



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هفتم / شماره بیست‌وهفتم / پاییز ۱۳۹۷

## تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض شرکت بر انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار

مجید زنجیردار

دانشیار گروه مدیریت بازرگانی، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران (مسئول مکاتبات)  
Zanjirdar08@gmail.com

مجتبی لیتانی

دانش آموخته کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۵/۱۰

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض شرکت بر انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار در ایران می‌باشد و پس از طراحی شاخص‌های ارزیابی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، اطلاعات دوره پنج ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردیده و نمونه آماری مشتمل بر ۸۹ شرکت با روش نمونه‌گیری بر اساس فرمول کوکران انتخاب شده است که در مجموع ۴۴۵ سال-شرکت بودند، در این تحقیق برای بررسی فرضیات پژوهش از رگرسیون خطی و همبستگی و جهت تجزیه تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات تحقیق از نرم افزار *Eviews* استفاده شده است. آنچه در جمع‌بندی و نتیجه‌گیری کلی آزمون فرضیه‌های تحقیق می‌توان عنوان کرد، این است که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد؛ همچنین میزان استقراض تأثیر مثبت بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد. در نهایت نتایج نشان داد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تا حدی انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را از طریق استقراض کاهش و انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را تشدید می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، میزان استقراض شرکت.

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری به منزله هسته اصلی مدیریت مالی یک شرکت ذکر شده، رونق اقتصاد رفتاری و مالی رفتاری تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار موضوع داغ در زمینه امور مالی می‌باشد (هانگبین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). برای پاسخ به این سؤال مستندات و ادبیات فعلی با دو دیدگاه یعنی محدودیت تأمین مالی و مشکل نمایندگی همراه است. از نظر دیدگاه محدودیت مالی، بلند پروازی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار، تسهیل تأمین مالی را افزایش و هزینه تأمین مالی را نسبتاً کاهش می‌دهد، که به طور موثر باعث کاهش در سرمایه‌گذاری پایین شرکت‌ها خواهد شد. همان‌طور که بیکر در سال ۲۰۰۹ بیان کرد، وجود محدودیت‌های مالی شرکت‌ها را مجبور به ترک پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش جاری خالص مثبت می‌کند، در حالی که برای استفاده از فرصت‌های بازار برای بالا بردن تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در زمان بلند پروازی‌های احساسات سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود. از نظر دیدگاه مسئله نمایندگی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت ممکن است تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران باشد که نتیجه آن باعث انحراف از هدف برای به حداکثر رساندن ارزش می‌شود. تمایلات سرمایه به احتمال زیاد دلیل اصلی برای مدیریت در انجام و یا ترک پروژه‌های سرمایه‌گذاری خاص تا برآورده شدن اهدافشان است. در زمان بلند پروازی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار، مدیریت شرکت گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار در بازار سرمایه را با شور و شوق و انگیزه ارضاء و حتی تشویق به شروع برخی از پروژه‌ها سرمایه‌گذاری با مقدار منفی خالص می‌کند (چن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). در مجموع هدف اصلی این تحقیق شناخت و ارزیابی نوع ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، استقراض با سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

میوا در سال<sup>۳</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان تمایلات سرمایه‌گذار، قیمت‌گذاری اشتباه سهام، و انتظار رشد بلند مدت به این موضوع پرداخته است. در این تحقیق به بررسی تأثیر احساسات بر جسارت در پیش بینی انتظار رشد بلند مدت و به بررسی تأثیر احساسات بر دقت پیش بینی می‌پردازد. یافته‌های این تحقیق نشان داده است که سهام با تجربه رشد پیش بینی بالاتر تجدید نظر پیش بینی منفی‌تر و بازده سهام متعاقب آن پایین‌تر است به خصوص بعد از دوره تمایلات سرمایه‌گذاران بالا.

هوانگ و لیو<sup>۴</sup> در سال (۲۰۱۴)، در کشور چین تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذار بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری تأمین مالی اعتباری انجام داده‌اند. نویسندگان برای به دست آوردن اطلاعات در سطح بنگاه از بازارهای سهام شانگهای و شنژن و با استفاده از روش‌های تخمین پانلی استفاده کرده‌اند. یافته‌های این تحقیق نشان داده است که تمایلات سرمایه‌گذار همبستگی مثبتی با افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همبستگی منفی با کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. تأمین مالی اعتباری‌گذار همبستگی مثبتی با افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همبستگی منفی با کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. احساسات سرمایه‌گذار کمبود سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق تأمین مالی اعتباری را کاهش و تشدید سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. ، که هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌ها است. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E) ، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد.

رفیع زاده و بزرگر (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های بورسی پرداخته‌اند ، نتیجه تحقیق نشان داد بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

آقایی و مدرس (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد، شرکت‌های غیرسیاسی، با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند و کسری بودجه این شرکت‌ها عمدتاً از طریق منابع مالی نقدی و بخشی هم از منابع مالی حاصل از فروش تأمین می‌شود، بنابراین حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در این شرکت‌ها بالاست. اما شرکت‌های سیاسی، چون دسترسی آسان‌تری به منابع مالی خارجی دارند، بدهی بیشتری منتشر و وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند، از این رو حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

### ارزش‌های بنیادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

دیدگاه سنتی بازار بر این فرض استوار است که تنها ارزش‌های بنیادی یک شرکت می‌تواند در تغییرات قیمتی آن موثر واقع گردد اما تحقیقات اخیر انجام شده نشان می‌دهد گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت و همچنین تبیین بازده‌های سری زمانی نقش موثر و پر رنگی را دارا می‌باشد (عسگری و همکاران، ۱۳۹۴). حیدریپور و همکاران (۱۳۹۱) بیان می‌کنند دیدگاه سنتی بازده سهام اعتقاد دارد که تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است. ولی تحقیقات اخیر نشان می‌دهد گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده‌های سری زمانی، به خصوص برای سهام‌هایی که از ارزیابی ذهنی برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند بازی می‌کند. استین<sup>۵</sup> (۱۹۹۶)، بیان می‌کند گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار موجب انحراف سیستماتیک از سرمایه‌گذاری مورد انتظار برای آینده در بازار سرمایه می‌گردد. هنگامی که بازار سرمایه مملو است از گرایش‌های احساسی بلند پروازانه و شدید،

ممکن است که بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها محدود شده و یا کاهش یابد. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ممکن است به یک بهانه بهینه برای مدیریت برای یا ترک پروژه سرمایه‌گذاری خاص برای رسیدن به اهداف وی شود. با توجه به مبانی نظری فرضیه اول پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه اول: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

از نظر اودیت و چیتو<sup>۶</sup> (۲۰۰۸)، به منظور حفظ قدرت رقابتی در مقیاس جهانی، آن‌ها باید مبالغ سنگینی را در زیر ساخت‌ها، فناوری، ماشین آلات و... سرمایه‌گذاری نمایند تا بتوانند محصولات تولیدی خود را توسعه و ارتقاء بخشند. سرمایه‌گذاری صحیح موجب بهبود کارایی و بهره‌وری می‌شود (اودیت و چیتو، ۲۰۰۸). مودیلیانی و میلر<sup>۷</sup> (۱۹۵۸)، معتقدند مدیران شرکت دارای جریان‌های نقدی آزاد با انجام مخارج سرمایه‌ای غیر ضروری پول شرکت را به هدر می‌دهند. مدیران و سهامداران شرکت‌ها دارای نوعی تضاد منافع هستند. مدیران به دنبال فرصت‌هایی برای توسعه کسب و کار، حتی به قیمت قبول پروژه‌های ضعیف و کاهش ثروت سهامداران هستند. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیریت شرکت تنها زمانی به حیف و میل جریان‌های نقدی آزاد اقدام می‌کند که به جریان‌های نقدی آزاد مثبت دسترسی داشته باشد. در سوی دیگر این طیف، شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد منفی تنها زمانی اقدام به حیف و میل جریان‌های نقدی می‌نمایند که قادر به تأمین مالی ارزان باشند. جنسن<sup>۸</sup> (۱۹۸۶)، معتقد است با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کفایت سرمایه‌گذاری نیز از مسائل با اهمیت است. بیدل و هیلاری<sup>۹</sup> (۲۰۰۶)، بیان می‌کنند مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی، طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود، البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹؛ وردی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۶). یانگ و جیانگ<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۸)، معتقدند کفایت سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند، هدایت شوند. با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های ارائه شده فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه دوم: میزان استقراض شرکت تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

هانگبین و همکاران (۲۰۱۶)، بیان می‌کنند که تأمین مالی اعتباری دارای نقش موثر در روند تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد و در صورت بالا بودن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افزایش تأمین مالی اعتباری، شرکت‌ها محدودیت‌های مالی خود را کاهش می‌دهند اما، شرایطی مناسب برای سوء استفاده از بودجه شرکت‌ها فراهم می‌شود. بنابراین، گرایش‌های احساسی مثبت سرمایه‌گذار در رابطه با شرکت منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شده، در حالی که گرایش‌های احساسی منفی سرمایه‌گذار

در رابطه با شرکت منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد. آن‌ها نشان می‌دهند که ضریب اطمینان سرمایه‌گذاران دارای یک اثر در سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های دولتی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌های خصوصی از طریق کانال‌های تأمین مالی اعتباری بوده است. با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های ارائه شده فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه سوم: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تا حدی انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها را از طریق استقراض شرکت کاهش و انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را تشدید می‌کند.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و جهت نیل به اهداف تحقیق، فرضیه‌های زیر ارائه می‌گردد:

**فرضیه اول:** گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

**فرضیه دوم:** میزان استقراض شرکت تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

**فرضیه سوم:** گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تا حدی انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها را از طریق استقراض شرکت کاهش و انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را تشدید می‌کند.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع کاربردی بوده و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم‌چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی است. گردآوری اطلاعات با روش کتابخانه‌ای و داده‌های تحقیق با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و با نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، جمع‌آوری گردیده است. جامعه آماری، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است. مراحل انتخاب نمونه در جدول (۱)، ارائه گردیده است.

#### جدول ۱- مراحل مختلف نمونه‌گیری

تعداد	مراحل مختلف نمونه‌گیری
۵۳۸	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۴
(۹۳)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی برون رفت از بورس داشته‌اند
(۵۷)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وارد بورس شده‌اند
(۴۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر در سال مالی داشته‌اند
(۶۵)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آن‌ها در دوره زمانی تحقیق در دسترس نبوده

تعداد	مراحل مختلف نمونه گیری
(۱۱۳)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته‌اند
(۵۲)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود
۱۱۶	تعداد شرکت‌های نمونه

در جدول (۱)، ۸۹ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند جهت آزمون فرضیه های آماری محاسبه شده است.

#### ۲-۴- مدل و متغیرهای پژوهش

برای بررسی فرضیه اول پژوهش مدل (۱) و (۲) ارائه شده که نتایج دو مدل با یکدیگر مقایسه می‌شوند:

$$OVERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 SENTIMENT_{i,t-1} + a_2 INDEP_{i,t-1} + a_3 TOP1_{i,t-1} + a_4 SEO_{i,t-1} + a_5 GROWTH_{i,t-1} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 FCF_{i,t-1} + a_8 ADM_{i,t-1} + a_9 ORA_{i,t-1} + a_{10} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{11} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$UNDERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 SENTIMENT_{i,t-1} + a_2 INDEP_{i,t-1} + a_3 TOP1_{i,t-1} + a_4 SEO_{i,t-1} + a_5 GROWTH_{i,t-1} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 FCF_{i,t-1} + a_8 ADM_{i,t-1} + a_9 ORA_{i,t-1} + a_{10} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{11} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

برای بررسی فرضیه دوم پژوهش مدل (۳) و (۴) ارائه شده که نتایج دو مدل با یکدیگر مقایسه می‌شوند:

$$OVERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 LOAN_{i,t-1} + a_2 INDEP_{i,t-1} + a_3 TOP1_{i,t-1} + a_4 SEO_{i,t-1} + a_5 GROWTH_{i,t-1} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 FCF_{i,t-1} + a_8 ADM_{i,t-1} + a_9 ORA_{i,t-1} + a_{10} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{11} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$UNDERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 LOAN_{i,t-1} + a_2 INDEP_{i,t-1} + a_3 TOP1_{i,t-1} + a_4 SEO_{i,t-1} + a_5 GROWTH_{i,t-1} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 FCF_{i,t-1} + a_8 ADM_{i,t-1} + a_9 ORA_{i,t-1} + a_{10} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{11} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

برای بررسی فرضیه سوم پژوهش مدل (۵) و (۶) ارائه شده که نتایج دو مدل با یکدیگر مقایسه می‌شوند:

$$OVERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 SENTIMENT_{i,t-1} + a_2 LOAN_{i,t-1} + a_3 INDEP_{i,t-1} + a_4 TOP1_{i,t-1} + a_5 SEO_{i,t-1} + a_6 GROWTH_{i,t-1} + a_7 ROA_{i,t-1} + a_8 FCF_{i,t-1} + a_9 ADM_{i,t-1} + a_{10} ORA_{i,t-1} + a_{11} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{12} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$UNDERINVEST_{i,t} = a_0 + a_1 SENTIMENT_{i,t-1} + a_2 LOAN_{i,t-1} + a_3 INDEP_{i,t-1} + a_4 TOP1_{i,t-1} + a_5 SEO_{i,t-1} + a_6 GROWTH_{i,t-1} + a_7 ROA_{i,t-1} + a_8 FCF_{i,t-1} + a_9 ADM_{i,t-1} + a_{10} ORA_{i,t-1} + a_{11} OWNERSHIP_{i,t-1} + a_{12} SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار (بیش سرمایه گذاری)، OVERINVEST: انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار (کم سرمایه گذاری)، SENTIMENT: گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران، LOAN: میزان استقراض، TOP1: سهامداران عمده، INDEP: استقلال هیئت مدیره، SEO: مالکیت دولتی،

Growth: رشد درآمد عملیاتی، ROA: بازده دارایی، FCF: جریان‌های نقدی عملیاتی، ADM: نسبت هزینه، ORA: نسبت مطالبات، Ownership: ساختار مالکیت نهادی، Size: اندازه شرکت، Time: متغیر ساختگی زمان، Id: متغیر ساختگی صنعت در ادامه به ارائه شیوه اندازه‌گیری متغیرها می‌پردازیم:

#### ۴-۲-۱- متغیر وابسته

(۱) انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار (بیش سرمایه‌گذاری)

(۲) انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار (کم سرمایه‌گذاری)

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای مدل‌های تجربی سرمایه‌گذاری نرمال در سطح شرکت، کل سرمایه‌گذاری را به عنوان تابعی از فرصت‌های رشد شرکت بیان می‌کند که در مدل (۷) ارائه شده است:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Investment<sub>i,t</sub>: لگاریتم سرمایه‌گذاری کل، Sales Growth<sub>i,t-1</sub>: درصد تغییر در فروش از سال t-1 به سال t، ε<sub>i,t</sub>: عبارت است از سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد شرکت i در سال r

بر اساس تحقیق بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، از فروش به عنوان نمایی برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. این مدل بر اساس این استدلال است که میزان فروش شرکت، انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازاری کارا نشان می‌دهد. از طریق جای‌گذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی فوق (معادله شماره ۱) پسماندهای این معادله محاسبه می‌گردد. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود.

#### ۴-۲-۲- متغیر مستقل

(۱) گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران: از شاخص EMSI استفاده شده که در رابطه (۸) ارائه شده است:

$$SENT_{pt} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum(R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, -100 \leq +100 \quad (8)$$

R<sub>it</sub> = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t، R<sub>iv</sub>: رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t که از انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل حاصل می‌شود،  $\bar{R}_r$ : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی،  $\bar{R}_v$ : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام پرتفوی شرکت‌های پرتفوی

(۲) میزان استقراض که از تقسیم نقدینگی حاصل از وام بر کل دارایی در آغاز دوره حاصل می‌شود.

### ۲-۴-۳- متغیرهای کنترلی

- (۱) سهامداران عمده: نسبت سهام در دست بزرگ‌ترین سهامدار به کل سهام
- (۲) استقلال هیئت مدیره: نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره به کل تعداد هیئت مدیره
- (۳) مالکیت دولتی: درصد سهام در دست دولت به کل سهام
- (۴) رشد درآمد عملیاتی که از طریق رابطه (۹) محاسبه می‌شود:

$$(۹) \quad \text{رشد درآمد عملیاتی} = \frac{\text{درآمد عملیاتی آخر دوره} - \text{درآمد عملیاتی اول دوره}}{\text{درآمد عملیاتی اول دوره}}$$

- (۵) بازده دارایی که از تقسیم سود خالص بر کل دارایی در پایان دوره حاصل می‌گردد.
- (۶) جریان نقدی عملیاتی همگن شده با دارایی‌ها (جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی)
- (۷) نسبت هزینه که از تقسیم هزینه اداری عمومی و فروش بر درآمد عملیاتی ابتدای دوره حاصل می‌گردد.
- (۸) نسبت مطالبات که از تقسیم مجموع مطالبات بر کل دارایی حاصل می‌گردد.
- (۹) ساختار مالکیت نهادی که همان درصد سهام در دست نهاده‌ها می‌باشد. مطابق پژوهش‌های روبین<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۷) و کوئتو دیگو<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۹)، مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید.
- (۱۰) اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی در پایان سال.

### ۵- یافته‌های پژوهش

#### ۵-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است.

در جدول (۲) و (۳) میانگین نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست، برای متغیر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری برابر ۱/۰۹ است. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد و یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد که برای متغیر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری برابر ۱/۱۰ است. انحراف از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی برای متغیر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری برابر ۰/۷۵ می‌باشد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال



و خیلی کم چوله به راست می‌باشد و برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد و سطح معناداری، متغیرهای انحرافات مثبت و منفی از سرمایه‌گذاری بیش از ۵٪ است، فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیر در آزمون جاک-برا تایید می‌شود و متغیرهای انحرافات مثبت و منفی از سرمایه‌گذاری از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

مالکیت دولتی	استقلال هیئت مدیره	سهامداران عمده	میزان استقرار	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران	انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری	انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری	
15/28612	0/512625	74/58249	0/284214	0/052709	-0/714605	1/090108	میانگین
0/000000	0/500000	78/44000	0/249370	-0/153881	-0/731740	1/100960	میانه
98/15000	1/000000	98/71000	1/415260	35/94183	0/000000	4/428560	ماکسیمم
0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	-31/71642	-1/920000	0/000000	مینیمم
26/63592	0/270498	17/43122	0/222113	5/099521	0/462123	0/750163	انحراف معیار
1/674333	-0/650708	-1/627967	1/441915	0/510416	-0/106781	0/266656	چولگی
4/514017	2/642700	6/736996	6/518318	13/09476	2/481452	2/807168	کشیدگی
250/4202	33/77079	455/4992	383/7205	1908/797	5/831369	5/963118	آزمون جاکو-برا
0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	0/054167	0/050714	سطح معنی داری
445	445	445	445	445	445	445	مشاهدات

جدول ۳- ادامه جدول (۲)

اندازه شرکت	ساختار مالکیت نهادی	نسبت مطالبات	نسبت هزینه	جریان‌های نقدی عملیاتی	بازده دارایی	رشد درآمد عملیاتی	
14/05566	74/81396	0/249146	0/080337	970130/5	0/133056	0/205079	میانگین
13/86000	78/65000	0/230000	0/070000	149701/9	0/110000	0/180000	میانه
19/11000	98/71000	0/790000	0/570000	32482003	0/620000	2/740000	ماکسیمم
10/35000	0/000000	0/000000	0/010000	-5110610/	-0/790000	-0/630000	مینیمم
1/407019	17/32225	0/165375	0/057323	3241589/	0/135544	0/373602	انحراف معیار
0/981063	-1/673389	0/729324	2/993168	5/574341	-0/099508	1/789186	چولگی
4/678474	6/960616	3/163894	19/02345	40/68673	8/893940	12/18719	کشیدگی
123/6212	498/5372	39/94832	5425/054	28639/14	644/8447	1802/422	آزمون جاکو-برا
0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	0/000000	سطح معنی داری
445	445	445	445	445	445	445	مشاهدات

## ۲-۵- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون ریشه واحد برای متغیرها در سطح و تفاضل مرتبه اول در جدول (۴) درج گردیده است.

جدول ۴- نتایج آزمون مانایی متغیرها

تفاضل مرتبه اول	سطح معنی داری	آماره آDF فیشر	متغیرها
سطح معنی داری			
	0/0000	248/297	انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری
	0/0000	273/022	انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری
	0/0000	368/830	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
	0/0404	202/215	میزان استقراض
	0/0006	231/781	سهامداران عمده
	0/0000	212/442	استقلال هیئت مدیره
	0/0000	151/311	مالکیت دولتی
0/0000	0/3615	184/090	رشد درآمد عملیاتی
	0/0072	227/436	بازده دارایی
0/0002	0/7722	163/658	جریان‌های نقدی عملیاتی
	0/0072	213/854	نسبت هزینه
0/0009	0/8236	158/510	نسبت مطالبات
	0/0138	206/446	ساختار مالکیت نهادی
	0/0000	275/267	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های محقق

در جدول (۴)، سطح معنی داری آزمون ریشه واحد در همه متغیرها غیر از متغیرهای رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و نسبت مطالبات کمتر از ۰/۰۵ و از مرتبه صفر و در سطح مانا هستند و متغیرهای رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و نسبت مطالبات با یک بار تفاضل گیری پایا می‌شوند و انباشته از مرتبه یک خواهند بود، استفاده از این متغیرها در مدل باعث ایجاد رگرسیون کاذب نمی‌شود.

## ۳-۵- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن به شرح جدول (۵) می‌باشد.

در جدول (۵)، با توجه به فرضیه‌های اول، دوم و سوم مدل انحرافات مثبت احتمال آزمون کای دو کمتر از ۵٪ بوده و از اثرات ثابت جهت تخمین و تجزیه و تحلیل فرضیه‌های اول، دوم و سوم مدل انحرافات مثبت استفاده می‌شود و برای فرضیه‌های اول، دوم و سوم مدل انحرافات منفی احتمال آزمون کای دو بیشتر از ۵٪

می‌باشد بنابراین از اثرات تصادفی جهت تخمین فرضیه‌های اول، دوم و سوم مدل انحرافات منفی استفاده می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون f لیمر و هاسمن

سطح معنی داری	آزمون هاسمن	نتیجه	سطح معنی داری	آزمون اف لیمر		
0/0004	33/483074	تابلویی	0/0000	10/862283	انحرافات مثبت	فرضیه اول
0/6830	8/334922	تابلویی	0/0000	18/202325	انحرافات منفی	
0/0007	32/106002	تابلویی	0/0000	10/951177	انحرافات مثبت	فرضیه دوم
0/6119	9/108202	تابلویی	0/0000	18/152832	انحرافات منفی	
0/0006	34/234571	تابلویی	0/0000	10/958022	انحرافات مثبت	فرضیه سوم
0/5769	10/445683	تابلویی	0/0000	18/750848	انحرافات منفی	

#### ۴-۶- خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

##### ۴-۶-۱- تجزیه و تحلیل فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون دو مدل فرضیه اول پژوهش به شرح جداول (۶) و (۷)، می‌باشد.

در جداول (۶) و (۷)، احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، مالکیت دولتی، بازده دارایی، نسبت هزینه، ساختار مالکیت نهادی و اندازه شرکت بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها کمتر از ۰.۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماره معنی‌دار می‌باشد و از آنجا که ضریب متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها مثبت و معنادار می‌باشد؛ گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد و احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، بازده دارایی، ریان‌های نقدی عملیاتی و اندازه شرکت بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها کمتر از ۰.۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماره معنی‌دار می‌باشد؛ و ز آنجا که ضریب متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها منفی و معنادار می‌باشد. نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد. احتمال آماره t برای متغیرهای سهامداران عمده، استقلال هیئت مدیره، رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت مطالبات بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و احتمال آماره t برای متغیرهای سهامداران عمده، استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی، رشد درآمد عملیاتی، نسبت هزینه، نسبت مطالبات و ساختار مالکیت نهادی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها بیشتر از ۰.۵٪ است. از این رو ضریب برآوردی متغیرهای فوق از لحاظ آماره معنی‌دار نمی‌باشد.

جدول ۶- خلاصه نتایج الگوی فرضیه اول

$OVERINVEST_{i,t}$			متغیرها
سطح معنی داری	آماره-t	ضرایب	
0/0002	-3/755390	-2/739266	عرض از مبدأ
0/0130	2/497308	0/007829	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
0/0877	1/712598	0/133703	سهامداران عمده
0/0617	-1/874377	-0/011780	استقلال هیئت مدیره
0/0243	2/261795	0/003875	مالکیت دولتی
0/7324	-0/342270	-0/017800	رشد درآمد عملیاتی
0/0136	2/479715	0/456626	بازده دارایی
0/5077	-0/663053	-6/80E-09	جریان‌های نقدی عملیاتی
0/0000	4/623053	2/308570	نسبت هزینه
0/4232	0/801798	0/143021	نسبت مطالبات
0/0252	2/247724	0/014635	ساختار مالکیت نهادی
0/0000	4/387529	0/228673	اندازه شرکت
$OVERINVEST_{i,t}$			
24/23560	آماره F-	0/874286	ضریب تعیین
0/000000	سطح معناداری	0/838212	ضریب تعیین تعدیل شده
1/844827		دوربین واتسون	

جدول ۷- خلاصه نتایج الگوی فرضیه اول

$UNDERINVEST_{i,t}$			متغیرها
سطح معنی داری	آماره-t	ضرایب	
0/0001	-3/860751	-1/988553	عرض از مبدأ
0/0213	-2/313699	-0/005122	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
0/2159	1/239681	0/068341	سهامداران عمده
0/7422	0/329142	0/001461	استقلال هیئت مدیره
0/9797	-0/025448	-3/08E-05	مالکیت دولتی
0/3775	-0/883702	-0/032452	رشد درآمد عملیاتی
0/0001	4/053591	0/527090	بازده دارایی
0/0000	-5/429072	-3/93E-08	جریان‌های نقدی عملیاتی
0/6634	-0/435593	-0/153596	نسبت هزینه
0/6751	-0/419529	-0/052842	نسبت مطالبات
0/8063	-0/245373	-0/001128	ساختار مالکیت نهادی
0/0194	2/348248	0/086422	اندازه شرکت
$UNDERINVEST_{i,t}$			
17/61269	آماره F-	0/834822	ضریب تعیین
0/000000	سطح معناداری	0/787423	ضریب تعیین تعدیل شده
2/075287		دوربین واتسون	

بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل رگرسیونی بی‌معنی می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده‌ی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است برای مدل‌های انحرافات مثبت و منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها به ترتیب به میزان ۸۴٪ و ۷۹٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد، بنابراین فرض صفر رد می‌شود یعنی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران اثر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

#### ۴-۶-۲- تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

نتایج حاصل از آزمون دو مدل فرضیه دوم پژوهش به شرح جداول (۸) و (۹)، می‌باشد. در جداول (۸) و (۹)، احتمال آماره  $t$  برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای گرایش‌های میزان استقراض، سهامداران عمده، استقلال هیئت مدیره، بازده دارایی، نسبت هزینه، ساختار مالکیت نهادی و اندازه بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنادار می‌باشد و از آنجا که ضریب متغیر میزان استقراض بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار مثبت و معنادار می‌باشد، نشان می‌دهد که میزان استقراض تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد؛ و احتمال آماره  $t$  برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای میزان استقراض، بازده دارایی، جریان‌های نقدی عملیاتی و اندازه بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد.

جدول ۸- خلاصه نتایج الگوی فرضیه دوم

$OVERINVEST_{i,t}$			متغیرها
سطح معنی داری	آماره- $t$	ضرایب	
0/0005	-3/529829	-2/589556	عرض از مبدأ
0/0374	2/088899	0/225784	میزان استقراض
0/0378	2/085215	0/162962	سهامداران عمده
0/0392	-2/069641	-0/013078	استقلال هیئت مدیره
0/0821	1/743636	0/003025	مالکیت دولتی
0/6333	-0/477554	-0/024993	رشد درآمد عملیاتی
0/0065	2/738681	0/506496	بازده دارایی
0/7464	-0/323613	-3/35E-09	جریان‌های نقدی عملیاتی
0/0000	4/601783	2/304548	نسبت هزینه
0/2245	1/216794	0/220721	نسبت مطالبات
0/0188	2/360036	0/015412	ساختار مالکیت نهادی
0/0001	4/075660	0/214074	اندازه شرکت
$OVERINVEST_{i,t}$			
24/08777	F-آماره	0/873612	ضریب تعیین
0/000000	سطح معناداری	0/837344	ضریب تعیین تعدیل شده
1/835463			دوربین واتسون

## جدول ۹- خلاصه نتایج الگوی فرضیه دوم

$UNDERINVEST_{i,t}$			
سطح معنی داری	آماره -t	ضرایب	
0/0003	-3/666503	-1/884947	عرض از مبدأ
0/0032	-2/972970	-0/225186	میزان استقراض
0/2134	1/246576	0/068270	سهامداران عمده
0/8833	0/146941	0/000651	استقلال هیئت مدیره
0/7396	-0/332624	-0/000404	مالکیت دولتی
0/2370	-1/184511	-0/043442	رشد درآمد عملیاتی
0/0000	4/178380	0/541524	بازده دارایی
0/0000	-5/103882	-3/70E-08	جریان‌های نقدی عملیاتی
0/5682	-0/571293	-0/200491	نسبت هزینه
0/9849	0/018889	0/002401	نسبت مطالبات
0/8432	-0/198005	-0/000906	ساختار مالکیت نهادی
0/0367	2/097362	0/077199	اندازه شرکت
$UNDERINVEST_{i,t}$			
17/82257	F-آماره	0/836449	ضریب تعیین
0/000000	سطح معناداری	0/789517	ضریب تعیین تعدیل شده
2/103001		دوربین واتسون	

از آنجا که ضریب متغیر میزان استقراض بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار منفی و معنادار می‌باشد. نشان می‌دهد که میزان استقراض تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار دارد. احتمال آماره t برای متغیرهای مالکیت دولتی، رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و نسبت مطالبات بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار و احتمال آماره t برای متغیرهای سهامداران عمده، استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی، رشد درآمد عملیاتی، نسبت هزینه، نسبت مطالبات و ساختار مالکیت نهادی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار بیشتر از ۵٪ است. از این رو ضریب متغیرهای فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل رگرسیونی بی معنی می‌باشد. بنابراین فرض صفر رد می‌شود یعنی میزان استقراض تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار و تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد.

## ۴-۶-۳ تجزیه و تحلیل فرضیه سوم

نتایج حاصل از آزمون دو مدل فرضیه سوم پژوهش به شرح جداول (۱۰) و (۱۱)، می‌باشد. در جداول (۱۰) و (۱۱)، احتمال آماره t برای ضرایب ثابت و ضرایب متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، میزان استقراض، استقلال هیئت مدیره، بازده دارایی، نسبت هزینه، ساختار مالکیت نهادی و اندازه

شرکت بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار کمتر از ۵٪ است؛ ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد و ضریب متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار مثبت و معنادار می‌باشد و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض تأثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار دارد.

احتمال آماره  $t$  برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، میزان استقراض، بازده دارایی، جریان‌های نقدی عملیاتی و اندازه بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد؛ و از آنجا که ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیرهای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار منفی و معنادار می‌باشد و نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض تأثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار دارد.

#### جدول ۱۰- خلاصه نتایج الگوی فرضیه سوم

$OVERINVEST_{i,t}$			
سطح معنی داری	آماره - $t$	ضرایب	
0/0004	-3/599074	-2/622472	عرض از مبدأ
0/0162	2/417273	0/007553	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
0/0469	1/994390	0/214281	میزان استقراض
0/0632	1/863787	0/145286	سهامداران عمده
0/0431	-2/030396	-0/012744	استقلال هیئت مدیره
0/0547	1/927960	0/003331	مالکیت دولتی
0/6073	-0/514418	-0/026738	رشد درآمد عملیاتی
0/0088	2/634392	0/484422	بازده دارایی
0/6848	-0/406274	-4/18E-09	جریان‌های نقدی عملیاتی
0/0000	4/585796	2/281026	نسبت هزینه
0/2575	1/134194	0/204451	نسبت مطالبات
0/0208	2/322677	0/015066	ساختار مالکیت نهادی
0/0000	4/173256	0/217771	اندازه شرکت
$OVERINVEST_{i,t}$			
24/24010	F-آماره	0/875723	ضریب تعیین
0/000000	سطح معناداری	0/839596	ضریب تعیین تعدیل شده
1/822304	دوربین واتسون		

## جدول ۱۱- خلاصه نتایج الگوی فرضیه سوم

UNDERINVEST <sub>t,t</sub>			
ضرایب	آماره - t	سطح معنی داری	
-1/861315	-3/646759	0/0003	عرض از مبدأ
-0/005423	-2/477504	0/0137	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
-0/233444	-3/101811	0/0021	میزان استقراض
0/080960	1/482691	0/1391	سهامداران عمده
0/000411	0/093453	0/9256	استقلال هیئت مدیره
-0/000624	-0/515432	0/6066	مالکیت دولتی
-0/042189	-1/158778	0/2474	رشد درآمد عملیاتی
0/557372	4/327219	0/0000	بازده دارایی
-3/64E-08	-5/056304	0/0000	جریان‌های نقدی عملیاتی
-0/183604	-0/526954	0/5986	نسبت هزینه
0/014082	0/111522	0/9113	نسبت مطالبات
-0/000658	-0/144809	0/8849	ساختار مالکیت نهادی
0/074545	2/039398	0/0422	اندازه شرکت
UNDERINVEST <sub>t,t</sub>			
0/839316	F-آماره	17/96850	ضریب تعیین
0/792606	سطح معناداری	0/000000	ضریب تعیین تعدیل شده
دوربین واتسون			2/099371

احتمال آماره t برای متغیرهای سهامداران عمده، مالکیت دولتی، رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و نسبت مطالبات بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار و احتمال آماره t برای متغیرهای سهامداران عمده، استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی، رشد درآمد عملیاتی، نسبت هزینه، نسبت مطالبات و ساختار مالکیت نهادی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار بیشتر از ۵٪ است. از این رو ضریب برآوردی متغیرهای فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل رگرسیونی بی معنی می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است برای مدل‌های انحرافات مثبت و منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار به ترتیب به میزان ۸۴٪ و ۷۹٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند بنابراین فرض صفر رد می‌شود یعنی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تا حدی انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را از طریق استقراض کاهش و انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را تشدید می‌کند.



## ۶- نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال یافتن تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض شرکت بر انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار بوده است. با توجه به نتایج رگرسیون نتایج زیر حاصل گردید: ۱- گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر مثبتی بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تاثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد. ۲- میزان استقراض شرکت تاثیر مثبت بر انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها و تاثیر منفی بر انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها دارد. ۳- گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تا حدی انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار شرکت‌ها را از طریق استقراض شرکت کاهش و انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار را تشدید می‌کند. نتایج پژوهش حاضر با مبانی نظری و پیشینه پژوهش در یک راستا می‌باشد؛ دیدگاه سنتی بازار بر این فرض استوار است که تنها ارزش‌های بنیادی یک شرکت می‌تواند در تغییرات قیمتی آن موثر واقع گردد اما در تحقیقات اخیر انجام شده نشان می‌دهد گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت و همچنین تبیین بازده‌های سری زمانی نقش موثر و پر رنگی را دارا می‌باشد (عسگری و همکاران، ۱۳۹۴، ۱). حیدرپور و همکاران (۱۳۹۱) بیان می‌کنند که دیدگاه سنتی بازده سهام اعتقاد دارد که تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است. ولی تحقیقات اخیر نشان می‌دهد گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده‌های سری زمانی، به خصوص برای سهام‌هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند بازی می‌کند. سرمایه‌گذاری به منزله هسته اصلی مدیریت مالی یک شرکت ذکر شده، رونق اقتصاد رفتاری و مالی رفتاری تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار موضوع داغ در زمینه امور مالی می‌باشد. استین (۱۹۹۶)، بیان می‌کند که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار موجب انحراف سیستماتیک از سرمایه‌گذاری مورد انتظار برای آینده در بازار سرمایه می‌گردد. هنگامی که بازار سرمایه مملو است از گرایش‌های احساسی بلند پروازانه و شدید، ممکن است که بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها محدود شده و یا کاهش یابد. این مشکل، از دو دیدگاه بررسی می‌شود؛ محدودیت منابع مالی و مسئله نمایندگی. از نظر دیدگاه محدودیت مالی با گرایش‌های احساسی بلند پروازانه سرمایه‌گذاران، آسودگی تأمین مالی نسبتاً بالا رفته و هزینه تأمین مالی نسبتاً کاهش می‌یابد، که به طور موثر سبب بر طرف شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد از شرکت‌ها خواهد شد. از نظر مسئله نمایندگی ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت توسط گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر قرار گرفته و در نتیجه باعث انحراف از هدف به حداکثر رساندن ارزش شرکت‌ها شود. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار ممکن است به یک بهانه بهینه برای مدیریت برای یا ترک پروژه سرمایه‌گذاری خاص برای رسیدن به اهداف وی شود. بیدل و هیلاری<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۶)، بیان می‌کند که ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بر عهده مدیران است. مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی، طرح‌هایی با ارزش فعلی مثبت پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود. به طور مفهومی، کفایت سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه

گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ وردی<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۶). یانگ و جیانگ<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۸)، معتقدند کفایت سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند، هدایت شوند.

### فهرست منابع

- \* آقای، محمد علی؛ احمدی گرگی، جلیل، (۱۳۹۴)، "بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقرار شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی"، مقاله ۱، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
- \* حیدرپور فرزانه، تری وردی یدالله، محرابی مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۶، شماره ۱۷، ۱-۱۳.
- \* رفیع زاده، هادی؛ برزگر، قدرت اله، (۱۳۹۵)، "بررسی ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های بورسی"، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز، سازمان مدیریت صنعتی آذربایجان شرقی، دانشگاه تبریز.
- \* ستایش، محمد حسین؛ شمس‌الدینی، کاظم، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه‌ی بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، مقاله ۵، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- \* شاهعلی زاده، بیتا، (۱۳۹۱)، "بررسی کارایی نسبت دوپونت تعدیل شده و اجزای آن برای پیش‌بینی سودآوری آتی در هر یک از مراحل چرخه عمر شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علوم و تحقیقات اراک.
- \* عسگری، مهدی؛ حاجی، احسان؛ معمار، حسن؛ متین مطلق، مریم، (۱۳۹۴)، "بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور- مالزی، موسسه سرآمد کارین.
- \* Biddle, G, Hilary, G, (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", The Accounting Review, 81: 963-982.
- \* Biddle, G. C.; Hilary, G, Rodrig, S. Verdi, (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?" Journal of Accounting and Economics, 48 (2/3) : 112-131.
- \* Chen, D. Q, Li, S. F, (2012), "Government governance, ownership preference and capital investment", Nankai Business Review, Vol.15 No. 1, pp. 43-53 (In Chinese).
- \* Cueto Diego C. Market,(2009), Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile.; Working paper. <http://ssrn.com/>
- \* Hongbin Huang , Guanghui Jin , Jingnan Chen , (2016) "Investor sentiment, property nature and corporate investment efficiency: Based on the mediation mechanism in credit financing", China Finance Review International, Vol. 6 Iss: 1, pp.56 – 76

- \* Huang, H. B, Liu, Z. Y, (2014)," Investor sentiment, credit financing and corporate investment level,"Securities Market Herald, No. 7, pp. 28-39 (In Chinese).
- \* Jensen, M. C, (1986)." Agency costs of free cash flow," corporate finance and takeovers. American Economic Review, 76 (2): 323-329.
- \* Miwa k, (2016), "Investor sentiment, stock mispricing", and long-term growth expectations, Research in International Business and Finance, Vol 36. pp 414-423.
- \* Modigliani, F, Miller, M. H, (1958)," The Cost of Capital", Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, PP. 261-297.
- \* Odit, M. P, Chittoo, H. B, (2008)," Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Mauritian Firms", Journal of Business Case Studies, Vol. 9, PP. 49-60.
- \* Rubin A, Ownership level,(2007),ownership concentration and liquidity. Journal of Financial Markets; 10(3): 219-248.
- \* Stein, J,(1996)," Rational capital budgeting in an irrational world", Journal of Business, No. 69, pp. 429-455.
- \* Yang, J, Jiang, Y,(2008)," Accounting information quality", free cash flow and overinvestment: A Chinese study. The Bu.

#### یادداشت‌ها

---

<sup>1</sup> Hongbin, et al

<sup>2</sup> Chen

<sup>3</sup> Miwa

<sup>4</sup> Huang & Liu

<sup>5</sup> Stein

<sup>6</sup> Odit & Chittoo

<sup>7</sup> Modigliani & Miller

<sup>8</sup> Jensen

<sup>9</sup> Biddle & Hilary

<sup>10</sup> Biddle, et al

<sup>11</sup> Verdi

<sup>12</sup> Yang & Jiang

<sup>13</sup> Rubin

<sup>14</sup> Cueto Diego

<sup>15</sup> Biddle & Hilary

<sup>16</sup> Verdi,

<sup>17</sup> Yang & Jiang