة المنشأة للمنشأة i للفترة t .

$TQ_{it}$ : تعبر عن قيمة المنشأة للمنشأة i للفترة t .

$LEV_{it}$ : الرافعة المالية للمنشأة i للفترة t .

$DPS_{it}$ : توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمنشأة i للفترة t .

$CFO_{it}$ : التدفق النقدي من العمليات للمنشأة i للفترة t .

$PROF_{it}$ : الربحية للمنشأة i للفترة t .

$TA_TURN_{it}$ : معدل دوران الأصول للمنشأة i للفترة t .

**٥.٢. نموذج البحث المرتبط بالعلاقة بين ميول المستثمرين وتحمل المنشأة للمخاطر:**

تم تطوير النموذج الإحصائى الثاني لاختبار الفرض االثاني المتعلق باختبار تأثير ميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة النهائية بأكملها، (وأيضاً التطبيق

علي عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية). لذلك ، تم تطوير النموذج الإحصائى الثاني على النحو التالي:

$$CRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 TQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 DPS_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 TA_TURN_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$CRT_{it}$ : تحمل المنشأة للمخاطر للمنشأة i للفترة t .

$SENT_{it}$ : ميول المستثمرين للمنشأة i للفترة t .

$TQ_{it}$ : تعبر عن قيمة المنشأة للمنشأة i للفترة t .

$LEV_{it}$ : الرافعة المالية للمنشأة i للفترة t .

$DPS_{it}$ : توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمنشأة i للفترة t .

$CFO_{it}$ : التدفق النقدي من العمليات للمنشأة i للفترة t .

$PROF_{it}$ : الربحية للمنشأة i للفترة t .

$TA_TURN_{it}$ : معدل دوران الأصول للمنشأة i للفترة t .

### ٣.٥. نموذج البحث المرتبط بالتأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر:

تم تطوير النموذج الإحصائى الثالث لاختبار الفرض الثالث والمتعلق بالتأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة النهائية بأكملها، (وأيضاً التطبيق علي عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة وذلك في الإختبارات الإضافية). لذلك، تم تطوير النموذج الإحصائى الثالث على النحو التالي:

$$CRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 FLC_{it} + \beta_2 SENT_{it} + \beta_3 FLC*SENT_{it} + \beta_4 TQ_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 DPS_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 TA_TURN_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$CRT_{it}$ : تحمل المنشأة للمخاطر للمنشأة i للفترة t .

$FLC_{it}$ : دورة حياة المنشأة للمنشأة i للفترة t .

$SENT_{it}$ : ميول المستثمرين للمنشأة i للفترة t .

$FLC*SENT_{it}$ : التكامل بين ميول المستثمرين كمتغير محفز moderating variable و دورة حياة المنشأة.

$TQ_{it}$ : تعبر عن قيمة المنشأة للمنشأة i للفترة t .

$LEV_{it}$ : الرافعة المالية للمنشأة i للفترة t .

$DPS_{it}$ : توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمنشأة i للفترة t .

$CFO_{it}$ : التدفق النقدي من العمليات للمنشأة i للفترة t .

$PROF_{it}$ : الربحية للمنشأة i للفترة t .

$TA_TURN_{it}$ : معدل دوران الأصول للمنشأة i للفترة t .

**٦ . تحليل البيانات واختبار الفروض:**

يهدف هذا الجزء إلى فحص صحة فروض البحث التي تم تطويرها والمتعلقة بالتأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر. ومن ثم، يقدم هذا الجزء المعالجة المسبقة للبيانات، والإحصاءات الوصفية، والإحصاءات التشخيصية، واختبار الفروض. وجدير بالذكر أنه تم استخدام البرنامج الإحصائى STATA 16 لإجراء جميع التحليلات الإحصائية اللازمة.

**١.٦. المعالجة المسبقة للبيانات Data Preprocessing :**

يوضح هذا الجزء المعالجة الإحصائية للقيم المفقودة. علاوة على ذلك، فهو يمثل كيفية تحديد القيم المتطرفة ومعالجتها دون التأثير على الخصائص الإحصائية الأساسية للبيانات. بالإضافة إلي ذلك، يتم عرض أسباب تحويل بعض المتغيرات من مستوياتها الأصلية جنبا إلى جنب مع طرق التحويل المطبقة.

**٦. ١.١. القيم المفقودة Missing Values:**

يتم الحصول على البيانات النهائية المستخدمة في التحليل من خلال استخدام المعيارين التاليين:

- يتم استبعاد أي شركة ذات قيم مفقودة أكثر من ١٠٪ من إجمالي الملاحظات لأي متغير.
- يمكن أن يحل متوسط الملاحظات غير المفقودة لأي متغير واحد محل القيم المفقودة لكل منشأة محددة. فقط إذا كانت منشأة معينة لديها قيم مفقودة تمثل أقل من ١٠٪ من إجمالي الملاحظات لأي متغير.

**٦.١.٢. القيم الشاذة Outliers:**

عرف Aggarwal (2015) القيم المتطرفة على أنها قيم الملاحظات التي تمتد إلى أبعد من 1.5*IQR من الربع الثالث third quartile أو 1.5*IQR أقل من الربع الأول the first quartile. قبل إجراء التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، يتم تطبيق طريقة the winsorization method للحد من تأثير القيم المتطرفة على تحليل التأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر. لذلك، يتم استبدال أي قيمة متطرفة تتجاوز الحد الأعلى بقيمة الحد الأعلى. وبشكل مماثل، يتم استبدال أي قيمة متطرفة أقل من الحد الأدنى بقيمة الحد الأدنى. ومن ثم، تحتفظ القيمة القصوى بخصائصها الرئيسية: أكبر أو أصغر قيمة داخل البيانات التي تم أخذ عينات منها.

**٦. ٢. الإحصاء الوصفية Descriptive Statistics:**

تنبع أهمية الإحصاء الوصفي من البساطة في عرض الخصائص الأساسية لمجموعة كبيرة من الملاحظات. أيضا، يتم استخدام التقنيات الإحصائية المناسبة لتحليل البيانات التي يتم اختيارها بناء على الخصائص الأساسية للبيانات المدرجة في عينة الدراسة.

**١.٢.٦. الإحصاء الوصفية للمتغيرات الرئيسية والرقابية:**

يستعرض الجدول رقم (٣) السمات الإحصائية لمتغيرات الدراسة الرئيسية والرقابية المستخدمة لاختبار التأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

**جدول رقم (٣) الإحصاء الوصفية للمتغيرات**

| Variable | | Mean | Std. Dev. | Min | Max | Observations |
|---|---|---|---|---|---|---|
| CRT | Overall | 0.2463 | 0.1127 | 0.0000 | 0.4938 | N = 5120 |
| | Between | | 0.0577 | 0.1273 | 0.3728 | n = 128 |
| | Within | | 0.0970 | -0.0475 | 0.5719 | T = 40 |
| SENT | Overall | 0.0321 | 0.8140 | -2.2860 | 0.8854 | N = 5120 |
| | Between | | 0.0000 | 0.0321 | 0.0321 | n = 128 |
| | Within | | 0.8140 | -2.2860 | 0.8854 | T = 40 |
| FLC | Overall | 0.4108 | 0.3491 | -0.4242 | 1.2085 | N = 5120 |
| | Between | | 0.2772 | -0.2103 | 1.2025 | n = 128 |
| | Within | | 0.2137 | -0.8646 | 1.8296 | T = 40 |
| TQ | Overall | 1.1847 | 0.4467 | 0.2253 | 2.0603 | N = 5120 |
| | Between | | 0.3668 | 0.4386 | 2.0603 | n = 128 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Within | | 0.2569 | 0.1123 | 2.2888 | T = 40 |
| LEV | Overall | 0.1390 | 0.1593 | 0.0000 | 0.5412 | N = 5120 |
| | Between | | 0.1399 | 0.0000 | 0.5165 | n = 128 |
| | Within | | 0.0770 | -0.2613 | 0.5095 | T = 40 |
| DPS | Overall | 0.3115 | 0.4326 | 0.0000 | 1.1250 | N = 5120 |
| | Between | | 0.3547 | 0.0000 | 1.1250 | n = 128 |
| | Within | | 0.2495 | -0.7178 | 1.3584 | T = 40 |
| CFO | Overall | 0.0254 | 0.0634 | -0.0998 | 0.1500 | N = 5120 |
| | Between | | 0.0351 | -0.0923 | 0.1318 | n = 128 |
| | Within | | 0.0529 | -0.1583 | 0.1964 | T = 40 |
| PROF | Overall | 0.1025 | 0.1928 | -0.2421 | 0.4298 | N = 5120 |
| | Between | | 0.1241 | -0.2421 | 0.4279 | n = 128 |
| | Within | | 0.1480 | -0.5426 | 0.6560 | T = 40 |
| TA_TURN | Overall | 10.4521 | 17.0099 | -12.5568 | 34.3501 | N = 5120 |
| | Between | | 14.4331 | -12.5568 | 34.3501 | n = 128 |
| | Within | | 9.0890 | -35.2820 | 56.1862 | T = 40 |

يوضح الجدول رقم (٣) أن المتوسط العام لتحمل المخاطر هو (٠,٢٤٦٣) بانحراف معياري عام قدره (٠,١١٢٧). الانحراف الكلي (٠,١١٢٧). فيما يتعلق بميول المستثمرين، تجدر الإشارة إلى أنه لم يكن هناك اختلاف بين الشركات التي تم أخذ عينات منها والبالغ عددها ١٢٨ شركة. وبذلك فإن المستوى البيني للانحراف المعياري يمثل (٠٪) من المتوسط الكلي (٠,٠٣٢١). ومع ذلك، فإن المستوى الداخلي للانحراف المعياري (٠,٨١٤٠) يظهر تشتتا واسعا حول المتوسط العام، مما يعني أن كل شركة من الشركات ال ١٢٨ التي تم أخذ عينات منها قد شهدت تقلبات حادة في ميول المستثمرين خلال الأفق الزمني الذي تم اختبار متغيرات الدراسة فيه.

وفيما يتعلق بمؤشر مراحل دورة حياة المنشأة، فإنه يظهر تغيرات كبيرة عبر السنوات وعبر الشركات، كما هو موضح في الانحراف المعياري العام (٠,٣٤٩١)، والذي يمثل حوالي (٨٥٪) من المتوسط العام (٠,٤١٠٨). وتختلف نسبة التغير الفاصلة بشكل كبير بين ١٢٨ شركة شملتها الدراسة حيث يمثلها المستوى البيني للانحراف المعياري (٠,٢٧٧٢) والذي يمثل حوالي (٦٧٪) من المتوسط الكلي. وبالمثل ، تختلف مراحل دورة حياة المنشأة بشكل كبير في كل شركة على مدى الأفق الزمني الذي تم اختبار المتغيرات خلاله كما هو موضح في المستوى الداخلي لانحرافها المعياري (٠,٢١٣٧) ، وهو ما يمثل حوالي (٥٢٪) من المتوسط العام.

كما يتضح أن الانحراف المعياري الكلي ل Tobin's Q يبلغ (٠,٤٤٦٧). وهو ما يمثل حوالي (٣٨٪) من المتوسط الكلي. تشير إلى تباين معتدل بين المجموعات. فيما يتعلق بالرافعة المالية للشركة، فإنه يظهر حوالي (١١٥٪) انحرافا إجماليا حول المتوسط العام (٠,١٣٩٠). ويعود هذا الانحراف الكلي (٠,١٥٩٣) بشكل رئيسي إلى التغيرات التي طرأ على (٠,١٣٩٩) من عينة الشركات في استخدام تمويل الديون والتي تمثل حوالي (١٠١٪) من المتوسط الكلي. وهذا يعني ضمنا أن بعض الشركات تعتمد بشكل كبير على الديون لتمويل أصولها. بينما تظهر الشركات الأخرى اعتمادا طفيفا على الديون لتمويل أصولها.

كما يوضح الجدول ايضاً المتوسط والإنحراف المعياري لباقي المتغيرات الرقابية.

**٣.٦. مصفوفة الإرتباط Correlation matrix :**

يوضح معامل ارتباط بيرسون اتجاه وقوة الارتباط الخطي بين أي متغيرين مدرجين في البحث.

**١.٣.٦. مصفوفة الإرتباط للعينة الإجمالية:** ويبين الجدول رقم (٤) معاملات ارتباط بيرسون فيما يتعلق بالعينة بأكملها.

**جدول رقم (٤) مصفوفة الإرتباط للعينة الإجمالية**

| Variables | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (1) CRT | 1.000 | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| (2) SENT | -0.028* | 1.000 | | | | | | | |
| | (0.045) | | | | | | | | |
| (3) FLC | -0.137* | -0.007 | 1.000 | | | | | | |
| | (0.000) | (0.615) | | | | | | | |
| (4) TQ | 0.124* | 0.024* | 0.300* | 1.000 | | | | | |
| | (0.000) | (0.088) | (0.000) | | | | | | |
| (5) LEV | 0.045* | 0.023 | 0.033* | -0.069* | 1.000 | | | | |
| | (0.001) | (0.101) | (0.018) | (0.000) | | | | | |
| (6) DPS | -0.196* | -0.004 | 0.300* | 0.076* | -0.205* | 1.000 | | | |
| | (0.000) | (0.758) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | | | | |
| (7) CFO | -0.120* | 0.017 | 0.160* | 0.140* | -0.198* | 0.287* | 1.000 | | |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | (0.000) | (0.223) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | | | |
| (8) PROF | -0.080* | -0.020 | 0.137* | 0.136* | -0.294* | 0.183* | 0.232* | 1.000 | |
| | (0.000) | (0.148) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | | |
| (9) TA_TURN | 0.068* | 0.003 | -0.149* | -0.104* | -0.090* | -0.290* | -0.152* | 0.139* | 1.000 |
| | (0.000) | (0.841) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | |
| * *p<0.1* | | | | | | | | | |

يوضح الجدول رقم (٤) أن تحمل المنشأة للمخاطر له ارتباط معنوي سلبي قدره (-٠٢٨.٠) مع ميول المستثمرينSENT. وقد أظهر مؤشر مراحل دورة حياة المنشأة معامل ارتباط سلبي كبير بلغ (-٠,١٣٧) مع تحمل المنشأة للمخاطر، مما يشير إلى أنه من المتوقع أن تقوم الشركات التي تتجه نحو مرحلة النضج بتحمل مخاطر أقل.

يظهر Tobin's Q معامل ارتباط معنوي موجب قدره (٠,١٢٤) مع تحمل المنشأة للمخاطر. مما يعني أنه كلما زادت المخاطر التي تستطيع الشركة تحملها ، كلما زادت قيمتها.

يعكس معامل الارتباط المعنوي الإيجابي البالغ (٠,٠٤٥) بين تحمل المنشأة للمخاطر والرافعة المالية Leverage أنه من المتوقع أن تواجه الشركات ذات الرافعة المالية العالية مخاطر أعلى.

تظهر توزيعات الأرباح للسهم الواحد علاقة سلبية كبيرة مع تحمل المنشأة للمخاطر CRT تبلغ (-٠,١٩٦)ما يعني أنه من المتوقع أن تقوم الشركات التي تتحمل المزيد من المخاطر بتوزيع أرباح أقل.

يرتبط تحمل المنشأة للمخاطر ارتباطاً سلبياً كبيراً مع التدفق النقدي من العمليات وكذلك مع الربحية profitability ممثلاً في (-٠,١٢٠) و (-٠,٠٨٠) على التوالي، مما يعكس أن الشركات ذات المخاطر المفرطة تميل إلى إظهار ربحية وتدفق نقدي أقل من العمليات.

وأخيراً يظهر إجمالي معدل دوران الأصول total assets turnover ارتباطا إيجابيا معنويا قدره (٠,٠٦٨) مع تحمل المنشأة للمخاطر مما يشير إلى أنه من المتوقع أن الشركات ذات معدل دوران المرتفع لإجمالي الأصول تتحمل مخاطر أكبر.

**٤.٦. اختبار الفروض Hypotheses Testing:**

**١.٤.٦. اختبار الفروض المتعلقة بتأثير ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر:**

***١. ١. ٤.٦. نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS Model:***

يبدأ اختبار فروض البحث المتعلقة بتأثير ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر بإجراء نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية كما هو موضح في الجدول (٥).

**جدول رقم (٥) نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية**

| Variable | Whole Sample | |
|---|---|---|
| | Coef. | p-value |
| SENT | -.002*** | .007 |
| FLC | -.004** | .019 |
| TQ | .005*** | 0.000 |
| LEV | .01*** | .01 |
| DPS | -.004*** | .006 |
| CFO | .002 | .87 |
| PROF | .002 | .516 |
| TA_TURN | 0.0085 | .795 |
| L_CRT | .899*** | 0.000 |
| Constant | .017*** | 0.000 |
| Dependent Variable | CRT | |
| R-squared | 0.858 | |
| Prob > F | 0.000 | |
| Number of obs | 4992.000 | |
| *** p<.01, ** p<.05, * p<.1 | | |

يعرض الجدول رقم (٥) نتائج نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS Model. ومع ذلك ، لا يمكن اعتبار نتائج هذا النموذج الأولي موثوقة وصالحة حتى يتم إثبات ملاءمة النموذج.

### ٤.٦. ١. ٢. *اختبارات ملائمة النموذج* ***The goodness of Fit Tests***

قبل قبول نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS Model كنموذج موثوق به، يجب إجراء اختبارات الملاءمة للتأكد من أن الاساليب الإحصائية المطبقة في الدراسة الحالية تناسب بيانات العينة بشكل أفضل. وتتمثل هذه الإختبارات في تعدد الارتباطات multicollinearity، عدم التجانس heteroskedasticity ، المتغيرات المحذوفة omitted variables، والارتباط التلقائي auto-correlation. فإذا تم إثبات أي من هذه المشكلات، فيجب أخذها في الاعتبار أثناء تقدير نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الملائم the fitted pooled OLS. وبالتالي، يجب إثبات ملاءمة النموذج أولا قبل قبول النموذج النهائي.

يوضح الجدول (٦) عددا من جودة اختبارات الملاءمة لتقييم صحة نتائج انحدار OLS المجمعة the pooled OLS regression.

**جدول رقم (٦) The goodness of Fit Tests اختبارات ملائمة النموذج**

| Variable | VIF | 1/VIF |
|---|---|---|
| DPS | 1.352 | .74 |
| FLC | 1.256 | .796 |
| PROF | 1.214 | .824 |
| TA TURN | 1.191 | .84 |
| LEV | 1.181 | .847 |
| CFO | 1.18 | .847 |
| TQ | 1.17 | .855 |
| L CRT | 1.091 | .917 |
| SENT | 1.005 | .995 |
| Mean VIF | 1.182 | |
| Heteroskedasticity | Statistic | 352.35 |
| | P-value | 0.0000 |
| Omitted Variables | Statistic | 1.93 |
| | P-value | 0.1226 |
| Autocorrelation | Statistic | 1.77083 |

ويوضح الجدول رقم (٦) أنه لا توجد مشكلة تعدد الارتباطات multicollinearity بين الانحدارات في نموذج OLS المجمع pooled OLS model. وكما ذكرت دراسات Landau and Everitt (2004) and Field (2005) أن تعدد الارتباطات موجود عندما يتجاوز عامل تضخم التباين (VIF) لأي متغير مستقل ١٠، وعندما يكون عامل tolerance factor (١ / VIF) أقل من ٠,١٠. لذلك، لا يوجد تعدد بين المتغيرات التفسيرية المدرجة في نموذج OLS المجمع pooled OLS model لأن جميع المتغيرات التفسيرية تظهر معامل VIF أقل من ١٠ ، ومعامل tolerance factor أكبر من ٠,١٠.

علاوة على ذلك ، يكشف الجدول رقم (٦) عن وجود مشكلة عدم التجانسheteroskedasticity، مما يعني أن فروق الخطأ ليست ثابتة. لذلك، يتم رفض فرض العدم null hypothesis لأن القيمة p (٠,٠٠٠٠) أقل من 5% وهذا يعكس قبول الفرض البديل، والذي ينص على أن فروق الأخطاء غير ثابتة عبر الملاحظات.

فيما يتعلق بمواصفات نموذج OLS المجمع pooled OLS model، ذكر Gujarati (2015) أن أخطاء مواصفات النموذج قد تنشأ من إغفال المتغيرات التفسيرية الأساسية من النموذج، أو إدراج متغيرات توضيحية غير ذات صلة. كما هو موضح في الجدول رقم (٦)، فإن القيمة p لاختبار المتغيرات المحذوفة (٠,١٢٢٦) أكبر من 5%. لذلك، يتم قبول فرض العدم null hypotheses، والذي ينص على أن النموذج الوظيفي صحيح ولا توجد متغيرات محذوفة في نموذج OLS المجمع pooled OLS model. ومن ثم، يمكن الاستنتاج أن هذا النموذج OLS محدد جيدا.

يوضح الجدول رقم (٦) أيضا إحصائيات اختبار Durbin–Watson المستخدم لاختبار وجود ارتباط ذاتي autocorrelation في البقايا Residuals. تتراوح إحصائية هذا الإختبار بين ٠ و ٤. تعكس القيمة الإحصائية القريبة من ٢ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي تم اكتشافه في العينة. كما تعكس القيمة التي تقترب من الصفر الارتباط الذاتي الإيجابي، بينما تشير القيم نحو ٤ إلى الارتباط الذاتي السلبي. يوضح الجدول رقم (٦) أن قيمة Durbin–Watson هي (1.77083)، وهي قريبة من ٢، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط تسلسلي في بقايا النموذج Residuals. لذلك، يتم قبول فرض العدم null hypotheses، والذي يعني أن البقايا من الانحدار ليست مرتبطة تلقائيا.

### ٤.٦. ١. ٣. *نتائج نماذج انحدار OLS المجمعة The Fitted Pooled OLS Models*

يعرض الجدول رقم (٧) نتائج نماذج انحدار the fitted pooled OLS regression فيما يتعلق بفروض البحث، والتي تدرس تأثير ميول المستثمرين و مراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المنشأة للمخاطر. علاوة على ذلك، تأخذ نماذج انحدار OLS المجمعة في الاعتبار عدم التجانس heteroskedasticity الموجود في نموذج الانحدار الأولي المجمع.

**جدول رقم (٧)**

***نتائج نماذج انحدار* The Fitted Pooled OLS Regression**

| Variable | Whole Sample | | Low SENT Periods Sample | | High SENT Periods Sample | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef. | p-value | Coef. | p-value | Coef. | p-value |
| SENT | -.002** | .01 | -.002* | .077 | .033*** | 0 |
| FLC | -.004** | .042 | 0 | .944 | -.01*** | .003 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| TQ | .005*** | 0 | .005** | .013 | .006** | .017 |
| LEV | .01** | .024 | .02*** | .001 | .001 | .925 |
| DPS | -.004*** | .004 | -.001 | .696 | -.009*** | 0 |
| CFO | .002 | .876 | .03** | .035 | -.028* | .078 |
| PROF | .002 | .548 | .002 | .617 | .001 | .839 |
| TA_TURN | -0.0000098 | .799 | -.0000896* | .095 | .0000825 | .141 |
| L_CRT | .899*** | 0 | .93*** | 0 | .861*** | 0 |
| Constant | .017*** | 0 | .007** | .016 | .007 | .185 |
| Dependent Variable | CRT | | CRT | | CRT | |
| R-squared | 0.858 | | 0.884 | | 0.834 | |
| Prob > F | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | |
| Number of obs | 4992.000 | | 2560.000 | | 2432.000 | |
| *** *p<.01*, ** *p<.05*, * *p<.1* | | | | | | |

**مناقشة النتائج:**

ويبين الجدول رقم (٧) نتائج نماذج الانحدار المجمعة the fitted pooled OLS regression. بالإضافة إلي ذلك، فإنه يوضح أن نموذج العينة بأكملها يمكن أن يفسر (85.8%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر، في حين أن النموذج الذي يستخدم ميول المستثمرين المنخفضة يمكن أن يفسر (88.4%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر. هذا ويمكن اعتبار جميع النماذج المعروضة في الجدول رقم (٧) نماذج موثوقة لأن قيم p الخاصة بها أقل من 5%. يتضح بالنسبة للعينة بأكملها أنه يوجد تأثير سلبي كبير لمراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المنشأة للمخاطر، وبالتالي يتم رفض الفرض الأول، والذى ينص على أنه "لا يوجد تأثير لمراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المنشأة للمخاطر". وتتفق هذه النتائج مع دراسات (Xu, 2007; Omrani et al., 2011; Lee et al., 2012; Hamres et al., 2016; Akbar et al., 2019; Shahzad et al., 2019). ومع ذلك ، فإن هذه النتائج تتناقض مع دراسات (Al-Hadi et al., 2016; Ebrahimi and Jamshidinavid, 2016; Habib and Hasan, 2017).

يتضح بالنسبة للعينة بأكملها أن ميول المستثمرين له معامل انحدار سلبي كبير يبلغ (-.002) على تحمل المنشأة للمخاطر، وبالتالي يتم رفض الفرض الثاني، والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير لميول

المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر". هذا وتتفق هذه النتائج مع دراسات (Naik and Padhi, 2016; Sayim et al., 2013; Jiang and Jin, 2021). إلا أن هذه النتائج تعارضت مع دراسات (Habib and Hasan, 2017; Hussain and Shah, 2017; Shahzad et al., 2019; Fu et al., 2020).

يتضح من جميع النماذج المعروضة في الجدول رقم (٧) أن القيم المتأخرة lagged values لتحمل المنشأة للمخاطر لها تأثير إيجابي كبير للربع الحالي عند مستوى معنوية 1%. مما يعني أنه من المتوقع أن يكون لسلوك المخاطرة السابق past risk-taking behavior للشركات تأثير إيجابي كبير على سلوك المخاطرة المستقبلي future risk-taking behavior للشركات.

تظهر قيمة الشركة كما تم قياسها بواسطة Tobin's Q تأثيرا إيجابيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر كما هو موضح في جميع النماذج المعروضة في الجدول رقم (٧). وفي الوقت نفسه ، تظهر الرافعة المالية معامل انحدار إيجابي كبير على وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

بينما تظهر توزيعات الأرباح للسهم معامل انحدار سلبي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة. ومع ذلك، فإن توزيعات الأرباح للسهم ليس لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة. كما يظهر التدفق النقدي من التشغيل تأثيرا إيجابيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة. ومع ذلك، فقد أظهر التدفق النقدي من التشغيل تأثيرا سلبيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة. كما يظهر معدل دوران الأصول معامل انحدار سلبي على تحمل المنشأة للمخاطر بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة. ومع ذلك، فإن إجمالي معدل دوران الأصول له معامل انحدار إيجابي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة.

**٦. ٤. ٢.اختبار الفروض المتعلقة بالتأثير التفاعلي بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر:**

***٦.٤. ٢. ١. نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS:***

يبدأ اختبار صحة فروض البحث المتعلقة بالتأثير التفاعلي بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر بإجراء نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS Model كما هو موضح في الجدول رقم (٨).

**جدول رقم (٨) نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية**

| Variable | Whole Sample | |
|---|---|---|
| | Coef. | p-value |
| SENT*FLC | -.008*** | 0 |
| TQ | .004*** | .001 |
| LEV | .009** | .018 |
| DPS | -.005*** | .001 |
| CFO | .001 | .935 |
| PROF | .001 | .71 |
| TA_TURN | 0 | .931 |
| L_CRT | .899*** | 0 |
| Constant | .017*** | 0 |
| Dependent Variable | CRT | |
| R-squared | 0.858 | |
| Prob > F | 0.000 | |
| Number of obs | 4992.000 | |
| *** p<.01, ** p<.05, * p<.1 | | |

يعرض الجدول رقم (٨) نتائج نموذج التربيعات الصغرى المجمعة الأولية The Initial Pooled OLS Model. ومع ذلك، لا يمكن اعتبار نتائج هذا النموذج الأولي موثوقة وصالحة حتى يتم إثبات ملاءمة النموذج.

### ٤.٦. ٢. ٢. *اختبارات ملائمة النموذج The goodness of Fit Tests:*

تم اجراء اختبارات ملاءمة النموذج كما هو الحال في النموذج السابق للتأكد من أن الاساليب الإحصائية المطبقة في الدراسة الحالية تناسب بيانات العينة بشكل أفضل. ويوضح الجدول رقم (٩) عددا من جودة اختبارات الملاءمة لتقييم صحة نتائج انحدار OLS المجمعة the pooled OLS.

**اختبارات ملائمة النموذج The Goodness of Fit Testsجدول رقم (٩)**

| Variable | VIF | 1/VIF |
|---|---|---|
| DPS | 1.271 | .787 |

| | | |
|---|---|---|
| PROF | 1.207 | .829 |
| TA TURN | 1.19 | .84 |
| CFO | 1.178 | .849 |
| LEV | 1.157 | .864 |
| L CRT | 1.078 | .928 |
| TQ | 1.069 | .936 |
| SENT FLC | 1.008 | .992 |
| Mean VIF | 1.145 | |
| Heteroskedasticity | Statistic | 354.30 |
| | P-value | 0.0000 |
| Omitted variables | Statistic | 2.69 |
| | P-value | 0.0448 |
| Autocorrelation | Statistic | 1.773502 |

ويعد جدول رقم (٩) نفس جدول رقم (٦) الإ انه خاص باختبار صحة فروض البحث المتعلقة بالتأثير التفاعلي بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر وينطبق عليه نفس الملاحظات (الجزء رقم ٤.٦. ١. ٢بالبحث).

**٤.٦. ٢. ٣. *نتائج نماذج انحدار OLS المجمعة The Fitted Pooled OLS Models*** يعرض الجدول رقم (١٠) نتائج نماذج انحدار the fitted pooled OLS regression فيما يتعلق بفروض البحث، والتي تدرس تأثير ميول المستثمرين و مراحل دورة حياة المنشأة على تحمل المنشأة للمخاطر. علاوة على ذلك، تأخذ نماذج انحدار OLS المجمعة في الاعتبار عدم التجانس heteroskedasticity و المواصفات الخاطئة misspecifications الموجودة في نموذج الانحدار الأولي المجمع.

**جدول رقم (١٠) *نتائج نماذج انحدار* The Fitted Pooled OLS Regression**

| Variable | Whole Sample | Low SENT Periods | High SENT Periods |
|---|---|---|---|

| | | | Sample | | Sample | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef. | P-value | Coef. | P-value | Coef. | P-value |
| SENT*FLC | -.008*** | 0 | -.005* | .085 | -.011** | .022 |
| TQ | .004*** | .002 | .004** | .013 | .005** | .033 |
| LEV | .009** | .039 | .02*** | .002 | -.001 | .906 |
| DPS | -.005*** | 0 | -.001 | .536 | -.009*** | 0 |
| CFO | .001 | .938 | .029** | .04 | -.028* | .076 |
| PROF | .001 | .729 | .002 | .703 | .002 | .788 |
| TA_TURN | 0 | .932 | 0 | .109 | 0 | .127 |
| L_CRT | .899*** | 0 | .93*** | 0 | .862*** | 0 |
| Constant | .017*** | 0 | .007*** | .009 | .03*** | 0 |
| Dependent Variable | CRT | | CRT | | CRT | |
| R-squared | 0.858 | | 0.884 | | 0.832 | |
| Prob > F | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | |
| Number of obs | 4992.000 | | 2560.000 | | 2432.000 | |
| *** *p<.01*, ** *p<.05*, * *p<.1* | | | | | | |

**مناقشة النتائج:**

ويبين الجدول رقم (١٠) نتائج نماذج الانحدار المجمعة the fitted pooled OLS regression. بالإضافة إلي ذلك، فإنه يوضح أن نموذج العينة بأكملها يمكن أن يفسر (85.8%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر، هذا ويمكن اعتبار جميع النماذج المعروضة في الجدول رقم (١٠) نماذج موثوقة لأن قيم p الخاصة بها أقل من 5%.

يتضح بالنسبة للعينة بأكملها أنه يتم قبول الفرض الثالث، والذى ينص على أنه " تؤثرميول المستثمرين كمتغير محفز Moderating variable علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر". حيث أن التفاعل أو التكامل the interaction بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المشأة يظهر تأثيرا سلبيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر. علاوة على ذلك ، فإن ميول المستثمرين جعلت التأثير السلبي لمراحل دورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر مركزًا وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها.

تظهر قيمة الشركة كما تم قياسها بواسطة Tobin's Q تأثيرا إيجابيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر كما هو موضح في جميع النماذج المعروضة في الجدول رقم (١٠). وفي الوقت نفسه، تظهر الرافعة المالية معامل انحدار إيجابي كبير على تحمل المنشأة المخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

بينما تظهر توزيعات الأرباح للسهم معامل انحدار سلبي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة. ومع ذلك، فإن توزيعات الأرباح للسهم ليس لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة. كما يظهر التدفق النقدي من التشغيل تأثيرا إيجابيا غير معنوياً على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها. كما يظهر التدفق النقدي من التشغيل تأثيرا إيجابيا معنوياً على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة. ومع ذلك، فقد أظهر التدفق النقدي من التشغيل تأثيرا سلبيا معنوياً على تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة.

فيما يتعلق بالربحية ، يتضح أن لها تأثيرًا إيجابيًا غير معنويًا على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها، و كذلك عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، و أيضاً عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة.

كما يظهر إجمالي معدل دوران الأصول معامل انحدار سلبي على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي العينة بأكملها وايضاً عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة. ومع ذلك، فإن إجمالي معدل دوران الأصول له معامل انحدار إيجابي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة.

**٧. اختبارات إضافية:**

جدير بالذكر أنه تم تطبيق فروض البحث الثلاثة علي كل من عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة مع اجراء نفس الاختبارات الإحصائية. ويتضح من الجدول رقم (٧) ما يلي:

- بالنسبة لعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة يتضح من نتائج نموذج الانحدار لتلك العينة أن النموذج يظهر قدرة تفسيرية بنسبة (83.4%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر، وبالتالي يتم رفض الفرض الأول والذى ينص على أنه " لا يوجد تأثير لدورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة" ، وذلك لأن

مراحل دورة حياة المنشأة لها تأثير سلبي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة.

- إن نتائج عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة توضح قبول الفرض الأول والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير لدورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة" ، وذلك لأن مراحل دورة حياة المنشأة ليس لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة.
- بالنسبة لعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، يتضح من نتائج نموذج الانحدار لتلك العينة رفض الفرض الثاني، والذي ينص على أنه " لا يوجد تأثير لميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة "،حيث أن ميول المستثمرين لها معامل انحدار إيجابي كبير يبلغ (.033) على تحمل المنشأة للمخاطر.
- بالنسبة لعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة، يتضح من نتائج نموذج الانحدار لتلك العينة رفض الفرض الثاني، والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير لميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة" ، حيث أن ميول المستثمرين لها معامل انحدارمعنوي سلبي يبلغ (-.002) على تحمل المنشأة للمخاطر.

بالنسبة لاختبار التأثير المحفز لميول المستثمرين علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر خلال عينتي فترات ميول المستثمرين المرتفعة والمنخفضة، يوضح الجدول رقم ١٠ النتائج التالية:

- النموذج الذي يستخدم ميول المستثمرين المنخفضة يمكن أن يفسر (88.4%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر. علاوة على ذلك، يظهر النموذج الذي يستخدم ميول المستثمرين المرتفعة، قدرة تفسيرية بنسبة (83.2%) من المتغير التابع الممثل في تحمل المنشأة للمخاطر.
- بالنسبة لعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة يتضح من نتائج نموذج الانحدار لتلك العينة قبول الفرض الثالث، والذى ينص على " تؤثر ميول المستثمرين كمتغير محفز علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة " ، حيث أن التفاعل أو التكامل the interaction بين ميول المستثمرين و مراحل دورة حياة المشأة يظهر تأثيرا سلبيا كبيرا ممثلا في معامل انحدار سلبي (-.011) على تحمل المنشأة

للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المرتفعة. بالإضافة إلي ذلك، فإن ميول المستثمرين زادت من التأثير السلبي لمراحل دورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر وذلك بالتطبيق علي عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة.

- فيما يتعلق بنتائج عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة توضح نتائج نموذج الانحدار قبول الفرض الثالث والذي ينص على " تؤثر ميول المستثمرين كمتغير محفز علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة للمخاطر خلال عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة" ،وذلك لأن مراحل دورة حياة المنشأة ليس لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة. حيث أن التفاعل أو التكامل the interaction بين ميول المستثمرين و مراحل دورة حياة المشأة يظهر تأثيرا سلبيا ممثلا في معامل انحدار سلبي (-005). على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة.
- وتجدر الإشارة إلى أن مراحل دورة حياة المنشأة ليس لها تأثير كبير على تحمل المنشأة للمخاطر خلال فترات ميول المستثمرين المنخفضة كما هو موضح في الجدول (٧). ومع ذلك، يمكن أن يكون لمراحل دورة حياة المنشأة تأثير سلبي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر عندما تعمل ميول المستثمرين كمتغير محفز لتلك العلاقة.

وتلخيصاً لنتائج البحث، يعرض الجدول رقم (١١) ملخصاً لنتائج اختبارات الفروض على النحو التالي:

**جدول رقم (١١) ملخص نتائج اختبارات الفروض**

| الفروض | وجه المقارنة | ملخص نتائج نماذج الإنحدار | | | قبول أو رفض الفرض | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | العينة بأكملها | عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة | عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة | العينة بأكملها | عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة | عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة |
| **الفرض الأول:** لا يوجد تأثيرلدورة حياة المشأة علي تحمل المنشأة للمخاطر. | **Coefficient of FLC** | -.004** | -.01*** | 0.0085 | رفض | رفض | قبول |
| | **P-value of the Coefficient of FLC** | 0.042 | .003 | .944 | | | |
| | Model's $R^2$ | 0.858 | 0.834 | 0.884 | | | |
| **الفرض الثاني:** لا يوجد تأثيرلميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر | **Coefficient of FLC** | -.002** | .033*** | -.002* | رفض | رفض | رفض |
| | **P-value of the Coefficient of FLC** | .01 | 0 | .077 | | | |
| | Model's $R^2$ | 0.858 | 0.834 | 0.884 | | | |
| **الفرض الثالث:** تؤثرميول المستثمرين كمتغير محفز علي العلاقة بين مراحل دورة حياة المشأة وتحمل المنشأة | **Coefficient of FLC** | -.008*** | -.011** | -.005* | قبول | قبول | قبول |
| | **P-value of the Coefficient of FLC** | 0 | .022 | .085 | | | |
| | Model's $R^2$ | 0.858 | 0.832 | 0.884 | | | |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| للمخاطر | | | | | | | |

تظهر النتائج أنه فيما يتعلق بالعينة، فإن مراحل دورة حياة المنشأة لها تأثير سلبي على تحمل المنشأة للمخاطر مما يعني أنه عندما تكون الشركة في مرحلة النمو تكون المخاطر مرتفعة، بينما تنخفض المخاطر عندما تصل الشركة إلى مرحلة النضج وتجدر الإشارة إلي أن نفس النتيجة تنطبق علي فترات ميول المستثمرين المرتفعة. ومع ذلك، في سياق عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة، أوضحت النتائج أن مراحل دورة حياة المنشأة ليس لها تأثير كبيرعلى تحمل المنشأة للمخاطر.

وفقا لتأثير ميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر، فقد أظهرت النتائج أن ميول المستثمرين لها تأثير سلبي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر وذلك في سياق العينة بأكملها. فيما يتعلق بعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، أظهرت النتائج أن ميول المستثمرين لها تأثير إيجابي كبير على تحمل المنشأة للمخاطر. بينما في سياق عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة ، هناك تأثير سلبي لميول المستثمرين علي تحمل المنشأة للمخاطر.

بالإضافة إلى ذلك، وفقا للتأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة و تحمل المنشأة للمخاطر، كشفت النتائج أن ميول المستثمرين كمتغير محفز تخفف من العلاقة بين ومراحل دورة حياة المنشأة و تحمل المنشأة للمخاطر حيث أن التفاعل بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة له تأثير سلبي كبير علي تحمل المنشأة للمخاطر.

**الخلاصة والنتائج والدراسات المستقبلية:**

يتمثل الهدف الرئيس من البحث في اختبار التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة و تحمل المنشأة للمخاطر. لذلك، يهتم البحث باختبار تأثير كل من مراحل دورة حياة المنشأة و ميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر. بالإضافة إلى ذلك، يختبر البحث التأثير المحفز لميول المستثمرين على العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة و تحمل المنشأة للمخاطر. وقد استخدم البحث عينة نهائية تكونت من ١٢٨ شركة مصرية مدرجة بالبورصة المصرية، غطت الفترات من الربع الثالث من عام ٢٠١٠ إلى الربع الثاني من عام ٢٠٢٠. تتضمن العينة ٤٠ ربعا بإجمالي ٥١٢٠ ملاحظة. وقد تم استخدام STATA 16 لإجراء التحليلات الإحصائية اللازمة.

تشير النتائج إلى أنه في سياق العينة بأكملها وعينة فترات معنويات المستثمرين المرتفعة، فإن مراحل دورة حياة المنشأة لها تأثير سلبي قوي على تحمل المنشأة للمخاطر. ومع ذلك، تشير النتائج إلى أنه في

سياق عينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة، فإن مراحل دورة حياة المنشأة ليس لها تأثير ملموس على تحمل المنشأة للمخاطر.

ووفقا لنتائج الدراسة حول تأثير ميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر، فإن ميول المستثمرين لها تأثير سلبي على المخاطرة التي تتحملها الشركات خلال فترات انخفاض ميول المستثمرين، ولكن علي الجانب الآخر لها تأثير إيجابي كبير خلال فترات ارتفاع معنويات المستثمرين.

بالإضافة إلى ذلك، يظهر التفاعل بين ميول المستثمرين ومراحل دورة حياة المنشأة تأثيرا سلبيا كبيرا على تحمل المنشأة للمخاطر في سياق العينة بأكملها، وكذلك كلاً من عينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة، مما يدل على أن ميول المستثمرين كمتغير محفز تخفف من العلاقة بين مراحل دورة حياة المنشأة وتحمل المنشأة للمخاطر.

ومن الجدير بالذكر أن هذا البحث له بعض القيود أو المحددات التي تحد من تعميم النتائج: أولا، يتم استبعاد المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات الخدمات المالية الأخرى من عينة البحث وهذا قد يؤثر على تعميم النتائج. ثانيا، استخدم الباحث نموذج DeAngelo et al., (2006) كمقياس لمراحل دورة حياة المنشأة ، حيث يصنف مراحل دورة حياة المنشأة إلى مرحلتين فقط وهما مرحلة النمو ومرحلة النضج، ومع ذلك ، تصنف دراسات أخرى مراحل دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل كما سبق الإشارة في مقدمة هذا البحث.

ثالثا، حاول الباحث استخدام نموذج Dickinson (2011) كبديل لقياس دورة حياة المنشأة حيث يصنف هذا النموذج مراحل دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل مثل العديد من الدراسات الأخرى، لكن الباحث لم يتمكن من الحصول على أي نتائج ، لذا فإن نموذج DeAngelo et al., (2006) أكثر ملاءمة للبيئة المصرية.

أخيرا، هناك قيد آخر حول نموذج DeAngelo et al., (2006)، وهو أنه يعتمد على محدد مالي واحد وهو الأرباح المحتجزة بغض النظر عن نمو المبيعات والتدفقات النقدية والأداء المالي التي يتم أخذها في الاعتبار في النماذج الأخرى المستخدمة لقياس مراحل دورة حياة المنشأة FLC وهذا لأن نموذج DeAngelo et al., (2006) يعتبر أن مقارنة مقدار الأرباح المحتجزة بإجمالي حقوق الملكية أو إجمالي الأصول يعكس مقدار توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركة ومن ثم يمكن أن يكون من السهل تحديد ما إذا كانت الشركة في مرحلة النمو أو النضج.

بناء على نتائج هذه الدراسة ، يوصى الباحث بما يلي:

• يجب أن يحظي متغير ميول المستثمرين على مزيد من التركيز والاهتمام من المديرين حيث يمكن أن تساعد ميول المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار وتؤثر على تدفق الأموال في أسواق الأسهم.

• يجب أن يكون المديرون على دراية بكيفية وضع الاستراتيجيات المثلى للرد على ميول المستثمرين غير الرشيدة من خلال زيادة الشفافية المالية لتقليل تأثير ميول المستثمرين وتلبية مصلحة المنشأة.

• كما يجب ملاحظة أن فهم مراحل دورة حياة المنشأة أمر في غاية الأهمية في اتخاذ القرارات وتحديد مستوى المخاطر التي يتم اتخاذها في كل مرحلة، لذلك يجب على المديرين أن يكونوا على دراية بخصائص كل مرحلة لتطبيق استراتيجية مناسبة واتخاذ قرارات فعالة في كل مرحلة وهذا سيساعد المستثمرين أيضا على تقييم المنشأة.

هذا ويجب أن تأخذ الأبحاث المستقبلية المقترحات التالية في الاعتبار:

١- يمكن تكرار نفس البحث باستخدام مقاييس أخري لمراحل دورة حياة المنشأة مثل عمر الشركة أو نموذج Dickinson (2011) وكذلك ميول المستثمرين كالمقاييس المباشرة مثل استطلاعات الرأي.

٢- امتداد الدراسة التطبيقية من خلال أخذ المؤسسات المالية ضمن العينة أو التطبيق عليها.

٣- يمكن للأبحاث المستقبلية دراسة تأثير معنويات وسائل التواصل الاجتماعي social media sentiment على سوق الأسهم حيث يستخدم معظم المستثمرين وسائل التواصل الاجتماعي ويعتمدون على التعليقات الأخرى في اتخاذ قراراتهم.

٤. يمكن دراسة تأثير ميول المستثمرين علي العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر وذلك بالاخذ في الاعتبار التطبيق وقت الازمات المالية وكذلك فترة COVID 19.

٥. دراسة دور حوكمة الشركات علي العلافة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر.

٦. دراسة دور ميول المستثمرين كمتغير وسيط في العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر.

٧. دراسة تأثير ميول المستثمرين علي العلاقة بين دورة حياة المنشأة وتحمل المخاطر بالتطبيق علي الشركات المتوسطة وصغيرة الحجم.

٨. دراسة نفس المتغيرات مع الاخذ في الاعتبار التأثير علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

نظرا لأن مصر دولة نامية ومعظم الدراسات السابقة طبقت نتائجها على الدول المتقدمة، فإن الدراسة الحالية ستضيف إلى مجموعة الأدبيات من خلال تحليل سوق الأسهم المصرية. كذلك يضيف البحث فكرة تصنيف العينة إلى فترتين – فترات ميول المستثمرين المرتفعة وفترات ميول المستثمرين المنخفضة. بالإضافة إلى دراسة تأثير مراحل دورة حياة المنشأة وميول المستثمرين على تحمل المنشأة للمخاطر تمثل

مساهمات أخرى. كذلك اضافت الدراسة الحالية أيضاً التأثير المحفز لميول المستثمرين في العينة الإجمالية، وعينة فترات ميول المستثمرين المرتفعة، وعينة فترات ميول المستثمرين المنخفضة على العلاقة بين ومراحل دورة حياة المنشأة و تحمل المنشأة للمخاطر.

**References:**


- Aggarwal, C. C. (2015)" Outlier analysis" Data mining, Springer.
- Akbar, A., Akbar, M., Tang, W., and Qureshi, M. A. (2019). "Is bankruptcy risk tied to corporate life-cycle? Evidence from Pakistan". Sustainability, 11(3): 678.
- Akbar, M., Akbar, A., Qureshi, M. A., & Poulova, P. (2021). Sentiments–risk relationship across the corporate life cycle: Evidence from an emerging market. Economies, 9(3): 111.
- Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G., and Monzur Hasan, M. (2019). "Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia". Accounting & Finance, 59(2): 961-989.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. Journal of Accounting and Economics, 15(2-3): 203-227.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2006). "Investor sentiment and the cross-section of stock returns". The Journal of Finance, 61(4): 1645-1680.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998)."A model of investor sentiment". Journal of Financial Economics, 49(3): 307-343.
- Barclay, M.J. and Smith, C.W. (2005) The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. Journal of Applied Corporate Finance, 17: 8-17.
- Beaumont, R., van Daele, M., Frijns, B., Lehnert, T., & Muller, A. (2008). Investor sentiment, mutual fund flows and its impact on returns and volatility. Managerial Finance, 34 (11): 772-785.
- Bender, R., and Ward, K., (2009). "Corporate Financial Strategy". Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. Journal of Financial Economics, 47(3): 243-277.
- Bluhm, M., & Krahnen, J. P. (2014). Systemic risk in an interconnected banking system with endogenous asset markets. Journal of Financial Stability, 13: 75-94.

- Coulton, J. J., and Ruddock, C. (2011). "Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory". Accounting & Finance, 51(2): 381-407.
- Cuomo, M. T., Tortora, D., Mazzucchelli, A., Festa, G., Di Gregorio, A., & Metallo, G. (2019). Impacts of Code of ethics on financial performance in the Italian listed companies of bank sector. Journal of Business Accounting and Finance Perspectives, 1(1):157-179.
- Danso, A., Lartey, T., Amankwah-Amoah, J., Adomako, S., Lu, Q., and Uddin, M. (2019). "Market sentiment and firm investment decision-making". International Review of Financial Analysis, 66:101-369.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M. (2006). "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory". Journal of Financial economics, 81(2): 227-254.
- Denis, D. J., and Osobov, I. (2008). "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy". Journal of Financial economics, 89(1): 62-82.
- Dickinson, V., (2011). "Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle". The Accounting Review, 86(6): 1969-1994.
- Ebadi, M., Azinfar, K., Dadashi, I., & Fallah, R. (2022). The Effect of Specific Risk in Various Stages of the Life Cycle of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. Complexity. https://doi.org/10.1155/2022/9646829
- Ebrahimi, E. and Jamshidinavid, B., (2016). "The effect of the growth and maturity stages from the firm life cycle of the company on the company's appetite risk and investor sentiment on the listed companies on the Tehran stock exchange". International Business Management, 10(2): 5986-5990.
- Fama, E. (1965), "The behaviour of stock market prices", The Journal of Business, 38(1): 34-105.
- Field, A. (2005). Discovering Statistics Using SPSS. 2nd edition, London, SAGE Publications.
- Filatotchev, I., Toms, S., and Wright, M. (2006). "The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle". International Journal of Managerial Finance, 2(4): 256–279.
- Fu, J., Wu, X., Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. Finance Research Letters, 38, 101442.

- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. Journal of Accounting and Economics, 16 (1-3): 125-160.
- Gong, X., Zhang, W., Wang, J., & Wang, C. (2022). Investor sentiment and stock volatility: New evidence. International Review of Financial Analysis, 80, 102028.
- Gort, M., and Klepper, S. (1982). "Time paths in the diffusion of product innovations". The Economic Journal, 92 (367): 630-653.
- Gujarati, D. N. (2015). Econometrics by Examples. Second Edition. Macmillan Education Palgrave.
- Habib, A., and Hasan, M. M. (2017). "Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment". Accounting & Finance, 57 (2): 465-497.
- Hamers, L., Renders, A., and Vorst, P. (2016)." Firm life cycle and stock price crash risk". Available at SSRN 2711170.
- Hasan, M. M., and Habib, A. (2017). "Firm life cycle and idiosyncratic volatility". International Review of Financial Analysis, 50: 164-175.
- Hasan, M.M., Hossain, M., Cheung, A., and Habib, A. (2015). "Corporate life cycle and cost of equity capital". Journal of Contemporary Accounting & Economics, 11(1): 46-60.
- Hussain, S., and Shah, S. M. A. (2017). "Investor Sentiment and Firm Downside Systematic Risk". NUML International Journal of Business & Management, 12 (2): 103-116.
- Jiang, S., and Jin, X. (2021). "Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model". Economic Modelling, 97, 298-306.
- Khan, W., Shaorong, S., & Ullah, I. (2017). Doing business with the poor: the rules and impact of the microfinance institutions. Economic research-Ekonomska istraživanja, 30(1): 951-963.
- Khan, W., Shaorong, S., and Ullah, I. (2017). "Doing business with the poor: The rules and
- Kim, H., & Yasuda, Y. (2018). Business risk disclosure and firm risk: Evidence from Japan. Research in International Business and Finance, 45: 413-426.
- Koohi, H., Ashrafi, M., Abbasi, E., & Gorganli Davaji, J. (2022). The Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Financial Distress over the Life Cycle Using the Directional Distance Function. Iranian Journal of Finance, 6 (3): 54-82.

- Landau, S. and Everitt, B. S. (2004). A Handbook of Statistical Analyses using SPSS. Boca Raton, FL: Chapman & Hall/CRC Press LLC.
- Lee, J. S., Jiee, C. H., and Wei, C. Y. (2012). "Dose the Firm Life Cycle Matter on Idiosyncratic Risk?". International Proceedings of Economics Development and Research, 54 (26): 135-139.
- Lee, W. Y., Jiang, C. X., and Indro, D. C. (2002). "Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment". Journal of banking & Finance, 26 (12): 2277-2299.
- Lester, D. L., Parnell, J. A., & Carraher, S. (2003). Organizational life cycle: A five-stage empirical scale. The International Journal of Organizational Analysis, 11(4): 339-354.
- López-Cabarcos, M. Á., Pérez-Pico, A. M., Vázquez-Rodríguez, P., and López-Pérez, M. L. (2020). "Investor sentiment in the theoretical field of behavioural finance". Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 33 (1): 2101-2119.
- Lucey, B. M., & Dowling, M. (2005). "The role of feelings in investor decision-making". Journal of Economic Surveys, 19 (2): 211–237.
- McLean, R. D., and Zhao, M. (2014). "The business cycle, investor sentiment, and costly external finance". The Journal of Finance, 69 (3): 1377-1409.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. Management Science, 30 (10): 1161–1183. http://www.jstor.org/stable/2631384
- Naik, P. K., and Padhi, P. (2016). "Investor sentiment, stock market returns and volatility: evidence from National Stock Exchange of India". International Journal of Management Practice, 9 (3): 213-237.
- Nguyen, C., & Bhatti, M. I. (2015). Investor sentiment and idiosyncratic volatility puzzle: Evidence from the Chinese Stock Market. DOI: 10.4172/2168-9458.1000158
- Omrani, H., Rostami, K. H., Samadi, S., Margavi, A. K., Asadzadeh, H., and Nazari, H. (2011). "Corporate life cycle and the explanatory power of risk measures versus performance measures". Journal of Education and Vocational Research, 2 (6): 199-206.
- Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions in an emerging stock market. Borsa Istanbul Review, 20 (3): 224-235.

- PH, H., & Rishad, A. (2020). An empirical examination of investor sentiment and stock market volatility: evidence from India. Financial Innovation, 6 (1): 1-15.
- Raissi, N., and Missaoui, S. (2015)." Role of investor sentiment in financial markets: an explanation by behavioural finance approach". International Journal of Accounting and Finance, 5 (4): 362-401.
- Ramaswamy, V., Ueng, J. C., and Carl, L. (2007). "Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study". Academy of Accounting and Financial Studies, 12 (1): 71.
- Sayim, M., Morris, P. D., & Rahman, H. (2013). The effect of US individual investor sentiment on industry-specific stock returns and volatility. Review of Behavioral Finance, 5 (1): 58-76.
- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., and Shah, S. G. M. (2020). "Do idiosyncratic risk, market risk, and total risk matter during different firm life cycle stages?". Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 537, 122550.
- Shahzad, F., Lu, J., and Fareed, Z. (2019). "Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance?". Journal of Multinational Financial Management, 51:23-44.
- Shefrin, H. (2007). "Behavioral corporate finance". Journal of Applied Corporate Finance, 14 (3): 113-126.
- Shim, J. K., Siegel, J. G., & Dauber, N. (2008). Corporate Controller's Handbook of Financial Management 2008-2009. Cch.
- Shleifer, A. and Summers, L.H. (1990), "The noise trader approach to finance", Journal of Economic Perspectives, 4 (2): 19-33.
- Shyu, J., and Chen, Y. L. (2009). "Diversification, performance, and the corporate life cycle". Emerging Markets Finance and Trade, 45 (6): 57-68.
- Silva, D., & Townsend, R. (2019). Risk-taking over the life cycle: Aggregate and distributive implications of entrepreneurial risk. manuscript, University of Illinois at Urbana-Champaign, 268-316.
- Verma, R., & Soydemir, G. (2009). The impact of individual and institutional investor sentiment on the market price of risk. The Quarterly Review of Economics and Finance, 49 (3): 1129-1145.
- Vural-Yavaş, Ç. (2020). Corporate risk-taking in developed countries: The influence of economic policy uncertainty and macroeconomic conditions. Journal of Multinational Financial Management, 54, 100616.

- Wheelen, T. L., and Hunger, J. D. (2012). Concepts in strategic management and business policy: Toward global sustainability. Pearson.
- Xu, B. (2007)." Life cycle effect on the value relevance of common risk factors". Review of Accounting and Finance, 6 (2): 162-175.
- Yoo, J., Lee, S., & Park, S. (2019). The effect of firm life cycle on the relationship between R&D expenditures and future performance, earnings uncertainty, and sustainable growth. Sustainability, 11 (8): 2371.
- Zhang, C. (2008). "Defining, modeling, and measuring investor sentiment". University of California, Berkeley, Department of Economics.

## الملاحق

**ppendices**

**Appendix (1): Stationarity test**

```
Harris-Tzavalis unit-root test for CRT
----------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots                Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                    Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
------------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
------------------------------------------
 rho                  0.8755       -7.5669
0.0000
------------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for SENT
----------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots                Number of
panels  =    128
```

```
Ha: Panels are stationary                       Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
------------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
------------------------------------------
 rho                   0.5522      -55.1934
0.0000
------------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for FLC
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots                   Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                       Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
------------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
------------------------------------------
 rho                   0.7949      -19.4403
0.0000
------------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for TQ
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots                   Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                       Number of
periods =     40
```

```
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
----------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
----------------------------------------
 rho                   0.8305      -14.1866
0.0000
----------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for LEV
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots               Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                   Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
----------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
----------------------------------------
 rho                   0.9009       -3.8173
0.0001
----------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for DPS
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots               Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                   Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
```

```
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
----------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
----------------------------------------
 rho                   0.7948      -19.4498
0.0000
----------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for CFO
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots               Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                   Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
----------------------------------------
                     Statistic         z         p-
value
----------------------------------------
 rho                   0.4517      -70.0085
0.0000
----------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for PROF
--------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots               Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                   Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
```

```
---------------------------------------------
                    Statistic          z          p-
value
---------------------------------------------
 rho                   0.2496       -99.7815
0.0000
---------------------------------------------
Harris-Tzavalis unit-root test for TA_TURN
---------------------------------------------
Ho: Panels contain unit roots                 Number of
panels  =    128
Ha: Panels are stationary                     Number of
periods =     40
AR parameter: Common
Asymptotics: N -> Infinity
Panel means:  Included
T Fixed
Time trend:   Not included
---------------------------------------------
                    Statistic          z          p-
value
---------------------------------------------
 rho                   0.3848       -79.8590
0.0000
```

**Appendix (2): The impact of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking.**

**Linear regression**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT | -.002 | .001 | -2.72 | .007 | -.003 | -.001 | *** |
| RE_TE | -.004 | .002 | -2.34 | .019 | -.008 | -.001 | ** |
| TQ | .005 | .001 | 3.70 | 0 | .002 | .008 | *** |
| LEV | .01 | .004 | 2.58 | .01 | .003 | .018 | *** |
| DPS | -.004 | .002 | -2.74 | .006 | -.007 | -.001 | ** |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | * |
| CFO | .002 | .01 | 0.16 | .87 | -.018 | .022 | |
| PROF | .002 | .003 | 0.65 | .516 | -.004 | .009 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -0.26 | .795 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .899 | .005 | 164.23 | 0 | .888 | .91 | ** * |
| Constant | .017 | .002 | 7.45 | 0 | .013 | .022 | **** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mean dependent var | 0.243 | SD dependent var | 0.110 |
| R-squared | 0.858 | Number of obs | 4992.000 |
| F-test | 3332.437 | Prob > F | 0.000 |
| Akaike crit. (AIC) | -17535.882 | Bayesian crit. (BIC) | -17470.726 |

*** *p<.01*, ** *p<.05*, * *p<.1*

**Variance inflation factor**

| | VIF | 1/VIF |
|---|---|---|
| DPS | 1.352 | .74 |
| RE TE | 1.256 | .796 |
| PROF | 1.214 | .824 |
| TA TURN | 1.191 | .84 |
| LEV | 1.181 | .847 |
| CFO | 1.18 | .847 |
| TQ | 1.17 | .855 |
| L RISK SR | 1.091 | .917 |
| SENT | 1.005 | .995 |
| Mean VIF | 1.182 | . |

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of RISK_SR
chi2(1) = 352.35
Prob > chi2 = 0.0000

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of RISK_SR
Ho: model has no omitted variables
F(3, 4979) = 1.93
Prob > F = 0.1226

Number of gaps in sample: 127
Durbin-Watson d-statistic( 10, 4992) = 1.77083

**fitted model**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT | -.002 | .001 | -2.56 | .01 | -.003 | 0 | ** |
| RE_TE | -.004 | .002 | -2.03 | .042 | -.009 | 0 | ** |
| TQ | .005 | .002 | 3.51 | 0 | .002 | .008 | *** |
| LEV | .01 | .005 | 2.25 | .024 | .001 | .019 | ** |
| DPS | -.004 | .002 | -2.90 | .004 | -.007 | -.001 | *** |
| CFO | .002 | .011 | 0.16 | .876 | -.019 | .022 | |
| PROF | .002 | .004 | 0.60 | .548 | -.005 | .009 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -0.25 | .799 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .899 | .007 | 121.92 | 0 | .884 | .913 | *** |
| Constant | .017 | .002 | 7.22 | 0 | .013 | .022 | *** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mean dependent var | 0.243 | SD dependent var | 0.110 |
| R-squared | 0.858 | Number of obs | 4992.000 |
| F-test | 2344.408 | Prob > F | 0.000 |
| Akaike crit. (AIC) | -17535.882 | Bayesian crit. | -17470.726 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | (BIC) | |

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

**Appendix (3): The impact of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking in low sentiment periods**

**Linear regression: h_l = 0**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT | -.002 | .001 | -1.77 | .077 | -.004 | 0 | * |
| RE_TE | 0 | .003 | 0.07 | .944 | -.005 | .006 | |
| TQ | .005 | .002 | 2.49 | .013 | .001 | .009 | ** |
| LEV | .02 | .006 | 3.20 | .001 | .008 | .033 | *** |
| DPS | -.001 | .002 | -0.39 | .696 | -.005 | .003 | |
| CFO | .03 | .014 | 2.11 | .035 | .002 | .057 | ** |
| PROF | .002 | .005 | 0.50 | .617 | -.007 | .011 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -1.67 | .095 | 0 | 0 | * |
| L_RISK_SR | .93 | .007 | 127.64 | 0 | .915 | .944 | *** |
| Constant | .007 | .003 | 2.41 | .016 | .001 | .012 | ** |
| Mean dependent var | | 0.245 | SD dependent var | | | 0.113 | |
| R-squared | | 0.884 | Number of obs | | | 2560.000 | |
| F-test | | 2391.377 | Prob > F | | | 0.000 | |
| Akaike crit. (AIC) | | -9384.516 | Bayesian crit. (BIC) | | | -9326.039 | |

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

**Appendix (4): The impact of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking in highly sentiment periods**

**Linear regression: h_l = 1**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT | .033 | .007 | 5.10 | 0 | .021 | .046 | *** |
| RE_TE | -.01 | .003 | -2.94 | .003 | -.016 | -.003 | *** |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| TQ | .006 | .002 | 2.39 | .017 | .001 | .01 | ** |
| LEV | .001 | .007 | 0.10 | .925 | -.012 | .014 | |
| DPS | -.009 | .002 | -3.83 | 0 | -.013 | -.004 | *** |
| CFO | -.028 | .016 | -1.76 | .078 | -.059 | .003 | * |
| PROF | .001 | .006 | 0.20 | .839 | -.01 | .012 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | 1.47 | .141 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .861 | .013 | 65.58 | 0 | .835 | .887 | *** |
| Constant | .007 | .006 | 1.33 | .185 | -.003 | .018 | |
| Mean dependent var | | 0.242 | SD dependent var | | | 0.108 | |
| R-squared | | 0.834 | Number of obs | | | 2432.000 | |
| F-test | | 878.379 | Prob > F | | | 0.000 | |
| Akaike crit. (AIC) | | -8283.296 | Bayesian crit. (BIC) | | | -8225.331 | |

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

**Appendix (5): The interaction effect of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking**

**Linear regression**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT_FLC | -.008 | .002 | -4.93 | 0 | -.011 | -.005 | *** |
| TQ | .004 | .001 | 3.25 | .001 | .002 | .007 | *** |
| LEV | .009 | .004 | 2.37 | .018 | .002 | .017 | ** |
| DPS | -.005 | .002 | -3.34 | .001 | -.008 | -.002 | *** |
| CFO | .001 | .01 | 0.08 | .935 | -.019 | .021 | |
| PROF | .001 | .003 | 0.37 | .71 | -.005 | .008 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -0.09 | .931 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .899 | .005 | 165.50 | 0 | .889 | .91 | *** |
| Constant | .017 | .002 | 7.34 | 0 | .013 | .022 | *** |
| Mean dependent var | | 0.243 | SD dependent var | | | 0.110 | |
| R-squared | | 0.858 | Number of obs | | | 4992.000 | |
| F-test | | 3759.950 | Prob > F | | | 0.000 | |
| Akaike crit. (AIC) | | -17549.520 | Bayesian crit. (BIC) | | | -17490.880 | |

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

**Variance inflation factor**

| | VIF | 1/VIF |
|---|---|---|
| DPS | 1.271 | .787 |
| PROF | 1.207 | .829 |
| TA | 1.19 | .84 |
| TURN | | |
| CFO | 1.178 | .849 |
| LEV | 1.157 | .864 |
| L RISK | 1.078 | .928 |
| SR | | |
| TQ | 1.069 | .936 |
| SENT | 1.008 | .992 |
| FLC | | |
| Mean VIF | 1.145 | . |

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of RISK_SR
chi2(1) = 354.30
Prob > chi2 = 0.0000

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of RISK_SR
Ho: model has no omitted variables
F(3, 4980) = 2.69
Prob > F = 0.0448
Number of gaps in sample: 127
Durbin-Watson d-statistic( 9, 4992) = 1.773502

**fitted model**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT_FLC | -.008 | .002 | -4.34 | 0 | -.011 | -.004 | *** |
| TQ | .004 | .001 | 3.13 | .002 | .002 | .007 | *** |
| LEV | .009 | .005 | 2.07 | .039 | 0 | .018 | ** |
| DPS | -.005 | .001 | -3.57 | 0 | -.008 | -.002 | *** |
| CFO | .001 | .011 | 0.08 | .938 | -.02 | .022 | |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PROF | .001 | .004 | 0.35 | .729 | -.006 | .008 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -0.08 | .932 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .899 | .007 | 123.49 | 0 | .885 | .914 | *** |
| Constant | .017 | .002 | 7.13 | 0 | .012 | .022 | *** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mean dependent var | 0.243 | SD dependent var | 0.110 |
| R-squared | 0.858 | Number of obs | 4992.000 |
| F-test | 2770.691 | Prob > F | 0.000 |
| Akaike crit. (AIC) | -17549.520 | Bayesian crit. (BIC) | -17490.880 |

*** *p<.01*, ** *p<.05*, * *p<.1*

**Appendix (6): The interaction effect of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking in low sentiment periods**

**Linear regression: h_l = 0**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT_FLC | -.005 | .003 | -1.72 | .085 | -.01 | .001 | * |
| TQ | .004 | .002 | 2.50 | .013 | .001 | .008 | ** |
| LEV | .02 | .006 | 3.13 | .002 | .007 | .032 | *** |
| DPS | -.001 | .002 | -0.62 | .536 | -.005 | .003 | |
| CFO | .029 | .014 | 2.05 | .04 | .001 | .056 | ** |
| PROF | .002 | .005 | 0.38 | .703 | -.007 | .011 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | -1.60 | .109 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .93 | .007 | 127.82 | 0 | .916 | .945 | *** |
| Constant | .007 | .003 | 2.60 | .009 | .002 | .013 | *** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mean dependent var | 0.245 | SD dependent var | 0.113 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.884 | Number of obs | 2560.000 |
| F-test | 2734.317 | Prob > F | 0.000 |
| Akaike crit. (AIC) | -9387.649 | Bayesian crit. (BIC) | -9335.020 |

*** *p<.01*, ** *p<.05*, * *p<.1*

**Appendix (7): The interaction effect of investor's sentiment and firm life cycle on corporate risk taking in highly sentiment periods**

**Linear regression: h_l = 1**

| RISK_SR | Coef. | St.Err. | t-value | p-value | [95% Conf | Interval] | Sig |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SENT_FLC | -.011 | .005 | -2.29 | .022 | -.021 | -.002 | ** |
| TQ | .005 | .002 | 2.13 | .033 | 0 | .009 | ** |
| LEV | -.001 | .007 | -0.12 | .906 | -.014 | .012 | |
| DPS | -.009 | .002 | -4.15 | 0 | -.014 | -.005 | *** |
| CFO | -.028 | .016 | -1.77 | .076 | -.059 | .003 | * |
| PROF | .002 | .006 | 0.27 | .788 | -.01 | .013 | |
| TA_TURN | 0 | 0 | 1.53 | .127 | 0 | 0 | |
| L_RISK_SR | .862 | .013 | 65.68 | 0 | .836 | .888 | *** |
| Constant | .03 | .004 | 7.34 | 0 | .022 | .037 | *** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mean dependent | 0.242 | SD dependent var | 0.108 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| var | | | |
| R-squared | 0.832 | Number of obs | 2432.000 |
| F-test | 982.590 | Prob > F | 0.000 |
| Akaike crit. (AIC) | -8258.744 | Bayesian crit. (BIC) | -8206.576 |

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1