

تأثیر رفتار توده وار سهامداران بر قیمت گذاری نادرست سهام با تاکید بر نقش محدودیت مالی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران

محمد معین نعمتی^۱

فرزین خوشکار^۲

مجید مرادی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۰۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

این پژوهش با هدف تأثیر رفتار توده وار سهامداران بر قیمت گذاری نادرست سهام با تاکید بر نقش محدودیت مالی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده های ثانویه مستخرج از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه همبستگی پرداخت. روش حداقل مربعات خطی (اثرات ثابت یا تصادفی) چارچوب آزمون فرضیه ها بود. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه ای کتابخانه ای و تحلیلی علی بود و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) نیز می باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی-همبستگی قلمداد می شود. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می باشد. به این ترتیب از بین شرکت های جامعه آماری ۱۱۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب شد. هم چنین برای انجام آزمون های آماری از نرم افزار Eviews و جهت انجام آزمون های آماری همبستگی از روش رگرسیون پانل دیتا استفاده شد. نتایج نشان داد که رفتار توده وار و قیمت گذاری نادرست سهام رابطه معناداری دارد و همچنین محدودیت مالی بر رابطه رفتار توده وار و قیمت گذاری نادرست سهام اثر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

سهام، سهامداران، بورس، اوراق بهادار

^۱ کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه ناصر خسرو، ساوه، ایران.

^۲ عضو هیئت علمی گروه مدیریت و حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

^۳ عضو هیئت علمی گروه مدیریت و حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

مقدمه

تئوری مالی استاندارد بیان می کند که قیمت سهام باید انتظارت منطقی درباره‌ی جریان نقدی آتی سهام را منعکس کند. لذا نباید بین قیمت سهام و سرمایه گذاری شرکت‌ها ارتباطی وجود داشته باشد. طبق نظریه‌ی استاندارد، متغیرهای بنیادی قدرت توضیح پائینی از قیمت فعلی سهام دارند (مورک و همکاران^۱، ۱۹۹۰). در مقابل نظریه‌ی استاندارد که در آن قیمت گذاری نادرست سهام هیچ تأثیری بر سرمایه گذاری ندارد، استین (۱۹۹۶) معتقد است که اگر بازده سهام منعکس کننده‌ی ریسک بنیادی سهام نباشد و در عوض بازتابی از احساسات سهامداران باشد (مانند بیش برآورد سرمایه گذاران از جریان نقدی آتی)، آن گاه تصمیمات سرمایه گذاری به احساسات سرمایه گذاران بستگی خواهد داشت. برای مثال، اگر سرمایه گذاران بیش از اندازه خوشبین باشند، مدیر به دنبال افزایش قیمت فعلی سهام خواهد بود و از سیاست تهاجمی در سرمایه گذاری استفاده خواهد کرد. استین (۱۹۹۶) تعدادی از پژوهش‌های تجربی تأثیر قیمت گذاری نادرست سهام بر میزان سرمایه گذاری شرکت‌های آمریکایی را بررسی کرد؛ نتیجه‌ی تمام این تحقیقات وجود ارتباط مثبت بین سرمایه گذاری و قیمت گذاری نادرست سهام است (بیکر و همکاران^۲، ۲۰۰۳؛ گیلچریست و همکاران^۳، ۲۰۰۵؛ الزهرانی و رائو^۴، ۲۰۱۴). قیمت گذاری نادرست سهام زمانی اتفاق می افتد که قیمت بازار سهام از قیمت ذاتی سهام انحراف پیدا می کند. سرمایه گذارانی که اطلاعات کمی دارند یا تصمیمات نامعقول در مورد قیمت سهام می گیرند، این انحراف را ایجاد می کنند (الزهرانی و رائو، ۲۰۱۴). رفتار توده وار (جمعی) سرمایه گذاران و عدم تقارن اطلاعاتی از مصادیق عمده‌ی بازار ناقص است که از عوامل اساسی قیمت گذاری نادرست شرکتها در بازار سرمایه است (چی و گوپتا^۵، ۲۰۰۹). بخش مهمی از قیمت گذاری نادرست سهام می تواند به علت فقدان شفافیت در شرکت باشد. ابهام سرمایه گذاران خارج از شرکت درباره‌ی جریان نقدی آتی شرکت، وقتی افزایش می یابد که دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند یا زمانی که اطلاعات سهامداران در مقایسه با اشخاص داخل شرکت دارای کیفیت پایین تری باشد؛ بنابراین هرچه اطلاعات در دسترس سرمایه گذاران درباره‌ی جریان های نقدی آتی شرکت مبهم تر باشد، درجه‌ی انحراف قیمت بازار از قیمت ذاتی بیشتر است (خدادادی و نوروزی، ۱۳۹۵).

گسترش مطالعات در حوزه‌ی بازار کارا و شواهد تجربی، از گمراهی بازار و رخداد رفتاری غیر منطقی در بازار حکایت دارند. یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه گذاران همواره به طور منطقی و قابل پیش بینی رفتار نمی کنند (بایاس و همکاران^۶، ۲۰۰۵؛ لطیف و همکاران^۷، ۲۰۱۱؛ کنگاتاران^۸، ۲۰۱۴). نتایج پژوهش‌های انجام شده نیز مؤید این است که برخی موارد استثنایی مانند اثر اندازه، اثر ژانویه، اثر روزهای هفته، اعلامیه‌های سود و برگشت بلندمدت (در بازارهای مالی وجود دارند که نظریه‌ی مالی استاندارد (سنتی) قادر به توضیح آنها نیست. به منظور تشریح این موارد استثنایی، نظریه‌ی مالی رفتاری که ادغام اقتصاد کلاسیک و مالی با علوم روانشناسی و تصمیم گیری است، ارائه شده است. در نظریه‌ی مالی رفتاری دو فرض اصلی رویکرد عقلانیت کامل شامل پیشینه سازی مطلوبیت نهایی و رفتار کاملاً عقلانی

¹- Morck et al

²- Baker et al

³- Gilchrist et al

⁴- Alzahrani & Rao

⁵- Chi & Gupta

⁶- Biais et al

⁷- Latif et al

⁸- Kengatharan

عامل اقتصادی کنار گذارده شده است. در اقتصاد کلاسیک فرض بر این است که افراد دارای انتظارات ثابت و قابل شناختی هستند و این افراد به دنبال رسیدن به حداکثر منافع خود هستند (تلنگی، ۱۳۸۳). مالی رفتاری مطالعه ی چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای گرفتن تصمیمات سرمایه گذاری آگاهانه است. مصادیق مالی رفتاری که از آن تحت عنوان ناهنجاری های بازار یاد می شود، بیان کننده ی عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه گذاری است که منجر به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن و به وجود آمدن پدیده ی قیمت گذاری نادرست سهام می شود (آلبر و عزت^۱، ۲۰۲۱).

در مورد قیمت گذاری نادرست سهام، ترینوگروهو و رینوفاه^۲ (۲۰۱۱) تأثیر قیمت گذاری نادرست را بر رفتار سرمایه گذاری و ساختار سرمایه شرکت بررسی می کند. نتایج نشان می دهد که قیمت گذاری نادرست بر سرمایه گذاری شرکت با استفاده از داده های پانل تلفیقی شرکت های تولیدی اندونزی از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ تأثیر مثبت دارد. علاوه بر این، پانتزالیس و پارک^۳ (۲۰۱۴) رابطه بین هزینه نمایندگی و قیمت گذاری نادرست سهام را بررسی می کند و نشان می دهد که قیمت گذاری نادرست به طور قابل توجهی و مثبت با هزینه نمایندگی مرتبط است. نتایج نشان می دهد که گزینه سهام، که در ابتدا برای حل اختلاف بین منافع در نظر گرفته شده بود، مشکل را بیش از حد بیان می کند. به طور کلی، این مطالعه نشان داده است که بسته های جبرانی که به خوبی ساختار ندارند می توانند منجر به قیمت گذاری نادرست شوند. اخیراً ساکاکي و همکاران^۴ (۲۰۱۹) تأثیر ثبات مالکیت سهام سرمایه گذاران نهادی و افق سرمایه گذاری آنها را بررسی می کنند. این بررسی در تخمین قیمت گذاری نادرست سهام حیاتی است، زیرا به نظر می رسد سرمایه گذاران نهادی گروهی ناهمگن هستند، یعنی افق های سرمایه گذاری متفاوتی دارند و هدف آنها تأثیر گذاری بر موفقیت شرکت به روش های مختلف است. نتایج نشان می دهد که قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های سرمایه گذاری شده با ثبات و درصد سهام سرمایه گذار نهادی مرتبط است (همان منبع).

استین (۱۹۹۶) تأکید کرد که حساسیت سرمایه گذاری به قیمت گذاری نادرست بستگی به دسترسی شرکت به سایر منابع تأمین مالی دارد. اگر مدیر بتواند از سود انباشته یا بدهی برای تأمین مالی سرمایه گذاری استفاده کند، آن گاه در تصمیمات سرمایه گذاری کمتر به قیمت گذاری نادرست سهام توجه می کند؛ اما اگر شرکت دارای محدودیت مالی باشد و فقط توان صدور سهام جدید را داشته باشد، قیمت گذاری سهام در تصمیمات سرمایه گذاری مهم تلقی می شود؛ زیرا زمانی که شرکت انحصاراً بر صدور سهام برای تأمین مالی سرمایه گذاری جدید تکیه می کند این مسئله نمود پیدا می کند. در موارد حاد که پروژه تنها از طریق صدور سهام جدید تأمین مالی می شود، ارزیابی بازار از کیفیت پروژه و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران عوامل مهمی در اخذ تصمیمات سرمایه گذاری محسوب می شوند؛ بنابراین زمانی که یک شرکت دارای محدودیت مالی بیش از واقع قیمت گذاری می شود، هزینه ی پایین صدور سهام به شرکت اجازه ی انجام سرمایه گذاری را می دهد (خدادادی و نوروزی، ۱۳۹۵).

نظارت سرمایه گذاران نهادی بر مدیریت و عملکرد شرکت موجب می گردد که اطلاعات خاص شرکتی بیشتری برای سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان در مورد سهام شرکت، وجود داشته باشد، در نتیجه سرمایه گذاران به جای پیروی از

¹ - Alber & Ezzat

² - Trinugroho & Rinofah

³ - Pantzalis & Park

⁴ - Sakaki et al

بازار و صنعت، با توجه به اطلاعات خاص شرکتی در مورد سهام شرکت تصمیم گیری می کنند (دولو، ۱۳۹۵). تمایل مدیران به پنهان کردن و عدم افشا اخبار بد، منجر به ایجاد ریسک سقوط قیمت سهام و به طور کلی چولگی منفی بازده سهام می شود. از این رو حجم وسیعی از این نوع اطلاعات به یک باره وارد بازار شده و افت شدید (سقوط) قیمت سهام منجر می شود (زارع بهنمیری و کشیری، ۱۳۹۸). در مقایسه با مطالعات قبلی، در این مطالعه رابطه رفتار توده وار را بر قیمت گذاری نادرست سهام بررسی می کنیم. و به تاثیر محدودیت مالی بر این رابطه می پردازیم. اندازه شرکت، اهرم مالی، عدم تجانس سرمایه گذاران، نرخ تورم و نرخ تنزیل به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر می گیریم.

پیشینه تحقیق

عربی و عبدالمجید^۱ (۲۰۲۲) در مطالعه ای به بررسی «آیا رفتار توده وار هنوز در بازار سهام عربستان ادامه دارد؟» پرداختند. این مقاله شیوع رفتار توده وار را در بورس اوراق بهادار عربستان سعودی را بررسی می کند. بازده بازار مربع داده های روزانه از ۱ ژانویه ۲۰۰۷ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۲۰ با استفاده از حداقل مربعات معمولی، با استفاده از رگرسیون تجزیه و تحلیل شد. بازده ثابت و مطلق بازار هر دو مثبت هستند، در حالی که عبارت درجه دوم غیرخطی منفی است، که توسط تمام روش شناسی های تخمین زده می شود، که فرضیه مدل را تایید می کند. نتایج به دست آمده نشان می دهد ضریب غیرخطی رشد قیمت ها سه برابر قیمت های رو به کاهش است، به این معنی که سرمایه گذاران ریسک پذیر بیشتر در طول بازده بازار افزایش می یابند تا با کاهش بازده بازار.

آلبر و عزت^۲ (۲۰۲۱) در مطالعه ای به بررسی «تأثیر رفتار توده وار بر قیمت گذاری نادرست سهام: مورد شرکت های پذیرفته شده در بورس مصر» پرداختند. هدف این مقاله بررسی تاثیر رفتار گله بر روی سهام است. قیمت گذاری اشتباه رفتار توده وار با انحراف استاندارد مقطعی (CSSD) اندازه گیری می شود، در حالی که قیمت گذاری اشتباه سهام با تفاوت بین ارزش بازار و ارزش ذاتی سهام اندازه گیری می شود. این با استفاده از نمونه ای از ۲۴ شرکت انجام شده است که در دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۸ در بورس مصر فهرست شده اند. نتایج نشان می دهد که تأثیر قابل توجهی از رفتار توده وار بر قیمت گذاری نادرست سهام در یک زمینه دو متغیره وجود دارد، در حالی که این اثر حتی پس از آن نیز قابل توجه است. کنترل نرخ تورم و نرخ تنزیل علاوه بر این، به نظر نمی رسد که نرخ های تنزیل تأثیر مهمی بر قیمت گذاری نادرست سهام داشته باشد.

وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) در مطالعه ای به «بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت» پرداختند. هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت است. پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش شناسی، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) میباشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده است، سال آماری تحقیق ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ و از آن جهت که برای محاسبه برخی متغیرها نیاز به داده های سال آتی می باشد از ۹ سال به عنوان نمونه اصلی پژوهش استفاده شده است. برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از سه شیوه مجزا (دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معیار عدم نقد شوندگی آمیهود و نوسان پذیری بازده سهام) استفاده شده است. معیار اندازه گیری

¹ - Arabi & Abdelmageed

² - Alber & Ezzat

قیمت گذاری نادرست سهام مدل ۵ عاملی پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳) است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که رابطه مستقیم و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی (با هر سه شیوه سنجش) و قیمت گذاری نادرست سهام وجود دارد. نتیجه گروه دوم فرضیات نشان داد ارتباط سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت گذاری نادرست سهام به طور مستقیم تأثیرگذار است و این رابطه را تشدید می کند.

نیکو و همکاران (۱۳۹۹) در مطالعه ای به بررسی «گرایش احساسی سرمایه گذار، نوسان پذیری غیرسیستماتیک و قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. هدف از پژوهش حاضر، بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذار و نوسان پذیری غیرسیستماتیک بر قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بدین منظور جهت اندازه گیری قیمت گذاری نادرست سهام از مدل رودز و همکاران (۲۰۰۵) و برای اندازه گیری گرایش احساسی سرمایه گذار و نوسان پذیری غیرسیستماتیک به ترتیب از شاخص جونز (EMSI) و انحراف معیار باقیمانده رگرسیون (CAPM) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از اطلاعات ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۶ (۱۰۶۰ سال-شرکت) استفاده شده است و برای تجزیه و تحلیل آن ها و آزمون فرضیه ها، الگوی رگرسیون خطی چندگانه مورد استفاده قرار گرفته است. شواهد و نتایج تجربی پژوهش حاکی از آن است که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه گذار و نوسان پذیری غیرسیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی قیمت گذاری نادرست سهام هستند. به این معنی که با افزایش گرایش احساسی سرمایه گذار و نوسان پذیری غیرسیستماتیک، قیمت گذاری نادرست سهام نیز افزایش می یابد و بالعکس. همچنین نقش تعدیل گر گرایش احساسی سرمایه گذار بر ارتباط بین نوسانات غیرسیستماتیک و قیمت گذاری نادرست سهام نیز دارای اثر مثبت و معنادار است.

روش تحقیق

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده های ثانویه مستخرج از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه همبستگی می پردازد. روش حداقل مربعات خطی (اثرات ثابت یا تصادفی) چارچوب آزمون فرضیه ها خواهد بود. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. تحقیق همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل های رگرسیونی چندگانه خواهیم نمود. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت های مالی شرکت های بورس اوراق بهادار) انجام می گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه ای کتابخانه ای و تحلیلی علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) نیز می باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی-همبستگی قلمداد می شود.

جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه گیری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ می باشد. به این ترتیب از بین شرکت های جامعه آماری ۱۱۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب خواهد شد.

نمونه مورد استفاده نیز از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
۲. جزء شرکت های فعال در حوزه فعالیت های مالی، از جمله شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آنها حاصل از سرمایه گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت ها متفاوت می باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد.
۳. دوره مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد.
۴. تا سال ۱۳۹۹ بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده و جزو شرکت های ورشکسته نباشد.

روش و ابزار گردآوری اطلاعات

جهت انجام این تحقیق منابع اطلاعاتی به دو دسته تقسیم می شوند؛ دسته اول مربوط به ادبیات تحقیق و پیشینه آن می شود که از منابع کتابخانه ای، مجلات داخلی و خارجی و پایگاه های اطلاعاتی، مقالات و پایان نامه ها استفاده می شود، دسته دوم منابع مربوط به جمع آوری داده هاست که به سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و سامانه جامع اطلاعاتی آن و نرم افزار اطلاعات مالی رهاورد نوین تهیه و گردآوری می شود. هم چنین برای انجام آزمون های آماری از نرم افزار Eviews و جهت انجام آزمون های آماری همبستگی از روش رگرسیون پانل دیتا استفاده می شود.

یافته های آماری

جدول ۱ خلاصه اطلاعات متغیر های تحقیق و نقش آنها در مدل

نام متغیر	نماد	نقش متغیر در مدل
قیمت گذاری نادرست	Dev	وابسته
رفتار توده وار	HD	مستقل
محدودیت مالی	FC	تعدیلگر
اندازه ی شرکت	SIZE	کنترلی
اهرم مالی	LEV	کنترلی
عدم تجانس سرمایه گذاران	dturn	کنترلی
نرخ تورم	INF	کنترلی
نرخ تنزیل	DIS	کنترلی

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیر های مدل در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۲ جدول شاخص های توصیفی و آزمون نرمال برای متغیر های تحقیق

احتمال معنی داری	آماره جارك	کشید گی	چولگی	انحراف معیار	مینیمم	ماکسیمه م	میانه	میانگی ن	
0.00000	92.625 4	3.627 077	0.845 102	0.1766 91	0.012 815	1.095 754	0.303 313	0.326 957	Dev
0.00000	75.979 84	3.070 04	0.815 637	0.1849 09	0.000	0.780 087	0.228 144	0.263 476	HD
0.00000	82.404 11	1.323 93	0.143 318	2.8889 17	- 6.246 22	- 4.222 826	- 2.903 39	- 3.080 34	FC
0.00000	101.12 05	4.544 705	0.538 974	1.4581 35	9.725 915	20.32 399	14.27 276	14.39 592	SIZ E
0.204119	3.1781 04	3.028 262	- 0.166 37	0.2088 25	0.012 734	1.273 94	0.563 853	0.558 403	LE V
0.00000	1848.7 64	10.29 181	1.710 145	0.1822 86	- 0.599 81	- 0.997 867	- 0.011 67	- 0.001 268	dtu rn
0.00000	90.068 04	1.372 428	0.357 523	12.679 4	9	41.2	15.6	22.07 982	IN F
0.00000	70.726 33	1.452 196	0.146 567	2.6968 95	15	22	18	17.86 55	DI S

همانگونه که در جدول ۲ مشاهده می کنیم متغیر Dev "قیمت گذاری نادرست" به عنوان متغیر وابسته مدل رگرسیونی تحقیق دارای میانگین ۰,۳۲۶۹۵۷، میانه ۰,۳۰۳۳۱۳، ماکسیمم ۱,۰۹۵۷۵۴، مینیمم ۰,۰۱۲۸۱۵، انحراف معیار ۰,۱۷۶۶۹۱، چولگی ۰,۸۴۵۱۰۲، کشیدگی ۳,۶۲۷۰۷۷، آماره جارك ۹۲,۶۲۵۴ و احتمال معنی داری ۰,۰۰۰ می باشد. مقادیر چولگی و کشیدگی و نیز سطح تشخیصی آماره جارك عددی بسیار کم می باشد که گویای این موضوع است که متغیر وابسته دارای نموداری متقارن و انحراف ناچیزی از توزیع نرمال می باشد لذا در برآورد مدل های رگرسیونی مربوط به تحقیق انتظار می رود که مدل های مطلوبی به داده ها برازش یابند.

مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کمتر از ۵٪ می باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح، ماناست و آن متغیر انباشته از مرتبه صفر یا $I(0)$ خواهد بود در صورتی که بیشتر از ۵٪ باشد، متغیر ناماناست. در این حالت مانایی آن روی اولین تفاضل مورد بررسی قرار می گیرد و در صورت پایا بودن متغیر بعد از یک مرتبه تفاضل گیری، این متغیر انباشته از مرتبه یک یا $I(1)$ خواهد بود. نتایج آزمون ریشه واحد برای متغیرها در سطح در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳ نتایج آزمون مانایی برای متغیرها

نتیجه	در سطح	ADF آماره	متغیرها	
	سطح معنی داری			
I(0)	0.0000	-9.415141	Dev	قیمت گذاری نادرست
I(0)	0.0000	-10.69905	HD	رفتار توده وار
I(0)	0.0001	-22.93110	FC	محدودیت مالی
I(0)	0.0000	-6.953756	SIZE	اندازه‌ی شرکت
I(0)	0.0000	-9.954402	LEV	اهرم مالی
I(0)	0.0000	-9.951410	Dturn	عدم تجانس سرمایه گذاران
I(0)	0.0027	-9.21559	INF	نرخ تورم
I(0)	0.0000	-7.92168	DIS	نرخ تنزیل

همان طور که ملاحظه می شود سطح معنی داری آزمون ریشه واحد در همه ریشه واحد (در سطح $I(0)$ کمتر از ۵٪) را نشان می دهد که در سطح مانا می باشند.

جدول ۴ ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای توضیحی مدل‌های مورد بررسی تحقیق

SIZE	LEV	INF	HD	FC	DTURN	DIS	DEV	Probability	
							1.000	ضریب همبستگی	DEV

						1.000	0.057	ضریب همبستگی	DIS
						-----	0.038		
					1.000	0.025	0.279	ضریب همبستگی	DTURN
					-----	0.019	0.000		
				1.000	-0.034	0.025	0.050	ضریب همبستگی	FC
				-----	0.076	0.017	0.005		
			1.000	0.118	-0.028	-0.286	0.035	ضریب همبستگی	HD
			-----	0.002	0.060	0.000	0.007		
		1.000	0.210	0.012	0.024	-0.564	-0.041	ضریب همبستگی	INF
		-----	0.000	0.049	0.024	0.000	0.010		
	1.000	-0.005	0.023	0.006	-0.230	-0.020	-0.204	ضریب همبستگی	LEV
	-----	0.097	0.046	0.073	0.000	0.004	0.000		
1.000	0.137	-0.018	0.251	-0.008	0.119	0.021	0.376	ضریب همبستگی	SIZE
-----	0.000	0.046	0.000	0.039	0.002	0.029	0.000		

جدول ۵ آزمون اف لیمر مدل اول

آزمون اثر	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون اثرات (F)	2.736028	(5,672)	0.0186

از آنجا که سطح معنی داری این آزمون کوچکتر از ۰/۵ است بنابراین می توان نوع داده ها را پانل در نظر گرفت. حال جهت بررسی نوع اثرات از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج آن در جدول زیر آورده شده است. (فرض صفر این آزمون: اثرات مدل تصادفی می باشد).

جدول ۶ نتیجه آزمون هاسمن برای مدل اول

آزمون هاسمن	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون هاسمن	83.829393	6	0.0000

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون کمتر از ۰/۰۵ شده است لذا فرض صفر آزمون رد می شود. بنابراین بایستی در برازش مدل اثرات مقاطع را ثابت فرض نمود.

جدول ۷ آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اول	2.931619	0.0000	ناهمسانی واریانس

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می گردد مقدار بدست آمده برای سطح معنی داری این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می باشد لذا جهت برازش مدل رگرسیونی بهتر است از روش egls با داده های پولد دیتا استفاده شود.

جدول ۸ آزمون خودهمبستگی

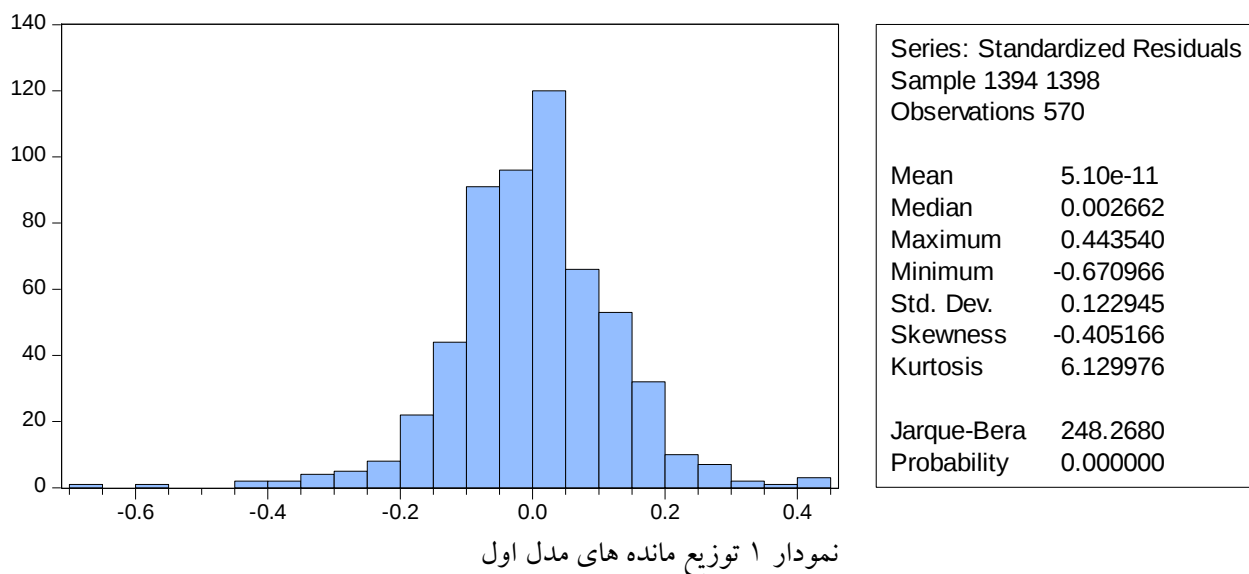
مدل	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اول	101.7096	0.0000	وجود خودهمبستگی

با توجه به جدول (۸) در مدل اول سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ نشان می دهد که فرضیه H_0 رد نمی شود یعنی در مدل خودهمبستگی وجود دارد. در صورت وجود خودهمبستگی در مدل آماری باعث می شود رگرسیون با خطا انجام شود و مقداره آماره دوربین- واتسون که بین (۱/۵-۲/۵) باید نشان داده شود، به درستی به دست نمی آید و رگرسیون نتایج واقعی را نشان نمی دهد. در این صورت با استفاده از روش رفع خود همبستگی مرتبه اول این مشکل رفع می شود و آماره دوربین واتسون به درستی در بازه مناسب نشان داده می شود.

جدول ۹ نتایج حاصل از مدل اول

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	سطح معناداری
عرض از مبدا	β_0	-	-	0.0000
رفتار توده وار	HD	0.111068	2.638251	0.0086
اندازه ی شرکت	SIZE	0.134775	14.47172	0.0000

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	سطح معناداری
اهرم مالی	LEV	0.262201	0.053105	4.937361
عدم تجانس سرمایه گذاران	dtun	0.057814	0.031741	1.821400
نرخ تورم	INF	0.000127	0.000498	0.254497
نرخ تنزیل	DIS	0.000860	0.001742	0.493604
شاخص های مدل				
ضریب تعیین	0.533615	ضریب تعیین تعدیل شده	0.527806	
آماره F	91.85904	دوربین واتسون	2.019209	
معناداری	0.000000			



جدول ۱۰ آزمون اف لیمر مدل دوم

آزمون اثر	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون اثرات (F)	2.670943	(5,671)	0.0211

از آنجا که سطح معنی داری این آزمون کوچکتر از ۵٪ است بنابراین می توان نوع داده ها را پانل در نظر گرفت. حال جهت بررسی نوع اثرات از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج آن در جدول زیر آورده شده است. (فرض صفر این آزمون: اثرات مدل تصادفی می باشد).

جدول ۱۱ نتیجه آزمون هاسمن برای مدل دوم

آزمون هاسمن	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
آزمون هاسمن	82.444872	7	0.0000

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون کمتر از ۰,۰۵ شده است لذا فرض صفر آزمون رد می شود. بنابراین بایستی در برازش مدل اثرات مقاطع را ثابت فرض نمود.

جدول ۱۲ آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
دوم	2.452955	0.0000	ناهمسانی واریانس

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می گردد مقدار بدست آمده برای سطح معنی داری این آزمون کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا جهت برازش مدل رگرسیونی بهتر است از روش egls با داده های پولد دیتا استفاده شود.

جدول ۱۳ آزمون خودهمبستگی

مدل	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
دوم	99.86399	0.0000	وجود خودهمبستگی

با توجه به جدول (۱۳) در مدل اول سطح معنی داری کمتر از ۰,۰۵ نشان می دهد که فرضیه H_0 رد نمی شود. یعنی در مدل خودهمبستگی وجود دارد. در صورت وجود خود همبستگی در مدل آماری باعث می شود رگرسیون با خطا انجام شود و مقداره آماره دوربین- واتسون که بین (۱/۵-۲/۵) باید نشان داده شود، به درستی به دست نمی آید و رگرسیون نتایج واقعی را نشان نمی دهد. در این صورت با استفاده از روش رفع خود همبستگی مرتبه اول این مشکل رفع می شود و آماره دوربین واتسون به درستی در بازه مناسب نشان داده می شود.

جدول ۱۴ نتایج حاصل از مدل دوم

متغیرها		ضرایب	خطای معیار	آماره	سطح معناداری
عرض از مبدا	β_0	-	-	-	-
رفتار توده وار	HD	1.569721	0.102144	15.36771	0.0000
رفتار توده وار * محدودیت مالی	FC*HD	0.063863	0.028838	2.214525	0.0272
اندازه ی شرکت	SIZE	0.002360	0.003337	2.707352	0.0096
اهرم مالی	LEV	0.143759	0.006246	23.01584	0.0000
عدم تعانس سرمایه گذاران	dtturn	0.254641	0.032365	7.867869	0.0000
نرخ تورم	INF	0.039066	0.018861	2.071276	0.0388
نرخ تنزیل	DIS	0.000161	0.000304	0.530856	0.5957
		0.000336	0.001091	0.308111	0.7581
شاخص های مدل					
ضریب تعیین	0.705673	ضریب تعیین تعدیل شده		0.701476	
آماره F	168.1306	دوربین واتسون		1.715552	
معناداری	0.000000				

تفسیر یافته های پژوهش

فرضیه ها

فرضیه اول

رفتار توده وار و قیمت گذاری نادرست سهام رابطه معناداری دارد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ای آماری در فصل چهارم نشان داد که برخی دلایل رفتاری مانند رفتار توده وار سهامداران واکنش بیش از اندازه یا کمتر از اندازه و وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران از عوامل اصلی به وجود آمدن پدیده ی قیمت گذاری نادرست هستند. همچنین قیمت گذاری نادرست سهام بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران تأثیر گذار است. قیمت گذاری نادرست سهام موجب تشدید میزان سرمایه گذاری در محیط شرکت های ایرانی میگردد؛ یعنی هرچه قیمت سهام درست و مناسب ارزش گذاری نشود، میزان سرمایه گذاری افزایش پیدا می کند. یافته های حاصل از این فرضیه با یافته های حاصل از پژوهش های زارع بهنمیری و کشیری (۱۳۹۸) همخوانی دارد

فرضیه دوم

محدودیت مالی بر رابطه رفتار توده وار و قیمت گذاری نادرست سهام اثر دارد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ای آماری در فصل چهارم نشان داد که وجود یا عدم وجود محدودیت مالی بر رابطه ی قیمت گذاری نادرست سرمایه گذاری تأثیر دارد. مدیران به دنبال ارضای سهامدارانی هستند که افق زمانی کوتاه مدت دارند و سهام خریداری شده را بیشتر مورد معامله قرار می دهند و بر عملکرد بلندمدت شرکت تمرکز نمی کنند. ارتباط بین قیمت گذاری نادرست و سرمایه گذاری شرکت ها را میتوان بر مبنای تئوری پذیرای تفسیر نمود بر مبنای تئوری پذیرای میتوان بیان نمود که قیمت گذاری نادرست سهام شرکت ها در بازار سرمایه دارای تأثیر مستقیمی بر روی میزان سرمایه گذاری های شرکت دارد و مدیران شرکت ها از طریق سرمایه گذاری از قیمت گذاری نادرست سهام پذیرایی می کنند.

یافته های حاصل از این فرضیه با یافته های حاصل از پژوهش های استین (۱۹۹۶) همخوانی دارد.

پیشنهادهای

- با توجه به وجود پدیده ی قیمت گذاری نادرست به مدیران شرکت های بورسی پیشنهاد می شود زمانی که سهام شرکت بیشتر از قیمت ذاتی قیمت گذاری می شود اقدام به افزایش سرمایه کرده و مابه التفاوت مذکور را به شرکت انتقال دهند نظریه ی زمان بندی بازار تا قیمت بازار به سمت قیمت ذاتی سوق پیدا کند.
- با توجه به اینکه هدف مدیران ارضای سهامداران در کوتاه مدت است به سهامداران نیز توصیه می شود سهامی را که دارای حجم معاملات بالاتری است خریداری کنند تا سود کوتاه مدت معقولی کسب کنند.

پیشنهاد به سایر پژوهشگران

- ✓ توجه به معنادار بودن عامل افزایش سرمایه پیشنهاد می شود در پژوهشی تأثیر قیمت گذاری نادرست سهام بر انواع افزایش سرمایه (از محل مطالبات، آورده ی نقدی و سود انباشته به تفکیک مورد بررسی قرار گیرد).
- ✓ پیشنهاد می شود در پژوهشی تأثیر قیمت گذاری نادرست سهام بر کلیه ی تصمیم های مالی مانند تصمیم های نقدینگی، تصمیم های ساختار سرمایه، تصمیم های تقسیم سود، تصمیم های تصاحب شرکت ها و تصمیم های تأمین مالی به طور مفصل مورد بررسی قرار گیرد.

✓ بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و رفتار توده وار سهامداران حقیقی و حقوقی.

بررسی رابطه بین همزمانی قیمت سهام و ناپایداری قیمت سهام

منابع

خدادادی، ولی؛ نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). قیمت گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه گذاری شرکت ها: شواهدی از نظریه ی ارضای سهامداران. پیشرفت های حسابداری، ۸(۲)، ۹۳-۱۲۲.

نیکو، هانیه؛ ابراهیمی، سید کاظم؛ جلالی، فاطمه. (۱۳۹۹). مقاله پژوهشی: گرایش احساسی سرمایه گذار، نوسان پذیری غیرسیستماتیک و قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۸(۱)، ۶۵-۸۵.

وقفی، سید حسام؛ اشکوه، آزاده. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت. پیشرفت های حسابداری، ۱۳(۲)، ۳۸۷-۴۱۹.

Alber, N., & Ezzat, E. (2021). The Impact of Herding Behavior on Stock Mispricing: The Case of Listed Companies at the Egyptian Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 6(4), 7-10.

Arabi, K. A. M., & Abdelmageed, H. M. (2022). Is Herd Behavior Still Persistent in the Saudi Stock Market?. *Archives of Business Research*, 10(2).