فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره چهل و یکم، زمستان ۱۴۰۱- صفحات ۴۵۹-۴۳۵

تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت

نوع مقاله: پژوهشی

علی جعفری[۱]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۸/۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۱۷

چکیده

امروزه سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین وظایف مدیران شرکت‌ها می‌باشد. از این رو، اگر مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش در بازار را تشخص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، باعث رشد شرکت و افزایش ارزش سهامداران خواهند شد. هدف این پژوهش بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت می‌باشد. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت داده‌ها، پژوهش کمّی و از نظر طول مدت زمان، ترکیبی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ می‌باشد. داده‌های پژوهش با استفاده از گزارش‌های مالی شرکت‌ها و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، آمار و اطلاعات منتشر شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، و نرخ آزاد ارز بر اساس قیمت‌های بازار جمع‌آوری شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره، داده‌های پانلی و نسخه دوازدهم نرم‌افزار ایویوز انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که معیار نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد. علاوه بر این، تاثیر معیارهای نرخ تورم، نرخ ارز و رشد اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد، به لحاظ آماری تایید نگردید.

واژگان کلیدی: عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت، بورس اوراق بهادار تهران

طبقه بندی JEL: M41,M42

[۱] استادیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران jafari.ali.iau@gmail.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

مقدمه

یکی از موضوعات مهم در فرایند ارزش‌آفرینی شرکت، بحث سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری در حقیقت جریانی است که حجم آن از طریق همه طرح‌هایی تعیین می‌شود که ارزش فعلی خالص مثبت یا نرخ بازده داخلی بیشتر از نرخ بهره دارند (شو و همکاران[۱]، ۲۰۱۲). فرآیند سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همسو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان‌های نقد آزاد استفاده نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود (تقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

رابطه سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی، مدت‌هاست که یکی از جالب‌ترین موضوعات تحقیقاتی است. نظریه‌های مربوط به رابطه سرمایه‌گذاری- عدم قطعیت نتایج متناقضی دارند: رابطه مثبت (مثلاً آبل[۲]، ۱۹۸۳) یا منفی (مثلاً برنانکی[۳]، ۱۹۸۳). علامت این رابطه به فرضیه-های مختلفی بستگی دارد (کابالرو[۴]، ۱۹۹۱). با این حال، نتایج تجربی به طور کلی با هم مطابقت دارند. به عبارت دیگر، آنها رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت را نشان می‌دهند (پانوسی و پاپانیکولاو[۵]، ۲۰۱۲؛ گولن و یون[۶]، ۲۰۱۶؛ جنز[۷]، ۲۰۱۷). پژوهش در مورد این رابطه، مطالعات مربوط به سرمایه‌گذاری ناکارآمد تحت شرایط عدم قطعیت، به ویژه برای رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم قطعیت را تداعی می‌کند. لیو[۸] (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که سیاست‌های نامشخص آینده منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد در ظرفیت انرژی بادی در چین می‌شود. وانگ و همکاران[۹] (۲۰۱۶) شواهد تجربی از رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم قطعیت تورم ارائه می‌دهند. آهوجا و نوولی[۱۰] (۲۰۱۷) سرمایه‌گذاری بیش از حد در تحقیق و توسعه را در شرایط عدم

---

۱ Xu et al
۲ Abel
۳ Bernanke
۴ Caballero
۵ Panousi and Papanikolaou
۶ Gulen and Ion
۷ Jens
۸ Liu
۹ Wang et al
۱۰ Ahuja and Novelli

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

قطعیت بررسی کردند. اخیراً، ایراوان و اوکیموتو[۱] (۲۰۲۱) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های ۳۲ کشور، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تحت عدم قطعیت‌های اقتصاد کلان بررسی کردند. آنها نشان دادند که تورم قیمت کالاها و چرخه تجاری کشور مبدا بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر می‌گذارند. نتیجه پژوهش تجربی گولن و یون (۲۰۱۶) تاثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه-گذاری شرکت‌ها را نشان داد. نتایج مطالعه تجربی پانوسی و پاپانیکولائو (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که تنوع ضعیف مدیران و ریسک گریزی منجر به رابطه منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه-گذاری می‌شود.

با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سؤال اساسی است که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت چگونه تاثیر می‌گذارد؟ با توجه به اهمیت موضوع و وجود شکاف تحقیقاتی در این زمینه، انجام این پژوهش ضروری می‌باشد. این پژوهش علاوه بر پُر کردن شکاف تحقیقاتی موجود، شواهد تجربی از چگونگی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها در کشور ایران ارائه می‌دهد. بنابراین، می‌تواند باعث گسترش ادبیات در این حوزه شود و نتایج آن توسط گروه‌های مختلف مانند مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه، سازمان بورس اوراق بهادار و دانشگاه‌ها و مؤسسات پژوهشی مورد استفاده قرار گیرد.

۱- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تضاد منافع به دلیل اختلاف در حقوق مالکیت سهامداران و حقوق مدیریتی مدیران رخ می‌دهد. مدیران با درک جامع از عملیات داخلی، تصمیم می‌گیرند که با حقوق بالاتر، ارتقاء و دارایی تحت کنترل خود، به نفع خود عمل کنند. چنین انگیزه اساسی، سرمایه‌گذاری بیش از حد را توضیح می‌دهد. در صورتی که سهامداران نتوانند رفتارهای آنها را از طریق نظارت بر فعالیت‌های تجاری تشخیص دهند، مشکل ممکن است بدتر شود. در نتیجه، سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی می‌شود و به طور غیرمستقیم ارزش شرکت را از بین می‌برد (نگوین ترونگ و نگوین[۲]، ۲۰۲۱). از این رو، سرمایه‌گذاری بیش از حد در فعالیت زمانی رخ می‌دهد که بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در یک فعالیت خاص (به عنوان مثال تحقیق و توسعه، بازاریابی، عملیات) نتواند بازده‌ای ایجاد کند که هزینه سرمایه شرکت سرمایه‌گذاری را پوشش دهد، یعنی ارزش فعلی خالص چنین سرمایه‌گذاری‌هایی منفی است. در برخی موارد، سرمایه‌گذاری

---

۱ Irawan and Okimoto

۲ Nguyen Trong & Nguyen

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

بیش از حد ممکن است به این دلیل رخ دهد که در زمان انجام سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیرنده واقعاً از قبل معتقد بوده است که سرمایه‌گذاری منجر به بازده‌هایی خواهد شد که هزینه‌های سرمایه مربوطه را پوشش می‌دهد؛ در موارد دیگر، تصمیم‌گیرنده ممکن است از قبل آگاه باشد که بازده سرمایه‌گذاری احتمالاً کمتر از هزینه سرمایه خواهد بود یا حتی ممکن است علاقه‌مند به درک قبلی این نباشد که آیا بازده سرمایه‌گذاری هزینه سرمایه را پوشش می‌دهد یا خیر (آهوجا و نوولی، ۲۰۱۷).

از زمان کینز[۱] (۱۹۳۷)، علاقه به اثرات اقتصادی عدم قطعیت به طرز چشمگیری افزایش یافته است، زیرا به عنوان یک عامل تعیین کننده مهم در چرخه تجاری شناخته شده است. بیکر و همکاران[۲] (۲۰۲۰) شواهدی را کشف می‌کنند که نشان می‌دهد سطح عدم قطعیت در طول بحران مالی ۲۰۰۸ کمتر از سال‌های اخیر است. علاوه بر این، این افزایش ناگهانی در عدم قطعیت، رشد اقتصادی و ثبات مالی را تهدید می‌کند. علاوه بر سیاست‌های اقتصادی هدفمند و اقدامات مالی، سیاست‌های مناسب برای دستیابی به ثبات پولی و مالی در کمک به حمایت از اقتصاد جهانی بسیار مهم خواهد بود. در واقع، عدم قطعیت بر سرمایه‌گذاری، مصرف، واردات و صادرات تأثیر می‌گذارد. اول، تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت دارد که راه اصلی تاثیرگذاری بر اقتصاد کلان نیز هست. تحت تاثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، شرکت‌ها رویکرد صبر و انتظار را در پیش خواهند گرفت، سرمایه‌گذاری و اشتغال را به طور آزمایشی کاهش می‌دهند، در نتیجه سرمایه‌گذاری و تولید کلی کاهش خواهد یافت (دی‌ملو و توسکانو[۳]، ۲۰۲۰). ثانیاً، ممکن است باعث کاهش مصرف شود (باسو و باندیک[۴]، ۲۰۱۷). سوم، این امر بر تجارت نیز تاثیر خواهد گذاشت. در سال‌های اخیر، تحقیقات نظری در مورد عدم قطعیت سیاست تجاری و تجربیات مثبت و منفی نشان داده‌اند که عدم قطعیت مانع تجارت بین‌المللی و کاهش سیاست‌های اقتصادی خواهد شد. از نظر نوسانات اقتصادی، میزان عدم قطعیت اغلب به عمق رکود و قدرت بهبود اقتصادی مرتبط است. عدم قطعیت کلان یک ویژگی قوی ضد چرخه‌ای دارد، یعنی در طول رکود افزایش و در طول رونق کاهش می‌یابد (آیمر[۵] ۲۰۲۱). یکی از دلایلی که باعث می‌شود بخش خصوصی کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، تمایل کمتری به ورود به عرصه اقتصاد داشته باشد، نوسان‌های متغیرهای اقتصادی است که هم از نظر سودآوری و هم از نظر هزینه‌های سرمایه‌گذاری، به عدم قطعیت در سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. در چنین وضعیتی، بنگاه‌های ریسک‌گریز، سطح سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند و بنگاه‌های

---

۱ Keynes
۲ Baker et al
۳ D'Mello & Toscano
۴ Basu & Bundick
۵ Aimer

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

ریسک‌پذیر نیز با افزایش در عدم قطعیت، سرمایه‌های بازگشت‌ناپذیر خود را کاهش می‌دهند (لونی و همکاران، ۱۴۰۰).

همان طور که قبلاً گفته شد، مطالعات تجربی رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی را نشان می‌دهند، از جمله می‌توان به پژوهش پانوسی و پاپانیکولائو (۲۰۱۲) اشاره نمود. آنها نشان می‌دهند از آنجایی که مدیران ریسک‌گریز هستند و در معرض ریسک ویژه قرار دارند، با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند. به عبارت دیگر، ریسک‌گریزی مدیریتی عامل برجسته‌ای است که باعث رابطه منفی سرمایه‌گذاری-عدم قطعیت می‌شود. برای شرکت‌هایی که سطح بالاتری از مالکیت داخلی (درصد سهام در اختیار مدیران شرکت) دارند، سرمایه‌گذاری نسبت به عدم قطعیت حساس‌تر است. علاوه بر این، پانوسی و پاپانیکولائو (۲۰۱۲) دریافتند که این حساسیت با افزایش مالکیت نهادی ضعیف‌تر می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ می‌توانند رفتار مدیران را به طور مؤثرتری رصد کنند.

از یافته‌های آنها، استنباط می‌شود که سرمایه‌گذاری بیش از حد به عنوان یک سرمایه‌گذاری ناکارآمد، رابطه منفی با عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارد. وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد، مدیران با تنوع ضعیف (یا بدون تنوع) و ریسک‌گریز، مایل به کاهش سرمایه‌گذاری و در نتیجه، اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد خواهند بود. برعکس، وقتی سطح عدم قطعیت سیاست اقتصادی کاهش می‌یابد، مدیران سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. علاوه بر این، پانوسی و پاپانیکولائو (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که رابطه منفی سرمایه‌گذاری-عدم قطعیت برای شرکت‌هایی با مالکیت داخلی بالاتر، قوی‌تر است. مالکیت داخلی بالا، انگیزه قوی‌تری را برای مدیران فراهم می‌کند تا در جهت منافع خود، از جمله سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد مانند سرمایه‌گذاری بیش از حد، رفتار کنند. این گرایش به سرمایه‌گذاری بیش از حد، با مالکیت داخلی قوی‌تر است (جیانگ و کیم[۱]، ۲۰۲۱). از این رو، می‌توان استنباط کرد که رابطه منفی سرمایه‌گذاری-عدم قطعیت را می‌توان به رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم قطعیت سیاست اقتصادی تعمیم داد.

جیانک و کیم (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری بیش از حد: شواهدی از کره» انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد رابطه منفی بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت با استفاده از داده‌های سال‌های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۶ وجود داشته است. همچنین، سطح بالای جریان نقدی آزاد اثر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش داده است. آنها دریافتند که تفاوت قابل توجهی در اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد بین شرکت‌های خوشه‌ای کره‌ای که توسط

---

۱ Jiang & Kim

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

خانواده‌ها اداره می‌شوند و دیگر شرکت‌ها وجود نداشته، که با ادبیات موجود مبنی بر تضعیف ویژگی‌های شرکت‌های خوشه‌ای کره‌ای اداره شده توسط خانواده‌ها سازگار بوده است.

دی‌ملو و توسکانو (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و تامین مالی کوتاه‌مدت: مورد اعتبار تجاری»، کاهش (افزایش) حساب‌های پرداختنی، دریافتنی و اعتبار خالص را در دوره‌های عدم قطعیت سیاستی بالا (پایین) مستند کردند و اینکه شرکت‌ها به سرعت به تغییرات در عدم قطعیت واکنش نشان داده بودند. این رابطه بلندمدت بوده و پس از کنترل درون‌زایی، عدم قطعیت‌های سیاسی و اقتصادی غیرسیاسی و رکود بزرگ، برقرار بوده است. رقابت‌پذیری صنعت، که با قدرت بازار بنگاه‌ها سنجیده می‌شود، تاثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر اعتبار تجاری را تعدیل کرده است. عدم قطعیت در مورد سیاست‌های پولی و مالی، مالیات‌ها و مقررات، محرک‌های اصلی تغییرات اعتبار تجاری بوده‌اند.

شاوجون و همکاران[۱] (۲۰۲۰) به بررسی رابطه ارتباطات سیاسی و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال در بخش انرژی در چین پرداختند. نتایج نشان داد که بین ارتباطات سیاسی و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. محققین اینگونه بحث نمودند که شرکت‌های فعال در صنعت انرژی با دریافت یارانه بیشتر دولتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتری دارند.

شی و گائو[۲] (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی رابطه تمرکز مالکیت، جریان نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج نشان داد بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد رابطه مثبت معناداری وجود داشته و بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد رابطه منفی معناداری وجود داشته است. همچنین، تمرکز مالکیت بر رابطه سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد اثر تعدیلی داشته است. آنها استدلال کردند که تمرکز مالکیت می‌تواند به طور موثر سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از جریان نقد آزاد را مهار کند.

شانگ و یانگ[۳] (۲۰۱۸) در پژوهشی رابطه سیاست پولی، حق مالکیت و سرمایه‌گذاری بیش از حد را بررسی نمودند. آنها با بررسی داده‌های شرکت‌های چینی در طی بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۶ به این نتیجه دست یافتند که بین نرخ بهره و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود داشته است. آنها بیان نمودند که نرخ بهره می‌تواند باعث مهار بیش سرمایه‌گذاری شرکت شود.

---

۱ Xiaojun et al

۲ Shi & Gao

۳ Shang & Yang

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

همچنین، نتایج نشان داد که مالکیت دولتی بر رابطه نرخ بهره و بیش سرمایه‌گذاری اثر تعدیلی داشته است.

گولن و یون (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست و سرمایه‌گذاری شرکت»، با استفاده از یک شاخص عدم قطعیت سیاست مبتنی بر اخبار، یک رابطه منفی قوی بین سرمایه‌گذاری در سطح شرکت و سطح کلی عدم قطعیت مرتبط با پیامدهای سیاست‌گذاری و نظارتی آینده را مستند نمودند. مهمتر از آن، آنها شواهدی پیدا کردند که نشان داد رابطه بین عدم قطعیت سیاست و سرمایه‌گذاری ثابت در مقاطع مختلف یکسان نیست و برای شرکت‌هایی با درجه بالاتری از برگشت‌ناپذیری سرمایه‌گذاری و برای شرکت‌هایی که بیشتر به هزینه‌های دولت وابسته هستند، به طور قابل توجهی قوی‌تر بوده است.

پرتوی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «تاثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته پانلی» با استفاده از اطلاعات ۱۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که جریان نقد آزاد تاثیر مثبت و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی داشته است.

سلیمانی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر نقش میانجی تامین مالی داخلی را، با استفاده از اطلاعات ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶، بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد بیش‌اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری با تامین مالی داخلی داشته و تامین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد و رابطه منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته است، اما متغیر تامین مالی داخلی تاثیر میانجی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری نداشته است.

علیدادی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان «طراحی الگوی تعاملی تاثیرگذاری همزمان مولفه‌های بیش‌اعتمادی مدیران، عدم قطعیّت تورم و شیوه تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری شرکتی با در نظرگرفتن شرایط اقتصاد کلان ایران» انجام دادند. نمونه پژوهش شامل ۲۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ انتخاب شد و برای آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل الگوهای پروبیت استفاده گردید. نتایج نشان داد که ارتباط تعاملی مولفه‌های بیش‌اعتمادی مدیریت در امور مالی و سرمایه‌گذاری، عدم قطعیت تورم یا ریسک نرخ تورم و گزینش شیوه تامین مالی منابع یا ریسک اهرم در ساختار سرمایه، توسط مدیران اجرایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، توام با اعمال متغیرهای میانجی نمایه‌های اقتصادی در سطح کلان اقتصادی، تاثیر معنی‌داری بر فزایندگی احتمال وقوع بیش سرمایه‌گذاری شرکت داشته است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

علی‌نژاد ساروکلائی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به آزمون نوسانات تورم و بیش سرمایه‌گذاری با تاکید بر بیش اعتمادی مدیران پرداختند. جامعه پژوهش شامل ۱۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ بود. جهت آزمون بیش سرمایه‌گذاری در این پژوهش از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد نوسانات تورم بر بیش سرمایه‌گذاری تاثیر نداشته است. همچنین، بیش اعتمادی مدیران تاثیر مستقیم و معنی‌داری بر بیش سرمایه‌گذاری داشته و از طرف دیگر بیش اعتمادی مدیران به عنوان عاملی تاثیرگذار در ارتباط بین نوسانات تورم و بیش سرمایه‌گذاری بوده است.

لشکری‌زاده و خسروی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر نااطمینانی تورمی و فرااعتمادی مدیریتی بر بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. داده‌های مربوط به ۶۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶ از صنایع خودروسازی، پتروشیمی و داروسازی به صورت فصلی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که نااطمینانی تورمی تاثیر منفی و معنی‌داری و فرااعتمادی مدیران تاثیر مثبت و معنی‌داری بر بیش سرمایه‌گذاری شرکت-ها داشته است. علاوه بر این، فرااعتمادی مدیران باعث کاهش اثرات منفی نااطمینانی تورمی بر بیش سرمایه‌گذاری شده است. طی دوره‌های نااطمینانی تورمی پایین، فرااعتمادی مدیریتی در شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تشدید کرده و در دوره‌های نااطمینانی تورمی بالا، فرااعتمادی مدیریتی سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش داده است.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی ارتباط محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی در دارایی‌های شرکت با استفاده از مدل ایستا و پویا را بررسی کردند. مطالعه آنها از نوع مطالعات توصیفی-همبستگی و نمونه آماری شامل ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ بوده است. نتایج پژوهش نشان داد در حالت ایستا محدودیت مالی باعث تشدید تاثیر معنادار جریان نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شده است. این تاثیر برای جریان نقد آزاد مثبت به صورت مستقیم و برای جریان نقد آزاد منفی به صورت معکوس بوده است. در حالت پویا محدودیت مالی تاثیر تشدیدکننده بر رابطه بین جریان نقد آزاد منفی و سرمایه‌گذاری بیش از حد داشته است. محدودیت مالی نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین جریان نقد آزاد مقادیر مثبت و منفی در هر دو رویکرد ایستا و پویا بر روی سرمایه‌گذاری ناکافی نداشته است.

۲- فرضیه‌های پژوهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل مطرح می‌شوند.

فرضیه اول: نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

فرضیه دوم: نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

فرضیه سوم: نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: رشد اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت داده¬ها، پژوهش کمّی و از نظر طول مدت زمان، ترکیبی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی است. داده‌های مورد نیاز از طریق روش کتابخانه‌ای و با استفاده از گزارش‌های مالی شرکت‌ها و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، آمار و اطلاعات منتشر شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، و نرخ آزاد ارز بر اساس قیمت‌های بازار جمع‌آوری شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره، داده‌های پانلی و نسخه دوازدهم نرم‌افزار ایویوز[۱] انجام شده است.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه و به شکل تلفیقی (ترکیبی) و از نسخه دوازدهم نرم‌افزار ایویوز[۲] استفاده شده است.

۳-۱ جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ (۸ سال) بوده است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرکت‌های فاقد معیارهای موردنظر از جامعه آماری حذف و تعداد ۱۳۲ شرکت (۱،۰۵۶ مشاهده) باقی‌مانده به عنوان جامعه غربال‌شده (نمونه پژوهش)، مبنای آزمون فرضیه‌های پژوهش قرار گرفتند. معیارهای موردنظر عبارت بودند از:

۱- تا پایان اسفند ماه ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- شرکت‌ها در دوره مورد نظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۳- شرکت‌ها جزء شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و لیزینگ نباشند.

۴- شرکت‌ها در دوره مورد نظر، توقف فعالیت نداشته باشند.

---

۱ EViews12

۲ EViews12

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

۵- شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.

۶- به تمامی اطلاعات مربوط به شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ دسترسی وجود داشته باشد.

۲-۳ مدل‌های رگرسیونی پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرها

برای آزمون فرضیه اول تا چهارم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر، به ترتیب استفاده شده است.

$$\mathrm{Inv_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{Inflation\ Rate_{it}} + \alpha_2 \mathrm{CFO_{it}} + \alpha_3 \mathrm{LEV_{it}} + \alpha_4 \mathrm{BTM_{it}} + \alpha_5 \mathrm{ROA_{it}} + \alpha_5 \mathrm{TANG_{it}} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathrm{Inv_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{Interest\ Rate_{it}} + \alpha_2 \mathrm{CFO_{it}} + \alpha_3 \mathrm{LEV_{it}} + \alpha_4 \mathrm{BTM_{it}} + \alpha_5 \mathrm{ROA_{it}} + \alpha_5 \mathrm{TANG_{it}} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathrm{Inv_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{Exchange\ Rate_{it}} + \alpha_2 \mathrm{CFO_{it}} + \alpha_3 \mathrm{LEV_{it}} + \alpha_4 \mathrm{BTM_{it}} + \alpha_5 \mathrm{ROA_{it}} + \alpha_5 \mathrm{TANG_{it}} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathrm{Inv_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{Economic\ Growth_{it}} + \alpha_2 \mathrm{CFO_{it}} + \alpha_3 \mathrm{LEV_{it}} + \alpha_4 \mathrm{BTM_{it}} + \alpha_5 \mathrm{ROA_{it}} + \alpha_5 \mathrm{TANG_{it}} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری بیش از حد ($\mathbf{Inv_{it}}$):

متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد بر اساس مدل بیدل و همکاران[۱] (۲۰۰۹) محاسبه شده است. سرمایه‌گذاری غیرمنتظره از انحراف بین سرمایه‌گذاری واقعی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار با توجه به فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد فروش) اندازه‌گیری می‌شود. پسماندهای مثبت (منفی) نشان-دهنده بیش (کم) سرمایه‌گذاری در مدل معرفی شده است. اگر پسماندهای مدل مثبت باشد متغیر مجازی یک و اگر سایر حالت‌ها باشد عدد صفر در نظرگرفته می‌شود.

$$\mathrm{Inv_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{Saleagrowth_{it}} + \varepsilon_{it}$$

$\mathrm{Inv_{it}}$: شامل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت می‌باشد.

$\mathrm{Saleagrowth_{it}}$: بیانگر نرخ رشد فروش که به عنوان فرصت‌های سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود.

ε_{it}: پسماندهای مدل می‌باشد (علی نژاد ساروکلائی و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر مستقل: عدم قطعیت سیاست اقتصادی

همان طور که در ادبیات اقتصادی عنوان می‌شود، عدم قطعیت سیاست اقتصادی آینه شرایط و وضعیت کلی یک جامعه است، به نحوی که می‌توان تبلور تاثیرات سایر ویژگی‌های محیطی اجتماعی و سیاسی را حتی در آن مشاهده کرد. در این پژوهش برای سنجش عدم قطعیت سیاست اقتصادی

---

[۱] *Biddle et al.*

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

با پیروی از پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۴) و لونی و همکاران (۱۴۰۰) از چهار معیار نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز و رشد اقتصادی استفاده شده است.

نرخ تورم ($\text{Inflation Rate}_{\text{it}}$): تورم به افزایش در سطح عمومی قیمت‌ها گفته می‌شود که خارج از کنترل و ناخواسته اتفاق می‌افتد. تورم وضعیتی است که در آن درآمدهای پولی سریع‌تر از جریان کالاها و خدمت‌هایی که این درآمدها برای آنها صرف می‌شوند، افزایش می‌یابد (سریع‌تر از درآمد ملی واقعی). نحوه محاسبه آن هم بدین گونه است که میانگین وزنی قیمت سبد کالایی را که متشکل از اقلام زیادی کالا باشد محاسبه می‌کنند (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵).

$$\Delta\text{Inflation Rate}_{\text{it}} = \frac{\text{Inflation Rate}_{\text{it}} - \text{Inflation Rate}_{\text{it}-1}}{\text{Inflation Rate}_{\text{it}-1}}$$

که در آن:

$\Delta\text{Inflation Rate}_{\text{it}}$: تغییرات نرخ تورم در سال جاری،

$\text{Inflation Rate}_{\text{it}}$: نرخ تورم در سال جاری، و

$\text{Inflation Rate}_{\text{it}-1}$: نرخ تورم در سال قبل است.

نرخ بهره ($\text{Interest Rate}_{\text{it}}$): بهره مبلغی است که از طرف قرض‌گیرنده به قرض‌دهنده برای استفاده از منابع مالی قرض‌دهنده در یک دوره زمانی مشخص، پرداخت می‌شود. بهره در واقع قیمت پول و پاداشی است که به وام دهندگان (پس‌اندازکنندگان) پرداخت می‌شود تا آنها را ترغیب کند از وجوه نقد خود جدا شوند. از آنجا که در تصمیم‌گیری‌های مدیران، پول نقش کلیدی بر عهده دارد، تغییرات نرخ بهره از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. منبع این متغیر هم آمار منتشر شده توسط بانک مرکزی است که معمولاً در دسترس و توسط شورای پول و اعتبار تصویب می‌شود (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) که به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$\Delta\text{Interest Rate}_{\text{it}} = \frac{\text{Interest Rate}_{\text{it}} - \text{Interest Rate}_{\text{it}-1}}{\text{Interest Rate}_{\text{it}-1}}$$

که در آن:

$\Delta\text{Interest Rate}_{\text{it}}$: تغییرات نرخ بهره در سال جاری،

$\text{Interest Rate}_{\text{it}}$: نرخ بهره در سال جاری، و

$Interest\ Rate_{it-1}$: نرخ بهره در سال قبل است.

نرخ ارز ($\mathbf{Exchange\ Rate_{it}}$): نرخ ارز عبارت است از ارزش واحد پول یک کشور در برابر واحد پول کشور دیگر. از آن جا که نرخ ارز بر قیمت کالاهای داخلی و خارجی اثرگذار است، دارای اهمیت می‌باشد. منبع این متغیر بر اساس نرخ آزاد ارز بر اساس قیمت‌های بازار است (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵) که به شرح زیر محاسبه می‌شود.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

$$\Delta\text{Exchange Rate}_{it} = \frac{\text{Exchange Rate}_{it} - \text{Exchange Rate}_{it-1}}{\text{Exchange Rate}_{it-1}}$$

که در آن:

$\Delta\text{Exchange Rate}_{it}$: تغییرات نرخ ارز در سال جاری،

$\text{Exchange Rate}_{it}$: نرخ ارز در سال جاری، و

$\text{Exchange Rate}_{it-1}$: نرخ ارز در سال قبل است.

رشد اقتصادی ($\text{Economic Growth}_{it}$): یکی دیگر از شاخص‌های اقتصاد کلان که از اهمیت ویژه‌ای نیز برخوردار است، رشد اقتصادی می‌باشد. رشد اقتصادی عبارت است از افزایش بلندمدت ظرفیت تولید، به منظور افزایش عرضه کل جهت تامین نیازهای جمعیت. منبع این متغیر هم بانک مرکزی است و روش محاسبه آن بدین‌صورت است که تولید ناخالص داخلی (GDP) در انتها و ابتدای سال در نظر گرفته شده و نرخ رشد آن را به شرح زیر محاسبه می‌کنند (شکرخواه و قاصدی دیزجی، ۱۳۹۵).

$$\Delta\text{Economic Growth}_{it} = \frac{\text{Economic Growth}_{it} - \text{Economic Growth}_{it-1}}{\text{Economic Growth}_{it-1}}$$

که در آن:

$\Delta\text{Economic Growth}_{it}$: تغییرات رشد اقتصادی در سال جاری،

$\text{Economic Growth}_{it}$: رشد اقتصادی در سال جاری، و

$\text{Economic Growth}_{it-1}$: رشد اقتصادی در سال قبل است.

متغیرهای کنترلی

مطابق با پژوهش کاوون و همکاران[۱] (۲۰۲۱) و علیدادی و همکاران (۱۳۹۸) در این پژوهش متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. **وجه نقد عملیاتی ($\mathbf{CFO_{it}}$)**: خالص جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی می‌باشد که بر جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود. **اهرم مالی ($\mathbf{LEV_{i,t}}$)**: این متغیر از طریق نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی اندازه‌گیری می‌شود. **نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ($\mathbf{BTM_{it}}$)**: این متغیر از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت به ارزش بازار آن در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب تعداد سهام عادی در قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز از صورت وضعیت مالی استخراج

۱ Kwon et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

می‌شود. **نرخ بازده دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$)**: این متغیر از طریق نسبت سود قبل از اقلام غیرعادی تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت در پایان دوره محاسبه می‌شود. **دارایی‌های ثابت مشهود($TANG_{it}$)**: از تقسیم جمع دارایی‌های ثابت بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید، نشان‌دهنده میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های ثابت برای کسب سود در واحدهای تجاری می‌باشد.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه شده است. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمترین و بیشترین و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی مانند انحراف معیار، چولگی وکشیدگی است. جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی را نشان می‌دهد.

جدول ۱: شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نرخ تورم	۱،۰۵۶	۰/۲۱۵	۰/۰۲۸	۲,۲۳۱	-۰,۵۵۲	۰,۸۰۳	۱,۸۲۱	۵,۱۰۳
نرخ بهره	۱،۰۵۶	۰/۰۶۲	۰/۰۰۰	۰,۶۲۹	-۰,۲۱۰	۰,۲۴۹	۱,۲۲۸	۳,۶۳۹
نرخ ارز	۱،۰۵۶	۰/۳۷۸	۰/۱۶۶	۱,۶۶۶	۰,۰۴۱	۰,۵۰۷	۱,۹۴۸	۵,۲۶۱
رشد اقتصادی	۱،۰۵۶	۰/۰۱۷	۰/۰۳۴	۰,۱۲۵	-۰,۰۶۵	۰,۰۵۷	۰,۲۱۱	۲,۴۱۸
وجه نقد عملیاتی	۱،۰۵۶	۰/۳۰۰	۰/۱۷۱	۴,۷۴۹	-۲,۳۶۸	۰,۵۰۳	۲,۴۵۹	۱۶,۰۶۶
اهرم مالی	۱،۰۵۶	۰/۵۵۷	۰/۵۵۶	۱,۳۶۳	۰,۰۳۱	۰,۲۱۱	۰,۱۵۳	۳,۱۱۷
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۱،۰۵۶	۰/۲۸۶	۰/۲۱۱	۳,۳۰۵	-۰,۷۳۸	۰,۲۷۹	۲,۵۰۶	۱۹,۳۵۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۱،۰۵۶	۰/۱۴۱	۰/۱۱۰	۰,۶۷۳	-۰,۴۰۴	۰,۱۵۵	۰,۵۰۷	۳,۶۵۱
دارایی‌های ثابت مشهود	۱،۰۵۶	۰/۲۶۱	۰/۲۲۱	۰,۹۶۸	۰,۰۰۶	۰,۱۸۰	۰,۹۰۶	۳,۴۱۲

منابع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

جدول ۱ نشان‌دهنده آمار توصیفی تمامی داده‌های متغیرهای کمی پژوهش مورد استفاده در سطح شرکت‌های نمونه آماری است. آمار توصیفی متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین، میانه و مد) و شاخص‌های پراکندگی (مانند ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، کشیدگی، چولگی و واریانس) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ می‌باشد. شاخص میانگین، شاخص اصلی برای مرکزیت داده‌ها محسوب می‌شود. برای نمونه، این مقدار برای متغیر اهرم مالی برابر ۰/۵۵۷ بوده که نشان می‌دهد ۵۵/۷ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه آماری را کل بدهی‌های شرکت به خود اختصاص داده است و بیشترین این مقدار برای شرکت کاشی حافظ در سال ۱۳۹۶ با مقدار ۱/۳۶۳ به دلیل بالا بودن زیان انباشته این شرکت و منفی بودن حقوق صاحبان سهام آن است. در بین شاخص‌های پراکندگی، انحراف معیار متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان‌دهنده میزان پراکندگی از میانگین نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه، این شاخص برای متغیر رشد اقتصادی ۰/۰۵۷ است که نشان دهنده فاصله کم این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر است. جدول ۲ نیز آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفی پژوهش (سرمایه‌گذاری بیش از حد) را نشان می‌دهد.

جدول ۲: آمار توصیفی مربوط به متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد

	فراوانی	درصد	درصد تجمعی
عدم سرمایه‌گذاری بیش از حد	۴۴۶	۴۲,۲۳	۴۲,۲۳
سرمایه‌گذاری بیش از حد	۶۱۰	۵۷,۷۷	۱۰۰,۰۰
جمع	۱۰۵۶	۱۰۰,۰۰	

منابع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول ۲، تعداد ۶۱۰ سال-شرکت، یا ۵۷/۷۷ درصد شرکت‌های نمونه دارای سرمایه-گذاری بیش از حد می‌باشند.

۲-۴- آمار استنباطی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

در بخش آمار استنباطی، تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با رویکرد پنل دیتا و همچنین رگرسیون لجستیک انجام شده است.

۱-۲-۴- آزمون نرمال بودن

با توجه به جدول ۳، سطح معناداری آزمون تشخیص توزیع نرمال (جارکو برا[۱]) کمتر از ۵ درصد می‌باشد، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نیستند. به لحاظ اینکه، یکی از پیش فرض‌های رگرسیون خطی، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است و نرمال بودن متغیر وابسته منجر به نرمال شدن مدل در حالت کلی می‌گردد، لذا با توجه به مجازی بودن متغیر وابسته و عدم امکان نرمال بودن آن و با توجه به قضیه حد مرکزی، فرض نرمال بودن متغیرها پذیرفته می‌شود.

جدول ۳: آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکو برا

نام متغیر	سطح معناداری جارکو برا	تفسیر
سرمایه‌گذاری بیش از حد	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ تورم	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ بهره	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ ارز	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
رشد اقتصادی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
وجه نقدعملیاتی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ بازده دارایی‌ها	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
دارایی‌های ثابت مشهود	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

منابع: یافته‌های پژوهش

۱ Jarque–Bera Test

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

۲-۲-۴- آزمون ایستایی(پایایی) متغیرهای پژوهش

بر اساس آزمون ریشه واحد از نوع آزمون لوین، لین و چو، اگر سطح معناداری آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش در طی دوره پژوهش پایا هستند. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به جدول ۴، درکلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش سطح معناداری آزمون لوین، لین و چو کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش پایا هستند. در نتیجه شرکت‌های مورد بررسی تغییرهای ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول ۴: آزمون ایستایی(پایایی) متغیرهای پژوهش

نام متغیر	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
سرمایه‌گذاری بیش از حد	-۹,۷۰۴	۰,۰۰۰	مانا است
نرخ تورم	-۲۰,۶۷۴	۰,۰۰۰	مانا است
نرخ بهره	-۵۹,۲۳۹	۰,۰۰۰	مانا است
نرخ ارز	-۱۸,۱۵۰	۰,۰۰۰	مانا است
رشد اقتصادی	-۲۰,۲۱۵	۰,۰۰۰	مانا است
وجه نقدعملیاتی	-۱۳,۸۳۱	۰,۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۸,۸۵۱	۰,۰۰۰	مانا است
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۱۵,۸۸۶	۰,۰۰۰	مانا است
نرخ بازده دارایی‌ها	-۶,۹۲۰	۰,۰۰۰	مانا است
دارایی‌های ثابت مشهود	-۰,۲۶۹	۰,۰۰۰	مانا است

منابع: یافته‌های پژوهش

۳-۲-۴- آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه اول در جدول ۵ ارائه شده است. متغیر نرخ تورم دارای سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. از بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی تاثیر مثبت و

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

معناداری و دارایی‌های ثابت مشهود تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. آماره نسبت درست نمایی (LR) در سطح کمتر از ۰/۰۵ معنادار است که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در واقع، مقدار این ضرایب مشخص‌کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته را متغیر مستقل توضیح می‌دهد. در آنالیز رگرسیون لجیستیک، ضریب تعیین مک فادن تقریباً همان نقش ضریب تعیین را ایفا می‌کند. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۴٪ از تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مدل توضیح داده شده است. همچنین، مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند که بیانگر عدم وجود هم‌خطی است.

جدول ۵: تخمین نهایی تاثیر نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Inflation\ Rate_{i,t} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 BTM_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_5 TANG_{jt} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره والد	سطح معناداری	VIF
نرخ تورم	-۰,۰۵۸	۰,۰۸۷	-۰,۶۷۳	۰,۵۰۰	۱,۲۲۱
وجه نقدعملیاتی	۰,۰۰۵	۰,۱۵۳	۰,۰۳۴	۰,۹۷۲	۱,۵۲۳
اهرم مالی	۱,۰۴۵	۰,۴۵۸	۲,۲۷۸	۰,۰۲۲	۲,۲۲۸
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰,۴۱۳	۰,۲۸۷	۱,۴۳۹	۰,۱۴۹	۱,۵۵۱
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۵۸۳	۰,۶۴۸	-۰,۸۹۹	۰,۳۶۸	۲,۵۰۴
دارایی‌های ثابت مشهود	-۲,۲۵۱	۰,۳۹۵	-۵,۶۹۰	۰,۰۰۰	۱,۲۱۸
C عرض از مبداء	۰,۳۰۸	۰,۴۰۶	۰,۷۵۹	۰,۴۴۷	----
آماره نسبت درست نمایی	۵۷,۶۰۳	ضریب تعیین مک فادن			۰,۰۴۰
سطح معناداری مدل	۰,۰۰۰	آزمون بارتلت(ناهمسانی واریانس)			۰)۴۵۸۶,۹۵۷ (۰۰۰.

منابع: یافته‌های پژوهش

۴-۲-۴- آزمون فرضیه دوم پژوهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

فرضیه دوم: نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

بر اساس جدول ۶، متغیر نرخ تورم دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. از بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی تاثیر مثبت و معناداری و دارایی‌های ثابت مشهود تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. آماره نسبت درست نمایی (LR) در سطح کمتر از ۰/۰۵ معنادار است که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ است. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش شده، می‌توان ادعا نمود که حدود ۴/۲٪ از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل توضیح داده شده است. مقادیر VIF کمتر از ۱۰ هستند که بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد.

جدول ۶: تخمین نهایی تاثیر نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Interest\ Rate_{i,t} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 BTM_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره والد	سطح معناداری	VIF
نرخ بهره	۰,۳۲۹	۰,۱۶۱	۲,۰۴۴	۰,۰۴۱	۱,۰۰۷
وجه نقدعملیاتی	۰,۰۰۷	۰,۰۹۴	۰,۰۷۶	۰,۹۳۹	۱,۵۱۰
اهرم مالی	۰,۶۵۲	۰,۲۷۸	۲,۳۴۰	۰,۰۱۹	۲,۲۰۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰,۲۸۸	۰,۱۶۱	۱,۷۸۸	۰,۰۷۳	۱,۲۷۴
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۳۸۸	۰,۳۹۸	۰,۹۷۳-	۰,۳۳۰	۲,۴۹۴
دارایی‌های ثابت مشهود	-۰,۳۹۹	۰,۲۴۰	۵,۸۰۸-	۰,۰۰۰	۱,۲۰۵
C عرض از مبداء	۰,۱۵۷	۰,۲۴۳	۰,۶۴۶	۰,۵۱۸	----
آماره نسبت درست نمایی	۶۱,۶۲۲	ضریب تعیین مک فادن			۰,۰۴۲
سطح معناداری مدل	۰,۰۰۰	آزمون بارتلت (ناهمسانی واریانس)			۰,)۲۷۶۸,۶۵۶ (۰۰۰

منابع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

۵-۲-۴- آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم: نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

مطابق جدول ۷، متغیر نرخ ارز دارای سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ است، فلذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیر نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. از بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی تاثیر مثبت و معناداری و دارایی‌های ثابت مشهود تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. آماره نسبت درست نمایی (LR) در سطح کمتر از ۰/۰۵ معنادار است که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۴٪ از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل توضیح داده شده است. مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند که بیانگر عدم وجود هم‌خطی است.

جدول ۷: تخمین نهایی تاثیر نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری بیش از حد

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Exchange\ Rate_{i,t} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 BTM_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره والد	سطح معناداری	VIF
نرخ ارز	-۰,۰۵۰	۰,۰۸۳	-۰,۶۰۰	۰,۵۴۸	۱,۱۵۵
وجه نقدعملیاتی	۰,۰۰۰	۰,۰۹۴	۰,۰۰۷	۰,۹۹۴	۱,۵۰۸
اهرم مالی	۰۶۵۸	۰,۲۸۰	۲,۳۵۰	۰,۰۱۸	۲,۲۲۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰,۲۶۵	۰,۱۷۲	۱,۵۳۹	۰,۲۳	۱,۴۵۹
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۳۳۹	۰,۳۹۸	-۰,۸۵۲	۰,۳۹۴	۲,۴۸۵
دارایی‌های ثابت مشهود	-۱,۳۹۶	۰,۲۴۰	-۵,۸۰۳	۰,۰۰۰	۱,۲۰۴
C عرض از مبداء	۰,۱۹۴	۰,۲۵۲	۰,۷۶۷	۰,۴۴۲	----
آماره نسبت درست نمایی	۵۷,۷۷۵	ضریب تعیین مک فادن			۰,۰۴۰
سطح معناداری مدل	۰,۰۰۰	آزمون بارتلت(ناهمسانی واریانس)			۲۹۹۷,۷۳۵(۰,۰۰۰)

منابع: یافته‌های پژوهش

۶-۲-۴- آزمون فرضیه چهارم پژوهش

فرضیه چهارم: رشد اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر دارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

بر اساس جدول ۸، متغیر رشد اقتصادی دارای سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیر رشد اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. از بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی تاثیر مثبت و معناداری و دارایی‌های ثابت مشهود تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. آماره نسبت درست نمایی (LR) در سطح کمتر از ۰/۰۵ معنادار است که نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۴٪ از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل توضیح داده شده است. مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند که بیانگر عدم وجود هم‌خطی است.

جدول ۸: تخمین نهایی تاثیر رشد اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Economic\ Growth_{i,t} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 BTM_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره والد	سطح معناداری	VIF
رشداقتصادی	-۰,۶۲۳	۰,۷۵۷	-۰,۸۲۳	۰,۴۱۰	۱,۲۱۱
وجه نقدعملیاتی	۰,۰۰۸	۰,۰۹۵	۰,۰۸۷	۰,۹۳۰	۱,۵۲۴
اهرم مالی	۰,۷۱۰	۰,۲۸۱	۲,۵۲۴	۰,۰۱۱	۲,۲۴۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰,۳۶۱	۰,۱۷۵	۲,۰۵۳	۰,۰۴۰	۱,۵۲۱
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۳۱۹	۰,۳۹۷	-۰,۸۰۲	۰,۴۲۲	۲,۴۷۶
دارایی‌های ثابت مشهود	-۱,۴۱۰	۰,۲۴۱	-۵,۸۵۱	۰,۰۰۰	۱,۲۰۷
Cعرض از مبداء	۰,۱۲۸	۰,۲۴۵	۰,۵۲۳	۰,۶۰۰	----
آماره نسبت درست نمایی	۵۸,۰۹۳	ضریب تعیین مک فادن			۰,۰۴۰
سطح معناداری مدل	۰,۰۰۰	آزمون بارتلت (ناهمسانی واریانس)			۵۲۵۴,۸۵۹) (۰,۰۰۰

منابع: یافته‌های پژوهش

۵- بحث و نتیجه‌گیری

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

سرمایه‌گذاری بیش از حد، نوعی رفتار سرمایه‌گذاری است که از دسترسی بیشتر به جریان‌های نقد آزاد نشأت می‌گیرد. معمولاً دسترسی به منابع خارجی در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بیشتر است. در این پژوهش به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت پرداخته شده است. برای دستیابی به این هدف، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ از طریق غربالگری انتخاب گردید.

آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که متغیر نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. با توجه به اینکه در محیط‌های عدم قطعیت مدیران بیش اعتماد به عنوان تصمیم‌گیرندگان نهایی سرمایه‌گذاری در سطح پایینی از قضاوت و تصمیم‌گیری قرار داشته، بنابراین درک مناسبی نسبت به شرایط و اوضاع اقتصادی ندارند و تلاطم و نوسانات تورم را در نظر نمی‌گیرند. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های وانگ و همکاران (۲۰۱۶) و جیانک و کیم (۲۰۲۱) همراستا می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که متغیر نرخ بهره بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. مطابق با مبانی نظری پژوهش، فرض می‌شود که سرمایه-گذاری بیش از حد شرکت‌ها رابطه منفی با عدم قطعیت سیاست اقتصادی دارد. این فرضیه از نتایج تجربی پانوسی و پاپانیکولائو (۲۰۱۲) ناشی می‌شود. آنها نشان می‌دهند که تنوع ضعیف مدیران و ریسک‌گریزی منجر به رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و عدم قطعیت سیاست اقتصادی می شود. این نتیجه با نتایج پژوهش جیانک و کیم (۲۰۲۱) همراستا است. آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که متغیر نرخ ارز بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. این یافته بر خلاف مبانی نظری پژوهش و نتایج پژوهش گو و همکاران[۱] (۲۰۱۶) و جیانک و کیم (۲۰۲۱) می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش هم بیانگر این است که متغیر رشد اقتصادی بر سرمایه-گذاری بیش از حد تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. این نتیجه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و یافته‌های پژوهش ریچاردسون[۲] (۲۰۰۶) و جیانک و کیم (۲۰۲۱) است.

بر اساس نتایج به دست آمده، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود تا در تحلیل‌های خود متغیر نرخ بهره را در نظر بگیرند و توجه داشته باشند که با افزایش نرخ بهره، سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران نیز افزایش می‌یابد. افزون بر این، به متغیرهایی مانند اهرم مالی و دارایی‌های ثابت مشهود شرکت‌ها نیز توجه نمایند، زیرا این متغیرها بر سرمایه‌گذاری بیش از حد اثرگذارند. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که تاثیر تاخیر در گزارش حسابرسی و گزارشگری مالی متقلبانه بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت را مورد مطالعه قرار دهند. همچنین، نقش ویژگی

۱ Goh et al

۲ Richardson

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

های کمیته حسابرسی مانند (دانش مالی، استقلال اعضای کمیته، تعداد جلسات اعضای کمیته حسابرسی و نیز تنوع جنسیتی اعضای کمیته حسابرسی) بر میزان بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت بررسی شود. علاوه بر این، تاثیر عواملی از قبیل نوع صنعت، اندازه شرکت، رشد شرکت و غیره که می‌توانند بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت تاثیر بگذارد، مورد پژوهش قرار گیرد. این پژوهش هم مانند سایر پژوهش‌ها دارای محدودیت‌هایی بوده است. نخست، از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است، در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای شرایط تورم، ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد. دوم، محدودیت ناشی از استفاده از مدل‌های اندازه‌گیری متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت است که در صورت استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری ممکن است نتایج متفاوتی به دست آید.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

منابع

۱. پرتوی، پارسا، صراف، فاطمه و بشارت پور، فاطمه. (۱۴۰۰). تاثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته پانلی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۳(۲)، ۳۳-۵۴.

۲. ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد. (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۳(۲)، ۳۷-۶۳.

۳. سلیمانی، غلامرضا، افتخاری، وحید و دانشیار، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر نقش میانجی تامین مالی داخلی. *دانش حسابداری*، ۱۱(۴)، ۱۷۱-۱۸۶.

۴. علیدادی، حسین، عبدلی، محمدرضا و دهدار، فرهاد. (۱۳۹۸). طراحی الگوی تعاملی تاثیرگذاری همزمان مولفه‌های بیش‌اعتمادی مدیران، عدم قطعیّت تورم و شیوه تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری شرکتی با در نظرگرفتن شرایط اقتصاد کلان ایران. مجله اقتصادی (*دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی*)، ۱۹(۷ و ۸)، ۲۱-۴۵.

۵. علی‌نژاد ساروکلائی، مهدی، طاهری، ذبیح الله و اکبرپور، کیوان. (۱۳۹۷). آزمون نوسانات تورم و بیش سرمایه‌گذاری با تاکید بر بیش اعتمادی مدیران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۸)، ۲۶۵-۲۸۰.

۶. لشکری‌زاده، مریم و خسروی، زیبا. (۱۳۹۷). تاثیر نااطمینانی تورمی و فرااعتمادی مدیریتی بر بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *بورس اوراق بهادار*، ۴۴(۱۱)، ۱۴۱-۱۶۵.

۷. لونی، سمیه، عباسیان، عزت‌اله و حاجی، غلامعلی. (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲۴۹ -۲۶۸.

۸. مرادی، مهدی، موسوی، سیده فهیمه و مرندی، زکیه. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی در دارایی‌های شرکت با استفاده از مدل ایستا و پویا. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶(۲)، ۲۳۳-۲۶۰.

9. Ahuja, G., & Novelli, E. (2017). Activity overinvestment: The case of R&D. *Journal of Management*, *43*(8), 2456-2468.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

10. Aimer, N. (2021). Economic policy uncertainty and exchange rates before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Ekonomi*, *3*(2), 119-127.
11. Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Terry, S. J. (2020). *Covid-induced economic uncertainty* (No. w26983). National Bureau of Economic Research.
12. Basu, S., & Bundick, B. (2017). Uncertainty shocks in a model of effective demand. *Econometrica*, *85*(3), 937-958.
13. Caballero, R. J. (1991). On the sign of the investment-uncertainty relationship. *The American Economic Review*, *81*(1), 279-288.
14. D'Mello, R., & Toscano, F. (2020). Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit. *Journal of Corporate Finance*, *64*, 101686.
15. Goh, J., Choi, W., & Cho, J. (2016). Changes in chaebol firms' overinvestment after the Asian financial crisis: a long-term perspective. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, *23*(1), 75-111.
16. Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of financial studies*, *29*(3), 523-564.
17. Irawan, D., & Okimoto, T. (2021). Overinvestment and macroeconomic uncertainty: Evidence from renewable and non-renewable resource firms. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *126*, 103973.
18. Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from US gubernatorial elections. *Journal of financial economics*, *124*(3), 563-579.
19. Jiang, W., & Kim, H. S. (2021). Economic policy uncertainty and overinvestment: evidence from Korea. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: 선물연구*, *29*(4), 301-318.
20. Kwon, S., Ahn, J. H., & Kim, G. H. (2021). The impact of shareholder intervention on overinvestment of free cash flow by overconfident CEOs. *International Review of Financial Analysis*, *75*, 101751.
21. Liu, X. (2013). The value of holding scarce wind resource- A cause of overinvestment in wind power capacity in China. *Energy policy*, *63*, 97-100.
22. Nguyen Trong, N., & Nguyen, C. T. (2021). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, *28*(1), 47-63.
23. Panousi, V., & Papanikolaou, D. (2012). Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *The Journal of finance*, *67*(3), 1113-1148.
24. Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, *11*, 159-189.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

25. Shang, J., & Yang, X. (2018). Monetary Policy, Property Right and Overinvestment. *International Journal of Science*, 5(7), 135-144.
26. Shi, J., & Gao, Y. (2018, August). Ownership concentration, free cash flow and over-investment. In *2018 5th International Conference on Industrial Economics System and Industrial Security Engineering (IEIS)* (pp. 1-5). IEEE.
27. Wang, Y., Chen, C. R., Chen, L., & Huang, Y. S. (2016). Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations. *The North American Journal of Economics and Finance*, *38*, 54-69.
28. Xiaojun, Y., Yao, Y., Huanhuan, Z., & Lin, Z. (2019). The role of political connection on overinvestment of Chinese energy firms.
29. Xu, X., Wang, X., & Han, N. (2012). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, *2*(1), 53-77.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-10-07]