

## تأثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر کامران پاکیزه<sup>۱</sup> مهدی بشیری جویباری<sup>۲\*</sup>

۱- استادیار گروه مهندسی مالی، دانشگاه علوم اقتصادی

Kamran.pakizeh@ues.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه علوم اقتصادی

Bashiri.mehdi@yahoo.com

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. ارزشیابی نادرست به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن قیمت سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، با ارزش ذاتی آن متفاوت می‌گردد. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت تولیدی برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ است. داده‌های پانل این پژوهش بر اساس روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) با اثرهای ثابت تجزیه و تحلیل شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عامل غیر بنیادی قیمت سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، تأثیری مثبت و معنادار بر روی میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که ارزش بازار سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه تهران، اطلاعاتی را برای مدیران شرکت‌ها در ارتباط با تصمیمات سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. مدیران، قیمت‌های بالاتر سهام شرکت‌ها را به عنوان علامت‌هایی از انتظارات مثبت سرمایه‌گذاران شرکت‌ها نسبت به تصمیمات سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند.

**واژه‌های کلیدی:** ارزشیابی نادرست، کیو تو بین، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تئوری پذیرایی، ارزش ذاتی شرکت‌ها

**مقدمه**

ارزش بازار سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه را می‌توان به بخش‌های کوچکتری تقسیم کرد که بر اساس آن بخش ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه را به عنوان محرکی از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تفسیر نمود. در نظر گرفتن بخش ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه به عنوان محرک جدیدی از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، جنبه جدیدی از مطالعات در حوزه ادبیات مالی است. با توجه به اهمیت تاثیر سرمایه‌گذاری بر روی ارزش آتی شرکت‌ها و نوسان‌های شدید قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، وجود پژوهشی در زمینه بررسی تاثیر ارزشیابی نادرست روی رفتارهای واقعی شرکت‌ها می‌تواند به درک بهتر رفتارهای مدیریتی شرکت‌ها و عامل انگیزشی برای تغییر نحوه قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در بازارهای مالی منجر گردد.

**مبانی نظری پژوهش**

ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه به عنوان پدیده‌ای تلقی می‌گردد که از نقصان‌های بازار سرمایه نشات می‌گیرد. اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعاتی از مصادیق عمده بازار ناقص است که از عوامل اساسی ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه است. قیمت سهام شرکت‌ها، جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار را مبتنی بر اطلاعات موجود و آشکار منعکس می‌کند. پنهان کردن یا عدم افشای اطلاعات مهم درباره جنبه‌های آینده شرکت، به ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر می‌گردد [۱۴]. 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 رخداد نظام‌مند

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عنوان مولد جریان‌های نقدی، نقش بسزایی در عملکرد بلندمدت، ارزش آتی شرکت‌ها و همچنین توسعه کشورها دارد. از این رو، شناخت محرک‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. در این پژوهش پیامدهای ناشی از انحراف قیمت سهام از عوامل بنیادین آن در بازار سرمایه بر روی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی می‌شود. انحراف قیمت سهام شرکت‌ها از عوامل بنیادی آن به پدیده ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر می‌گردد. اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup> و عدم تقارن اطلاعاتی، از مصادیق عمده بازار ناقص است که از عوامل اساسی بروز ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه است [۱۸].

ارزش بازار سرمایه به عنوان محرکی از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تاکنون بر مبنای چارچوب مفهومی کیو توین تجزیه و تحلیل شده است [۲۱]. فرض اساسی کیو توین برابری ارزش بازار با ارزش ذاتی شرکت‌هاست که بر اساس آن ارزش بازار سرمایه به عنوان معیاری از فرصت‌های رشد، با سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها در ارتباط بود، اما زمانی که بازار ناکارا است، میزان انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی شرکت‌ها به خطاهای تصادفی و ابهام در خصوص ارتباط بین ارزشیابی بازار و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر می‌گردد، که در نتیجه این امر به تشریح ضعیف کیو توین از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر می‌شود. بنابراین، نقش ارزشیابی نادرست نیز می‌تواند به عنوان عاملی مهم در تشریح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تجزیه و تحلیل شود [۷]. بدین صورت که

1. investor's behavior effect

دارای محتوای اطلاعاتی با ارزشی است که توسط آنها درباره سود های آتی به بازار ارائه می‌گردد. همچنین، در مواقعی که شرکت‌ها در بازار سرمایه ارزشیابی کمتر از واقع می‌شوند، مدیران به منظور جلوگیری از تشدید این ارزشیابی، برای کاهش مخارج سرمایه‌ای شرکت کوشش می‌نمایند، زیرا در این مواقع، اعلان افزایش سرمایه گذاری شرکت، واکنشی منفی از سوی سرمایه گذاران شرکت را در پی خواهد داشت [۱۹].

ارتباط بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نیز می‌توان بر مبنای تئوری زمان‌بندی<sup>۳</sup> بازار تفسیر نمود. بر مبنای این تئوری ساختار سرمایه شرکت‌ها، پیامد انباشته تلاش‌های گذشته زمان‌بندی بازار سهام است. بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار شرکت‌ها زمان انتشار سهام خود در بازار را بر اساس قیمت سهام در بازار تعیین می‌کنند [۸].

تشریح ارتباط بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر مبنای تئوری زمان‌بندی بازار، بدین صورت است که ارزشیابی نادرست به صورت غیرمستقیم از طریق ساختار سرمایه بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد. ارزشیابی نادرست به تفاوت در هزینه تامین مالی خارجی شرکت‌ها منجر می‌گردد. با توجه به نگرانی‌های مدیران نسبت به هزینه‌های تامین مالی خارجی شرکت، انگیزه آنها برای تامین مالی از طریق انتشار سهام در مواقعی که قیمت سهام شرکت‌ها بالاتر از ارزش ذاتی است، افزایش می‌یابد. از این رو، تامین مالی به صرفه تر شرکت‌ها در مواقع ارزشیابی بیش از واقع، به ایجاد فرصت‌هایی برای افزایش سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها در پروژه‌هایی با خالص ارزش مثبت و حتی پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش منفی منجر می‌گردد [۹].

خطای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران متمرکز است و به مطالعه اینکه چگونه سرمایه‌گذاران و مدیران در قضاوت های خود دچار خطای نظام مند و ذهنی می‌شوند، می‌پردازد [۱۷]. مصادیق مالی رفتاری که از آن با عنوان ناهنجاری های بازار یاد می‌شود، بیان کننده عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می‌گردد [۲۰].

ارزشیابی شرکت‌ها در بازار سرمایه برای مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است که می‌تواند رفتارها و اقدامات عملیاتی آنها را تحت تاثیر قرار دهد. با توجه به وجود مجراهای متعدد در خصوص ارتباط بین ارزش بازار سرمایه شرکت‌ها و تصمیم‌های واقعی آنها، درک این رابطه تا اندازه‌ای پیچیده شده است. ارتباط بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها را می‌توان بر مبنای تئوری پذیرایی<sup>۱</sup> تفسیر نمود. بر مبنای تئوری پذیرایی استدلال می‌شود که ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای تاثیر مستقیمی بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست و مدیران شرکت‌ها از طریق سرمایه‌گذاری، از ارزشیابی نادرست بازار پذیرایی می‌کنند. به عبارتی، مدیران از انتظارات سهامداران<sup>۲</sup> خود نسبت به شرکت پذیرایی می‌نمایند که این امر در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت انعکاس پیدا می‌کند. بدین صورت، در مواقعی که سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ارزشیابی بیش از واقع می‌شود، مدیران شرکت‌ها به منظور حفظ و جلوگیری از سقوط قیمت سهام که تاثیری منفی بر روی حرفه و پاداش آنها می‌گذارد، تمایل به افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارند. افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها

۱. Catering Theory؛ این اصطلاح برگرفته از مقاله نظریه مدیریت سود

دکتر تقفی و پوریانسان است. [۳]

آماري پژوهش آنها شرکت‌های بورسي کشور استرالیا، دوره زمانی پژوهش از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ است و تعداد ۴۲۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش تجزیه و تحلیل شدند. نتایج پژوهش رابطه مثبت بین میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و ارزشیابی نادرست در بازار سرمایه را تایید می‌کند و بر این اساس پیشنهاد می‌دهد که ارزشیابی بیش از واقع (کمتر از واقع) به سرمایه‌گذاری بیش از حد (سرمایه‌گذاری کمتر از واقع) منجر می‌گردد. همچنین، نتایج آنها نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به ارزشیابی نادرست برای شرکت‌های سرمایه‌ای بیشتر از شرکت‌های غیر سرمایه‌ای است که مطابق با تئوری زمان‌بندی بازار است [۱۱].

پولک و سپینزا (۲۰۰۹) بر اساس داده‌های موجود در پایگاه داده CRSP<sup>۵</sup> به تشریح تاثیر ارزشیابی نادرست روی میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها، حاکی از رابطه مثبت قوی و معناداری بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست که این همبستگی مثبت، نشان از این واقعیت دارد که شرکت‌ها در مواقعی که در بازار سرمایه ارزشیابی بیش از واقع می‌شوند، سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند و به طور مشابه در مواقعی که دچار ارزشیابی کمتر از واقع می‌شوند، از پذیرش فرصت‌های سرمایه‌گذاری خودداری می‌نمایند [۱۹].

رینوفا و ترینگاهو<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) بر اساس نمونه‌ای از ۱۴۲ شرکت بورسي کشور مالزی طی دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷، نقش ارزشیابی نادرست را بر روی رفتار سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها بررسی کردند. آنها همچنین نقش سطح محدودیت مالی را در ارتباط بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت-

جسن<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) استدلال می‌نماید که ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌تواند به مشکلات نمایندگی<sup>۲</sup> برای شرکت‌ها منجر گردد، به طوری که مدیران شرکت‌ها زمانی که در بازار سرمایه ارزشیابی بیش از واقع می‌شوند، به منظور 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 شرکت بیشتر در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی است. مدیران شرکت‌ها به دلیل موقعیت‌های شغلی، پاداش خود و ترس از اخراج، مخالف قیمت‌های پایین سهام شرکت‌ها هستند. از این رو، آنها تمایل به حفظ قیمت‌های حبابی شرکت‌ها در بازار سرمایه دارند [۱۸].

### پیشینه پژوهش

الزهرانی<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) تاثیر ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسي ایالات متحده طی دوره زمانی ۱۹۷۱ تا ۲۰۰۴ سنجید. او نقش بازار سرمایه را در تعیین و تنظیم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر مبنای اطلاعات بنیادی (فرصت رشد شرکت) و اطلاعات غیر بنیادی (ارزشیابی نادرست) تفسیر نمود. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که هر دو اجزای بنیادی (فرصت رشد) و غیر بنیادی (ارزشیابی نادرست) ارزش بازار، به طور معناداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثرند [۷].

چنگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر ارزشیابی نادرست بازار از شرکت‌ها روی تصمیمات سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌ها پرداختند. جامعه

1. Jensen  
2. agency problem  
3. Alzahrani  
4. Chang and et al

5. Center for Research in Security Prices  
6. Rinofah And Trinugroho

منفی بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه نقد و حساسیت ذخیره وجه نقد نسبت به جریان وجه نقد دارد [۱۲].

دونگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به ارزشیابی نادرست با استفاده از رویکرد تجزیه نسبت کیو توین پرداخت. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۸ است. همچنین، نمونه آماری پژوهش شامل ۲۸۵۷ شرکت و تعداد مشاهدات برای تجزیه و تحلیل ۱۹۹۰ سال - شرکت است. نتایج پژوهش رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اجزای ارزشیابی نادرست در هر دو سطح شرکت و صنایع بعد از کنترل متغیرهای فرصت‌های رشد شرکت، اهرم مالی و جریان‌های نقدی شرکت نشان می‌دهد [۱۶].

کامپلو و گراهام (۲۰۱۳) تاثیر حباب‌های قیمتی سهام را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های ایالات متحده بررسی کردند. تعداد نمونه مورد بررسی آنها ۱۹۴۳ شرکت و دوره زمانی پژوهش آنها طی سال‌های ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۳ است. در پژوهش آنها شرکت‌ها بر مبنای نسبت‌های تقسیم سود، اندازه و نسبت بدهی؛ به دو گروه دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی تقسیم شدند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد که ارزشیابی نادرست تاثیر مثبت و معناداری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری برای هر دو گروه از شرکت‌ها دارد، اما این تاثیر برای شرکت‌های دچار محدودیت‌های مالی، قوی‌تر است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین قیمت‌های حبابی و نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های دچار محدودیت مالی وجود دارد و

ها آزمون نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که ارزشیابی نادرست بازار تاثیری مثبت بر روی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد، اما این تاثیر به مقدار ناچیز و بی‌اهمیت بین شرکت‌های با محدودیت مالی بالا و شرکت‌های بدون محدودیت مالی متفاوت است (نقش تئوری زمان بندی بازار). علاوه بر این، نتایج حاصل از بررسی ارزشیابی نادرست روی ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که ارزشیابی نادرست تاثیری منفی بر روی اهرم مالی دارد [۲۲].

چنگ و همکاران (۲۰۱۱) تاثیر ارزشیابی نادرست بازار را به طور مستقیم بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و ذخیره وجه نقد شرکت‌ها و نیز تاثیر 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 آنها شامل موارد زیر است:

۱. تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین 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 تامین مالی خارجی و افزایش ذخیره وجه نقد شرکت‌ها منجر می‌گردد.

۲. جریان وجه نقد داخلی شرکت‌ها تاثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری، ذخیره وجه نقد شرکت‌ها و تاثیر منفی بر تامین مالی خارجی شرکت‌ها دارد. به عبارتی، حساسیت سرمایه‌گذاری و ذخیره وجه نقد شرکت‌ها نسبت به جریان وجه نقد مثبت است.

۳. ارزشیابی نادرست بازار از شرکت‌ها، تاثیری

مدیریت سودهای افزایشی در آینده، بودند. از طریق جمع آوری داده‌های مالی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ مربوط به ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران، دریافتند که بیش ارزشیابی سهام با مدیریت سودهای افزایشی دوره‌های بعد، رابطه مثبت و معناداری دارد. در واقع، در شرکت‌های مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار، هنگامی که سهام توسط بازار بیش ارزشیابی می‌گردد، مدیریت شرکت‌ها به منظور دستیابی به منافع زیاد بودن قیمت سهام با دستکاری تعهدات اختیاری به حمایت از خطاهای ارزشیابی، تمایل دارند [۶].

بادآور نهنندی و درخور (۱۳۹۲) رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری را بررسی کردند. نمونه مورد بررسی آنها ۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بودند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که وجه نقد برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. آنها همچنین رابطه مستقیم بین وجه نقد با میزان سرمایه گذاری شرکت را تایید نمودند [۱].

### فرضیه پژوهش

هدف از پژوهش حاضر، بررسی تاثیر ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه بر تصمیم‌های سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به عبارتی، در این پژوهش به دنبال پاسخ این سؤال هستیم که آیا عامل غیر بنیادی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را تحت تاثیر قرار دهد؟

نتایج حاصل از بررسی تاثیر قیمت‌های حسابی بر روی انتشار سهام توسط شرکت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های دچار محدودیت مالی در واکنش به قیمت‌های حسابی (اجزای غیر بنیادی قیمت سهام) سهام بیشتری منتشر می‌نمایند [۱۰].

کریمی و همکاران (۱۳۸۹) تاثیر اهرم مالی و فرصت‌های رشد را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سنجیدند. تعداد نمونه مورد بررسی، ۱۰۴ شرکت و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ است. نتایج حاصل از پژوهش رابطه منفی و معنادار بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نشان می‌دهد؛ بدین صورت که شرکت‌هایی با نسبت بدهی بالاتر، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند. همچنین، آنها هیچ‌گونه رابطه معناداری بین فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پیدا نکردند [۵].

دستگیر و همکاران (۱۳۹۱) تاثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت را بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نمونه مورد بررسی پژوهش ۱۰۴ شرکت در طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین جریان وجوه نقد عملیاتی و تصمیم سرمایه‌گذاری در دارایی سرمایه‌ای وجود دارد که این رابطه در شرکت‌های کوچک بیشتر است. همچنین، با افزایش اندازه شرکت تحصیل دارایی‌های سرمایه‌ای کاهش می‌یابد [۴].

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۱) اثر بیش ارزشیابی سهام را بر روی مدیریت سود شرکت‌ها سنجیدند. آنها در پژوهش خود به دنبال فراهم نمودن شواهدی در ارتباط با نقش بیش ارزشیابی سهام روی

می‌گردد. از نوع هدف، جزو پژوهش‌های کاربردی و بر اساس ماهیت، جزو پژوهش‌ها رگرسیونی با همبستگی چند متغیره است. همچنین، پژوهش حاضر به روش استقرایی (از جزء به کل) است، زیرا در این پژوهش با استفاده از یک سری مشاهدات که نمونه‌ای از کل جامعه هستند، یک مدل برای کل جامعه به دست آورده ایم.

### جامعه و نمونه آماری؛ دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ به علت متفاوت بودن افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری آنها) از جامعه آماری پژوهش حذف شده‌اند. با توجه به تعدیلات زیر نمونه آماری پژوهش مشخص می‌گردد:

۱. قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲. به لحاظ افزایش مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳. طی سال‌های مورد بررسی، تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند.

با اعمال محدودیت‌های فوق، نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت و دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ است.

### مدل آزمون فرضیه پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از مدلی رگرسیونی و مطابق با پژوهش‌ها ترینگ‌ها و رینوفا (۲۰۱۱) و چنگ و همکاران (۲۰۱۱) استفاده می‌گردد:

مدل شماره ۱

$$\ln v_{i,t} = a_0 + a_1 Cf_{i,t} + a_2 MP_{i,t-1} + a_3 Lev_{i,t}$$

انتظار می‌رود که عامل غیر بنیادی قیمت سهام شرکت‌ها دارای تاثیر مستقیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. در مواقعی که قیمت سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ارزشیابی بیش از واقع می‌شود (عامل غیر بنیادی قیمت سهام مثبت است)، مدیران شرکت‌ها به منظور حفظ و جلوگیری از سقوط قیمت سهام که تاثیری منفی بر روی حرفه و پاداش آنها می‌گذارد، تمایل به افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارند. افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارای محتوای اطلاعاتی با ارزشی است که توسط آنها درباره سود های آتی شرکت به بازار ارائه می‌گردد، اما در مواقعی که شرکت‌ها در بازار ارزشیابی کمتر از واقع هستند (عامل غیر بنیادی قیمت سهام منفی است)، مدیران به منظور جلوگیری از تشدید این ارزشیابی، تمایل به کاهش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارند، به دلیل آنکه با اعلان افزایش سرمایه‌گذاری شرکت، واکنشی منفی از سوی سرمایه‌گذاران شرکت رخ می‌دهد [۱۹] و [۲۲].

به منظور یافتن پاسخی برای سؤال فوق و بر اساس مبانی نظری مطرح شده، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

«بین عامل غیر بنیادی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.»

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع روش در حوزه پژوهش‌ها اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد و با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است، در گروه پژوهش‌های شبه آزمایشی طبقه‌بندی

پس از پیش بینی مدل بالا، ارزشیابی نادرست شرکت‌ها بر اساس تفاوت بین ارزش بازار ( $Mb_{act}$ ) با ارزش برآوردی از ارزش واقعی شرکت ( $Mb_{pre}$ ) محاسبه می‌گردد [۲۲].

**Lev:** اهرم مالی شرکت که به صورت نسبت کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌هاست. انتظار می‌رود با افزایش نسبت بدهی شرکت و اعمال محدودیت‌های بیشتر از سوی اعتباردهندگان، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش یابد. از این رو، رابطه منفی بین اهرم مالی و میزان سرمایه‌گذاری شرکت پیش‌بینی می‌شود [۵] و [۲۲].

**Size:** اندازه شرکت که به صورت لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه می‌گردد. انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگتر به علت عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تر و میزان دسترسی بیشتر به منابع تأمین مالی خارجی، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام دهند [۲۱].

**Sg:** رشد فروش شرکت است که از تفاوت فروش دوره جاری با دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل به دست می‌آید و انتظار می‌رود تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد [۲۲].

**Cash:** مانده وجه نقد شرکت‌هاست که به صورت تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای سال محاسبه می‌شود. این معیار بیانگر میزان نقدینگی دارایی‌های شرکت است و می‌تواند تأثیر مثبتی بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد [۱] [۱۱] و [۲۲].

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

از آنجا که پژوهش حاضر درصدد بررسی رابطه متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های متعدد در بورس اوراق و بهادار در طی یک دوره زمانی است، بنابراین،

$a_4 Size_{i,t} + a_5 Sg_{i,t} + a_6 Cash_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$   
علائم اختصاری مدل شماره ۱ به صورت زیر هستند:

**inv:** مخارج سرمایه‌ای شرکت است که به صورت نسبت جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای سال محاسبه می‌گردد.

**CF:** جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت است. برای سرمایه‌گذاری شرکت وجه نقد فراوانی مورد نیاز است که عموماً برای تأمین آن از طریق «وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی» و «وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی» استفاده می‌گردد. متغیر جریان‌های نقدی عملیاتی به عنوان متغیر کنترلی برای سرمایه‌گذاری شرکت است [۴] و [۱۱].

**MP:** متغیر ارزشیابی نادرست شرکت است که بر اساس تفاوت بین ارزش بازار با ارزش واقعی شرکت محاسبه می‌گردد. ارزش بازار شرکت‌ها باید انعکاسی از فاکتورهای ذاتی شرکت‌ها در بازار سرمایه باشد، اما به علت وجود برخی از عوامل غیرذاتی این ارزش ممکن است از ارزش واقعی شرکت‌ها، متفاوت گردد. رینافو و ترینگائو (۲۰۱۱) بر اساس مدلی از عوامل ذاتی شرکت‌ها در بازار سرمایه، ارزش واقعی شرکت را پیش‌بینی نمودند. بر اساس مدل آنها، ارزش واقعی شرکت بر اساس عوامل ذاتی، همچون: سود هر سهم شرکت (EPS)، نسبت قیمت به سود هر سهم (PER)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده دارایی‌های شرکت (ROA)، سود تقسیمی هر سهم شرکت (DPR)، نسبت قیمت به فروش سهام (PS) و نسبت قیمت به جریان نقد آزاد (PFCF) شرکت پیش‌بینی می‌گردد:

مدل شماره ۲

$$Mb_{pre} = a_0 + \beta_1 EPS_{t-1} + \beta_2 PER_{t-1} + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 DPR_{t-1} + \beta_6 PS_{t-1} + \beta_7 PFCF_{t-1} + \epsilon_{i,t}$$



آزمون فرضیه‌های پژوهش با توجه به استفاده از مدل-های رگرسیونی چند متغیره، ابتدا پیش فرض‌های اجرای مدل رگرسیونی بررسی و سپس مدل رگرسیونی مناسبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش برآزش می‌گردد [۲].

### یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۱ آماره توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است، که نمایی از شاخص‌های مرکزی و پراکندگی برای تمامی متغیرهای پژوهش است.

داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی<sup>۱</sup> است. برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص الگوی مناسب برای مدل پژوهش از آزمون چاو<sup>۲</sup> استفاده می‌گردد. در صورتی که نتایج آزمون چاو، مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی شود، آنگاه برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرهای ثابت<sup>۳</sup> (FEM) یا اثرهای تصادفی<sup>۴</sup> (REM) استفاده می‌شود، که برای انتخاب یکی از این دو مدل باید آزمون هاسمن اجرا شود. پس از تعیین الگوی مناسب برای مدل پژوهش، به منظور

---

1 . Pool data  
2 . Chow test  
3 . Fixed Effects Model  
4 . Random Effects Model

**جدول شماره (۱) - آمار توصیفی**

| نام متغیر               | علائم اختصاری | مینیم  | ماکزیمم | میانگین | انحراف معیار | واریانس |
|-------------------------|---------------|--------|---------|---------|--------------|---------|
| سرمایه گذاری شرکت       | inv           | -۰/۱۷  | ۲/۲۱    | ۰/۰۸۷   | ۰/۱۴         | ۰/۰۲۱   |
| جریان های نقدی عملیاتی  | Cf            | -۰/۶۸  | ۲/۲۰    | ۰/۱۶    | ۰/۱۸         | ۰/۰۳۶   |
| ارزشیابی نادرست         | Mp            | ۱۰/۳۰  | ۴۸/۷۶   | ۰/۴۷    | ۴/۸۵         | ۲۳/۵۵   |
| اهرم مالی               | Lev           | ۰/۰۹   | ۰/۹۹    | ۰/۶۰    | ۰/۱۷         | ۰/۰۳۲   |
| اندازه شرکت             | Size          | ۱۰/۱۱  | ۱۳/۶۱   | ۱۱/۱۷   | ۲/۲۴         | ۵/۰۴    |
| رشد فروش                | Sg            | -۱/۰۰  | ۹/۴۷    | ۰/۲۱    | ۰/۴۳         | ۰/۱۸    |
| مانده وجه نقد           | Cash          | ۰/۱۸   | ۰/۶۹    | ۰/۴۰    | ۰/۰۵۹        | ۰/۰۰۴   |
| قیمت به ارزش دفتری سهام | Mb            | ۰/۳۵   | ۵۶/۰۲   | ۴/۰     | ۵/۸۵         | ۳۴/۲    |
| سود هر سهم              | EPS           | -۳۹/۲۴ | ۸۹۴۱/۵  | ۱۰۸۴/۴  | ۱۰۶۸         | ۱۱۴۱۴۵۲ |
| قیمت به سود هر سهم      | PE            | -۵۸/۵۹ | ۵۹۸/۳   | ۸/۱۴    | ۲۰/۶۳        | ۴۲۷/۸   |
| بازده حقوق صاحبان سهام  | ROE           | -۰/۳۰  | ۴/۴۶    | ۰/۴۶    | ۰/۴۱         | ۰/۱۶۹   |
| بازده دارایی ها         | ROA           | ۰/۰۲   | ۱/۱۴    | ۰/۲۳    | ۰/۱۲         | ۰/۰۱۷   |
| سود تقسیمی              | DPS           | ۰/۰۴۷  | ۲/۵۷    | ۰/۱۹    | ۰/۲۶         | ۰/۰۷۲   |
| قیمت به فروش سهام       | PS            | ۰/۰۴   | ۱۴۷/۴۳  | ۱/۷۲    | ۴/۹۹         | ۲۴/۹۴   |
| قیمت به جریان نقد آزاد  | PFCF          | -۱۳/۹۸ | ۱۳۷/۲۰  | ۰/۳۹    | ۴/۷۴         | ۲۲/۴۸   |
| تعداد مشاهدات           | ۱۰۰۰          |        |         |         |              |         |

در جدول فوق، سرمایه گذاری شرکت (متغیر وابسته پژوهش) دارای میانگین ۰/۰۸۷ و انحراف معیار ۰/۱۴ است. این بدان معناست که به طور میانگین ۰/۰۸۷ از مجموع دارایی های نمونه مورد بررسی را سرمایه گذاری شرکت ها تشکیل داده و میزان پراکندگی آن حول میانگین ۰/۱۴ است. متغیر ارزشیابی نادرست شرکت ها (متغیر مستقل پژوهش) دارای میانگین ۰/۴۷ انحراف معیار ۴/۸۵ است که نشان دهنده پراکندگی بیشتر این متغیر حول میانگین است.

برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از آن در جدول شماره ۲، نشان داده شده است. فرضیه صفر آزمون چاو مبنی بر همگن بودن داده ها و در صورت تایید تمامی داده ها با یکدیگر ترکیب و به وسیله یک مدل رگرسیونی کلاسیک تخمین پارامترها انجام می شود؛ در غیر این صورت، داده ها را باید بر

**جدول شماره (۲)**

| نوع آزمون   | آزمون چاو       | آزمون هاسمن |
|-------------|-----------------|-------------|
| مدل شماره ۱ | آماره F         | سطح خطا     |
|             | ۳/۴۱            | ۰/۰۰        |
| مدل شماره ۲ | آماره جی-اسکوئر | سطح خطا     |
|             | ۲۵/۵۲           | ۰/۰۰        |

همان گونه که در جدول شماره ۲ مشخص است، آماره F آزمون چاو دارای خطای کمتر از ۰/۰۵ است. از این رو، برای هر دو مدل رگرسیونی پژوهش الگوی داده های پانل در نظر گرفته می شود. از طرفی، نتایج

حاصل از آزمون هاسمن نیز روش اثرهای ثابت را برای تخمین مدل تایید می‌نماید.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس جملات خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل رگرسیونی پژوهش در جدول شماره ۳ نمایش داده شده است.

جدول شماره (۳) - آزمون وایت<sup>۱</sup>

| سطح خطا | آماره F | مدل شماره |
|---------|---------|-----------|
| ۰/۰۱۰۳  | ۲/۸۱    | ۱         |
| ۰/۰۰۰   | ۲۱/۷۸   | ۲         |

نتایج حاصل از آزمون وایت، نشان دهنده

ناهمسانی واریانس برای هر دو مدل رگرسیونی است. از این رو، به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس و اجرای مدل رگرسیون از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌گردد. در روش مذکور، ناهمسانی واریانس مانده‌ها از طریق حداقل کردن مجموع وزنی مربعات مانده‌ها که نمایش دهنده وزن متوسط است، حداقل می‌گردد [۲].

یکی از شرایط لازم برای تخمین مدل بر اساس داده‌های پنل، ایستا بودن<sup>۲</sup> متغیرهای مستقل و وابسته است. برای بررسی ایستا بودن متغیرهای این پژوهش، از آزمون ایم، پسران و شیم<sup>۳</sup> استفاده می‌گردد. نتایج حاصل از آزمون در جدول شماره ۴ نمایش داده شده است.

2. Unit root  
3. Im, Pesaran And Shin

1. White test

جدول شماره (۴) = آزمون ایم، پسران و شیم

| نام متغیر | inv   | cf    | mp    | lev   | size | sg    | cash | mb   | eps  | pe    | roe | roa | dps   | ps    | pcf   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|-----|-----|-------|-------|-------|
| آماره     | -۲۱/۸ | -۱۴/۵ | -۲۳/۵ | -۱۴/۲ | -۷/۴ | -۳۱/۶ | -۱۵  | -۳/۲ | -۵/۵ | -۲۹/۵ | -۱۶ | -۱۴ | -۱۸/۹ | -۱۷/۶ | -۱۶/۶ |
| سطح خطا   | ۰/۰   | ۰/۰   | ۰/۰   | ۰/۰   | ۰/۰  | ۰/۰   | ۰/۰  | ۰/۰  | ۰/۰  | ۰/۰   | ۰/۰ | ۰/۰ | ۰/۰   | ۰/۰   | ۰/۰   |

یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل دیگر در مدل رگرسیونی است. در جدول شماره ۵ نتایج حاصل از آزمون هم خطی نشان داده شده است.

نتایج حاصل از آزمون ایستایی داده‌های پژوهش نشان دهنده عدم ریشه واحد در میان متغیرها و ایستاد بودن آنها در سطح خطای ۵٪ است.

عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش، از فرض‌های مهم مربوط به مدل‌های رگرسیونی است. هم خطی (Colinerity) وضعیتی است که نشان می‌دهد

جدول شماره (۵) - آزمون هم خطی

| نام متغیر         | cf   | mp   | lev  | size | sg   | cash | eps  | pe   | roe  | roa  | dps  | ps   | pcf  |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| آستانه تحمل خطا   | ۰/۸۳ | ۰/۹۵ | ۰/۹۰ | ۰/۹۳ | ۰/۹۷ | ۰/۹۵ | ۰/۵۶ | ۰/۹۹ | ۰/۴۴ | ۰/۶۱ | ۰/۶۹ | ۰/۹۶ | ۰/۹۹ |
| عامل تورم واریانس | ۱/۲  | ۱/۰۴ | ۱/۱۱ | ۱/۰۷ | ۱/۰۳ | ۱/۰۵ | ۷۸/۱ | ۱/۰۰ | ۲/۲  | ۱/۶  | ۱/۴۴ | ۱/۰۳ | ۱/۰۰ |

رگرسیونی پژوهش در جدول شماره ۵، می‌توان به وضعیت عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش پی برد.

برای آزمون فرضیه پژوهش، ابتدا مدل رگرسیونی مربوط به ارزشیابی نادرست تخمین زده می‌شود. در جدول شماره ۶ تخمین پارامترهای مربوط به مدل ارزشیابی نادرست نشان داده شده است.

نتایج حاصل از آزمون هم خطی شامل دو خروجی آستانه تحمل خطا (tolerance) و عامل تورم واریانس است. مقدار آستانه تحمل خطا و عامل تورم واریانس معکوس هم هستند. در صورتی وضعیت عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود دارد که مقدار آستانه تحمل خطا نزدیک به یک و عامل تورم واریانس بزرگتر از یک باشد. با توجه به خروجی‌های مربوط به آستانه تحمل خطا و عامل تورم واریانس برای مدل

## جدول شماره (۶) - تخمین مدل ارزشیابی نادرست

| متغیر وابسته: قیمت به ارزش دفتری سهام |          |                           |         |         |
|---------------------------------------|----------|---------------------------|---------|---------|
| روش: پنل GLS                          |          |                           |         |         |
| دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۸۱                 |          |                           |         |         |
| تعداد نمونه: ۱۰۰                      |          |                           |         |         |
| متغیر                                 | ضریب بتا | خطای استاندارد            | آماره t | سطح خطا |
| سود هر سهم                            | ۰/۰۰۰۱۲  | ۹/۲۶                      | ۱/۲۹    | ۰/۱۹    |
| قیمت به سود                           | ۰/۰۰۹۴   | ۰/۰۰۲                     | ۳/۹     | ۰/۰۰۱   |
| بازده حقوق صاحبان سهام                | ۴/۰۹     | ۰/۳۴                      | ۱۱/۹    | ۰/۰۰    |
| بازده دارایی‌ها                       | ۱/۷۴     | ۰/۶۵                      | ۲/۶۵    | ۰/۰۰۸   |
| سود تقسیمی                            | ۰/۷۲     | ۰/۳۰                      | ۲/۳۸    | ۰/۰۱۷   |
| قیمت به فروش                          | ۰/۰۴     | ۰/۰۲                      | ۲/۰۲    | ۰/۰۴۲   |
| قیمت به جریان نقد آزاد                | ۰/۰۰۸    | ۰/۰۱۱                     | ۰/۷۸    | ۰/۴۳    |
| مقدار ثابت                            | ۰/۸۹۶    | ۰/۱۴                      | ۶/۰۹    | ۰/۰۰    |
| آماره های متوازن شده                  |          |                           |         |         |
| ضریب تعیین                            | ۰/۶۹     | میانگین متغیر وابسته      | ۷۹/۶    |         |
| ضریب تعیین تعدیل شده                  | ۰/۶۵     | انحراف معیار متغیر وابسته | ۵/۳۳    |         |
| خطای استاندارد مدل                    | ۳۰۱۷     | مجموع مربع باقیمانده ها   | ۷۲۴۰    |         |
| آماره F                               | ۴۶/۱۵    | آماره دوربین واتسون       | ۱/۶۳    |         |
| سطح معناداری F                        | ۰,۰۰۰    |                           |         |         |

بیانگر معنادار بودن ضرایب در سطح اطمینان ۹۵٪ است. همچنین، برای متغیرهای سود هر سهم (EPS) و قیمت به جریان نقد آزاد سهام (PFCF) سطح خطای برآورد شده ضرایب بزرگتر از ۵٪ است که نشان از عدم معناداری این ضرایب است. از این رو، مدل رگرسیونی مربوط به ارزشیابی نادرست را می‌توان به صورت زیر تخمین زد:

$$Mb_t = 0.896 + 0.0094 PE_{t-1} + 4.09 ROE_{t-1} + 1.74 ROA_{t-1} + 0.72 DPR_{t-1} + 0.04 PS_{t-1}$$

پس از تخمین مدل ارزشیابی نادرست، مدل رگرسیونی مربوط به آزمون فرضیه پژوهش تخمین زده

در جدول شماره ۶ برآورد پارامترها و معناداری ضرایب مربوط به مدل ارزشیابی نادرست نشان داده شده است. ضریب تعیین مدل برابر با ۶۹٪ است که نشان از توضیح ۶۹٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۶) حاکی از عدم خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل پژوهش است. برای متغیرهای قیمت به سود هر سهم (PE)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، تقسیم سود (DPR) و قیمت به فروش سهام (PS) سطح خطای برآورد شده ضرایب، کمتر از ۵٪ است که

می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش در جدول شماره ۷ نشان داده شده است.

**جدول شماره (۷) - تخمین مدل آزمون فرضیه پژوهش**

| متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری شرکت‌ها |          |                           |         |         |
|------------------------------------|----------|---------------------------|---------|---------|
| روش: پنل GLS                       |          |                           |         |         |
| دوره زمانی: ۱۳۸۴-۱۳۹۰              |          |                           |         |         |
| تعداد نمونه: ۱۳۶                   |          |                           |         |         |
| متغیر                              | ضریب بتا | خطای استاندارد            | آماره t | سطح خطا |
| جریان نقد عملیاتی                  | ۰/۲۴     | ۰/۰۱۶                     | ۱۲/۱۶   | ۰/۰۰    |
| ارزشیابی نادرست                    | ۰/۰۰۴۸   | ۰/۰۰۰۸                    | ۵/۸۹    | ۰/۰۰    |
| اهرم مالی                          | ۰/۱۳۲    | ۰/۰۲۱۷                    | ۶/۰۹    | ۰/۰۰    |
| اندازه شرکت                        | ۰/۰۳۵    | ۰/۰۰۹                     | ۳/۶۷    | ۰/۰۰۰۷  |
| رشد فروش                           | -۰/۰۰۶   | ۰/۰۰۷                     | -۰/۹۴   | ۰/۳۴۷   |
| مانده وجه نقد                      | ۰/۱۲۹    | ۰/۰۴۸                     | ۲/۷۰    | ۰/۰۰۶۹  |
| مقدار ثابت                         | -۰/۴۴۶   | ۰/۱۱۳                     | -۳/۹۴   | ۰/۰۰۰   |
| آماره‌های متوازن شده               |          |                           |         |         |
| ضریب تعیین                         | ۰/۵۱     | میانگین متغیر وابسته      |         | ۰/۱۲۹   |
| ضریب تعیین تعدیل شده               | ۰/۴۴     | انحراف معیار متغیر وابسته |         | ۰/۱۴۵   |
| آماره F                            | ۷/۲۳     | مجموع مربع باقیمانده      |         | ۱۰/۱۵   |
| سطح معناداری آماره F               | ۰/۰۰     | آماره دوربین واتسون       |         | ۱/۹۰    |

در جدول شماره ۷ ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۵۱ است که نشان دهنده توصیف ۰/۵۱ از تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای مستقل پژوهش است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹) بیانگر عدم خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل پژوهش است.

سطح معناداری مربوط به متغیر ارزشیابی نادرست و علامت ضریب بتا (۰/۰۰۴۸)، رابطه مثبت و معناداری را بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تایید می‌کند. برای متغیرهای کنترلی جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه شرکت و مانده وجه نقد شرکت‌ها،

ضریب بتای و سطح معناداری حاکی از رابطه مثبت و معنادار بین این متغیرها با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. برای متغیر کنترلی اهرم مالی نیز ضریب بتای محاسبه شده و سطح معناداری حاکی از رابطه منفی و معنادار بین اهرم مالی با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. همچنین، با توجه به سطح خطای مربوط به متغیر رشد فروش، شواهد حاکی از عدم رابطه معنادار بین این متغیر و سرمایه‌گذاری شرکت است.

### نتیجه‌گیری

شرکت به عنوان یک منبع اصلی تامین مالی برای شرکت هاست [۴]، [۱۶] و [۲۲].

در خصوص متغیر اهرم مالی شرکت‌ها (Lev) نتایج حاصل از تخمین مدل، گویای رابطه مثبت و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری شرکت است. این رابطه مطابق با پژوهشها انجام شده در این زمینه نیست [۵] و [۲۲]. ارتباط مثبت بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند بدین دلیل باشد که احتمالاً با توجه به اینکه عمده تامین مالی خارجی شرکت‌های بورسی برای انجام سرمایه‌گذاری از طریق تسهیلات بانکی صورت می‌پذیرد، از این لحاظ سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مثبتی با نسبت بدهی دارد.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت‌ها (Size) رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای وجه نقد فراوانی مورد نیاز است که عموماً برای تامین آن از طریق «وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی» و «وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی» استفاده می‌گردد. رابطه مثبت اندازه شرکت با سرمایه‌گذاری می‌تواند بدان باشد که شرکت‌های بزرگتر دسترسی آسانتری به بازار سرمایه برای تامین مالی مخارج سرمایه‌ای خود دارند. شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک، دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی پایین‌تری هستند. شرکت‌های بزرگتر با توجه به شهرت و اعتبار خود دسترسی آسانتری به بازارهای خارجی برای تامین مالی دارند و هزینه‌های مربوط به بازاریابی اوراق تجاری و واسطه‌گری مالی برای این گونه شرکت‌ها کمتر است [۲۱].

متغیر رشد فروش شرکت‌ها (SG)، هیچ گونه رابطه معناداری با میزان سرمایه‌گذاری شرکت ندارد. این بدان معناست که شرکت‌ها در قبال افزایش درآمدهای

نتایج حاصل از پژوهش، رابطه مثبت و معناداری را بین ارزشیابی نادرست و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد. این بدان معناست که ارزشیابی بیش از واقع شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر به افزایش سرمایه‌گذاری و ارزشیابی کمتر از واقع منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد. بر این اساس، می‌توان به محتوای اطلاعاتی ارزش بازار سهام شرکت‌ها فراتر از عوامل بنیادی برای مدیران در خصوص مخارج سرمایه‌ای پی برد.

ارتباط مثبت بین ارزشیابی نادرست و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را می‌توان بر اساس تئوری پذیرایی تفسیر نمود. [۱۹] بر مبنای این تئوری، استدلال می‌شود که شرکت‌ها از طریق وجوه نقد داخلی و ظرفیت بدهی‌های خود، در مواقعی که در بازار ارزشیابی بیش از واقع می‌شوند، سرمایه‌گذاری‌های خود را افزایش می‌دهند. به عبارتی، ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای تاثیر مستقیمی بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست و مدیران به حفظ ارزشیابی بیش از واقع اهمیت می‌دهند و آن را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود لحاظ می‌کنند. نتیجه این پژوهش با پژوهشها انجام شده توسط الزارنی (۲۰۰۶)، ترینگاهو و رینوفا (۲۰۱۱)، چنگ و همکاران (۲۰۱۱) و دونگ (۲۰۱۱) سازگاری دارد [۷]، [۱۲] و [۱۶] و [۲۲].

برای متغیر کنترلی جریان های نقدی عملیاتی (CF) نتایج حاصل نشان دهنده رابطه مثبت قوی (۲۴٪) و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. این بدان معناست که مدیران شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، به منابع داخلی شرکت اهمیت می‌دهند و همچنان جریان های نقدی حاصل از عملیات

خود هیچ گونه رغبتی به افزایش مخارج سرمایه‌ای و توسعه شرکت از خود نشان نمی‌دهند.

برای متغیر مانده وجه نقد شرکت‌ها (CASH)، نتایج پژوهش رابطه مثبت و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشان می‌دهد. انجام مخارج سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها، به کاهش منابع نقدی آنها منجر می‌گردد. شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری بیشتری را انجام می‌دهند، اهمیت بیشتری برای مانده وجه نقد خود قائل هستند. بنابراین، می‌توان به رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و میزان مانده وجه نقد پی برد [۱]، [۱۱] و [۲۲].

### پیشنهادها

بر مبنای تئوری نمایندگی، رابطه مثبت بین ارزشیابی نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها « ناهنجاری بازار سرمایه<sup>۱</sup> » نامیده می‌شود؛ زیرا افزایش مخارج سرمایه‌ای توسط شرکت‌ها در پاسخ به ارزشیابی نادرست، نشان دهنده ادراک مدیریت از ارزش بازار سهام، توجه به سرمایه‌گذاران کوتاه مدت شرکت و نگرش کوتاه مدت مدیران برای تصمیمات بلند مدت شرکت است. از این رو، می‌توان اعمال کنترل‌های بیشتر در خصوص افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت را انتظار داشت.

اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران به عنوان عاملی اساسی در ایجاد ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه است. با توجه به اینکه ارزشیابی نادرست می‌تواند رفتارهای مدیران شرکت‌ها را تحت تاثیر خود قرار دهد، از این لحاظ پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران و فعالان در بازار سرمایه از رفتارهای توده وار و معاملات ذهنی پرهیز نمایند.

در خصوص پژوهش‌های آینده، پیشنهاد می‌شود با توجه به ویژگی خاص هر صنعت، پژوهشی در خصوص ارزشیابی نادرست و تصمیمات سرمایه‌گذاری به تفکیک صنایع صورت گیرد. همچنین، پیشنهاد می‌شود پژوهشی در زمینه علت اصلی ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران انجام پذیرد تا مکانیزم‌هایی در جهت کاهش پدیده ارزشیابی نادرست شرکت‌ها طراحی گردد. به عبارتی، آیا در بازار سرمایه ایران عدم تقارن اطلاعاتی، عامل اصلی پدیده ارزشیابی نادرست است یا اینکه اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران، عامل اصلی پدیده ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است.

### منابع

- ۱- بادآور نهندی، یونس و سعید درخور. (۱۳۹۲). «رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، ش ۸، صص ۱۷۶-۱۸۴.
- ۲- شیرین بخش، شمس‌الله و زهرا حسن خوانساری. (۱۳۸۴). کاربرد eviews در اقتصادسنجی، تهران: انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.
- ۳- ثقفی، علی و امیر پوریا نسب. (۱۳۸۹). «نظریه مدیریت سود»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوم، ش ۶، صص ۲۲-۳۴.
- ۴- دستگیر، محسن؛ ساعدی، رحمان؛ باتقوا، حامد و زیودار، زهره. (۱۳۹۱). «تاثیر جریان وجوه نقد عملیاتی و اندازه شرکت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، ش ۳، صص ۱-۱۷.



- 15- Dong, m., hirshleifer, d and siew hong teoh. (2007). "stock market misvaluation and corporate investment", mpra paper no. 3109.
- 16- Duong, cm" (2011). revisiting the effect of market mispricing on corporate investment: a decomposition of Q
- 17- Heaton, J. (2002). "Managerial Optimism and Corporate Finance", *journal of Financial Management*, Vol. 31, pp. 33-45.
- 18- Jensen, m., (2005), agency cost of overvalued equity, *journal of financial management*, vol. 34, pp. 5-19.
- 19- Polk, c., and sapienza, p. (2009). "the stock market and corporate investment: a test of catering theory." *Review of financial studies* ; vol. 22(1); pp. 187-217.
- 20- 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.
- 21- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment, in G. M. Constantinide. M. Harris, and René M. Stulz, eds.: *Handbook of the economics of finance*.
- 22- Trinugroho, i and rinofah, r., (2011). The effect of mispricing on investment of Indonesian firms: Do Financial Constraints Matter? , *Middle Eastern Finance and Economics*; 1450-2889 Issue 9.
- ۵- کریمی، فرزاد؛ اخلاقی، حسنعلی و رضایی مهر، فاطمه. (۱۳۸۹). « بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت های رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی *حسابداری مالی*، سال دوم، ش ۸، زمستان، صص ۶۰-۷۴.
- ۶- موسوی شیری، محمود؛ خلعت بری، حسن و وقفی، سید حسام. (۱۳۹۱). « اثر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سود»، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، ش ۹، صص ۱۴۳-۱۶۶.
- 7- Alzahrani, mohammed. (2006). "stock mispricing and corporate investment decisions", ph.d thesis, faculty of the graduate college of the oklahoma state university.
- 8- Baker, m., and wurgler, j. (2002): market timing and capital structure, *journal of finance* 57 (1), pp. 1-32.
- 9- Baker, m., stein, j.c., wurgler, j. (2003). "when does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms". *Quarterly journal of economics* 118 (3), pp. 969- 1005.
- 10- Campello, M., and J. R. Graham. (201۳). 'Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble ', *journal of financial economics* ,v107; pp.89\_110.
- 11- Chang, xin., lewis h.k. Tam and tek jun tan, george wong. (2007). "the real impact of stock market mispricing — evidence from australia", *pacific-basin finance journal* 15, pp. 388-408.
- 12- Chang, x. Dasgupta, s . Wong, g. (2011). how do firms allocate internal cash flow? The effect of misvaluation and costly external financing, <http://ssrn.com/abstract=1987850>
- 13- Chen, q. And jiang, w. (2005). "analysts weighting of private and public information" , *journal of accounting and economics*.
- 14- Chi, J. and Gupta, M. ( 2009). Overvaluation and earning management, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No 9, pp. 1652-1663.

