

## بررسی تأثیر قیمت گذاری اشتباه سهام بر کسب بازده مازاد آتی

امیر مرادی زانیانی<sup>۱</sup>

امین حاجیان نژاد<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۲۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۴/۲۴

### چکیده

یکی از موضوعاتی که در سال‌های اخیر توجه بسیاری از پژوهش‌گران حوزه مالی را به خود معطوف کرده است، بحث کارایی قیمت سهام است. کارایی قیمت سهام به این موضوع اشاره دارد که قیمت بازار یک سهم تا چه حد درباره شرایط اقتصادی واقعی و زیربنایی آن سهم آگاهی‌بخش و دارای محتوای اطلاعاتی است. قیمت‌ها از طریق مکانیسم بازار و جمع‌آوری اطلاعات توسط فعالان بازار درباره ارزش معامله‌ای دارایی‌ها، شکل می‌گیرند. به ویژه در بازار سهام، سرمایه‌گذاران با ترکیب‌های متفاوت اطلاعات با یکدیگر، معامله می‌کنند و سعی در کسب سود از طریق اطلاعات خود دارند. در اثر معامله‌های بین سهامداران، قیمت سهام این ترکیب‌های متفاوت اطلاعات را در خود جمع کرده و انتظارات سرمایه‌گذاران از ارزش سهام شرکت‌ها را منعکس می‌کند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه سهام بر کسب بازده مازاد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف پژوهش، یک فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این یک فرضیه با استفاده از روش حذف سامانمند، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۷ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که قیمت‌گذاری اشتباه سهام تأثیر مثبت و معناداری بر کسب بازده مازاد آتی دارد؛ به عبارت دیگر، می‌توان بیان کرد که قیمت‌گذاری اشتباه سهام موجب افزایش مازاد بازده آتی سهام می‌شود.

### واژگان کلیدی

بازده سهام، قیمت‌گذاری نادرست، مازاد بازده سهام.

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی- غیر انتفاعی راغب اصفهانی، اصفهان، ایران.

<sup>۲</sup> استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

## ۱. مقدمه

پدیده قیمت گذاری نادرست سهام و تأثیر آن بر تصمیم‌ها و رفتار مدیران و سرمایه‌گذاران از زمینه‌های جدید پژوهشی در علوم مالی می‌باشد. مدیران شرکت‌ها به این موضوع واقف هستند که تصمیم‌های آنها در بازار سرمایه بازتاب داشته و بر قیمت سهام شرکت تحت مدیریت آنها تأثیر می‌گذارد. از طرفی برخی تغییرات در بازار سرمایه نیز بر تصمیم‌های اتخاذ شده مدیران تأثیر محسوسی دارد. یکی از پدیده‌هایی که در بازار سهام وجود دارد قیمت گذاری نادرست سهام است که وجود آن در پژوهش‌های قبلی تایید شده است. انحراف قیمت سهام شرکت‌ها از ارزش ذاتی آن منجر به قیمت گذاری نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌گردد. برای توضیح این پدیده تئوری‌های مالی سنتی و مالی رفتاری هر یک تفسیرهایی ارائه نموده‌اند. مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. مصادیق مالی رفتاری بیان کننده عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است که منجر به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می‌گردد. طرفداران تئوری مالی رفتاری قیمت گذاری نادرست را در نتیجه انتظارات نامعقول و احساسات سهامداران می‌دانند. طبق تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی مربوط به تعارض منافع بین مدیران و سهامداران است. این تعارض منافع به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران اتفاق می‌افتد. اگر عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشته باشد، تعارض منافع بسادگی با سهامداران آگاه قابل حل است؛ اما حتی اگر تعارض منافع حل شود، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند باعث قیمت گذاری نادرست شود. هرچه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران شرکت مبهم‌تر باشد، درجه انحراف قیمت بازار از قیمت ذاتی بیشتر است؛ بنابراین اثرات رفتاری سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعاتی از عوامل اساسی قیمت گذاری نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌باشد. پنهان کردن یا عدم افشای اطلاعات مهم درباره جنبه‌های آینده شرکت منجر به قیمت گذاری نادرست سهام در بازار سرمایه می‌گردد.

## ۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

با جدایی مالکیت از مدیریت و شکل گرفتن رابطه نمایندگی این امکان بالقوه وجود دارد که بین مدیران و مالکان عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده و مالکان نتوانند فعالیت‌های مدیران را مشاهده کنند؛ در نتیجه ممکن است مدیران تصمیم‌هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع شخصی باشد و قیمت سهام را از قیمت ذاتی آن منحرف سازند. قیمت ذاتی سهام یک سرمایه‌گذاری مانند اوراق بهادار بر اساس دو عامل قدرت سودآوری و کیفیت کسب سود تعیین می‌شود. قدرت سودآوری بر اساس قابلیت‌های واحد اقتصادی برای افزایش یا ثبات سودآوری (تکرارپذیری در سال‌های آینده) قابل اندازه‌گیری است. کیفیت کسب سود بر اساس عواملی مانند مشتری‌مداری، کسب رضایت مشتری، کسب رضایت کارکنان، ریسک نسبی، رقابت و ثبات پیش‌بینی‌های سودآوری ارزیابی می‌شود. در واقع قیمت ذاتی سهام، ارزش واقعی شرکت یا دارایی بر اساس لحاظ تمامی ابعاد کسب‌وکاری از جمله صورت‌های مالی، پتانسیل رشد شرکت و لحاظ دارایی‌های مشهود و نامشهود می‌باشد (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵). یکی از پدیده‌هایی که در بازار سهام وجود دارد قیمت گذاری نادرست سهام است که می‌تواند بر تصمیم‌های مدیران اثر گذارد و باعث افزایش ارزش شرکت شود (خدادادی و نوروزی، ۱۳۹۵). قیمت گذاری نادرست و اشتباه زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت بازار سهام از قیمت ذاتی آن منحرف شده باشد. طبق تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی مربوط به تعارض منافع بین مدیران و مالکان است. این تعارض منافع به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی اتفاق می‌افتد که مدیران بطور نامصفاانه اطلاعات بهتر و

بیشتری نسبت به سهامداران دارند. بخش مهمی از قیمت گذاری نادرست سهام می‌تواند به علت فقدان شفافیت در سطح شرکت باشد. ابهام سرمایه‌گذاران خارج شرکت درباره جریان نقدی آتی شرکت وقتی افزایش می‌یابد که دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند یا زمانی که اطلاعات سهامداران در مقایسه با اشخاص داخل شرکت دارای کیفیت پایین‌تری باشد (پانتزالیس و پارک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

ادبیات مالی به طور وسیعی نشان می‌دهند که ارزشیابی بازار مالی از یک شرکت، رفتارهای مدیریتی و اقدامات شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. قیمت‌های سهام، جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار مبنی بر اطلاعات موجود را منعکس می‌کنند. پنهان کردن یا عدم افشای اطلاعات مهم درباره وضعیت آتی شرکت ممکن است به تعیین قیمت نادرست سهام منجر شود (چی و گوپتا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹)؛ بنابراین منشأ بخش قابل توجهی از قیمت گذاری 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 مشاهده جریان‌های نقدی آتی مبهم‌تر باشد، درجه انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی بیشتر خواهد بود (بادآور نهندی و سرافراز، ۱۳۹۷).

سرمایه‌گذاری درست نبض حیات شرکت و عاملی بنیادین در تعیین فرصت‌های آتی سودآور است. بر اساس مبانی نظری موجود، ارزش شرکت تابعی از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن است که به شدت از سرمایه‌گذاری‌های آن متأثر می‌شود؛ اما این موضوع که آیا شکاف بین قیمت بازار سهام و قیمت ذاتی بر سرمایه‌گذاری مؤثر است یا خیر را می‌توان در عرصه‌ی متون نمایندگی و با توجه به وضعیت بازارهای نوظهور ناقص، مورد بررسی و پژوهش قرار داد. مالی رفتاری و مصادیق آن از عوامل عمده نواقص بازار است. اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی از جمله مصادیق بازار ناقص است که از عوامل اساسی ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌باشد. بخش مهمی از قیمت گذاری نادرست می‌تواند به علت نبود شفافیت در سطح شرکت باشد. طبق نظریه بازار کارا و مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، قیمت گذاری نادرست یک پدیده موقت است و با یک آریتراز قابل توضیح است. قیمت گذاری اشتباه امکان فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی را از شرکت سلب می‌نماید. به بیان دیگر با توجه به تحولاتی که در جهان امروز به ویژه در کشورهای در حال توسعه رخ داده است، این کشورها برای حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و شرایط اقتصادی می‌باشند (کانگ و ریو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹).

مشکل عدم شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری به مرور زمان شرکت‌ها را با مشکل عدم نقدینگی مواجه می‌سازد. پس یافتن راهکار برای آن از اهمیت خاصی برخوردار است. یافته‌های چیانگ‌لی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) موید آن است که مدیران برتر می‌توانند با حل مشکل قیمت گذاری اشتباه، روند صنعتی را بهتر درک کنند، پیش‌بینی تقاضای محصول را دقیق‌تر و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ارزشمندتر ایجاد کنند، بنابراین خود را با فرصت سرمایه‌گذاری بهتر مرتبط سازند. پس انتظار می‌رود که رفع اطلاعاتی که به صورت اشتباه قیمت گذاری شده است، توانایی ایجاد فرصت‌های سرمایه-

1. Pantzalis & Park
2. Chi & Gupta
3. Kanga & Ryu
4. Chiang Lee et al

گذاری آتی را داشته باشد. تئوری مالی سنتی بیان می کند که قیمت سهام باید انتظارات منطقی درباره جریان نقدی آتی سهام را منعکس نمایند، لذا نباید بین قیمت سهام و فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها (با فرض ثبات متغیرهای بنیادی مانند پرداخت های بالقوه از محل این گونه سرمایه گذاری ها) ارتباطی وجود داشته باشد. طبق تئوری سنتی تعدادی از پژوهش ها نتیجه گرفتند که متغیرهای بنیادی قدرت توضیحی پایینی از قیمت فعلی سهام دارند (بلانچارد و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳؛ گویال و یامادا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴؛ مورک و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). در مقابل تئوری سنتی (که در آن قیمت گذاری نادرست سهام هیچ تأثیری بر سرمایه گذاری ندارد)، استین<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) معتقد است که اگر بازده سهام منعکس کننده ریسک بنیادی سهام نباشد و در عوض بازتابی از احساسات سهامداران باشد (مانند بیش برآورد سرمایه گذاران از جریان نقدی آتی)، آنگاه تصمیم های سرمایه گذاری به احساسات سرمایه گذاران بستگی خواهد داشت. برای مثال، اگر سرمایه گذاران بیش از اندازه خوش بین باشند، مدیر به دنبال افزایش قیمت فعلی سهام خواهد بود و از سیاست تهاجمی در سرمایه گذاری استفاده خواهد نمود؛ مانند استین (۱۹۹۶)، تعدادی از پژوهش های تجربی تأثیر قیمت گذاری نادرست سهام بر میزان فرصت های سرمایه گذاری شرکت های آمریکایی را بررسی نمودند؛ نتیجه غالب این پژوهش ها وجود ارتباط مثبت بین سرمایه گذاری و قیمت گذاری نادرست است (بیکر و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳؛ گیلچریست و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵؛ الزهرانی و راثو<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴).

پدیده قیمت گذاری نادرست سهام و تأثیر آن بر بازده سهام و رفتار مدیران و سرمایه گذاران از زمینه های جدید پژوهشی در علوم مالی می باشد. مدیران شرکت ها به این موضوع واقف هستند که تصمیم های آنها در بازار سرمایه بازتاب داشته و بر قیمت سهام شرکت تحت مدیریت آنها تأثیر می گذارد. از طرفی برخی تغییرات در بازار سرمایه نیز بر تصمیم های اتخاذ شده مدیران تأثیر محسوسی دارد. یکی از پدیده هایی که در بازار سهام وجود دارد قیمت گذاری نادرست سهام است که وجود آن در پژوهش های قبلی تایید شده است. انحراف قیمت سهام شرکت ها از ارزش ذاتی آن منجر به قیمت گذاری نادرست شرکت ها در بازار سرمایه می گردد. قیمت گذاری نادرست سهام شرکت ها در بازار سرمایه می تواند به دو صورت باشد؛ در مواقعی که قیمت سهام بالاتر از ارزش ذاتی آن باشد ارزشیابی بیش از واقع و در صورتی که پایین تر از ارزش ذاتی باشد، ارزشیابی کمتر از واقع رخ می دهد. برای توضیح این پدیده تئوری های مالی سنتی و مالی رفتاری هر یک تفسیرهایی ارائه نموده اند. پس از بیان مبانی نظری پژوهش، سوال پژوهش از قرار زیر می باشد: آیا عوامل قیمت گذاری اشتباه، بر کسب بازده غیرعادی تأثیرگذار است؟

## ۲-۱. پیشینه پژوهش

هانگ و هو<sup>۸</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی روابط بین نقدشوندگی، مدیریت سود و بازده مورد انتظار سهام پرداخته اند. در این پژوهش نمونه ای شامل تعداد مشاهدات ۲۲۰۲۲ سال-شرکت از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۸ در کشور چین بررسی شده است. نتایج نشان می دهد که افزایش نقدشوندگی سهام با کاهش درجه مدیریت سود در ارتباط است. علاوه بر این، یافته ها نشان می دهد که اثر تعاملی نقدشوندگی سهام و مدیریت سود بر بازده سهام آتی در شرکت های چینی مثبت

1. Blanchard et al
2. Goyal & Yamada
3. Morck et al
4. Stein
5. Baker et al
6. Gilchrist et al
7. Alzahrani & Rao
8. Huang & Ho

دارد. همچنین نتایج نشان می دهد که مولفه نقدشوندگی سهام در کوتاه مدت در تصمیمات مدیریتی نقشی اساسی در تعیین بازده آتی سهام دارد.

کانگ و ریو<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی نقش اطلاعات در قیمت گذاری اشتباه برای فرصت های سرمایه گذاری آتی پرداخته اند. این پژوهش با استفاده از داده های شرکت های صنعتی ایالات متحده در طول سال های ۲۰۱۶-۱۹۷۴ انجام شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که عوامل مؤثر بر قیمت گذاری اشتباه تأثیر مثبت و معناداری بر شکاف قیمتی بین بازده بازار و بازده سهام، نوسانات بازار سهام و رشد اقتصادی یا تولید ناخالص ملی دارد.

مالاگون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "نوسانات ویژه، نقدینگی مشروط و بازده سهام"، به بررسی رابطه بین نوسانات ویژه، نقدینگی مشروط و بازده سهام پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۶۳-۲۰۱۵ با استفاده از اطلاعات بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا انجام شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که رابطه منفی بین ریسک (نوسانات) ویژه و بازده مورد انتظار در طول زمان فراگیر نیست و توضیح قابل اعتمادی برای ماهیت متغیر زمان خود را ارائه می دهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که پس از رکود اقتصادی، قیمت گذاری مشروط نقدینگی، موجب اصلاح قیمت سهام از نوسانات ویژه که تا ۹ ماه ادامه دارد، می شود. در نتیجه، رابطه منفی بین ریسک ویژه و بازده مورد انتظار در رکود اقتصادی مشاهده نمی شود.

آبو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "نوسانات ویژه بازده سهام: شاخصی از معاملات اختلال زا"، به بررسی پیامدهای انحرافات بازده بازار کارا پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل ۶۰۱۶ شرکت می باشد که در یک دوره زمانی ۳۳ ساله از ۱۹۸۰ لغایت ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار گرفتند. روش آزمون فرضیه ها، آزمون همبستگی و رگرسیون چند متغیره است. یافته های پژوهش حاکی از آنست که خالص نوسانات ویژه رابطه مثبت و قوی با قیمت گذاری نادرست سهام دارد که نشان دهنده نقش افزایشی آن در معاملات اختلال زا است. علاوه بر این نتایج نشان می دهد که نوسانات بازار با قیمت گذاری نادرست سهام مرتبط و با وجود کنترل نوسانات بازار باز هم خالص نوسانات ویژه سهام به قیمت گذاری نادرست سهام مرتبط است و شد رابطه بین آنها بر سطح نوسانات بازار بستگی دارد.

آبدل و خسانی<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "معاملات اختلال زا در بازارهای کوچک"، به بررسی رفتار معامله گران در سطح بازار با تحلیل نوسانات بازده بازار و نوسانات موقت و پایدار بازار در شرکت های کشور اردن پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل ۵۸۹۹ مشاهده (سال-شرکت) می باشد که در یک دوره زمانی ۲۴ ساله از ۱۹۹۲ لغایت ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار گرفتند. در این پژوهش به منظور بررسی و آزمون فرضیه های پژوهش از آزمون ها نسبت واریانس، گارچ و سی گارچ استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که در سطح بازار تأثیر معاملات اختلال گر تأثیر معناداری بر نوسانات بازده سهام دارد و چنین تاثیری نیازمند زمانی طولانی است تا به حالت عادی خود برگردد. علاوه بر این نتایج نشان می دهد که معاملات اختلال زا تاثیری شدیدی بر بالا بردن قیمت سهام شرکت های اردنی دارد.

برگران و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "نوسانات ویژه و بازده سهام"، به بررسی رابطه بین نوسانات ویژه و بازده سهام در بورس سه کشور شیلی، کلمبیا و پرو پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل ۹۹ شرکت از کشور

1. Kanga & Ryu
2. Malagon et al
3. Aabo et al
4. Abdel & Khasawneh
5. Berggruna et al

شیلی، ۲۵ شرکت از کشور کلمبیا و ۳۶ شرکت از کشور پرو که جمعا ۱۶۰ شرکت را شامل می شود. دوره زمانی پژوهش یک دوره ۱۴ ساله از ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴ می باشد. روش مورد استفاده در این پژوهش روش همبستگی و تحلیل سبب سهامی می باشد. نتایج حاصل از تحلیل سبدهای سهامی نشان می دهد که ریسک نوسانات ویژه نمی تواند عامل مناسبی برای پیش بینی بازده سهام در تمامی دوران یا در طول مدت نوسانات ماهانه بالا یا پایین در بازارهای یکپارچه باشد. یافته ها همچنین نشان می دهد که ریسک غیرسیستماتیک نیز نمیتواند عامل قیمت گذاری در چنین بازارهایی باشد.

الزهرانی و رائو<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر قیمت گذاری نادرست سهام بر سرمایه گذاری شرکت ها با استفاده از دو تئوری زمان بندی بازار و تئوری ارضا سهامدار پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که قیمت گذاری نادرست سهام بر رفتار سرمایه گذاری مدیران تأثیر مستقیم دارد و محدودیت مالی نیز به عنوان متغیر واسطه بر این رابطه تأثیر معناداری دارد. همچنین نتایج این پژوهش در مورد دو تئوری مذکور نیز بیانگر پذیرش هر دو تئوری در تشریح رابطه بین قیمت گذاری نادرست سرمایه گذاری می باشد.

نیکو و همکاران (۱۳۹۹) به 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 پرداخته اند. 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 چند گانه 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. 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.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری پرداختند. برای آزمون فرضیه ها، نمونه ای شامل ۱۴ شرکت به روش حذف سیستماتیک از بین شرکت های سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۸۶ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره، به روش داده های ترکیبی استفاده گردید. نتایج حاصل از برآورد مدل های پژوهش نشان می دهد تأثیر عملکرد پایداری و افشاء در سطح عملکرد اجتماعی- اقتصادی شرکت بر مازاد بازده سهام معنادار و معکوس است. همچنین تأثیر عملکرد پایداری و سطح افشای عملکرد اجتماعی- اقتصادی شرکت بر روی سودآوری معنادار نمی باشند. نوروزی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی نقش تعدیلی سهامداران نهادی در رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری شرکت ها پرداختند. به منظور انجام پژوهش ۱۷۰ شرکت را که در بین سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ به طور پیوسته عضو بورس بوده اند، انتخاب نموده و با بکارگیری روش داده های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته شده است. به منظور برآورد مدل ها و آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چندمتغیره با روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته و آزمون های مربوطه استفاده شد. نتایج آزمون ها نشان داد که اولاً بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری رابطه مثبت، معنادار و قوی وجود دارد؛ دوما درصد مالکیت نهادی تأثیر معکوس و معناداری بر ارتباط بین قیمت گذاری نادرست سرمایه گذاری دارد.

خدادادی و نوروژی (۱۳۹۵) پژوهشی با عنوان قیمت گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه گذاری شرکت‌ها: شواهدی از نظریه ارضای سهامداران را در نمونه‌ای شامل ۱۷۳ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۳ انجام دادند. نتایج نشان داد که قیمت گذاری نادرست سهام بر تصمیم‌های سرمایه گذاری مدیران تأثیر معنادار و مستقیم دارد؛ اما میزان محدودیت مالی بر ارتباط قیمت گذاری نادرست سرمایه گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین نتایج نشان داد نظریه ارضای سهامداران می‌تواند رفتار مدیران را نسبت به سهامداران توضیح دهد به طوری که مدیران در تصمیمات سرمایه گذاری به دنبال ارضا سهامداران در کوتاه‌مدت هستند و توجهی به افق بلندمدت ندارند.

عباسی و شریفی (۱۳۹۳) تأثیر قیمت گذاری نادرست بر سرمایه گذاری و ساختار سرمایه در شرکت‌های با محدودیت مالی را در نمونه‌ای متشکل از ۱۱۰ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۹ بررسی نمودند. قیمت گذاری نادرست از طریق مقایسه ارزش بازار به دفتری واقعی و تخمینی محاسبه شد. نتایج نشان داد قیمت گذاری نادرست اثر معکوس بر رفتار سرمایه گذاری دارد، اما این تأثیر فقط تفاوت اندکی هم بر شرکت‌های با محدودیت مالی زیاد و هم با محدودیت مالی کم دارد. به علاوه بین قیمت گذاری نادرست و ساختار سرمایه رابطه مستقیم برقرار است، اما قیمت گذاری نادرست در شرکت‌های با محدودیت مالی زیاد اثر معکوسی بر ساختار سرمایه دارد.

## ۲-۲. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری فوق فرضیه این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

فرضیه پژوهش: قیمت گذاری اشتباه سهام تأثیر معناداری بر کسب بازده مازاد آتی دارد.

## ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل‌های رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز مورد استفاده قرار گرفته است. آزمون اف‌لیمر و آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌ها ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. برای آزمون معنی‌داری کل مدل رگرسیون از آزمون اف‌فیشر و برای آزمون متغیرهای مستقل از آزمون تی استفاده شده است.

## ۳-۱. جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی این پژوهش، سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ می‌باشد. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سامانمند می‌باشد، لذا شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد.

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ) نباشد.

۳. کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد.

۴. طی بازه زمانی پژوهش دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.

۵. حداقل هر سه ماه یک بار سهام آن مبادله شده باشد.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده در نهایت تعداد ۱۰۵ شرکت از جامعه آماری به‌عنوان نمونه انتخاب گردید.

### ۲-۳. تبیین و اندازه‌گیری متغیرها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن‌ها پرداخته می‌شود.

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیر وابسته

بازده مازاد آتی ( $y_{it+1}$ ): مطابق با پژوهش‌های مرادی و نجار (۱۳۹۲) و پیری و همکاران (۱۳۹۸) بازده مازاد برابر است با بازده سالانه سهام شرکت منهای میانگین بازده پرتفوی بازار.

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای مستقل

قیمت‌گذاری اشتباه سهام (MIS): در این پژوهش به پیروی از آبو و همکاران (۲۰۱۷) از رابطه (۱) برای برآورد قیمت-گذاری اشتباه سهام از قدرمطلق پسماند مدل استفاده می‌شود:

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$r_{i,t}$ : بازده سهام  $i$  در سال  $t$ .

$r_{m,t}$ : میانگین موزون بازده بازار در سال  $t$ .

$SMB_{i,t}$ : عامل اندازه که برابر است با تفاوت بین بازده سهام شرکت‌های با اندازه کوچک با شرکت‌های با اندازه بزرگ در سال  $t$ .

$HML_{i,t}$ : عامل ارزش که برابر است با تفاوت بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بالا با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام کم در سال  $t$ .

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت.

اهرم مالی (Leverage): برابر است با نسبت ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌ها.

بازده دارایی‌ها (Profitability): برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

سن شرکت (Age): برابر است با لگاریتم تعداد سال‌های فعالیت شرکت از بدو تاسیس تا کنون.

تقسیم سود (Dividend): برابر است با نسبت سود تقسیمی به سود خالص.

### ۳-۳. طرح آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه پژوهش به پیروی از پژوهش کانگ و ریئو (۲۰۱۹) از مدل رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی به شرح مدل (۱) استفاده خواهد شد. در مدل (۱) در صورتیکه رابطه رگرسیونی و ضریب  $\beta_1$  معنادار باشد، فرضیه پژوهش تایید می‌شود.

(۱)

$$y_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 MIS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Profitability_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Dividend_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$y_{it+1}$ : بازده مازاد آتی شرکت  $i$  در سال  $t+1$

$MIS_{it}$ : قیمت‌گذاری اشتباه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Size_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ .



$Leverage_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$

$Profitability_{it}$ : بازده دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Age_{it}$ : سن شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Dividend_{it}$ : تقسیم سود شرکت  $i$  در سال  $t$ .

#### ۴. یافته های پژوهش

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول شماره (۱): آمار توصیفی متغیرهای مدل

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سن شرکت	۱/۶۱۲۳۹	۱/۶۴۳۴۵	۱/۸۱۹۵۴	۱/۲۳۰۴۵	۰/۱۱۹۲۶	-۰/۸۳۹۹۸	۳/۰۰۲۶۳
تقسیم سود	۰/۲۱۶۴۱	۰/۰۹۳۸۶	۰/۳۶۷۶۶	۰/۰۰۰۰۰	۰/۲۸۱۴۶	۱/۰۶۵۷۸	۲/۷۰۶۱۲
اهرم مالی شرکت	۰/۰۹۸۲۹	۰/۰۴۸۹۹	۰/۸۴۶۲۰	۰/۰۰۰۰۹	۰/۱۵۶۳۱	۴/۴۲۰۷۱	۲۸/۲۸۲۰۲
قیمت گذاری اشتباه سهام	۰/۶۰۲۲۳	۰/۳۹۹۶۴	۱/۹۹۵۷۲	۰/۰۰۱۴۹	۰/۷۸۲۹۹	۴/۰۹۹۰۴	۲۵/۳۰۱۶۱
بازده دارایی ها	۰/۰۶۳۴۷	۰/۰۶۰۹۲	۰/۶۲۱۶۱	-۱/۱۰۹۵۵	۰/۱۷۸۳۷	-۱/۵۶۱۰۴	۱۱/۵۶۹۷۷
اندازه شرکت	۵/۸۰۸۲۱	۵/۷۹۵۶۲	۷/۹۴۹۸۹	۴/۰۵۱۹۲	۰/۶۷۸۳۴	۰/۲۵۰۴۴	۳/۱۲۹۱۷
بازده مازاد آتی	-۰/۱۵۵۹۱	-۰/۲۳۷۱۴	۶/۷۹۸۹۶	-۲/۹۶۴۷۸	۱/۰۳۵۲۵	۲/۰۰۹۹۴	۱۱/۷۹۶۰۴

منبع: یافته های پژوهشگر

فرضیه پژوهش با استفاده از یک مدل رگرسیون به روش داده های ترکیبی آزمون می شود، در مدل های رگرسیونی با توجه به مقادیر احتمال نسبت به رد یا تأیید فرضیه صفر تصمیم گرفته می شود. اگر احتمال کمتر از سطح معنی داری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد، در غیر این صورت فرض صفر پذیرفته می شود. در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره  $F$  و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره  $t$  استفاده می شود. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول زیر منعکس می شود.

جدول شماره (۲): نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه پژوهش

متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره $t$	p-value
MIS	قیمت گذاری اشتباه سهام	۰/۸۹۳۶۷۵	۰/۰۶۵۰۵۴	۱۳/۷۳۷۴۷	۰/۰۰۰۰
SIZE	اندازه شرکت	۰/۶۰۱۲۳۳	۰/۱۱۰۴۸۹	۵/۴۴۱۵۴۷	۰/۰۰۰۰
LEV	اهرم مالی	۰/۰۹۵۷۲۹	۰/۱۷۴۰۰۲	۰/۵۵۰۱۶۰	۰/۵۸۲۳
PROFITABILITY	بازده دارایی ها	۰/۰۲۲۵۱۱	۰/۲۸۱۳۱۷	۰/۷۸۳۴۹	۰/۹۳۷۶
AGE	سن شرکت	-۸/۶۲۲۶۷۳	۲/۳۷۶۴۵۱	-۳/۶۲۸۳۸۲	۰/۰۰۰۳
DIVIDEND	تقسیم سود	۰/۱۴۹۳۷۱	۰/۰۷۰۹۸۷	۲/۱۰۴۱۹۰	۰/۰۳۵۶
C	ضریب ثابت	۹/۶۷۳۷۲۰	۳/۷۵۰۲۷۴	۲/۵۷۹۴۷۰	۰/۰۱۰۰
	ضریب تعیین		۰/۵۷	آماره اف	۱۱/۳۳۷۲۲
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۲	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره  $F$  که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرض  $H_0$  که عدم معناداری کل مدل است، رد می شود و این نشان می دهد که مدل پژوهش معنادار است. مقدار ضریب متغیر قیمت گذاری اشتباه سهام

(MIS) مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه پژوهش است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره  $t$  برای این متغیر برابر  $0/0000$  می‌باشد و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه پژوهش در سطح خطای  $5$  درصد پذیرفته می‌شود. همچنین علامت ضریب این متغیر مثبت می‌باشد که نشان می‌دهد قیمت گذاری اشتباه سهام تاثیر مثبتی بر مازاد بازده آتی سهام دارد.

## ۵. بحث و نتیجه گیری

نتایج پژوهش نشان داد که قیمت گذاری اشتباه سهام تاثیر معناداری بر کسب بازده مازاد آتی دارد، در نتیجه فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. اصلی ترین عاملی که هر سرمایه گذار در تصمیم گیری های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد بازده است. یعنی سرمایه گذاران به دنبال پر بازده ترین فرصت ها برای سرمایه گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد یا دچار نوسان شود زنگ خطر برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد؛ زیرا نوسان پذیری بازده سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سالهای اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش، به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکتها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکتها و همچنین کل اقتصاد بر می‌گردد. از طرف دیگر، سود مندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از طرف سرمایه گذاران از این جهت است که آن ها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی مشی گذاران بازار سرمایه می‌تواند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند. بازارهای کارا از نوسان پذیری و غیرمنتظره تنفر دارند. زمانی که نوسان پذیری وجود داشته باشد، بازارها به علامت بالا بودن ریسک، واکنش نشان می‌دهند. صرف نظر از علت نوسان پذیری مدیران دو راه برای برخورد با آن دارند. یکی، مقابله با علل ریشه‌ای و استفاده از کنترل مدیریتی برای کاهش یا حذف آن می‌باشد، که با این کار ریسک واقعی کاهش می‌یابد و موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. راه حل دیگر، پنهان نمودن نوسان پذیری با استفاده از روش های مختلف حسابداری می‌باشد. حاصل این رویکرد، صرفاً ثبات ظاهری است و ریسک عملیاتی واقعی تغییر نمی‌یابد. در واقع، این رویه موجب افزایش ریسک کل می‌شود، زیرا بازار سرمایه، اطلاعات مورد نیاز خود را از صورت های مالی بدست نمی‌آورد. بنابراین، هزینه سرمایه رو به فزونی می‌گذارد و قیمت اوراق بهادار تنزل می‌یابد. علاوه بر این نوسان ها رفتارهایی متغیر دارند و از روند ثابتی پیروی نمی‌کنند. با توجه به اینکه نوسان بازده غیر متعارف کاربردهایی برای مواردی از قبیل تنوع بخشی و مدیریت پرتفوی، رابطه بین ریسک و پاداش و ارزشیابی حق تقدم دارد و سرمایه گذاران از آن به عنوان معیاری برای ارزیابی ریسک و خط مشی گذاران بازار سرمایه از آن به عنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده می‌نمایند. از منظر محققین مختلف، تفسیر هایی مانند خرید و فروش سهام به قیمتی کمتر نسبت به قیمت سایر سهام توسط سرمایه گذاران، تغییر در نوسان سود، عدم اطمینان به سود و رشد آتی سود و قیمت گذاری نادرست سهام برای نوسان بازده غیر متعارف سهام صورت گرفته است. از سوی دیگر زمانی که وضعیت بازار مناسب باشد، قیمت سهام اجزای بنیادی شرکت را منعکس می‌سازد، اما در واقع حرکت قیمت سهام کاملاً بازتاب یا انعکاسی از ارزش اولیه آن نیست؛ زیرا عوامل غیربنیادی همانند تورش رفتاری

سرمایه گذاران، نبود تقارن اطلاعاتی و خطاهای سیستماتیک هنگام ارزیابی سهام موجب انحراف قیمت سهام از ارزش اولیه یا واقعی آن می‌شود (قیمت گذاری نادرست) که این وضعیت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار است. در نتیجه می‌توان انتظار داشت که قیمت گذاری اشتباه سهام تأثیر معناداری بر کسب بازده مازاد آتی داشته باشد. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کانگ و ریئو (۲۰۱۹)، آبو و همکاران (۲۰۱۷)، الزهرانی و راثو (۲۰۱۴)، چانگ و همکاران (۲۰۰۷)، خدادادی و نوروزی (۱۳۹۵) و عباسی و شریفی (۱۳۹۳) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

۱. با توجه به نتایج پژوهش به سهامداران پیشنهاد می‌شود که به منظور اخذ تصمیمات صحیح و اصولی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها به بازده شرکت‌ها توجه داشته باشند؛ زیرا نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه بازده بدست آمده با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می‌باشد. از آنجایی که افزایش ثروت سهامداران به عنوان هدف اصلی واحدهای تجاری مطرح گردیده است، لذا یک واحد تجاری باید به گونه‌ای عمل کند که با کسب بازده مناسب ثروت سهامداران را افزایش دهد. علاوه بر این بازده در فرایند سرمایه‌گذاری به عنوان نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می‌شود.
۲. با توجه به نتایج پژوهش به سهامداران پیشنهاد می‌شود که به منظور اخذ تصمیمات صحیح و اصولی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها به قیمت گذاری سهام توجه داشته باشند زیرا طبق تئوری زمان‌سنجی بازار شرکت‌ها زمانی که قیمت سهام شرکت افزایش می‌یابد، اقدام به افزایش سرمایه و نهایتاً سرمایه‌گذاری می‌نمایند تا از این طریق سه هدف را برآورده کنند: هدف اول استفاده از صرف قیمت سهام و وارد کردن آن به شرکت، هدف دوم کاهش قیمت بازار به قیمت پایین و جلوگیری از ایجاد فرصت آربیتراژ برای بازار و هدف سوم نیز انجام سرمایه‌گذاری جدید است. مدیران از طریق افزایش سرمایه طبق این تئوری منافی را برای خود (سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که بعضاً خالص ارزش فعلی منفی دارند) و شرکت (صرف قیمت سهام جدید صادر شده) کسب می‌نمایند.

## ۶. منابع و مآخذ

۱. بادآور نهندی، یونس و سرافراز، الهه. (۱۳۹۷). ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار دوره ۱۱*، شماره ۳۷، ۱۳۲-۱۱۹.
۲. پیری، پرویز؛ آشتاب علی و رسولی معصومه. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد با اثر تعدیل‌گری فرصت‌های سرمایه‌گذاری، *مجله علمی دانش حسابداری مالی دوره ۶*، شماره ۲، ۱۸۳-۱۶۱.
۳. خدادادی، ولی و نوروزی، محمد، (۱۳۹۵). قیمت‌گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: شواهدی از نظریه‌ی ارضای سهامداران، *دوفصلنامه پیشرفت‌های حسابداری دوره ۸*، شماره ۲، ۱۲۲-۹۳.
۴. عباسی، ابراهیم و شریفی، مریم، (۱۳۹۳). تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در شرکت‌های با محدودیت مالی، *دوفصلنامه تحقیقات مالی دوره ۱۶*، شماره ۲، ۳۰۸-۲۸۹.
۵. مرادی محمد علی و مصطفی نجار (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دوره ۲۰*، ۱۳۲-۱۰۹.

۶. نوروزی، محمد؛ تقی پوریانی گیلانی، یوسف و فرجی، جعفر. (۱۳۹۷). نقش تعدیلی سهامداران نهادی در رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری شرکت ها، چشم انداز حسابداری و مدیریت دوره ۱، شماره ۳، ۵۴-۴۳.
۷. نوروزی، محمد و خدادادی، ولی. (۱۳۹۵). هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی دوره ۸، شماره ۲، ۱۰۰-۸۵.
۸. نیکو، هانیه؛ ابراهیمی، سید کاظم و جلالی، فاطمه. (۱۳۹۹). گرایش احساسی سرمایه گذار، نوسان پذیری غیرسیستماتیک و قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی راهبرد مدیریت مالی دوره ۸، شماره ۱، ۸۵-۶۵.
۹. هاشمی، سید عباس؛ قاسمی، محمدرضا و رفیعی شهرکی، احمدرضا. (۱۳۹۸). تاثیر عملکرد پایدار شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری. فصلنامه حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه دوره ۹، شماره ۲، ۱۳۸-۱۱۹.
10. Aabo, T.; Pantzalis, Ch; Park, J. Ch; (2017). Idiosyncratic volatility: An indicator of noise trading?. *Journal of Banking and Finance* 75 (2017) 136-151.
11. Abdel, O.; Khasawneh, H. Noise trading in small markets: Evidence from Amman Stock Exchange (ASE). *Research in International Business and Finance* 42 (2017) 422-428.
12. Alzahrani, M. & Rao, R. P (2014), Stock Market Mispricing and Corporate Investments: Evidence from Market-to-Book Ratio Decomposition, *the Financial Review*, 49(1), 89-116.
13. Baker, M., Stein, J. and Wurgler, J (2003), When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms, *Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
14. Berggruna, L. Lizarzurub. E. Cardona. Idiosyncratic volatility and stock returns. *Research in International Business and Finance* 37 (2016) 422-434.
15. Blanchard, O., Rhee, C. and Summers, L. (1993), The Stock Market, Profit, and Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 115-136.
16. Chiang Lee, C. Wang, C, W. Chiu, W, C. Tien, T, S. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*. 57, 65-76.
17. Chi, J., & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earning management. *Journal of Banking and Finance*, 33(3), 1652-1663.
18. Gilchrist, S., C., Himmelberg, A. and Huberman, G. (2005), Do stock price bubbles influence corporate investment?. *Journal of Monetary Economics*, 52(4), 805-827.
19. Goyal, V. K. and Yamada, T (2004), Asset Prices, Financial Constraints, and Investment: Evidence from Japan, *the Journal of Business*, 77(1), 175-199.
20. Huang, Hung-Yi. Ho, Kung-Cheng. (2020). Liquidity, earnings management, and stock expected returns, *North American Journal of Economics and Finance* 54: 1-13.
21. Kanga, H. Ryu, D. (2019). Information in mispricing Factors For Future Investment opportunities. *North American Journal of Economics and Finance*. 47. 657-668.
22. Malagon, Juliana. Moreno, David. Rosa Rodriguez. (2018). Idiosyncratic volatility, conditional liquidity and stock returns, *International Review of Economics and Finance* 53 118-132.
23. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny. R. W (1990), The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 157-215.
24. Pantzalis, C. and Park, J. C. (2014), Agency Costs and Equity Mispricing, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(2), 89-123.
25. Stein, J. C (1996), Rational Capital Budgeting in an Irrational World, *Journal of Business*, 69(4), 429-455.

# The Effect of Stock Mispricing Earn Excess Returns on Future

Amir Moradi Zaniani<sup>1</sup>  
Amin Hajiannejad<sup>\*2</sup>

Date of Receipt: 2022/06/11 Date of Issue: 2022/07/15

## Abstract

One of the topics that have attracted the attention of many financial researchers in recent years is the discussion of stock price efficiency. Stock price efficiency refers to the extent to which the market price of a stock is informative, informative, and informative about the actual economic conditions and infrastructure of that stock. Prices are formed through market mechanisms and the collection of information by market participants about the transaction value of assets. Especially in the stock market, investors trade with different combinations of information and v try to make a profit through their information. As a result of inter-shareholder transactions, the stock prices of these different combinations collect information and reflect investors 'expectations of the value of the companies' shares. The purpose of this study is to investigate the effect of wrong stock pricing on obtaining future surplus returns in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In line with the purpose of the research, a hypothesis was developed. To test this hypothesis using the systematic elimination method, a sample consisting of 105 companies was selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2009 to 2018. Multivariate regression models using combined data method have been used to analyze the data and test the hypotheses. Wrong stock pricing has a significant effect on future surplus returns. Commentary: According to the research results, shareholders are advised to pay attention to stock pricing in order to make correct and principled investment decisions in companies 'stocks, because according to the companies' market timing theory, when the company's stock price Increase, increase capital, and ultimately invest in order to meet three goals: the first goal is to use the stock price and bring it into the company, the second goal is to reduce the market price to a low price and prevent Creating an arbitrage opportunity for the market, and the third goal is to make new investments. By raising capital, managers according to this theory earn benefits for themselves (investing in projects that sometimes have a net negative present value) and the company (just investing in newly issued stock prices).

## Keywords

Stock Returns, Stock Mispricing, Excess stock Returns.

1. Master's degree in accounting - Ragheb Esfahani Non-Governmental Higher Education Institute, Isfahan, Iran

2. Assistant Professor, Accounting Department, Isfahan University, Isfahan, Iran