

ارتباط بین قیمت گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت های مالی و افق زمانی سرمایه گذاری سهامداران

یونس بادآور نهندی^۱

الهه سرافراز^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۵/۰۸

چکیده

این پژوهش به بررسی ارتباط بین قیمت گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت های مالی و افق زمانی سرمایه گذاری سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب، و دوره زمانی آن بین سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. روش مورد استفاده جهت جمع آوری اطلاعات، کتابخانه ای و برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین قیمت گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. محدودیت های مالی و افق زمانی سرمایه گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت تأثیر ندارد. بین شدت بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت ارتباط وجود ندارد همچنین بین شدت کم ارزشیابی سهام و میزان سرمایه گذاری های شرکت ارتباط وجود ندارد.

واژه های کلیدی: قیمت گذاری نادرست سهام، میزان سرمایه گذاری های شرکت، محدودیت های مالی، افق زمانی سرمایه گذاری سهامداران.

۱- دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسؤل) yb_nahandi@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران Sarafraz_el@yahoo.com

۱- مقدمه

قیمت سهام^۱ در بورس اوراق بهادار نشان‌دهنده ارزش بازار سهام است و معمولاً نشان‌دهنده ارزش سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. قیمت‌گذاری نادرست سهام^۲ به معنای اینکه قیمت سهام شرکت به دلایل مختلف درست ارزشیابی نگردد. این عوامل ممکن است از پدیده عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی، درست نبودن ساختار حاکمیت شرکتی و ... ناشی شود که می‌تواند معضلاتی را در دوره‌های آتی برای شرکت هموار کند. اهمیت سرمایه‌گذاری^۳ برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به‌اندازه‌ای است که از آن به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل برای رسیدن به توسعه یاد می‌شود اما باید به یاد داشت به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند با افتادن در یک دور مثبت باعث رشد و شکوفایی اقتصاد شود، عدم توجه به آن نیز می‌تواند موجب افت اقتصادی و فروغلتیدن به یک مسیر نزولی و دور منفی شود؛ به‌عبارت‌دیگر یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه پایدار، سرمایه‌گذاری مؤثر می‌باشد. سرمایه‌گذاران و مدیران با توجه به ریسک‌پذیر بودن و ریسک‌گریز بودن خود سطوح متفاوتی از سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند. سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را عرضه می‌کند. از یک‌طرف، سرمایه‌گذاران به دنبال بیشتر کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه می‌باشند که عامل اخیر دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد (حبیبی، ۱۳۹۳).

با توجه به مطالب ذکر شده و اهمیت بالای پژوهش موردنظر، امروزه این موضوع به‌عنوان یکی از مهم‌ترین معیار برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و یکی از مباحث بسیار بااهمیت و چالش‌برانگیز در بازار سرمایه بوده و می‌تواند در بررسی متغیرهای تصمیم‌گیری برای مدیریت سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین عوامل به شمار آید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۱-۱- مبانی نظری

مفهوم ارزش سرمایه‌گذاری، مفهوم مستقلی نظیر مفهوم ارزش بازار یا ارزش برای مالک نیست؛ بلکه دلالت بر ارزش برای منظور خاص، یعنی سرمایه‌گذاری در پرتفوی دارد. قیمت‌گذاری سهام یکی از کلیدی‌ترین و حساس‌ترین مراحل واگذاری است. قیمت‌گذاری بالای سهم می‌تواند با کاهش تقاضا برای سهام در دست واگذاری، فرآیند خصوصی‌سازی را با شکست مواجه سازد و قیمت‌گذاری پایین سهم نیز با ایجاد شبهات متعدد در زمینه نحوه واگذاری اموال عمومی، شکست بلندمدت سیاست واگذاری را به دنبال دارد (دارکان، ۲۰۰۴).

از دیدگاه تئوری، مجموع عرضه و تقاضای ایجادشده توسط سرمایه‌گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه‌گذاری، تعیین‌کننده قیمت سهام یک شرکت در بازار است و فرض می‌شود میانگین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار منطقی است؛ اما در عمل گاهی اوقات بازار در مواجهه با اطلاعات موجود، منطقی عمل نمی‌کند که به‌تبع آن، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام تفاوت خواهد داشت. الزهرانی و راثو^۵ (۲۰۱۴)، بیان می‌کند قیمت‌گذاری نادرست سهام زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام از ارزش بنیادی (ارزش ذاتی) آن متفاوت باشد، به‌عبارت‌دیگر قیمت سهام از ارزش ذاتی آن انحراف داشته و بازار برای آن سهام از کارایی کافی برخوردار نیست، ایجاد انحراف زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران ناآگاه بوده و یا غیرمنطقی عمل می‌نمایند.

منشأ بخش قابل توجهی از قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌تواند فقدان شفافیت در سطح شرکت باشد. ابهام سرمایه‌گذاران خارجی درباره جریان‌های نقدی آتی زمانی افزایش می‌یابد که آن‌ها دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند، یا زمانی که اطلاعات سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات درون شرکت کیفیت ضعیفی داشته باشد؛ بنابراین، هرچه اطلاعات سرمایه‌گذاران موجود درباره توزیع واقعی اما غیرقابل

شرایط رقابت کامل در بازار وجود ندارد و بازارها از کارایی کافی برخوردار نیستند که به تبع آن، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام متفاوت خواهد شد. علاوه بر این، اندازه‌گیری ارزش ذاتی، مشکل بوده و هزینه‌های معاملات، گزاف و بااهمیت است؛ بنابراین، فرآیند تعدیل قیمت به سمت ارزش ذاتی مستلزم مرور زمان است. بدین لحاظ، قیمت‌ها همواره به‌طور کامل منعکس‌کننده ارزش ذاتی نیستند. یا به عبارتی، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام متفاوت خواهد بود. برخی پژوهشگران عدم تطابق ارزش ذاتی با قیمت بازار را ناشی از ارزش‌گذاری نادرست در قیمت سهام مطرح می‌کنند.

اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران بر مبنای تئوری مالی رفتاری است که به تفسیر انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می‌پردازد. مالی رفتاری از عوامل عمده نواقص بازار است که بر رخدادهای نظام‌مند خطای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران متمرکز است و به مطالعه اینکه چگونه سرمایه‌گذاران و مدیران در قضاوت‌های خود دچار خطای نظام‌مند و ذهنی می‌شوند، می‌پردازد. مصادیق مالی رفتاری که از آن به‌عنوان ناهنجاری‌های بازار یاد می‌شود، بیان‌کننده عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می‌گردد (شیفر و تالر^۷، ۲۰۰۶؛ پاکیزه و همکاران، ۱۳۹۲).

پیچیدگی‌های سازمانی و گسترش فعالیت‌های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان‌ها با توجه به مسئولیت خود در راستای دستیابی به اهداف سازمان و به‌منظور حصول اطمینان از هدایت صحیح کلیه منابع، تأکید بیشتری برای تصمیم‌گیری داشته باشند. ازجمله مواردی که تصمیم‌گیری می‌تواند اهمیت قابل‌توجهی داشته باشند، تصمیم‌های مربوط به مخارج سرمایه‌ای است. این‌گونه تصمیم‌ها اغلب تعهدات مالی عمده‌ای ایجاد می‌کند که با خط‌مشی‌ها و سیاست‌های بلندمدت سازمان‌ها نیز در ارتباط می‌باشد. نکته‌ای که بسیار

مشاهده جریان‌های نقدی آتی مبهم‌تر باشد، درجه انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی بیشتر خواهد بود. میرز و ماجلوف^۸ (۱۹۸۴) نشان دادند که شرکت‌های در معرض عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بیشتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خودداری کرده و از نامطلوب بودن ارزشیابی نادرست سهام رنج می‌برند.

نقش قیمت‌گذاری نادرست سهام در تبیین میزان سرمایه‌گذاری‌های واقعی شرکت، می‌تواند موضوع جالب‌توجهی در ادبیات مالی شرکت‌ها باشد. قیمت‌گذاری نادرست سهام زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام از ارزش بنیادی آن متفاوت باشد. این تفاوت ارزش سهام شرکت برای سرمایه‌گذاران زمانی ایجاد می‌شود که آن‌ها آگاهی کمتری نسبت به این امر دارند و یا ندارند. در ادبیات پژوهش بر دو بحث رفتاری اولیه تمرکز شده است؛ اول، قیمت‌گذاری نادرست سهام بر هزینه تأمین مالی خارجی تأثیر دارد و بنابراین هزینه سرمایه برای ارزیابی سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. بر اساس این دیدگاه، وقتی سهام بیش‌تر ارزشیابی شده باشد، مدیران برای بهره‌مند شدن از کاهش هزینه تأمین مالی خارجی، وجوه تأمین مالی را افزایش می‌دهند و وقتی سهام کمتر ارزشیابی شده باشد، به خاطر جلوگیری از هزینه تأمین مالی خارجی بالا، از افزایش وجوه تأمین مالی خودداری می‌کنند. دوم، اساس تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران در بخشی از افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. هنگامی که سهامداران افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری دارند، قیمت‌گذاری نادرست سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر خواهد گذاشت (الزهرانی و راثو، ۲۰۱۴).

بر اساس مبانی نظری آنچه که تعیین‌کننده قیمت و ارزش ذاتی سهام یک شرکت در بازار است، مجموع عرضه و تقاضای ایجادشده توسط سرمایه‌گذاران و به تبع آن، درک آنان از بازده سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات کسب‌شده است؛ اما در عمل، گاهی قیمت سهام در بازار انعکاس دقیقی از اطلاعات موجود نیست و بازار در مواجهه با اطلاعات منطقی عمل نمی‌کند زیرا

شرکت بیشتر در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی است. مدیران شرکت‌ها به دلیل حفظ موقعیت شغلی، پاداش خود و ترس از اخراج، مخالف قیمت‌های پایین سهام شرکت هستند. از این رو، آن‌ها تمایل به حفظ قیمت‌های حسابی شرکت‌ها در بازار سرمایه دارند.

چانگ و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی تأثیر ارزشیابی نادرست بازار را به‌طور مستقیم بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و ذخیره وجه نقد شرکت‌ها و نیز تأثیر ارزشیابی را در تعامل با تغییرات جریان وجه نقد داخلی بر روی تصمیمات مالی شرکت‌ها سنجیدند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۱۰۹۹۳ شرکت بورسی ایالات متحده و دوره زمانی پژوهش آن‌ها از سال ۱۹۷۱ تا ۲۰۰۸ است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و ذخیره وجه نقد شرکت‌ها، حساسیت و واکنش مثبتی نسبت به ارزشیابی نادرست بازار از خود نشان می‌دهد؛ بدین صورت که ارزشیابی بیش از واقع شرکت‌ها در بازار سرمایه به افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش تأمین مالی خارجی و افزایش ذخیره وجه نقد شرکت‌ها منجر می‌گردد. جریان وجه نقد داخلی شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری، ذخیره وجه نقد شرکت‌ها و تأثیر منفی بر تأمین مالی خارجی شرکت‌ها دارد. به عبارتی، حساسیت سرمایه‌گذاری و ذخیره وجه نقد شرکت‌ها نسبت به جریان وجه نقد مثبت است. همچنین، ارزشیابی نادرست بازار از شرکت‌ها، تأثیری منفی بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه نقد و حساسیت ذخیره وجه نقد نسبت به جریان وجه نقد دارد.

الزهرانی و رائو (۲۰۱۴)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های آمریکایی در بازه زمانی ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۲ با تعداد نمونه ۲۸۰۰ شرکت پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که پس از کنترل رشد شرکت و کساد مالی، بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت

اهمیت دارد اینکه استفاده از استراتژی‌های تأمین مالی همیشه به‌سادگی امکان‌پذیر نیست و شرکت‌ها در این خصوص با منابع مالی محدود در ارتباط بوده، دارای محدودیت مالی هستند که مطابق مبانی نظری، محدودیت‌های مالی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار می‌باشد (صنعتکار و جبارزاده کنگرلوئی، ۱۳۹۰).

یادآوری این نکته حائز اهمیت است که مدل این پژوهش با استفاده از پژوهش صورت گرفته توسط الزهرانی و رائو (۲۰۱۴) مورد توجه قرار گرفته که ارتباط قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. خاطر نشان می‌شود که در این پژوهش علاوه بر مشخص شدن ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت، تلاش بر این است که نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران به‌عنوان متغیرهای مداخله کننده در تبیین ارتباط بین متغیرهای مذکور مورد بررسی قرار گیرد.

۲-۲- پیشینه پژوهش

پاکیزه و بشیری جویباری (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ با تعداد نمونه ۱۰۰ شرکت پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عامل غیر بنیادی قیمت سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، تأثیر مثبت و معنادار بر روی میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

جنسن (۲۰۰۵)، دریافت که ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌تواند به مشکلات نمایندگی برای شرکت‌ها منجر گردد، به‌طوری‌که مدیران شرکت‌ها زمانی که در بازار سرمایه ارزشیابی بیش از واقع می‌شوند، به‌منظور حفظ قیمت سهام شرکت در بازار سرمایه، یا دست به مدیریت سود می‌زنند و یا اینکه میزان سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهند که این افزایش در سرمایه‌گذاری

است. داده‌ها و اطلاعات تحقیق عموماً از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی جمع‌آوری شده است. بعد از جمع‌آوری داده‌ها در نرم‌افزار اکسل طبقه‌بندی و تجزیه و تحلیل اولیه صورت گرفته و بعد از آماده شدن داده‌ها، برای تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار SPSS و EViews استفاده شده است.

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آن‌ها

در این پژوهش، متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام به عنوان متغیر مستقل، میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت به عنوان متغیر وابسته، محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران به عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده و اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شود. متغیرهایی که در این پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند به شرح زیر قابل محاسبه اند:

۵-۱- متغیر مستقل

قیمت‌گذاری نادرست سهام (MISP)

در این پژوهش قیمت‌گذاری نادرست سهام در سطح کل شرکت‌ها با استفاده از مدل رود-کروف و همکاران^۱ (۲۰۰۵) به صورت زیر اندازه‌گیری شده است (الزهرانی و رائو^۲، ۲۰۱۴):

$$MISP_{it} = \ln M_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_t)$$

در رابطه فوق؛

$\ln M_{it}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت i در سال t
لازم به ذکر است که ارزش بازار شرکت از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود.

ارزش بازار شرکت =

ارزش دفتری بدهی‌ها + (تعداد سهام * قیمت سهام)

ارتباط معنادار وجود دارد و این ارتباط در شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی و در شرکت‌های با افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری سهامداران، قویتر است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه دوم: محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر دارد.

فرضیه سوم: افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر دارد.

فرضیه چهارم: بین شدت بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین شدت کم ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق، از نوع تحقیقات توصیفی بوده و روش آن به صورت همبستگی می‌باشد و برای بررسی همبستگی بین متغیرها به روش پس رویدادی عمل خواهد شد. در ابتدا، آزمون توصیفی متغیرها که بیانگر شاخص‌های توصیفی می‌باشد، صورت گرفته است. آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون جارک- برا مورد بررسی قرار گرفت. سپس، آزمون‌های استنباطی نظیر آزمون همبستگی (ارتباط بین متغیرهای پژوهش)، آزمون ناهمسانی واریانس فرضیه‌های پژوهش، آزمون F لیمر (چاو) جهت تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها، آزمون هاسمن برای انتخاب روش اثرات ثابت و تصادفی بودن فرضیه‌ها، آزمون هم خطی (در استفاده از رگرسیون مشکل هم خطی وجود دارد یا نه)، و آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره جهت تأیید یا رد فرضیه‌های پژوهش انجام گرفت. برای محاسبه متغیرهای تحقیق از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده

۵-۳- متغیرهای تعدیل کننده

• محدودیت‌های مالی (FC)

در این پژوهش برای تعیین درجه محدودیت‌های مالی از شاخص کاپلان و زینگالس که توسط کنعانی امیری (۱۳۸۶) بومی‌سازی شده است، استفاده می‌شود.

$$KZ_{IR} = +2.85351 \frac{C_{it}}{A_{it-1}} - 0.2605 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + 4.11457 \frac{Div_{it}}{A_{it-1}} + 2.2205 \cdot Lev_{it}$$

در رابطه فوق؛

C_{it} : مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت i در سال t ؛

CF_{it} : جریان نقدی شرکت i در سال t که از مجموع سود عملیاتی و استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود قابل محاسبه است؛

A_{it-1} : دارایی‌های ابتدای شرکت i در سال t ؛

DIV_{it} : سود سهام نقدی پرداختی شرکت i در سال t که میزان سود سهام پرداختی به سهامداران عادی و ممتاز می‌باشد؛

lev_{it} : کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت i در سال t .

لازم به ذکر است که شرکت‌های با شاخص KZ بالاتر، محدودیت‌های مالی بیشتری را دارا می‌باشند.

• افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران (IHOR)

در این پژوهش برای اندازه‌گیری افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران از نسبت گردش سهام (SHTU) استفاده شده است که از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد (الزهرانی و رائو، ۲۰۱۴):

$$SHTU = \frac{\text{حجم سهام معامله شده}}{\text{تعداد سهام منتشره}}$$

حجم معاملات، تعداد سهام معامله شده در یک بازه زمانی است. حجم معاملات برای هر شرکت در بازه‌های زمانی یک‌ساله از بانک‌های اطلاعاتی استخراج شده است.

$v(\theta_{it}; \alpha_t)$: ارزش بنیادی شرکت i در سال t می‌باشد که ارزش بنیادی شرکت از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$\begin{aligned} \text{Ln}M_{it} = & \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \text{Ln}B_{it} + \alpha_{2jt} \text{Ln}(\text{NI})_{it} \\ & + \alpha_{3jt} \text{Ln}(\text{NI})_{it} \times D_{(\text{NI}_{it} < 0)} \\ & + \alpha_{4jt} \text{LEV}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

در رابطه فوق؛

$\text{Ln}B_{it}$: لگاریتم ارزش دفتری دارایی شرکت i در سال t

NI_{it} : سود خالص شرکت i در سال t

$D(\text{NI}_{it} < 0)$: یک متغیر مجازی است؛ در صورتی که شرکت i در سال t زیانده باشد (زیان رخ داده باشد)، مقدار آن برابر عدد یک و در غیر این صورت (سود ده بودن شرکت) مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود.

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

لازم به ذکر است که از مقادیر محاسبه شده قیمت‌گذاری نادرست سهام برای ارزیابی بیش ارزشیابی سهام و کم ارزشیابی سهام استفاده می‌شود. شیوه کار به این صورت است که شرکت‌های موردبررسی به دو گروه بیش ارزشیابی سهام و کم ارزشیابی سهام تفکیک می‌شوند؛ شرکت‌هایی که مقادیر قیمت‌گذاری نادرست سهام سال قبل آن‌ها بیشتر از عدد صفر باشد ($\text{MISP}_{it-1} > 0$)، شرکت‌های دارای بیش ارزشیابی سهام و شرکت‌هایی که مقادیر قیمت‌گذاری نادرست سهام سال قبل آن‌ها کمتر از عدد صفر باشد ($\text{MISP}_{it-1} < 0$)، شرکت‌های دارای کم ارزشیابی سهام در نظر گرفته می‌شوند.

۵-۲- متغیر وابسته

میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت (INVE)

در این پژوهش میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد (الزهرانی و رائو، ۲۰۱۴):

هزینه استهلاک دارایی‌ها + تفاوت دارایی نامشهود ابتدا و پایان سال + تفاوت دارایی ثابت ابتدا و پایان سال + تفاوت سرمایه‌گذاری بلندمدت ابتدا و پایان سال

یادآوری این نکته ضروری است که بالاتر بودن نسبت گردش سهام (SHTU)، نشانگر کوتاه‌تر بودن افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد.

◀ سودآوری شرکت (PROF)
سودآوری شرکت از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$PROF = \frac{\text{سود خالص}}{\text{متوسط دارایی‌ها}}$$

۵-۴- متغیرهای کنترل

◀ اندازه شرکت (SIZE)

در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (الزهرانی و راثو، ۲۰۱۴).

۶- یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

در جدول شماره یک؛ مقدار میانگین متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام (۰,۸۰۴) نشان می‌دهد که شرکت‌های قرارگرفته در نمونه پژوهش، از قیمت‌گذاری درست و صحیح سهام دوری جسته و این امر منجر به تشدید نگرانی شرکت‌های ایرانی در بازار سرمایه گردیده است.

◀ اهرم مالی (LEV)

اهرم مالی از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$LEV = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

◀ فرصت‌های رشد (Q)

فرصت‌های رشد از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$Q = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$$

مقدار میانگین متغیر میزان سرمایه‌گذاری شرکت (۰,۰۷۸) بیانگر آن است که در شرکت‌های موردبررسی، میزان سرمایه‌گذاری‌ها حدوداً ۸ درصد کل دارایی‌ها را شامل می‌شود.

مقادیر انحراف معیار متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می‌باشند.

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از طریق رابطه (تعداد سهام * قیمت سهام در پایان سال) به دست می‌آید.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

PROF	Q	LEV	SIZE	IHOR	FC	INVE	MISP	میانگین
0.152	1.527	0.575	13.88	0.019	1.957	0.078	0.804	میانگین
0.127	1.305	0.602	13.72	0.008	1.922	0.041	0.775	میانه
0.744	6.421	0.996	19.009	0.362	4.976	1.547	2.860	بیشینه
-0.234	0.499	0.012	9.949	0.00002	0.360	-0.291	0.002	کمینه
0.140	0.702	0.188	1.470	0.030	0.564	0.132	0.579	انحراف معیار
1.006	2.410	-0.462	0.803	4.107	0.982	4.162	0.637	چولگی
4.725	12.39	2.832	4.396	31.05	6.482	31.48	2.966	کشیدگی

چوله به راست است که از نظر قرینگی دارای تفاوت زیادی با توزیع نرمال است و برای متغیر مذکور، توزیع

با توجه به اینکه ضریب چولگی متغیرهای پژوهش غیر از اهرم مالی مثبت می‌باشند؛ بنابراین توزیع دارای

ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. آماره F، حاوی تحلیل واریانس رگرسیون به منظور بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. از آنجایی که مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد.

با توجه به سطح معناداری (۰,۰۳۶۱) و ضریب رگرسیون (۰,۴۸۸) ارائه شده برای متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام، می‌توان بیان کرد که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

با توجه به سطح معنی‌داری و ضرایب رگرسیون ارائه شده برای متغیرهای کنترل در فرضیه مذکور می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

دارای چوله به چپ است که از نظر فرینگی دارای تفاوت کمی با توزیع نرمال است.

مثبت بودن ضرایب کشیدگی حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند. با توجه به اینکه ضرایب کشیدگی تمامی متغیرها مثبت می‌باشند، می‌توان چنین اظهار نمود که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند.

• آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد. مدل فرضیه مذکور عبارت است از:

$$INVE = \beta_0 + \beta_1 MISP + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 Q + \beta_5 PROF + \epsilon_i$$

همان‌طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود؛

جدول ۲ - خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب β	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	α	5.991	4.955	0.0000
قیمت‌گذاری نادرست سهام	MISP	0.488	2.099	0.0361
اندازه شرکت	SIZE	-0.082	-1.050	0.2939
اهرم مالی	LEV	0.805	1.143	0.2531
فرصت‌های رشد	Q	-0.350	-1.914	0.0559
سودآوری شرکت	PROF	-0.749	-0.653	0.5133
آزمون دوربین - واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F	
1.875	0.024	3.772	0.002	

همان‌طور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود؛ ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد.

• آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم: محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر دارد.

مدل فرضیه مذکور عبارت است از:

$$INVE = \beta_0 + \beta_1 MISP + \beta_2 FC + \beta_3 MISP * FC + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 Q + \beta_7 PROF + \epsilon_i$$

با توجه به سطح معناداری (۰,۳۳۷۶) و ضریب رگرسیون (۰,۱۳۴-) ارائه‌شده برای تعامل قیمت‌گذاری نادرست سهام و محدودیت‌های مالی، می‌توان بیان کرد که محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر ندارد.

با توجه به سطح معنی‌داری و ضرایب رگرسیون ارائه‌شده برای متغیرهای کنترل در فرضیه مذکور می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

با توجه به سطح معناداری (۰,۰۳۴۲) و ضریب رگرسیون (۰,۷۵۴) ارائه‌شده برای متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام، می‌توان بیان کرد که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری (۰,۵۷۱۹) و ضریب رگرسیون (۰,۱۵۶-) ارائه‌شده برای متغیر محدودیت‌های مالی، می‌توان بیان کرد که بین محدودیت‌های مالی و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

جدول ۳- خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب β	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	α	5.688	4.643	0.0000
قیمت‌گذاری نادرست سهام	MISP	0.754	2.121	0.0342
محدودیت‌های مالی	FC	-0.156	-0.565	0.5719
تعامل قیمت‌گذاری نادرست سهام و محدودیت‌های مالی	MISP*FC	-0.134	-0.959	0.3376
اندازه شرکت	SIZE	-0.078	-0.994	0.3205
اهرم مالی	LEV	1.392	1.528	0.1267
فرصت‌های رشد	Q	-0.326	-1.776	0.0760
سودآوری شرکت	PROF	0.059	0.041	0.9666
آزمون دوربین-واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F	
1.874	0.026	2.974	0.004	

کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد.

با توجه به سطح معناداری (۰,۰۲۰۴) و ضریب رگرسیون (۰,۳۳۲) ارائه‌شده برای متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام، می‌توان بیان کرد که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

با توجه به سطح معناداری (۰,۸۲۹۱) و ضریب رگرسیون (۱,۲۶۹) ارائه‌شده برای متغیر افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران، می‌توان بیان کرد که بین

• آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم: افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر دارد.

مدل فرضیه مذکور عبارت است از:

$$INVE = \beta_0 + \beta_1 MISP + \beta_2 IHOR + \beta_3 MISP * IHOR + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 Q + \beta_7 PROF + \epsilon_i$$

همان‌طور که در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود؛

ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدود ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. مقدار احتمال مدل

با توجه به سطح معنی‌داری و ضرایب رگرسیون ارائه شده برای متغیرهای کنترل در فرضیه مذکور می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری شرکت با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد و بین فرصت‌های رشد و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط منفی و معنادار وجود دارد.

افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد. با توجه به سطح معناداری (۰,۲۱۴۰) و ضریب رگرسیون (-۰,۷۸۲) ارائه شده برای تعامل قیمت‌گذاری نادرست سهام و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران، می‌توان بیان کرد که افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر ندارد.

جدول ۴- خلاصه نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب β	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	α	5.767	4.652	0.0000
قیمت‌گذاری نادرست سهام	MISP	0.332	1.270	0.0204
افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران	IHOR	1.269	0.215	0.8291
تعامل قیمت‌گذاری نادرست سهام و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران	MISP*IHOR	-0.782	-1.243	0.2140
اندازه شرکت	SIZE	-0.068	-0.868	0.3854
اهرم مالی	LEV	0.724	1.010	0.3124
فرصت‌های رشد	Q	-0.374	-2.010	0.0447
سودآوری شرکت	PROF	-0.411	-0.353	0.7239
آزمون دوربین-واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F	
1.877	0.030	3.347	0.001	

با توجه به سطح معناداری (۰,۱۱۷۳) و ضریب رگرسیون (۰/۴۳۴) ارائه شده برای متغیر بیش ارزشیابی سهام، می‌توان بیان کرد که بین شدت بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

با توجه به سطح معنی‌داری و ضرایب رگرسیون ارائه شده برای متغیرهای کنترل در فرضیه مذکور می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط منفی و معنادار وجود دارد و بین اهرم مالی، فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

• آزمون فرضیه چهارم پژوهش

فرضیه چهارم: بین شدت بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد. مدل فرضیه مذکور عبارت است از:

$$INVE = \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUED + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 Q + \beta_5 PROF + \epsilon_i$$

همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود؛

ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجه است. مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد.

جدول ۵- خلاصه نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب β	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	A	9.138	7.646	0.0000
بیش ارزشیابی سهام	OVER_VALUED	0.434	1.568	0.1173
اندازه شرکت	SIZE	-0.294	-3.679	0.0003
اهرم مالی	LEV	0.565	0.784	0.4332
فرصت‌های رشد	Q	-0.002	-0.712	0.4766
سودآوری شرکت	PROF	-1.504	-1.512	0.1309
آزمون دوربین - واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F	
1.798	0.039	5.169	0.0001	

با توجه به سطح معناداری (۰,۶۲۷۴) و ضریب رگرسیون (۰,۰۳۷-) ارائه‌شده برای متغیر کم ارزشیابی سهام، می‌توان بیان کرد که بین شدت کم ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

با توجه به سطح معنی‌داری و ضرایب رگرسیون ارائه‌شده برای متغیرهای کنترل در فرضیه مذکور می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری شرکت با میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد و بین فرصت‌های رشد و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط منفی و معنادار وجود دارد.

• آزمون فرضیه پنجم پژوهش

فرضیه پنجم: بین شدت کم ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود دارد. مدل فرضیه مذکور عبارت است از:

$$INVE = \beta_0 + \beta_1 UNDER_VALUED + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 Q + \beta_5 PROF + e_i$$

همان‌طور که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود؛

ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد.

جدول ۶- خلاصه نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب β	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	α	1.024	4.345	0.0000
کم ارزشیابی سهام	UNDER_VALUED	-0.037	-0.486	0.6274
اندازه شرکت	SIZE	-0.017	-1.164	0.2462
اهرم مالی	LEV	0.028	0.156	0.8756
فرصت‌های رشد	Q	-0.248	-2.902	0.0043
سودآوری شرکت	PROF	0.179	0.490	0.6243
آزمون دوربین - واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F	
1.703	0.083	2.446	0.037	

۷- نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به نتایج حاصله از تحلیل فرضیه‌های پژوهش، در حالت کلی می‌توان این‌گونه بیان نمود که؛ بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری نادرست سهام موجب تشدید میزان سرمایه‌گذاری در محیط شرکت‌های ایرانی می‌گردد؛ یعنی هرچه قیمت سهام درست و مناسب ارزش‌گذاری نشود، میزان سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند. پولک (۲۰۰۹) این‌چنین بیان می‌کند، قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه برای مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است که می‌تواند رفتارها و اقدامات عملیاتی آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را می‌توان بر مبنای تئوری پذیرای تفسیر نمود. بر مبنای تئوری پذیرای می‌توان بیان نمود که قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای تأثیر مستقیمی بر روی میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد و مدیران شرکت‌ها از طریق سرمایه‌گذاری، از قیمت‌گذاری نادرست سهام پذیرایی می‌کنند (پولک و همکاران، ۲۰۰۹)؛ بنابراین پیامدهای قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار سرمایه ایران، فزونی میزان سرمایه‌گذاری شرکت را در پی داشته و در نتیجه سیاست بهینه سرمایه‌گذاری را از جانب شرکت‌ها مختل کرده است. به عبارت دیگر در مواقعی که سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دچار بیش ارزشیابی می‌گردد، مدیران شرکت‌ها به منظور حفظ و جلوگیری از سقوط قیمت سهام که تأثیری منفی بر روی حرفه و پاداش آن‌ها می‌گذارد، تمایل به افزایش سرمایه‌گذاری دارند. همچنین، در مواقعی که شرکت‌ها در بازار سرمایه دچار کم ارزشیابی می‌شوند، مدیران به منظور جلوگیری از تشدید این قیمت‌گذاری، برای کاهش سرمایه‌گذاری‌های شرکت کوشش می‌نمایند، زیرا در این مواقع، اعلان افزایش سرمایه‌گذاری شرکت، واکنشی منفی از سوی سرمایه‌گذاران شرکت را در پی خواهد داشت. از پژوهش حاضر انتظار می‌رفت که بین

قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط معنا داری وجود دارد چرا که طبق پژوهش‌های گذشته مدیران از قیمت‌گذاری نادرست سهام به نفع منافع خود پذیرایی می‌کنند، با بررسی فرضیه پژوهش فوق مشخص گردید که نتایج پژوهش با اهداف آن سازگار است.

نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق پاکیزه و بشیری جویباری (۱۳۹۲) و الزارانی و راثو (۲۰۱۴) سازگاری دارد.

محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر ندارد.

طبق مبانی نظری پژوهش انتظار می‌رود ارتباط قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت مالی قویتر می‌باشد؛ یعنی هرچه قیمت‌گذاری نادرست سهام بالاتر رود، اهمیت میزان سرمایه‌گذاری بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد که این مورد در شرکت‌هایی که از محدودیت‌های مالی برخوردارند، حساس‌تر می‌شود. طبق نتایج پژوهش، میزان سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام حتی در شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، قرار نمی‌گیرد که این مطلب با مبانی نظری پژوهش سنخیت ندارد؛ بنابراین نتایج حاصله حاکی از آن است که نتایج پژوهش با اهداف آن ناسازگار می‌باشد چراکه در بازار سرمایه ایران، قیمت‌گذاری نادرست سهام را نمی‌توان به عنوان محرکی برای میزان سرمایه‌گذاری حتی با مداخله محدودیت‌های مالی ذکر نمود که این موضوع به شرایط حاکم در بازار سرمایه ایران برمی‌گردد و چنین به نظر می‌رسد در محیط شرکت‌های ایرانی از جانب سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر ذینفعان شرکت‌ها نسبت به نقش محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری مانوری صورت نمی‌گیرد تا میزان سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد.

در پایان خاطر نشان می‌گردد با توجه به بررسی‌های انجام‌یافته می‌توان چنین بیان نمود که در اقتصاد ایران، بازار بیشتر از جو روانی حاکم، بهره‌جسته و عوامل روانی بیشترین تأثیر را در میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

فهرست منابع

- * پاکیزه، کامران. بشیری جویباری، مهدی. (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره ۳.
- * حبیبی، حسین. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اطمینان مدیران به سودآوری آتی بر سطح سرمایه‌گذاری با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- * صنعتکار، رضا. جبارزاده کنگرلوئی، سعید. (۱۳۹۰)، بررسی مقایسه‌ای تأثیر محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- * کنعانی امیری، منصور. (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین محدودیت مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران، دوماهنامه علمی - پژوهشی دانشور رفتار، سال چهاردهم، شماره ۲۶.
- * Alzahrani, Mohammed. Rao, Ramesh P. (2014), Managerial Behavior and the Link between Stock Mispricing and Corporate Investments: Evidence from Market-to-Book Ratio Decomposition. The Financial Review 49, pp 89-116.
- * Christopher, Polk. Paola, Sapienza. (2009), The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. The Review of Financial Studies / Vol 22, N 1, pp 187-217.
- * Darckan, Bana. (2004), The investigation of relation variables IPO Pricing. Accounting and Finance Review, Vol. 5, No. 2, pp 38-53.

افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر ندارد.

از پژوهش حاضر انتظار می‌رفت که افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر دارد چراکه طبق مبانی نظری سایر پژوهش‌های انجام‌یافته در این زمینه انتظار می‌رود مدیران و سهامداران نسبت به افق زمانی سرمایه‌گذاری تأکید ویژه‌ای داشته باشند ولیکن در نتایج حاصل شده، افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران به عنوان متغیر مداخله‌گر هیچ تأثیری بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ندارد. زیرا در بازار سرمایه ایران ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت متوجه نقش افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران نمی‌شود که دلیل این امر می‌تواند ناشی از بی‌توجهی سهامداران و مدیران شرکت‌ها نسبت به نقش افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران در این ارتباط باشد.

بین شدت کم ارزشیابی و بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط وجود ندارد. زمانی که داده‌های قیمت‌گذاری نادرست سهام را به دو گروه بیش ارزشیابی و کم ارزشیابی سهام تقسیم نمودیم و تأثیر شدت آن‌ها را به صورت مجزا بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها سنجیدیم به این نتیجه رسیدیم که ارتباطی بین پدیده‌های فوق‌به‌صورت مجزا با سرمایه‌گذاری شرکت مشاهده نگردید. که نتایج حاصل از فرضیه‌های فوق با اهداف آن سازگاری ندارد زیرا انتظار می‌رفت طبق نتایج پژوهش انجام‌گرفته توسط الزهرانی و راثو زمانی که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد بنابراین بین شدت کم ارزشیابی و بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت نیز ارتباط معناداری وجود داشته باشد.

- * Jensen, m., (2005), agency cost of overvalued equity, journal of financial management, vol. 34, pp. 5-19
- * Myers, S. C. Majluf, N. S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics 13, pp 187-221.
- * Shafir, E. & Thaler, R. (2006). "Invest now, Drink later, spend never: on the mental accounting of delayed consumption", journal of economic psychology. Article in press.
- * Rhodes-Kropf, M. Robinson, D. T. Viswanathan, S. (2005), Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, Journal of Financial Economics 77, pp 561-603.
- * Trinugroho, I. Rinofah, R. (2011), The effect of mispricing on investment of Indonesian firms: Do Financial Constraints Matter? Middle Eastern Finance and Economics; Issue 9, pp 1450-2889.

یادداشت‌ها

- ¹. Stock Price
- ². Stock Mispricing
- ³. Investment
- ⁴. Darcan
- ⁵. Alzahrani & Rao
- ⁶. Myers & Majluf
- ⁷. Shiffer & Taler
- ⁸. Rhodes-Kropf et al
- ⁹. Alzahrani & Rao