



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال نهم / شماره سی و پنجم / پاییز ۱۳۹۹

## رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری

رضا غلامی جمکرانی

استادیار گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران  
gholami@qom-iau.ac.ir

رحمان عالی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران (نویسنده مسئول)  
hesabresi.aali@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۱/۰۹ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۰۳

### چکیده

هدف از پژوهش حاضر بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری است. جهت دستیابی به این هدف با استفاده از روش غربالگری ۱۳۶ شرکت از جامعه پژوهش به عنوان نمونه انتخاب و در طی دوره زمانی ۹۴-۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفتند. به منظور اندازه‌گیری بیش‌اعتمادی مدیران از شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی، برای نااطمینانی تورم از تغییرات آتی در سطح عمومی قیمت‌ها و برای بیش‌سرمایه‌گذاری از تفاوت (به صورت باقیمانده رگرسیون) بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآورد شده سرمایه‌گذاری استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش بر اساس رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری.

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری، از مباحث اقتصاد مالی و بسط و توسعه آن یکی از عوامل مهم در جهت حل مشکلات اقتصادی کشورها است. اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری نیز از مسائل با اهمیت است [۸].

سرمایه‌گذاری، از مباحث اقتصادی مالی و یکی از عوامل مهم در جهت حل مشکلات اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶). اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کفایت سرمایه‌گذاری نیز از مسائل با اهمیت است [۱۷]. واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه‌رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه<sup>۲</sup> هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسئله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد [۸].

تلاطم تورم، موجب انحراف تصمیمات پس‌انداز‌کنندگان و سرمایه‌گذاران می‌شود که این امر باعث بی‌ثباتی در تولید می‌گردد. وجود نرخ‌های بالا و متغیر، هزینه‌های مبادله را افزایش داده و سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تولیدی را کاهش می‌دهد و در نتیجه رشد تولید را کاهش می‌دهد [۱۳]. نااطمینانی تورمی از اهمیت خاصی برای سیاست‌گذاران اقتصادی برخوردار می‌باشد. به طوری که در اقتصادهایی که نرخ تورم بالا است، نااطمینانی بیشتری در مورد مسیر آتی سیاست دولت وجود دارد [۱۳]. با توجه به موارد ارائه شده، پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به سوال زیر است:

- آیا بین بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد؟

در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش بطور اجمالی مرور و فرضیه پژوهش تدوین شده است. آنگاه روش پژوهش شامل نمونه پژوهش، مدل پژوهش مطرح شده است. سپس یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و برازش مدل پژوهش ارائه شده است. بخش نهایی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بیش‌اطمینانی<sup>۳</sup> یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. همچنین، مالی رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آربیتراژ است که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آربیتراژ استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌ها است. دوم روان‌شناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و هم چنین خطاهایی که

اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند، بررسی می‌شود. یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی، قابل پیش‌بینی و بدون اریب، همان‌گونه که توسط مدل‌های رایج نشان داده شده‌اند، رفتار نمی‌کنند. بر اساس نظریه‌های روان‌شناسی، انسان‌ها تمایل به نگهداری حوادث خاصی در ذهن خود به صورت تصورات دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود حوادث بر رفتار افراد دارند. مطالعات زیادی نحوه عملکرد غیرمنطقی افراد در مباحث سرمایه‌گذاری و پولی را نشان داده است.

بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد. در اغلب وظایف شاهد بروز بیش‌اطمینانی در افراد هستیم، اما انتخاب اوراق بهادار وظیفه دشواری است که بیشترین میزان بروز بیش‌اطمینانی در آن دیده می‌شود [۱۴]. به نظر هاید، متون مربوط به روان‌شناسی دو تعریف از اطمینان بیش از اندازه ارائه داده‌اند. نخست برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعاً هست، می‌بینند [۳]. بیش‌اطمینانی تنها منحصر به سرمایه‌گذاران انفرادی نیست بلکه شواهدی وجود دارد که تحلیل‌گران مالی نسبت به تجدید نظر درباره برآوردهای قبلی در زمینه عملکرد آتی شرکت کند عمل می‌کنند، حتی زمانی که شواهد قابل توجهی وجود دارد که ارزیابی‌های فعلی آن‌ها نادرست است [۱۲].

همچنین، بیشتر نظریه‌های اقتصادی بر این اساس بنا شده است که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می‌کنند و کلیه اطلاعات موجود را در فرآیند سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. این فرضیه مبنای اصلی فرضیه بازار کارا است؛ اما محققان این فرضیه بنیادی را زیر سؤال برده‌اند و مدارکی را کشف کرده‌اند که نشان‌دهنده عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است. آن‌ها به دنبال درک و توضیح اثرات احساسات انسانی در فرآیند تصمیم‌گیری هستند. بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این باور هستند که آن‌ها به طور موفقیت‌آمیزی همیشه می‌توانند از بازار جلوتر باشند اما در واقع شواهد زیادی وجود دارد که این موضوع را رد می‌کند، این اطمینان بیش از حد باعث انجام معاملات زیاد و از بین رفتن سود سرمایه‌گذاران می‌شود.

اقتصاد ایران، طی چند دهه گذشته، پدیده تورم را تجربه کرده است و بدون تردید می‌توان گفت که تورم یکی از مهمترین مسائل اقتصادی است و ابعاد آن در مطالعات تجربی متعددی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. اهمیت تورم تاثیر آن بر اقتصاد اکثر کشورها، همواره به عنوان یک موضوع مهم، مورد بررسی محققان قرار گرفته است؛ زیرا این متغیر از متغیرهای مهم کلان اقتصادی به حساب می‌آید.

تورم بر تولیدکنندگان و فروشندگان نیز اثر می‌گذارد، زیرا در حالت افزایش قیمت‌ها، کالاهای بیشتری ذخیره گردیده، تا درآینده به فروش برسانند. در غالب مطالعات فرض بر این است که تصمیمات مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان در فضای اقتصادی مطمئن و با اطلاعات کامل صورت می‌

گیرد که بررسی کردن متغیرها با این شرایط، ممکن است روابط بین متغیرها را به خوبی و به صورت واقعی نشان ندهد [۱۳]. اثر نااطمینانی تورم بر اقتصاد را می‌توان به دو بخش آثار پیشین و پسین تقسیم‌بندی کرد. آثار پیشین حاکی از این واقعیت است که در شرایط وجود نااطمینانی تورمی، کارگزاران اقتصادی تصمیماتی را اتخاذ می‌کنند که در صورت نبود نااطمینانی تورمی شاهد آن نخواهیم بود. در مقابل، آثار پسین مربوط به زمانی می‌شود که تورم تحقق یافته با تورم مورد انتظار یکسان نمی‌باشد. عدم تحقق نرخ تورم می‌تواند باعث جابجایی منابع مالی بین بنگاه‌های اقتصادی شود.

بنابراین، در تحقیق حاضر با متمرکز شدن بر ویژگی رفتاری اعتماد به نفس زیاد مدیریت، دقت پیش‌بینی سود و تورم به عنوان یکی از ویژگی‌های اقتصادی، به اهمیت نقش مدیران در میزان ریسک‌پذیری در سرمایه‌گذاری بیش از حد پرداخته می‌شود. این تحقیق با بررسی ویژگی رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و تورم و رابطه آن با سرمایه‌گذاری بیش از حد، موجب توسعه و غنی‌تر شدن ادبیات نظری می‌شود.

طالب نیا و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی پایین، کمترین مقدار سرمایه‌گذاری غیربهبینه صورت پذیرفته در حالی که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی پایین و اقلام تعهدی بالا بیشترین سرمایه‌گذاری غیربهبینه مشاهده می‌شود.

فدائی نژاد و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی اثرات جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد مطابق آنچه در ادبیات موضوعی مطرح است، اثر جریان‌های نقدی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران مثبت است. این مسئله بر مشکلات نمایندگی و کامل نبودن بازار سرمایه ایران صحنه می‌گذارد.

سواعدی و احمدی (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری بر شاخص بازدهی دارایی (ROA) شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق کاربردی، فرضیه‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند که براساس نتایج تحقیق، بیش‌سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معنی‌داری و کم‌سرمایه‌گذاری اثر منفی و معنی‌داری بر عملکرد شرکت از دیدگاه ROA دارد.

محمدزاده سالطه (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تاثیر ندارد و رشد شرکت بر بازده دارایی تاثیر مثبت و معنادار دارد و بر ارزش افزوده بازار تاثیرگذار است. همچنین، بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معنادار دارد.

سوزان<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۳) کاهش توان جذب سرمایه‌های خارج از شرکت، موجب کاهش وجه نقد در دسترس شرکت شده و در نهایت توان سرمایه‌گذاری جدید را از شرکت سلب خواهد کرد. کاهش سرمایه‌گذاری شرکت که با رشد آن رابطه مستقیم دارد، موجب کندی رشد شرکت خواهد شد.

کوالو<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳)، در تحقیقی به بررسی تاثیر میزان ارزش بازار بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیق حاصل از رابطه مثبت مابین ارزش بازار و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. هر چه میزان ارزش بازار افزایش یابد سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد خواهند داشت. رامانا<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از تحلیل رگرسیون رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در شرکت‌های هندی آزمون کرد و با معیارهای متداول حسابداری شامل سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات، سود قبل از بهره و مالیات و... مقایسه نمود. نتیجه این بررسی نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای متداول حسابداری برتری ندارد.

جنگ و وانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) استدلال می‌کنند که میان رشد و سود نوعی رابطه متقابل (دوطرفه) وجود داشته، بنابراین می‌توان انتظار داشت که رابطه‌ای معکوس میان آن دو برقرار باشد. وانگ<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی تاثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر بیش‌سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق بدین صورت است که بین دو متغیر رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بدین صورت که هر چه مدیران اعتماد بیشتر از حد نسبت به خود داشته باشند میزان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد خواهد شد و با کاهش اعتماد مدیران میزان سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت. وانگ و وانگ<sup>۹</sup> (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی، رشد شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ارزش افزوده اقتصادی موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد نخواهد شد ولی رشد شرکت‌ها را کم خواهد کرد.

### ۳- روش پژوهش

پژوهش حاضر از بعد هدف، از نوع توصیفی و تحلیلی است، یعنی به دنبال تعریف و بدست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص بوده و همچنین روابط علت و معلولی بین متغیرها و اثر متغیرها بر روی یکدیگر مورد بررسی قرار می‌گیرد. از بعد فرآیند نوع پژوهش، کمی است، یعنی با یک نگرش عینی به گردآوری و تحلیل داده‌های کمی می‌پردازد. از بعد منطق، یک پژوهش استقرایی است، یعنی درصدد طراحی یک مدل اقتصادسنجی بر اساس مشاهدات تجربی و گردآوری داده‌های کمی است و از بعد نتیجه پژوهش، یک پژوهش کاربردی است، یعنی در پی حل یک مشکل خاص است. با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه اصلی به صورت زیر بیان می‌شود:

- فرضیه ۱: بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بیش‌اعتمادی مدیران نقش تعدیلی بر رابطه بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری دارد.
- فرضیه ۳: بیش‌اعتمادی مدیران میزان بیش‌سرمایه‌گذاری را در شرایط نااطمینانی در تورم کاهش می‌دهد.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. انتخاب نمونه بر اساس غربالگری و با توجه به شرایط زیر انجام شده است:

- (۱) اطلاعات مورد نیاز در رابطه با شرکت از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۴، در دسترس باشد.
- (۲) طی سال‌های مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، سال مالی تغییر نکرده باشد.
- (۳) سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش معامله شده باشد.
- (۴) جزء شرکت‌ها سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
- (۵) سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ماه ختم شود.

در نهایت، با توجه به شرایط فوق، داده‌های ۱۳۶ شرکت بورسی در بازه زمانی ۵ سال بررسی شدند. در پژوهش حاضر برای چارچوب نظری و پیشینه موضوعی، روش کتابخانه‌ای استفاده شده که شامل مطالعات کتب تخصصی، پایان‌نامه‌ها، مقالات موجود در مجلات و نشریات تخصصی در زمینه پژوهش از طریق جستجو در سایت‌های اینترنتی و مراجعه به مراکز علمی و دانشگاهی بوده است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از اسناد و مدارک سازمانی استخراج شده‌اند که شامل صورت‌های مالی حسابرسی شده، اطلاعات موجود در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نیز اطلاعات به‌دست آمده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین هستند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی در نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چندگانه زیر استفاده می‌شود [۱۶]:

مدل (۱)

$$\text{Overinvestment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Inflation}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{DPS}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_6 \text{OCF}_{i,t} + \alpha_7 \text{Tangibility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$\text{Overinvestment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Inflation}_{i,t} + \alpha_2 \text{Overconfidence}_{i,t} + \alpha_3 \text{Inflation}_{i,t} * \text{Overconfidence}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_6 \text{DPS}_{i,t} + \alpha_7 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_8 \text{OCF}_{i,t} + \alpha_9 \text{Tangibility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

$$\text{Overinvestment}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Overconfidence}_{i,t} + \alpha_2 \text{Inflation}_{i,t} + \alpha_3 \text{Overconfidence}_{i,t} * \text{Inflation}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_6 \text{DPS}_{i,t} + \alpha_7 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_8 \text{OCF}_{i,t} + \alpha_9 \text{Tangibility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**بیش‌اعتمادی:** مدیران اعتماد به نفس بیش از حد به عنوان یک ویژگی شخصیتی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود [۷].

یکی از متغیرهای این پژوهش، شاخص اعتماد بیش از حد مدیریتی است که برای محاسبه آن از معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها استفاده می‌شود، سرمایه‌گذاری بیش از حد از خطاهای مدل زیر به دست می‌آید که مقدار مثبت این باقیمانده‌ها بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها و مقدار منفی این باقیمانده‌ها بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد در دارایی‌ها است. اگر باقیمانده رگرسیون بزرگتر از صفر باشد، این

شاخص برابر یک و در غیراین صورت، برابر با صفر است. برای محاسبه این معیار از مدل مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) و (۲۰۰۷) استفاده می‌شود. این مدل بر مبنای سال - صنعت و بصورت ذیل محاسبه می‌شود. [۱۶]:

$$SGi.t = \beta_0 + \beta_1 . AGi.t + \epsilon_i.t \quad \text{مدل (۴)}$$

$SGi.t$ : رشد فروش در پایان دوره مالی  $t$  برای شرکت  $i$ .

$AGi.t$ : رشد دارایی‌ها در پایان دوره مالی  $t$  برای شرکت  $i$ .

$\epsilon_i.t$ : باقیمانده رگرسیون

نحوه محاسبه رشد فروش و رشد دارایی‌ها به شرح ذیل است:

$$SGi.t = (Si.t - Si.t-1) / Si.t-1 \quad \text{مدل (۵)}$$

$$AGi.t = (TAi.t - TAi.t-1) / TAi.t-1 \quad \text{مدل (۶)}$$

$Si.t$  = میزان فروش در پایان دوره  $t$  برای شرکت  $i$ .

$Si.t-1$  = میزان فروش در پایان دوره  $t-1$  برای شرکت  $i$ .

$TAi.t$  = میزان کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی  $t$  برای شرکت  $i$ .

$TAi.t-1$  = میزان کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی  $t-1$  برای شرکت  $i$ .

**نا اطمینانی تورم:** منظور از نااطمینانی تورم در ادبیات اقتصادی عدم اطمینانی در رابطه با تغییرات آتی در سطح عمومی قیمت‌ها می‌باشد. معروف‌ترین روش‌هایی که برای نااطمینانی تورمی بکار می‌رود، الگوی خود بازگشت کننده تعمیم یافته با واریانس می‌باشد. در این الگوها از واریانس شرطی خودبازگشت کننده به عنوان جانشینی برای نااطمینانی تورمی استفاده می‌شود. مبنای این الگوها بر پایه فرض ناهمسانی واریانس شرطی جملات اخلال قرار دارد. الگوهای خود بازگشت کننده واریانس ناهمسانی که توسط انگل (۱۹۸۲) بیان شد، از جمله الگوهای غیرخطی می‌باشند که عدم ثبات در واریانس در آن‌ها لحاظ شده است. به منظور نشان دادن شکل عمومی یک الگوی خود بازگشت کننده با واریانس ناهمسانس شرطی، فرض کنید که متغیر تصادفی  $y_t$  از فرآیند شماره (۷) پیروی می‌کند [۱۶].

$$y_t = E(y_t | \Omega_{t-1}) + \epsilon_t \quad (۷)$$

که در آن  $\epsilon_t$  دارای توزیع نرمال با میانگیم صفر و واریانس  $h_t$  می‌باشد. به گونه‌ای که میانگین شرطی و واریانس شرطی  $y_t$  که به ترتیب با روابط (۸) و (۹) نشان داده شده‌اند، غیرثابت یوده و فرآیند واریانس شرطی از معده (۱۰) پیروی می‌کند.

$$E(y_t | \Omega_{t-1}) = \mu_t(\Theta) \quad (۸)$$

$$\text{Var}(y_t | \Omega_{t-1}) = E(\epsilon_t^2 | \Omega_{t-1}) = h_t \quad (۹)$$

$$h_t = u + a_1 \epsilon_{t-1}^2 + a_2 \epsilon_{t-2}^2 + \dots + a_q \epsilon_{t-q}^2 \quad (۱۰)$$

از آنجا که ممکن است سطح فعلی نوسان به طور موقت با سطح نوسان در دوره‌های نزدیک قبلی رابطه داشته باشد، بعد از اثبات وجود اثرات واریانس ناهمسانی به وسیله موقت با سطح نوسان در دوره‌های نزدیک قبلی رابطه داشته باشد، بعد از اثبات وجود اثرات واریانس ناهمسانی به وسیله آزمون ARCH در سری زمانی مورد بررسی، می‌توان از الگوهای تعمیم یافته خود بازگشت کننده با واریانس ناهمسانی شرطی استفاده کرد. در این صورت معادله واریانس به صورت رابطه (۱۱) تعریف می‌شود:

$$ht = \omega + a_1 \varepsilon_{2t-1} + a_2 \varepsilon_{2t-2} + \dots + a_q \varepsilon_{2t-q} + \beta_1 ht-1 + \dots + \beta_p ht-p \quad (11)$$

**بیش سرمایه‌گذاری:** در این پژوهش نیز از مدل به‌کار گرفته شده توسط وانگ و همکاران [۱۶] استفاده شده است. با استفاده از این مدل که در زیر آمده است، سطح معمول سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برآورد شده است و از تفاوت (به‌صورت باقیمانده رگرسیون) بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآورد شده سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها بدست می‌آید (باقیمانده < ۰).

مدل (۱۲)

$$Ii.t = a_0 + a_1 * Growi.t-1 + a_2 * Cashi.t-1 + a_3 * ROAi.t-1 + a_4 * Levi.t-1 + a_5 * Sizei.t-1 + \varepsilon_i.t$$

بر این اساس، متغیرهای مورد استفاده در این مدل عبارتند از:

$Ii.t$ : نشان دهنده سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است؛ در این پژوهش، سرمایه‌گذاری به‌عنوان وجه نقد پرداختی شرکت  $i$  برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلند مدت در نظر گرفته شده است و بر کل دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود تا تأثیر خطاها از بین برود.

$Growi.t-1$ : نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ، به‌دست می‌آید؛ بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) معتقدند که فرصت‌های رشد شرکت، باید سرمایه‌گذاری‌های شرکت را توجیه نماید.

$Cashi.t-1$ : وجه نقد نگهداری شده شرکت است. در این پژوهش به‌عنوان نسبت جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت  $i$  در سال  $t-1$  به کل دارایی‌ها در سال  $t-1$ ، تعریف شده است که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد [۱۷].

$ROAi.t-1$ : نسبت سود و زیان خالص به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است. این نسبت، میزان سودآوری شرکت را نشان می‌دهد و بیانگر عملکرد آتی شرکت است [۱۷].

$Levi.t-1$ : نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است و میزان توانایی مالی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها را نشان می‌دهد [۱۷].

$Sizei.t-1$ : لگاریتم کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است؛ از این متغیر می‌توان برای کنترل ریسک استفاده کرد [۱۷].



Ei.t: باقیمانده مدل می‌باشد؛ باقیمانده مثبت، بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد و باقیمانده منفی، بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

### متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترلی تحقیق به شرح زیر هستند [۱۶]:

اندازه شرکت (SIZE): معرف اندازه شرکت است که برابر است با لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت.

اهرم مالی (LEV): معرف اهرم مالی شرکت است. برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی.

سود سهام پرداختنی (DPS): برابر است با سود هر سهم پرداخت شده.

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی شرکت.

جریان وجوه نقد عملیاتی (OCF): برابر جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت در سال t.

نسبت دارایی‌های ثابت (Tangibility): این نسبت از طریق محاسبه نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.

### ۴- تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیر وابسته و متغیرهای مستقل و کنترلی مدل مرتبط با فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد. تعداد مشاهدات مورد بررسی برای برآورد مدل، ۶۸۰ مشاهده از ۱۳۶ شرکت است.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای مدل‌های اصلی پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
نااطمینانی تورم	-۷۶/۵۸۷	-۷۲/۰۹۳	-۳۹/۹۰۳	-۱۱۶/۳۵۶	۲۸/۹۹۲
بیش‌سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۰۶	۰/۰۱۰	۰/۵۳۰	-۰/۷۱۵	۰/۰۷۲
اندازه شرکت	۵/۸۸۳	۵/۸۵۰	۸/۰۷۹	۴/۳۸۸	۰/۶۰۲
اهرم مالی	۰/۷۶۲	۰/۷۷۰	۰/۹۶۱	-۰/۴۴۱	۰/۱۵۳
سود سهام پرداختنی	۰/۷۰۷	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۵۵
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۴۹	۰/۰۴۲	۰/۳۱۹	-۰/۴۷۲	۰/۱۸۰
جریان وجوه نقد عملیاتی	۵/۱۶۸	۵/۱۳۱	۷/۳۹۰	۲/۷۴۶	۰/۷۹۱
بیش‌اعتمادی مدیران	۰/۰۲۶	-۰/۰۱۶	۴/۷۶۵	-۷/۶۷۱	۳/۳۰۹
نسبت دارایی‌های ثابت	۰/۲۴۸	۰/۲۰۹	۰/۸۳۹	۰/۰۰۴	۰/۱۷۵

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

قابل ذکر است بنابر قضیه حد مرکزی هرگاه تعداد نمونه‌های آماری بیش از ۳۰ نمونه باشد نیازی به انجام آزمون نرمال بودن نیست و داده‌ها به خودی خود نرمال هستند. در ادامه نتایج آزمون پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش نیز در نگاره (۲) ارائه شده است.

نگاره ۲: نتایج حاصل از آزمون ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

لوین، لین و چو		متغیر پژوهش
معناداری	آماره آزمون	
۰/۰۰۱	-۲۹/۲۲۱	نااطمینانی تورم
۰/۰۲۰	-۱۲۳/۰۲۹	بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰	-۱۶/۵۰۷	اندازه شرکت
۰/۰۳۰	-۱۷/۱۲۳	اهرم مالی
۰/۰۰۸	-۲۱/۸۴۲	سود سهام پرداختی
۰/۰۰۱	-۲۰/۳۵۳	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	-۳۴/۴۰۵	جریان وجوه نقد عملیاتی
۰/۰۰۲	-۳۸/۵۲۰	نوع مالکیت
۰/۰۰۰	-۱۵/۴۲۰	چرخه عملیاتی
۰/۰۰۰	-۱۹/۹۵۸	بیش‌اعتمادی مدیران
۰/۰۰۱	-۲۸/۹۸۵	نسبت دارایی‌های ثابت

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، برای کلیه متغیرهای پژوهش، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا هستند. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش و برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی یا ترکیبی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. نگاره (۳) نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام برای مدل برآورد شده برای فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۳: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام

معناداری	آماره آزمون
۰,۰۰۰	۱,۶۴۳

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

چنانچه نگاره (۳) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره F کوچک‌تر از  $0/05$  است که برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده را نشان می‌دهد. سپس برای انتخاب یکی از روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نگاره (۴) نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل مربوط به فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۴: نتایج حاصل از آزمون هاسمن

معناداری	آماره کای مربع
۰,۳۵۸	۷,۷۱۰

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که نگاره (۴) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگتر از  $0/05$  است که نشان‌دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت است. بنابراین، برای برآورد مدل مربوط به فرضیه از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی استفاده شده است که نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در نگاره‌های (۵) و (۶) ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰,۱۱۲	۰,۰۹۳	۵,۸۱۶	۰,۰۰۰	۱,۸۲۴

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که در نگاره (۵) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با  $0,112$  است. یعنی  $11,2$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسون برابر با  $1,824$  است، در فاصله بین  $1,5$  و  $2,5$  قرار گرفته؛ بنابراین خودهمبستگی بین متغیرها وجود ندارد. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در نگاره (۶) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

نگاره ۶: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
نااطمینانی تورم	-۰,۵۶۳	۰,۱۲۱	-۴,۶۳۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۵	۰,۴۸۰	۰,۶۳۱
اهرم مالی	۰,۰۰۳	۰,۰۰۲	۱,۳۱۲	۰,۱۹۰
نسبت دارایی‌های ثابت	-۰,۰۵۶	۰,۰۱۸	-۳,۱۲۹	۰,۰۰۱
سود سهام پرداختنی	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۸	۲,۰۴۶	۰,۰۳۱
جریان وجوه نقد عملیاتی	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۰۵	-۴,۰۲۷	۰,۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰,۰۰۴	۰,۰۰۲	۲,۰۰۰۱	۰,۰۳۶
عدد ثابت	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۳	۰,۲۸۵	۰,۷۷۵

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب منفی متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه منفی بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری است. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب و سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که سود سهام پرداختنی و نرخ بازده دارایی‌ها دارای رابطه مثبت و معنادار و نسبت دارایی‌های ثابت و جریان وجوه نقد عملیاتی دارای رابطه منفی و معنادار با بیش‌سرمایه‌گذاری است. در حالی که رابطه اندازه شرکت و اهرم مالی با بیش‌سرمایه‌گذاری معنادار نشد.

#### فرضیه دوم پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش و برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی یا ترکیبی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. نگاره (۷) نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام برای مدل برآورد شده برای فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۷: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام

معناداری	آماره آزمون
۰,۰۰۰	۲,۲۷۱

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

چنانچه نگاره (۷) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره F کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده را نشان می‌دهد. سپس برای انتخاب یکی از روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نگاره (۸) نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل مربوط به فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۸: نتایج حاصل از آزمون هاسمن

معناداری	آماره کای مربع
۰,۵۵۲	۶,۸۵۰

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که نگاره (۸) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگتر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت است. بنابراین، برای برآورد مدل مربوط به فرضیه از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی استفاده شده است که نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در نگاره‌های (۹) و (۱۰) ارائه شده است.

نگاره ۹: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰,۴۹۳	۰,۴۸۲	۴۳,۰۶۶	۰,۰۰۰	۲,۴۱۱

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که در نگاره (۹) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۴۹۳ است. یعنی ۴۹,۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسون مدل که برابر با ۲,۴۱۱ است، در فاصله بین ۱,۵ و ۲,۵ قرار گرفته؛ بنابراین خودهمبستگی بین متغیرها وجود ندارد. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در نگاره (۱۰) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

نگاره ۱۰: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
نااطمینانی تورم	۱,۲۴۳	۰,۵۷۲	۲,۱۷۰	۰,۰۰۲
بیش‌اعتمادی مدیران	۱,۹۲۱	۰,۴۹۴	۳,۸۸۵	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۳,۷۴۱	۰,۸۷۲	۴,۲۸۹	۰,۰۰۰
اهرم مالی	۲,۱۹۶	۰,۲۲۱	۹,۹۲۵	۰,۰۰۰
نسبت دارایی‌های ثابت	-۰,۰۷۳	۰,۰۹۴	-۰,۷۷۱	۰,۴۴۰
سود سهام پرداختنی	-۱۳,۳۴۷	۲,۱۷۱	-۶,۱۴۵	۰,۰۰۰
جریان وجوه نقد عملیاتی	۰,۸۴۴	۰,۵۳۵	۱,۵۷۶	۰,۱۱۵
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۰۰۸	۰,۰۰۳	-۲,۲۸۲	۰,۰۲۲
عدد ثابت	۰,۷۷۵	۰,۳۰۶	۲,۵۳۳	۰,۰۱۱

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب مثبت متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه مثبت بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی بیش‌اعتمادی مدیران است. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب و سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که اندازه شرکت و اهرم مالی دارای رابطه مثبت و معنادار و سود سهام پرداختنی شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها دارای رابطه منفی و معنادار با بیش‌سرمایه‌گذاری است. در حالی که رابطه نسبت دارایی‌های ثابت و جریان وجوه نقد عملیاتی با بیش‌سرمایه‌گذاری معنادار نشد.

#### فرضیه سوم پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش و برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی یا ترکیبی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. نگاره (۱۱) نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام برای مدل برآورد شده برای فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۱۱: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام

معناداری	آماره آزمون
۰,۰۰۰	۱,۶۴۱

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

چنانچه نگاره (۱۱) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره F کوچک‌تر از  $0/05$  است که برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده را نشان می‌دهد. سپس برای انتخاب یکی از روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نگاره (۱۲) نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل مربوط به فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۱۲: نتایج حاصل از آزمون هاسمن

معناداری	آماره کای مربع
۰,۴۰۲	۸,۳۲۶

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که نگاره (۱۲) نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع بزرگتر از  $0/05$  است که نشان‌دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت است. بنابراین، برای برآورد مدل مربوط به فرضیه از روش داده‌های تابلویی اثرات تصادفی استفاده شده است که نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در نگاره‌های (۱۳) و (۱۴) ارائه شده است.

نگاره ۱۳: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰,۴۹۳	۰,۴۸۲	۴۳,۰۶۶	۰,۰۰۰	۲,۱۵۱

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که در نگاره (۱۳) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با  $0,493$  است. یعنی  $49,3$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسون مدل که برابر با  $2,151$  است، در فاصله بین  $1,5$  و  $2,5$  قرار گرفته؛ بنابراین خودهمبستگی بین متغیرها وجود ندارد. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در نگاره (۱۴) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

نگاره ۱۴: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
بیش‌اعتمادی مدیران	-۰,۰۰۶	۰,۰۰۱	-۴,۵۰۷	۰,۰۰۰
نااطمینانی تورم	۰,۰۰۸	۰,۰۰۲	۴,۲۴۹	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۱۲	۰,۰۰۳	۳,۹۱۴	۰,۰۰۰
اهرم مالی	۰,۰۰۸	۰,۰۰۲	۲,۹۹۰	۰,۰۰۴
نسبت دارایی‌های ثابت	۰,۰۰۱	۰,۰۰۱	۱,۵۸۱	۰,۱۱۹
سود سهام پرداختی	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۵	-۳,۴۷۴	۰,۰۰۱
جریان وجوه نقد عملیاتی	-۰,۰۱۲	۰,۰۰۲	-۴,۶۳۱	۰,۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰,۰۰۶	۰,۰۰۱	۳,۲۸۶	۰,۰۰۱
عدد ثابت	۰,۷۰۴	۰,۲۵۷	۲,۷۳۵	۰,۰۰۶

منبع: برگرفته از محاسبات پژوهشگر

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب منفی متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه منفی بین بیش‌اعتمادی و بیش‌سرمایه‌گذاری در شرایط نااطمینانی تورم است. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب و سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که اندازه شرکت، اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها دارای رابطه مثبت و معنادار و سود سهام پرداختی و جریان وجوه نقد عملیاتی دارای رابطه منفی و معنادار با بیش‌سرمایه‌گذاری است. در حالی که رابطه نسبت دارایی‌های ثابت با بیش‌سرمایه‌گذاری معنادار نشد.

##### ۵- نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران، نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری است. در این پژوهش نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری مربوط به ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت.

یافته‌ها نشان می‌دهد که: ضریب منفی متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه منفی بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری است. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. ضریب مثبت متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه مثبت بین نااطمینانی تورم و بیش‌سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی بیش‌اعتمادی مدیران است. مدیران با اعتماد به نفس بالا می‌توانند ریسک ناشی از شرایط نااطمینانی تورم را کاهش دهند و در شرایط بحران بهترین کارایی را از سرمایه‌گذاری کسب کنند. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار



است. ضریب منفی متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه منفی بین بیش‌اعتمادی و بیش‌سرمایه‌گذاری در شرایط ناطمینانی تورم است. سطح معناداری مربوط به آماره  $t$  متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است.

اقتصاد ایران، طی چند دهه گذشته، پدیده تورم را تجربه کرده است و بدون تردید می‌توان گفت که تورم یکی از مهمترین مسائل اقتصادی است و ابعاد آن در مطالعات تجربی متعددی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. اهمیت تورم تأثیر آن بر اقتصاد اکثر کشورها، همواره به عنوان یک موضوع مهم، مورد بررسی محققان قرار گرفته است؛ زیرا این متغیر از متغیرهای مهم کلان اقتصادی به حساب می‌آید. تورم بر تولیدکنندگان و فروشندگان نیز اثر می‌گذارد، زیرا در حالت افزایش قیمت‌ها، کالاهای بیشتری ذخیره گردیده، تا در آینده به فروش برسانند. در غالب مطالعات فرض بر این است که تصمیمات مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان در فضای اقتصادی مطمئن و با اطلاعات کامل صورت می‌گیرد که بررسی کردن متغیرها با این شرایط، ممکن است روابط بین متغیرها را به خوبی و به صورت واقعی نشان ندهد. اثر عدم اطمینان تورم بر اقتصاد را می‌توان به دو بخش آثار پیشین و پسین تقسیم‌بندی کرد. آثار پیشین حاکی از این واقعیت است که در شرایط وجود عدم اطمینان تورمی، کارگزاران اقتصادی تصمیماتی را اتخاذ می‌کنند که در صورت نبود عدم اطمینان تورمی شاهد آن نخواهیم بود. در مقابل، آثار پسین مربوط به زمانی می‌شود که تورم تحقق یافته با تورم مورد انتظار یکسان نمی‌باشد. عدم تحقق نرخ تورم می‌تواند باعث جابجایی منابع مالی بین بنگاه‌های اقتصادی شود.

بر این اساس، نتایج پژوهش حاضر با پژوهش جنگ و یانگ (۲۰۱۴)، وانگ و همکاران (۲۰۱۶) و وانگ و وانگ (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

در مراحل انجام تحقیقات علمی، معمولاً یک سری شرایط و مواردی وجود دارند که از کنترل پژوهشگر خارج می‌باشند ولی به طور بالقوه نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار می‌دهند. محدودیت‌ها می‌توانند ناشی از شرایط محیطی یا زمانی و ذاتی را شامل گردند ولی خوشبختانه اطلاعات مرتبط با این پژوهش کاملاً در دسترس بودند و پژوهشگر بجز شرایطی که برای تعیین نمونه با آن مواجه بود است با هیچگونه محدودیت دیگری مواجه نبوده است.

در راستای تحقیق انجام شده و نتایج بدست آمده از آن برخی از پیشنهادهای تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود: به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در مبادله سهام شرکت‌ها، به نوع مالکیت شرکت‌ها توجه کنند، سرمایه‌گذاران میزان ناطمینانی تورم را مدنظر قرار دهند، سرمایه‌گذاران و سهامداران در تحلیل صورت‌های مالی به بیش‌اعتمادی مدیران توجه کنند.

#### فهرست منابع

\* پیرمرادی، فاطمه؛ علی‌نژاد ساروکلای، مهدی و شول، عباس. (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر مربوط بودن ارزش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت.

- \* ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، محمد، (۱۳۹۰)، «کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۳۷-۶۳.
- \* چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد و میرزایی، محسن. (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۸، شماره ۲۵.
- \* سواعدی، ضیاء و احمدی، محمدرضان، (۱۳۹۴)، «بررسی تاثیر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری بر شاخص بازدهی دارایی (ROA) شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»، همایش ملی دستاوردهای نوین در حسابداری و مدیریت، تهران، مرکز آموزش علمی کاربردی واحد ۱۳ تهران، موسسه مدیریت دانش شباک.
- \* طالب نیا، قدرت الله؛ شیری، احمدرضا و ضرابی، مریم، (۱۳۹۲) «بررسی تاثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابرسی، سال سیزدهم، شماره ۵۳.
- \* عرب صالحی، مهدی؛ امیری، هادی و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳)، «بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۶، شماره ۲، صفحه ۱۲۸ - ۱۱۵.
- \* فروغی، داریوش و نخبه فلاح، زهرا. (۱۳۹۳). «تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی». پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره اول، صص ۲۷ تا ۴۴.
- \* فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن و سرابی نوبخت، سمیرا. (۱۳۸۹)، «بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صفحه ۴۲-۲۵.
- \* مدرس، احمد و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱ (۲): ۸۵-۱۱۶.
- \* مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳)، «تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صفحه ۵۰۴ - ۴۸۵.
- \* Graham, B, M. A. H. Dempster & Yee Sook Yong. (2005), Prospective earnings per share, University of Cambridge. Judge institute on management working, Paper no.61
- \* Li, Y and Lang, L. (2014). "Top Managers' Confidence, Ultimate Controller And Firm Value: A Study Based On Empirical Analysis and Monte Carlo Simulation", Pak. J. Statist, Vol. 30(5), 973-986.
- \* Lictnstein, S., Fischhoff, B., and Phillips, L.D. (1982), "Calibration of probabilities: The state of the art to 1980.In: Kahneman, D., Slovic, p., Tversky, A. (Eds), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", Cambridge university press, Pp: 306-334.
- \* Narayan, P. K., et al. (2009)," Understanding the Inflation - Output Nexus for China", China Economic Review, 20, 82-90.

- \* Nofsinger, J. R. (2001). "Investment Madness: How Psychology affects your investing and what to do about it", Pearson Education, 1st Edition
- \* Verdi, R. (2006). "Financial reporting quality and investment efficiency". Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper. Available at SSRN: <http://www.ssrn.com>
- \* Wang, Yizhong, Carl R. Chen, Lifang Chen, Ying Sophie Huang, (2016), "Overinvestment and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations", North American Journal of Economics and Finance 38 (2016) 54–69.
- \* Yang, J., and Jiang, Y. (2008). "Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study". The Business Review, 11 (1): 159-166.

#### یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Jensen
- <sup>2</sup> Investment Efficiency
- <sup>3</sup> overconfidence
- <sup>4</sup> Susan
- <sup>5</sup> Cavallo
- <sup>6</sup> Ramana
- <sup>7</sup> Jeng and Yang
- <sup>8</sup> Wang
- <sup>9</sup> Wang and Wang