



<https://amf.ui.ac.ir>

**Journal of Asset Management and Financing**  
E-ISSN: 2383-1189  
Vol. 12, Issue 3, No. 46, Autumn 2024, p 85- 102  
Received: 06/01/2024 Accepted: 29/07/2024

**Research Paper**

**The Mediating Role of Cash Flow Statement Indicators in the Relationship between Stock Mispricing and Corporate Cash Holdings**

**Ali Majeed Oglah**

Ph.D. Candidate, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Management and Economics, Urmia University, Urmia, Iran  
a.majeedoglah@urmia.ac.ir

**Hamzeh Didar** \* 

Associate Professor, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Management and Economics, Urmia University, Urmia, Iran  
h.didar@urmia.ac.ir

**Gholamreza Mansourfar**

Associate Professor, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Management and Economics, Urmia University, Urmia, Iran  
g.mansourfar@urmia.ac.ir

**Abstract**

This study investigated how Tehran Stock Exchange (TSE) firms made cash holdings decisions when their stocks were mispriced in the market. The research also examined the mediating role of cash flow statement indicators in the relationship between stock mispricing and corporate cash holdings. The dataset comprised information from 106 companies listed on the TSE over an 11-year period from 2012 to 2022. The analysis was conducted using EViews and Stata software. The results of the first hypothesis test showed that stock mispricing had a positive and significant effect on a company's propensity to hold cash. The statistical models for the second and third hypotheses confirmed the mediating effects of cash flow statement indicators in the relationship between share mispricing and corporate cash holdings. However, further analysis revealed that the effects of mispricing were primarily transmitted through the channel of financing activities on a company's cash holdings decisions. The findings suggested that the firms tended to maintain higher cash reserves when their stocks were mispriced, so they could utilize these funds for investment or other purposes as needed. This underscored the importance of cash flow information in understanding how firms managed their cash holdings in response to share mispricing. The study provided insights for both corporate managers and investors regarding the drivers of corporate cash policies.

**Keywords:** Cash Holding, Mispricing, Cash Flow, Financing.

**JLE:** D25, D53, M41

**Introduction**

Corporate cash flows are a critical factor in business decision-making and financial evaluations (Mashayekh & Razani, 2021). In imperfect markets, stock mispricing can encourage firms to hold higher cash reserves to manage volatile conditions and reduce risk. Firms may maintain cash for various reasons, such as avoiding cash shortages, benefiting from tax incentives, exercising managerial discretion, and addressing agency issues (DeAngelo et al., 2010; Faulkender et al., 2019; Foroughi & Farzadi, 2014; Nanda & Vadilyev, 2023). Stock mispricing can present both opportunities and challenges, potentially leading to fluctuations in a company's cash and investment levels. From a theoretical perspective, stock mispricing can affect a firm's financial and investment decisions, prompting managers to adjust cash holdings based on the perceived misvaluation of the company's stocks. Drawing on reception theory and market timing theory, the effects of stock mispricing are primarily transmitted through a firm's financing and investment activities, which then shape its cash reserve decisions (Polk & Sapienza, 2009; Chen et al., 2021). This study investigated whether stock mispricing influenced a firm's willingness to hold cash and the specific channels, through which this effect occurred. The key research questions were: Do companies tend to increase their cash holdings in response to stock mispricing? If so, how does mispricing primarily shape a firm's desire to maintain cash reserves? Based on the theoretical foundations, the study focused on net cash flows from investment and financing activities as the potential channels, through which the effects of stock mispricing might be transmitted to the firm's cash holdings decisions.

\*Corresponding author

Majid Okaleh, A., Didar, H., & Mansourfar, G. (2024). The mediating effect of Cash Flow Statement Indicators in the relationship between Mispricing and Firm's propensity to Hold Cash. *Journal of Asset Management and Financing*, 12 (3), 85-102.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2024.140245.1854

## Materials & Methods

The data pertaining to the study's variables were collected from the Tehran Stock Exchange (TSE) and Securities Exchange Organization (SEO) databases, the Rahvard Navin software, and the financial statements of the companies. The research period spanned an 11-year timeframe, covering the financial statements from 2013 to 2022. The statistical sample comprised 106 companies, representing a total of 1,166 observations. The data analysis was conducted using EViews and Stata software. By adopting a quantitative approach and leveraging post-event observations, the study ensured that the variables could not be manipulated, enhancing the reliability and validity of the findings. The use of established databases and financial statements as data sources further strengthened the credibility of the research. The analysis powered by well-regarded statistical software enabled a rigorous examination of the research hypotheses.

## Findings

The analysis results of the first hypothesis indicated that stock mispricing had a positive and significant effect on a company's willingness to hold cash. This suggested that when a firm's stock value was higher than its intrinsic worth, the company tended to seize the opportunity to increase its cash reserves. The Sobel test results for the second hypothesis revealed that net cash from financing activities had a mediating effect on the relationship between mispricing and the company's desire to maintain cash. The regression analysis for the second hypothesis, in line with market timing theory, demonstrated that mispricing positively and significantly impacted net cash from financing activities. Moreover, when the mediating variable of net cash from financing activities was included in the relationship between mispricing and the company's cash holdings, the coefficient of the independent variable (mispricing) decreased slightly compared to its direct effect in the first hypothesis, but remained significant. This evidence supported the notion that, in accordance with market timing theory, companies leveraged the financing opportunities created by mispricing and tended to save and retain cash for their expenditures. The Sobel test results for the third hypothesis also aligned with the theoretical foundations, indicating that net cash from investment activities had a mediating effect on the relationship between mispricing and the company's desire to hold cash. The findings further showed that mispricing had a negative and significant impact on net cash from investment activities. This was consistent with the theoretical underpinnings and suggested that when a company's stock price was higher than its intrinsic value, the firm tended to increase its capital expenditures, leading to a negative net cash flow from investment activities. Conversely, when the stock value was lower than its real value, companies might reduce their capital expenditures, preventing cash outflows through investment activities. In some cases, the firms whose shares were priced lower than their intrinsic values might be forced to sell their capital assets due to financial difficulties and this could explain the observed negative impact. In summary, findings indicated that stock mispricing could significantly influence a company's willingness to maintain cash reserves, with the effects being primarily transmitted through the firm's financing and investment activities.

## Discussion & Conclusion


A comparison of the Sobel test statistics for the second and third hypotheses, which were 2.504 and 2.137, respectively, indicated that the effects of stock mispricing were more pronounced through the channel of financing activities. This suggested that the company's desire to maintain cash reserves was primarily channeled through financing activities. This result highlighted the precautionary motives of the companies. The results demonstrated that these firms had paid greater attention to their financing activities and less emphasis on investment activities when their stock prices were mispriced. In other words, companies tended to accumulate cash reserves under mispricing conditions so that they could subsequently utilize these saved funds for investment or other purposes as needed. This behavior could be interpreted as a strategic response by the firms to the market timing opportunities created by stock mispricing. When a company's shares were overvalued, the firm was inclined to exploit the favorable financing conditions by increasing its cash holdings. Conversely, when the stock was undervalued, the company might scale back its investment activities to preserve cash. The mediating role of net cash from financing and investment activities in the relationship between mispricing and the firm's cash holdings further underscored the importance of these channels in the overall cash management strategy of the organizations. Companies appeared to be actively managing their cash flows and capital expenditures to capitalize on the market timing opportunities presented by stock mispricing. In conclusion, this study provided empirical evidence that stock mispricing significantly influences a company's willingness to maintain cash reserves, with the effects primarily channeled through the firm's financing and investment activities. These findings contribute to the understanding of how companies navigate the complex dynamics of stock valuation and cash management in their strategic decision-making.

## مقاله پژوهشی

# اثر میانجی شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه سهم و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد

علی مجید عکله

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران  
a.majeedoglah@urmia.ac.ir

حمزه دیدار 

دانشیار، گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران  
h.didar@urmia.ac.ir

غلامرضا منصورفر

دانشیار، گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران  
g.mansourfar@urmia.ac.ir

### چکیده

هدف مطالعه حاضر در وهله نخست، بررسی نحوه تصمیم‌گیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران درباره ذخایر وجوه نقدشان در زمانی که سهم آنها در بازار به اشتباه قیمت‌گذاری شده است؛ علاوه بر این، پژوهش حاضر اثر میانجی شاخص‌های جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه سهم و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را بررسی کرده است. در این پژوهش از اطلاعات ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۱ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ استفاده شده است. افزون بر این جهت تجزیه و تحلیل داده‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز و استاتا استفاده شده است. نتایج فرضیه اول نشان داد که قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری گذاشته است و برازش رابطه‌های آماری فرضیه دوم و سوم نیز بیانگر تأیید اثر میانجی شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه سهم تمایل به نگهداشت وجه نقد دارند، تا در مواقع ضرورت از این وجوه ذخیره‌شده جهت سرمایه‌گذاری یا مصارف دیگر استفاده کنند. استراتژی نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها آینده و سرنوشت آنها را تعیین خواهد کرد. درباره ایران به‌عنوان کشوری درحال توسعه، بررسی تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اهمیت زیادی دارد. این بدین علت است که هر اقتصاد درحال توسعه‌ای به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی برای این سرمایه‌گذاری‌ها نیاز دارد.

کلیدواژه‌ها: نگهداشت وجه نقد، قیمت‌گذاری اشتباه سهم، صورت جریان وجوه نقد، تأمین مالی

طبقه بندی موضوعی: D25, D53, M41

\* نویسنده مسئول

مجید عکله، علی، دیدار، حمزه، منصورفر، غلامرضا. (۱۴۰۳). اثر میانجی شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۲ (۳)، ۸۵-۱۰۲.



## مقدمه

جریان‌های نقدی در واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری‌ها و تصمیمات شرکت‌ها براساس آنها انجام می‌شود (Mashayekh & Razani, 2021). در این راستا در یک بازار ناقص، که قیمت‌گذاری اشتباه یک پدیده‌مرسوم است، شرکت‌ها تمایل دارند وجه نقد خود را برای معاملات آتی، جهت ایمن ماندن و محافظت در مقابل شرایط ناسازگار بازار و کاهش ریسک آتی خود حفظ کنند (Dehong et al., 2016). در این راستا قیمت‌گذاری اشتباه عاملی تعیین‌کننده و مهم در تمایل شرکت‌ها به نگهداری وجه نقد محسوب می‌شود (Chen et al., 2021). از آنجایی که شرکت‌ها برای نگهداری و حفظ عملیات اجرایی خود نیازمند به سطح کافی از وجه نقد است، قیمت‌گذاری اشتباه سهام می‌تواند عاملی انگیزشی برای تأمین نیازهای نقدینگی شرکت‌ها در نظر گرفته شود (Warusawitharana & Whited, 2016). شرکت‌ها همواره به دلیل کمبود وجه نقد (DeAngelo et al., 2010)، انگیزه‌های مالیاتی (Faulkender et al., 2019)، انگیزه‌های احتیاطی (Denis & Sibilkov, 2010)، انگیزه‌های نمایندگی (Foroughi & Farzadi, 2014) یا برای هموارسازی سرمایه‌گذاری‌های خود، تمایل به نگهداشت وجه نقد دارند (Nanda & Vadilyev, 2023). در این راستا قیمت‌گذاری اشتباه می‌تواند فرصت یا چالش تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را شکل دهد. این موضوع را می‌توان از طریق موضوع اعتبار و نظریه عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کرد.

پدیده قیمت‌گذاری اشتباه سهم موجب از بین رفتن ارزش شرکت و اعتبار آن درخصوص صداقت و راستگویی می‌شود. اعتباری که برای موفقیت یک شرکت لازم و ضروری است (Badavrenhandi & Sarafraz, 2017)؛ زیرا اعتبار برای عوامل بیرونی شرکت از جمله سهام‌داران، اعتباردهندگان و مشتریان بسیار مهم است و می‌تواند بر تأمین مالی و جریان‌های نقدی شرکت‌ها اثر بگذارد (Chen et al., 2021). در شرایط حادث نیز قیمت‌گذاری اشتباه سهم ممکن است به سقوط قیمت سهام منجر شود (Polk & Sapienza, 2009) که به نوبه خود مشکلات تأمین مالی را به همراه دارد؛ بنابراین، چنین مشکلاتی که ناشی از قیمت‌گذاری اشتباه سهم است، احتمالاً می‌تواند تمایلاتی را در شرکت جهت نگهداشت وجه نقد ایجاد کند.

از منظر نظریه عدم تقارن اطلاعاتی نیز شرکت‌هایی با ارزش‌گذاری بیش از واقع به دلیل دسترسی به منابع مالی بیشتر، برای استفاده از بدهی تمایل کمتری نشان داده و برعکس، شرکت‌های با ارزش‌گذاری کمتر از واقع به دلیل دسترسی نداشتن به منابع مالی ارزان تمایل بیشتری به استفاده از بدهی دارند (Kurdestani et al., 2011). در هر صورت قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر تصمیم‌گیری شرکت‌ها و همچنین بر تمایل آنان به نگهداشت وجه نقد به دلیل دسترسی داشتن یا دسترسی نداشتن به منابع مالی اثر می‌گذارد (Chen et al., 2021)؛ در این راستا براساس نظریه پذیرایی<sup>۱</sup> و نظریه زمان‌بندی بازار<sup>۲</sup>، اثرات قیمت‌گذاری اشتباه سهم بیشتر از طریق فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بر ذخایر نقدی شرکت منتقل می‌شود (Polk & Sapienza, 2009; Chen et al., 2021).

بر مبنای تئوری زمان‌بندی بازار هنگامی که سهام شرکت‌ها بیش از ارزش ذاتی قیمت‌گذاری شده است، فرصتی برای شرکت‌ها ایجاد می‌شود تا از طریق انتشار سهام، تأمین مالی نمایند و ذخایر وجه نقد خود را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، نگهداری وجه نقد یا پرداخت بدهی افزایش دهند (Baker et al., 2003; Jensen, 2005; Shleifer & Vishny, 2005). این بدین علت است که در چنین حالتی تأمین مالی از طریق انتشار سهام ارزان‌تر است؛ درحالی که برای شرکت‌های کم‌ارزش‌گذاری شده، جریان نقدی باتوجه به کاهش منابع مالی خارجی به دلیل گران بودن آن به سمت کاهش سرمایه‌گذاری و پس‌انداز نقدی تغییر پیدا می‌کند (Chang et al., 2022).

بر مبنای نظریه پذیرایی نیز استدلال می‌شود که ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه تأثیر مستقیمی بر روی

<sup>1</sup> Catering Theory

<sup>2</sup> Market Timing Theory

سرمایه‌گذاری شرکت دارد و مدیران شرکت‌ها از طریق سرمایه‌گذاری، از ارزشیابی نادرست بازار پذیرایی می‌کنند (Chen et al., 2021). بدین صورت که وقتی سهام شرکت بیش از حد ارزیابی شوند، مدیران برای جلوگیری از سقوط قیمت سهام (که به موقعیت و پاداش آنها آسیب می‌رساند) تمایل به افزایش سرمایه‌گذاری پیدا می‌کنند؛ در همین راستا بشیری جویباری و پاکیزه (Bashiri Joibari & Pakizeh, 2014) نشان دادند که قیمت‌گذاری نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر مثبت و معناداری دارد و بیان می‌دارند که ارزش بازار سهام شرکت‌ها اطلاعاتی را برای مدیران شرکت‌ها در ارتباط با تصمیمات سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. این امر می‌تواند موجب کاهش نگهداشت وجوه نقد شرکت شود. به عبارت بهتر، بر اساس نظریه پذیرایی، قیمت‌گذاری اشتباه سهم شرکت‌ها در بازار سرمایه، مستقیماً بر سیاست‌های مدیران درباره نگهداشت یا هزینه‌کرد وجوه نقد تأثیر می‌گذارد. این تأثیر ناشی از انگیزه مدیران برای حفظ موقعیت و پاداش خود است (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). در مقابل، وقتی سهام شرکت کمتر از حد ارزیابی شود، مدیران برای جلوگیری از تشدید این ارزشیابی پایین، تمایل به کاهش سرمایه‌گذاری پیدا می‌کنند. در این حالت، مدیران ترجیح می‌دهند وجوه نقد شرکت را بیشتر نگهدارند تا در معرض واکنش منفی سرمایه‌گذاران قرار نگیرند (Polk & Sapienza, 2009)؛ در این راستا ممیز و واگنر (Memis & Wagner, 2023) نشان دادند که قیمت‌گذاری کمتر از حد سهم با نگهداشت وجوه نقد بیشتر در شرکت مرتبط است؛ علاوه بر این فریرگ و همکاران (Friberg et al., 2024) علاوه بر مشاهده افزایش نگهداشت وجوه نقد توسط مدیران در پاسخ به قیمت‌گذاری اشتباه سهم، نشان دادند که در چنین شرایطی مدیران سطح سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نیز کاهش می‌دهند؛ بنابراین، هر دو حالت قیمت‌گذاری اشتباه سهم (چه بیش از حد، چه کمتر از حد) مستقیماً بر تصمیم مدیران برای نگهداشت یا هزینه‌کرد وجوه نقد شرکت تأثیر می‌گذارد. این تأثیر ناشی از انگیزه مدیران برای حفظ موقعیت و پاداش خود است (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). براساس نظریه پذیرایی سایر انگیزه‌های مدیران را که بر تمایل آنان به نگهداری وجوه نقد در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه تأثیر می‌گذارد، شامل انگیزه کاهش ریسک و افزایش امنیت مالی، نشان‌دادن کارایی و مهارت خود و انگیزه تأمین منابع مالی برای فرصت‌های رشد آتی می‌دانند (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Chen et al., 2021).

بنابراین انتظار بر این است که قیمت‌گذاری اشتباه سهم، تمایل شرکت به نگهداشت وجوه نقد را بیشتر از طریق فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری ایجاد کند؛ در این راستا طبقات خالص وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد به‌عنوان شاخص‌های انتقال‌دهنده جریان‌های نقدی در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه سهم و تمایل شرکت به نگهداشت وجوه نقد انتخاب شده است؛ بنابراین، در پژوهش حاضر سعی شده است تا به این سؤال پاسخ داده شود که آیا قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر تمایل شرکت‌ها به نگهداشت وجوه نقد تأثیرگذار است و اگر این اثر وجود دارد، بیشتر قیمت‌گذاری اشتباه سهم از چه کانال‌هایی شرکت‌ها را به نگهداری وجوه نقد تشویق می‌کند.

بررسی پیشینه پژوهشی موجود نشان می‌دهد که مسئله پژوهش حاضر به‌لحاظ انجام در ایران نو است و بر غنای پیشینه پژوهشی این حوزه خواهد افزود؛ بنابراین، علاوه بر پرکردن خلأ پژوهشی، ارزش افزوده‌های زیر برای این پژوهش متصور خواهد بود:

۱. بررسی این موضوع در بازار سرمایه ایران می‌تواند به درک بهتر نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌های دارای قیمت‌گذاری اشتباه کمک کند؛ یعنی بررسی اینکه چگونه این شرکت‌ها براساس اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد در شرایطی تصمیم‌گیری می‌کنند که سهم آنها در بازار به اشتباه قیمت‌گذاری شده است؛ ۲. استراتژی نگهداشت وجوه نقد توسط شرکت‌ها، آینده و سرنوشت آنها را تعیین خواهد کرد. درباره ایران به‌عنوان کشوری در حال توسعه، بررسی تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اهمیت زیادی دارد. این بدین علت است که هر اقتصاد در حال توسعه‌ای به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی برای این سرمایه‌گذاری‌ها نیاز دارد؛ ۳. رونق بازار سرمایه هر کشوری به نفع اقتصاد آن است.

شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران همواره به دنبال کسب اعتبار در این بازار هستند تا بتوانند به اهداف سازمانی خود دست یابند؛ در این راستا تحقق اهداف شرکت‌ها به نوعی تحقق اهداف اقتصادی کشور است؛ بنابراین، بررسی نوع اثر قیمت‌گذاری اشتباه سهم از طریق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، می‌تواند پیشنهاد کاربردی مختلفی را برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران داشته باشد؛ ۴. ایجاد تمایل به نگهداشت وجه نقد به سبب وجود قیمت‌گذاری اشتباه سهم ممکن است نشانه‌ای از صرفه‌جویی و یا از دست دادن فرصت سرمایه‌گذاری باشد؛ بنابراین، اگر قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت اثر منفی داشته باشد، نتایج این پژوهش می‌تواند راهنمایی برای شرکت‌ها و مدیران آن‌ها در جهت تصمیم‌گیری درست و صحیح باشد.

برای این منظور در ابتدا، مقدمه‌ای در خصوص موضوع پژوهش بیان شد و در ادامه، درباره مبانی نظری فرضیه‌ها، روش پژوهش، روش‌های آماری، تجزیه و تحلیل داده‌ها نتایج و پیشنهادها مطرح خواهد شد.

### مبانی نظری

پیشینه پژوهشی بیان می‌دارد که قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها بر فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آنها اثر می‌گذارد، به‌خصوص اگر این قیمت‌گذاری‌ها اشتباه تلقی شوند. زمانی که قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها اشتباه باشد، این موضوع نه تنها بر تصمیمات آنها برای تأمین مالی خارجی تأثیر می‌گذارد (به دلیل اختلاف هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی)، بلکه بر میزان اتکای آنها به منابع مالی داخلی برای مصارف مختلف نیز تأثیرگذار است (Chang et al., 2015). در چنین شرایطی، طبق مطالعه چن و همکاران (Chen et al., 2021) شرکت‌ها تمایل دارند که نقدینگی داخلی خود را به طور هدفمند مدیریت کنند؛ به این معنی که آنها سعی دارند بخش بیشتری از منابع نقدی خود را نگه دارند تا در زمان ایجاد فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری بتوانند از این وجوه استفاده کنند. در واقع، قیمت‌گذاری اشتباه سهم، شرکت‌ها را ترغیب می‌کند که نقدینگی بیشتری را حفظ و در زمان مناسب از آنها استفاده کنند؛ در این راستا در دوره‌های کاهش ارزش (بیش قیمت‌گذاری) که وجوه خارجی پرهزینه‌تر (ارزان‌تر) هستند، شرکت‌ها بیشتر (کمتر) به وجوه داخلی برای سرمایه‌گذاری جاری و انتقال نقدینگی برای حفظ فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی خود متکی هستند. در یک بازار ناقص که قیمت‌گذاری اشتباه پدیده‌ای مرسوم است، شرکت‌ها تمایل دارند که وجه نقد خود را برای معاملات و کاهش ریسک آتی خود حفظ کنند (Dehong et al., 2016). در این صورت اثری مثبت از قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه متصور خواهد بود؛ علاوه بر این، هنگامی که قیمت‌گذاری اشتباه سهم وجود دارد، از نظر نظریه نشان‌دهنده آن است که مدیران احتمالاً سهام با ارزش بیش از حد را منتشر می‌کنند یا سهام کم‌ارزش را برای سوءاستفاده از ارزش‌گذاری نادرست در این بازه‌های زمانی بازخرید می‌کنند. این تصمیمات تأثیر مثبت قیمت‌گذاری اشتباه را بر انباشت وجه نقد پیش‌بینی می‌کند (Chen et al., 2021)؛ براین اساس فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تبیین شده است:

فرضیه اول: قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری دارد.

شرکت‌هایی که بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی هستند، به احتمال بیشتری از قیمت‌گذاری اشتباه صدمه می‌بینند. اگر سهام این شرکت‌ها کمتر از واقع ارزیابی شود، ممکن است شرکت‌های مذکور مجبور شوند، از یک سو برای تأمین مالی اجرای پروژه‌های خود به دنبال روش جایگزین همچون استفاده از بدهی باشند که در این صورت به دفعات کمتری سهام منتشر کرده و از نسبت بدهی مطلوب فاصله می‌گیرند؛ از سوی دیگر، زمانی که سهام شرکت‌ها بیشتر از ارزش واقعی ارزش‌گذاری می‌شود، این شرکت‌ها به منظور متعادل کردن ساختار سرمایه خود به طور گسترده‌تری اقدام به انتشار سهام می‌کنند (Kurdestani et al., 2011). طبق نظریه زمان‌بندی بازار، نحوه قیمت‌گذاری بازار، ساختار سرمایه شرکت را مشخص

می‌کند. زمانی که مشاهده شود سهام شرکتی بیشتر از واقع قیمت‌گذاری شده، این شرکت از طریق صدور سهام اقدام به تأمین مالی کرده است و در نقطه مقابل، زمانی که سهام شرکت کمتر از واقع قیمت‌گذاری شود، شرکت از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی کرده است یا اقدام به بازخرید سهام می‌کند (Yang, 2013; Baker & Wurgler, 2002).

چن و همکاران (Chen et al., 2021) بیان می‌دارند که قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت‌ها به نگهداری وجه نقد بیشتر از طریق کانال‌های سرمایه‌گذاری، سود سهام و انتشار سهام اثر می‌گذارد. این اقدامات، به‌نوبه خود دارایی‌های نقدی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. رشته روبرو‌رشدی از ادبیات نشان می‌دهد که انتشار سهام را به‌عنوان نوعی پس‌انداز بررسی می‌کند (McLean, 2011; Rossi & Sahlstrom, 2019; Acharya et al., 2020; McLean, 2011; McLean & Zhao, 2018). پیشنهاد می‌کند که پس‌اندازهای نقدی انتشار سهام، منبع اصلی نقدینگی هستند که با پیش‌بینی اینکه جریان‌های نقدی داخلی به‌عنوان منبع اصلی زمانی در تضاد است که شرکت‌ها انگیزه‌های احتیاطی یا نمایندگی دارند. برخلاف مک‌لین (McLean, 2011) و آچاریا و همکاران (Acharya et al., 2020) که بر نقش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام در انتشار سهام تمرکز می‌کنند، چن و همکاران (Chen et al., 2021) نشان می‌دهند که قیمت‌گذاری اشتباه می‌تواند درآمدهای انتشار سهام از انتشار سهام و منابع دیگر، مانند اعمال اختیار خرید سهام را توضیح دهد. چن و همکاران (Chen et al., 2021) از نمونه گسترده‌تری استفاده کرده و نشان می‌دهند که صادرکنندگان سهام فصلی و غیرفصلی در صورت قیمت‌گذاری اشتباه سهم، پول نقد پس‌انداز می‌کنند. پرواضح است که هرگونه تغییر در فعالیت‌های تأمین مالی که منجر به تغییرات در وجوه نقد شرکت‌ها شود، در نهایت به‌عنوان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در صورت جریان وجوه نقد منعکس خواهد شد؛ بنابراین، براساس آنچه بیان شد، پدیده قیمت‌گذاری اشتباه موجب شکل‌گیری انگیزه‌های مختلفی در شرکت‌ها در خصوص فعالیت‌های تأمین مالی آنها شده است و این انگیزه‌ها به احتمال نشان‌دهنده تمایل آنها به نگهداشت وجه نقد باشد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز به‌صورت زیر تبیین می‌شود:

*فرضیه دوم: قیمت‌گذاری اشتباه از طریق شاخص خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را ایجاد می‌کند.*

بر مبنای نظریه پذیرایی استدلال می‌شود که قیمت‌گذاری اشتباه شرکت‌ها در بازار سهام تأثیر مستقیمی بر روی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت دارد و مدیران شرکت‌ها از طریق کاهش یا افزایش سرمایه‌گذاری به ارزش‌های نادرس بازار پاسخ می‌دهند (Chen et al., 2021). بدین صورت، در مواقعی که سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ارزش‌های بیش از واقع می‌شود، مدیران شرکت‌ها به منظور حفظ و جلوگیری از سقوط قیمت سهام که تأثیری منفی بر روی حرفه و پاداش آنها می‌گذارد، تمایل به افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارند. افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی باارزشی است، که توسط آنها درباره سودهای آتی به بازار ارائه می‌شود. در مواقعی که شرکت‌ها در بازار سرمایه ارزش‌های کمتر از واقع می‌شوند، مدیران به منظور جلوگیری از تشدید این ارزش‌های برای کاهش مخارج سرمایه‌ای شرکت کوشش می‌کنند؛ زیرا در این مواقع اعلان افزایش مخارج سرمایه‌گذاری، واکنشی منفی از سوی سرمایه‌گذاران شرکت را در پی خواهد داشت (Polk & Sapienza, 2009)؛ در این راستا نتایج پژوهش بادآورنده‌ی و سرافراز (Badavrenhandi & Sarafraz, 2017) و چن و همکاران (Chen et al., 2021) نیز نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اشتباه بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین، بر مبنای نظریه پذیرایی، شرکت‌ها با افزایش یا کاهش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به بازار پاسخ داده و این پاسخ که از قیمت‌گذاری اشتباه ناشی می‌شود، به احتمال نشان‌دهنده تمایلات مدیران شرکت‌ها به نگهداشت وجه نقد باشد؛ زیرا قیمت‌گذاری اشتباه انگیزه‌هایی را در مدیران ایجاد می‌کند که می‌تواند مدیران را ترغیب به نگهداشت وجه نقد یا هزینه‌کردن آن از طریق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کند؛ از جمله این انگیزه‌ها می‌توان به حفظ موقعیت و پاداش، کاهش ریسک و افزایش امنیت مالی، نشان‌دادن کارایی و مهارت و تأمین منابع مالی برای فرصت‌های رشد آتی اشاره کرد. این انگیزه‌ها بر تمایل



مدیران به نگهداشت یا هزینه‌کرد وجوه نقد، در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه سهم اثر می‌گذارد (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Chen et al., 2021). به بیان بهتر قیمت‌گذاری اشتباه از طریق کانال فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثرگذار است. از آنجایی که هرگونه تغییر در مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها موجب تغییر در وجوه نقد نگهداری شده شرکت می‌شود، در بخش خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری منعکس خواهد شد. فرضیه سوم پژوهش نیز به شکل زیر تبیین شده است:

فرضیه سوم: قیمت‌گذاری اشتباه از طریق شاخص خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را ایجاد می‌کند.

### روش پژوهش

مطالعه حاضر از نوع پژوهش‌های کمی است و از روش‌های تجربی و آماری برای بررسی و اثبات ادعاهای خود بهره می‌برد. افزون بر این، مطالعه حاضر از مشاهدات پس‌رویدادی استفاده می‌کند که امکان دستکاری متغیرها را نامحتمل می‌سازد. از نظر هدف، مطالعه حاضر پژوهشی کاربردی بوده و مخاطبان آن نه تنها جامعه علمی، بلکه استاندارداردگذاران، واحدهای تجاری و ذی‌نفعان ایشان نیز است.

اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه پژوهش از بین کتب و مقالات موجود در این زمینه و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش با استفاده از بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌ها گردآوری شده‌اند. دوره پژوهش شده نیز دوره‌ای ۱۱ ساله براساس صورت‌های مالی سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است. نمونه آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارا بوده‌اند: ۱. تا پایان اسفند ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ ۲. به منظور مقایسه پذیر بودن، پایان سال مالی شرکت پایان اسفند ماه باشد و طی دوره زمانی مطالعه شده برای گردآوری داده‌ها (۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱)، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد؛ ۳. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (نظیر بانک‌ها و مؤسسات بیمه) و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل متفاوت بودن عملکرد آنها نباشند؛ زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمد و هزینه در آن متفاوت است؛ ۴. تا پایان سال ۱۴۰۱ از لیست شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند و دارای فعالیت مستمر باشند؛ ۵. سهام آنها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران معامله شود و توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند؛ در نهایت تعداد ۱۰۶ شرکت و در مجموع ۱۱۶۶ مشاهده، نمونه آماری پژوهش را تشکیل دادند و تجزیه و تحلیل این داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار ایویوز و استاتا انجام گرفته است.

در ادامه، رابطه مفهومی و ریاضی پژوهش آورده شده است.



شکل (۱): رابطه مفهومی پژوهش

Figure (1) Conceptual model of research

برای آزمون فرضیه اول به پیروی از چن و همکاران (Chen et al., 2021) از رابطه (۱) استفاده شده است. در صورتی که



ضریب متغیر قیمت‌گذاری اشتباه (MIV) معنادار باشد، این فرضیه تأیید می‌شود و بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود خواهد داشت.

$$\Delta CASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MIV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 GR_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

برای آزمون فرضیه دوم نیز به پیروی از چن و همکاران (Chen et al., 2021) از رابطه آماری (۲) و (۳) و نتایج آزمون سوبل جهت تأیید فرضیه میانجی استفاده شده است؛ پس از استخراج ضرایب متغیرهای قیمت‌گذاری اشتباه (MIV) در رابطه (۲) و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی (NOF) در رابطه (۳)، آزمون سوبل به صورت آنلاین انجام و در صورت معنادار بودن احتمال آماره آزمون سوبل این فرضیه تأیید می‌شود و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، اثر میانجی خواهد داشت.

$$NOF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MIV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 GR_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$\Delta CASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MIV_{i,t} + \alpha_2 NOF_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 GR_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

برای آزمون فرضیه سوم نیز به پیروی از چن و همکاران (Chen et al., 2021) از رابطه آماری (۴) و (۵) و نتایج آزمون سوبل جهت تأیید فرضیه میانجی استفاده شده است. پس از استخراج ضرایب متغیرهای قیمت‌گذاری اشتباه (MIV) در رابطه (۴) و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (NOI) در رابطه (۵)، آزمون سوبل به صورت آنلاین انجام و در صورت معنادار بودن احتمال آماره آزمون سوبل این فرضیه تأیید می‌شود و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، اثر میانجی خواهد داشت.

$$NOI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MIV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 GR_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$\Delta CASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MIV_{i,t} + \alpha_2 NOI_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 GR_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه‌های آماری پژوهش،  $\Delta CASH$  تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد،  $MIV$  قیمت‌گذاری اشتباه،  $NOF$  خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی،  $NOI$  خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری،  $GR$  رشد شرکت،  $LEV$  اهرم مالی،  $SIZE$  اندازه شرکت و  $GR$  رشد شرکت است که در ادامه، نحوه محاسبه ه یک از این متغیرها توضیح داده شده است.

برای محاسبه متغیر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد که متغیر وابسته این پژوهش است، به پیروی از چن و همکاران (Chen et al., 2021)، ناندا و وادلیه (Nanda & Vadilyev, 2023) و چانگ و همکاران (Chang et al., 2022) از تغییر در وجه نقد در دسترس استفاده شده است؛ یعنی تفاوت بین وجه نقد در سال  $t$  و وجه نقد در سال  $t-1$ ، تقسیم بر دارایی‌های شرکت در سال قبل. در مقایسه با نسبت وجه نقد، تغییر در وجه نقد منعکس‌کننده تغییر در تمایل به نگهداری وجه نقد (یعنی تمایل شرکت به نگهداری وجه نقد در دوره‌ای خاص) است (Almeida et al., 2004). تغییر در وجه نقد به شناسایی مسیرهای بالقوه‌ای کمک می‌کند که از طریق آن اثرات قیمت‌گذاری اشتباه به تمایل نگهداری وجه نقد منتقل می‌شود (Chang et al., 2014).

برای محاسبه متغیر مستقل پژوهش یعنی قیمت‌گذاری اشتباه، به پیروی از نوروزی و همکاران (Nowrozi et al., 2017) و چن و همکاران (Chen et al., 2021) از روشی استفاده شده است که رودز \_ کروف و همکاران (Rhodes-Kropf et al., 2005) ارائه کرده‌اند. آنها از تجزیه نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری برای محاسبه شکاف قیمت‌گذاری استفاده و این نسبت را در ارزش ذاتی سهام شرکت ضرب و تقسیم کردند، تا رابطه (۶) به دست بیاید:

$$MTB = \frac{M}{V} \times \quad \text{رابطه (۶)}$$

در تجزیه انجام شده کسر اول متغیر قیمت گذاری نادرست است. این بخش نتیجه بی‌قاعدگی رفتاری سهام‌داران یا وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین اشخاص داخلی آگاه و سایر ذی‌نفعان خارج شرکت و کسر دوم هم جز فرصت رشد، نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری است که فرصت‌های رشد را به طور خالص از اشتباه محاسباتی در قیمت‌گذاری اندازه‌گیری می‌کند. رودز \_ کروف و همکاران (Rhodes-Kropf et al., 2005) برای محاسبه ارزش ذاتی از رابطه (۷) استفاده کرده‌اند:

$$\text{Ln}(M)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(BV)_{i,t} + \alpha_2 \text{Ln}(\text{NI})_{i,t} + \alpha_3 \text{Ln}(\text{NI})_{i,t} * D_{\text{NI}_{i,t} < 0} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه } 7)$$

در رابطه (۷) متغیرها عبارت‌اند از:  $M$  ارزش بازار سهام،  $BV$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام،  $\text{NI}$  سود خالص سالانه و  $\text{Lev}$  نیز اهرم مالی که از تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.  $D$  نیز متغیر مجازی زیان‌دهی است و برای سال شرکت‌های زیان‌ده مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را به خود اختصاص داده است. برای محاسبه ارزش ذاتی ابتدا رابطه (۷) برآورد می‌شود، سپس مقادیر برآوردشده رابطه (Fitted Value) ارزش ذاتی است؛ در نهایت برای محاسبه قیمت‌گذاری اشتباه، قیمت بازار سهام بر قیمت ذاتی تقسیم می‌شود.

برای محاسبه شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد به پیروی از سرداری‌زاده و همکاران (Sardarizadeh, 2013) از مبالغ خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی استفاده شده است؛ در نهایت، این مبالغ با تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در دوره قبل استاندارد شده‌اند.

متغیرهای کنترلی پژوهش نیز شامل اندازه شرکت (SIZE) (محاسبه‌شده از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)، اهرم مالی (LEV) (برابر است با نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت)، رشد شرکت (GS) (اندازه‌گیری شده از طریق تقسیم تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل بر فروش سال قبل) و سودآوری (ROA) (محاسبه‌شده از طریق نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت) هستند.

## یافته‌ها

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که شامل اطلاعاتی در ارتباط با میانگین، میانه و از جمله شاخص‌های پراکندگی شامل انحراف معیار، کشیدگی و چولگی جهت بررسی توزیع داده‌های متغیر است. اطلاعات مرتبط با شاخص تمایل به نگهداشت وجه نقد، نشان می‌دهد که حداقل ۵۰ درصد مشاهده‌های این شاخص در مقدار کمتر از میانگین توزیع شده‌اند، اما این فاصله بسیار اندک است؛ زیرا میانه این شاخص برابر (۰/۰۰۶) و میانگین آن نیز (۰/۰۱۸) است. این بدین معناست که در طی سال‌های مختلف در بیشتر شرکت‌های بررسی شده در این مطالعه، میزان وجه نقد در مقایسه با سال مالی گذشته تغییرات اندکی داشته است. انحراف معیار این شاخص نیز با مقدار (۰/۰۵۳) این موضوع را تأیید کرده و بیان می‌دارد که توزیع داده‌های این شاخص از پراکندگی کمتری در مقایسه با میانگین برخوردار است. با بررسی متغیر قیمت‌گذاری اشتباه سهام استنباط می‌شود که بیشتر شرکت‌های بررسی شده در بازه زمانی این پژوهش، کمتر از ارزش ذاتی خود قیمت‌گذاری شده‌اند؛ زیرا میانه این شاخص برابر (۰/۹۹۲) بوده که از میانگین آن (۱/۰۰۷) کمتر است. بیشینه مربوط به متغیر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی نشان می‌دهد که بیشترین میزان خالص جریان نقد ورودی از طریق فعالیت‌های تأمین مالی به میزان ۴۰ درصد دارایی‌های سال قبل شرکت‌ها بوده و در مقابل کمینه این متغیر نیز نشان می‌دهد که بیشترین خالص وجه نقد خروجی از طریق فعالیت‌های تأمین مالی به میزان ۱۵ درصد است. منفی بودن میانگین (۰/۰۶۸-) و میانه (۰/۰۳۸-) خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیز گواه آن است که اکثر شرکت‌های مطالعه‌شده در این

پژوهش در این بخش از فعالیت‌های وجوه نقد، خالص جریان نقد خروجی داشته‌اند. اطلاعات مربوط به متغیر اهرم مالی نیز نشان می‌دهد که بیشترین و کمترین مقدار این متغیر به ترتیب (۰/۸۲۱) و (۰/۲۱۲) است. این موضوع بیانگر میزان بدهی استفاده‌شده در ساختار سرمایه شرکت‌های بررسی‌شده این پژوهش است. برای مثال کمترین مقدار این متغیر مربوط به شرکت البرزدارو بوده که بیانگر استفاده کمتر این شرکت از بدهی در ساختار سرمایه است. اطلاعات مربوط به سایر متغیرها نیز در جدول (۱) آورده شده است.

جدول (۱): تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (1): Descriptive analysis of research variables

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تمایل به نگهداشت وجه نقد	CASH	۰/۰۱۸	۰/۰۰۶	-۰/۱۰۱	۰/۲۱۶	۰/۰۵۷	۱/۲۵۶	۵/۷۷۱
قیمت‌گذاری اشتباه سهم	MIV	۱/۰۰۷	۰/۹۹۲	۰/۵۲۲	۱/۴۰۹	۰/۱۰۷	۰/۴۹۲	۳/۶۸۵
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تأمین مالی	NOF	۰/۰۳۸	۰/۰۱۵	-۰/۱۵۶	۰/۳۹۹	۰/۱۰۵	۱/۲۵۹	۵/۲۰۹
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های سرمایه‌گذاری	NOI	-۰/۰۶۸	-۰/۰۳۸	-۰/۳۵۲	۰/۰۷۶	۰/۰۹۵	-۱/۴۱۱	۴/۸۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۲۹/۵۲۸	۲۹/۵۵	۲۵/۱۵	۳۵/۹۹	۱/۸۹۲	۰/۴۴۸	۳/۰۹۸
سودآوری	ROA	۰/۱۷۱	۰/۱۴۱	-۰/۱۷۴	۰/۵۹۴	۰/۱۵۲	۰/۵۹۴	۳/۱۰۶
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۷	۰/۵۴۲	۰/۲۱۲	۰/۸۲۱	۰/۱۷۵	-۰/۲۰۸	۲/۱۰۲
رشد شرکت	GR	۰/۳۶۹	۰/۳۲۶	-۰/۷۱۵	۱/۹۱۲	۰/۴۲۸	۰/۸۰۶	۴/۰۱۱

جدول (۲) تخمین رگرسیونی رابطه (۱) با متغیر وابسته تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را نشان می‌دهد. با عنایت به سطح معناداری احتمال آماره فیشر (۰/۰۰۰۱)، نیکویی برازش این رابطه آماری در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود. سطح معناداری متغیر قیمت‌گذاری اشتباه سهام در نتایج خروجی رابطه تخمینی (۱)، دارای ضریب مثبت (۰/۰۴۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰۸) است؛ بنابراین، در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد فرضیه اول تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز بیانگر آن است که متغیرهای توضیحی معنادار توانسته‌اند ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند.

جدول (۲): نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۱)

Table (2): Regression model estimation results (1)

نماد	متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
MIV	قیمت‌گذاری اشتباه سهم	۰/۰۴۱	۰/۰۰۸	۴/۹۰۵	۰/۰۰۰۸
GR	رشد شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۶۶۳	۰/۵۲۳
LEV	اهرم مالی	۰/۰۲۴	۰/۰۰۹	۲/۵۲۶	۰/۰۳۲
ROA	سودآوری	-۰/۰۲۹	۰/۰۱۱	-۲/۶۸۶	۰/۰۲۴
SIZE	اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰۷	۱۲/۲۳۱	۰/۰۰۰۱
C	عرض از مبدأ	-۰/۲۸۳	۰/۰۲۲	-۱۲/۸۷۱	۰/۰۰۰۱
AR(1)	اتورگرسیو مرتبه اول	-۰/۲۹۸	۰/۰۳۶	-۸/۱۲۱	۰/۰۰۰۱
	آماره F	۳/۶۳۷			۰/۲۱
	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۱			۲/۰۸

برای آزمون فرضیه دوم، رابطه‌های (۲) و (۳) برای استخراج ضرایب لازم آزمون سوبل برازش شده‌اند. سطح معناداری

متغیر قیمت‌گذاری اشتباه سهم (۰/۰۰۰۸) در نتایج خروجی رابطه تخمینی (۲) در جدول (۳)، در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری با متغیر میانجی خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی را نشان می‌دهد. سطح معناداری متغیر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی (۰/۰۰۰۲) در نتایج خروجی رابطه تخمینی (۳) در جدول (۴)، در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری با متغیر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را نشان می‌دهد. در چنین شرایطی به نظر می‌رسد که فرضیه میانجی تأیید شده است. برای اطمینان از نتیجه به دست آمده، آزمون سوبل نیز اجرا شد. نتایج آزمون سوبل در جدول (۵) با سطح معناداری (۰/۰۱۲) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، گواهی بر تأیید فرضیه دوم دارد.

جدول (۳): نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۲)

Table (3): Regression model estimation results (2)

نماد	متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری تی
MIV	قیمت‌گذاری اشتباه سهم	۰/۰۶۱	۰/۰۱۸	۳/۳۵۲	۰/۰۰۰۸
GR	رشد شرکت	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۴	-۰/۳۷۶	۰/۷۰۶
LEV	اهرم مالی	-۰/۰۴۵	۰/۰۱۸	-۲/۴۳۳	۰/۰۱۵
ROA	سودآوری	۰/۰۵۱	۰/۰۲۱	۲/۳۸۱	۰/۰۱۷
SIZE	اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱/۲۹۶	۰/۱۹۵
C	عرض از مبدأ	-۰/۰۷۳	۰/۰۴۹	-۱/۴۶۷	۰/۱۴۲
AR(1)	اتورگرسیو مرتبه اول	۰/۰۲۱	۰/۰۳۱	۰/۶۷۷	۰/۴۹۸
	آماره F	۳/۰۵۱	ضرب تعیین تعدیل شده		۰/۱۸
	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۱	دوربین _ واتسون		۱/۹۶

جدول (۴): نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۳)

Table (4): Regression model estimation results (3)

نماد	متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری تی
MIV	قیمت‌گذاری اشتباه سهم	۰/۰۳۵	۰/۰۰۸	۴/۲۱۱	۰/۰۰۰۱
NOF	خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین	۰/۰۳۶	۰/۰۰۹	۳/۷۶۷	۰/۰۰۰۲
GR	رشد شرکت	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۲	۰/۲۶۹	۰/۷۸۷
LEV	اهرم مالی	۰/۰۲۹	۰/۰۰۸	۳/۵۰۷	۰/۰۰۰۵
ROA	سودآوری	-۰/۰۳۲	۰/۰۱۱	-۳/۲۰۷	۰/۰۰۱
SIZE	اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	۱۰/۲۳۹	۰/۰۰۰۱
C	عرض از مبدأ	-۰/۲۸۱	۰/۰۲۳	-۱۲/۰۱	۰/۰۰۰۱
AR(1)	اتورگرسیو مرتبه اول	-۰/۳۰۳	۰/۰۲۷	-۱۱/۰۰۸	۰/۰۰۰۱
	آماره F	۳/۸۲۳	ضرب تعیین تعدیل شده		۰/۲۳
	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۱	دوربین _ واتسون		۲/۰۸

جدول (۵): آزمون سوبل فرضیه دوم

Table (5): Sobel test of the second hypothesis

رابطه	مقدار آماره آزمون سوبل	سطح معناداری آزمون سوبل
رابطه (۵)	۲/۵۰۴	۰/۰۱۲

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش حاضر، رابطه‌های (۴) و (۵) برای استخراج ضرایب لازم آزمون سوبل برازش شده‌اند.

سطح معناداری متغیر قیمت‌گذاری اشتباه سهم (۰/۰۰۱) در نتایج خروجی رابطه تخمینی (۴) در جدول (۶)، در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد رابطه منفی و معناداری میان قیمت‌گذاری اشتباه سهم و متغیر میانجی خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. سطح معناداری متغیر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری (۰/۰۱۹) در نتایج خروجی رابطه تخمینی (۵) در جدول (۷)، در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری بین متغیر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد را نشان می‌دهد. در چنین شرایطی به نظر می‌رسد که فرضیه میانجی تأیید شده است. به منظور اطمینان از نتیجه به دست آمده، آزمون سوبل نیز اجرا شد. نتایج آزمون سوبل در جدول (۸) با احتمال آماره (۰/۰۳۲) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، گواهی بر تأیید فرضیه سوم دارد.

جدول (۶): نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۴)

Table (6): Regression model estimation results (4)

نماد	متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
MIV	قیمت‌گذاری اشتباه سهم	-۰/۰۳۸	۰/۰۱۱	-۳/۲۶۹	۰/۰۰۱
GR	رشد شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۸۱۶	۰/۴۱۴
LEV	اهرم مالی	۰/۰۱۸	۰/۰۱۲	۱/۴۸۳	۰/۱۳۸
ROA	سودآوری	۰/۰۰۹	۰/۰۱۸	۰/۴۹۵	۰/۶۲۱
SIZE	اندازه شرکت	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	-۷/۵۸۵	۰/۰۰۰۱
C	عرض از مبدأ	۰/۲۱۷	۰/۰۳۴	۶/۲۸۴	۰/۰۰۰۱
AR(1)	اتورگرسیو مرتبه اول	۰/۱۳۱	۰/۰۲۹	۴/۴۹۱	۰/۰۰۰۱
	آماره F	۶/۸۴۸	ضرب تعیین تعدیل شده		۰/۳۸
	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۱	دوربین _ واتسون		۱/۹۱

جدول (۷): نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۵)

Table (7): Regression model estimation results (5)

نماد	متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
MIV	قیمت‌گذاری اشتباه سهم	۰/۰۱۵	۰/۰۰۶	۲/۵۶۸	۰/۰۳۱
NOF	خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۰۴۱	۰/۰۱۴	-۲/۸۲۴	۰/۰۱۹
GR	رشد شرکت	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۱۱/۱۲۸	۰/۰۰۰۱
LEV	اهرم مالی	۰/۰۳۹	۰/۰۰۷	۵/۱۲۱	۰/۰۰۰۶
ROA	سودآوری	۰/۰۳۱	۰/۰۱۲	۲/۴۹۱	۰/۰۳۴
SIZE	اندازه شرکت	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۵	۹/۱۶۱	۰/۰۰۰۱
C	عرض از مبدأ	-۰/۰۱۶	۰/۰۱۷	-۹/۷۲۴	۰/۰۰۰۱
AR(1)	اتورگرسیو مرتبه اول	-۰/۳۰۱	۰/۰۴۱	-۷/۳۲۴	۰/۰۰۰۱
	آماره F	۴/۲۸۱	ضرب تعیین تعدیل شده		۰/۲۶
	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۱	دوربین _ واتسون		۲/۰۸

جدول (۸): آزمون سوبل فرضیه سوم

Table (8): Sobel test of the third hypothesis

رابطه	مقدار آماره آزمون سوبل	سطح معناداری آزمون سوبل
رابطه (۵)	۲/۱۳۷	۰/۰۳۲

نتیجه‌گیری

هدف مطالعه حاضر علاوه بر بررسی اثر میانجی شاخص‌های جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، مشخص شدن نحوه تصمیم‌گیری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران درباره ذخایر وجوه نقد در زمانی است که سهام آنها در بازار به اشتباه قیمت‌گذاری شده است؛ در این راستا بر اساس ادبیات نظری بیان شد که قیمت‌گذاری اشتباه، شرکت‌ها را با فرصت یا چالشی درباره ذخایر نقدی روبه‌رو می‌کند که نحوه تصمیم‌گیری شرکت‌ها در قبال این پدیده بر فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. سؤالی که در این خصوص نیاز به پاسخ دارد، آن است که آیا شرکت‌ها تمایل دارند ذخایر نقدی خود را در پاسخ به قیمت‌گذاری اشتباه افزایش دهند و اگر این تمایل وجود دارد، بیشتر قیمت‌گذاری اشتباه از چه طریقی تمایل شرکت‌ها به نگهداشت وجه نقد را شکل می‌دهد.

در این راستا بر اساس مبانی نظری دو بخش خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی صورت جریان وجوه نقد به‌عنوان کانال‌های انتقال‌دهنده جریان‌های نقدی انتخاب شد تا کانال‌های اصلی انتقال‌دهنده اثرات قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد مشخص شود.

نتایج فرضیه اول نشان داد که قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین، زمانی که ارزش سهام از قیمت واقعی آن بیشتر است، شرکت‌ها تمایل دارند که از فرصت به دست آمده استفاده کرده و ذخایر نقدی خود را افزایش دهند (Baker et al., 2003; Jensen, 2005; Shleifer & Vishny, 2005). در زمانی نیز که ارزش سهام از قیمت واقعی آن کمتر است، به احتمال به دلیل درد سترس نبودن منابع تأمین مالی، شرکت‌ها مجبورند از ذخایر حال حاضر خود استفاده یا اینکه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو چشم‌پوشی کنند (Chang et al., 2022). نتایج فرضیه اول پژوهش هم‌راستا با مطالعه چن و همکاران (2021) است.

نتایج آزمون سو بل در فرضیه دوم بیان می‌دارد که خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر میانجی دارد. طبق نظریه زمان‌بندی بازار، زمانی که مشاهده شود سهام شرکتی بیشتر از واقع قیمت‌گذاری شده، این شرکت از طریق صدور سهام اقدام به تأمین مالی می‌کند و در نقطه مقابل، زمانی که سهام شرکت کمتر از واقع قیمت‌گذاری شود، شرکت از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی یا اقدام به بازخرید سهام می‌کند (Yang, 2011). از آنجایی که خرید سهام خزانه در ایران از سال ۱۳۹۹ آن هم با مقررات خاصی مجاز شده است، باتوجه به بازه زمانی پژوهش حاضر که سال‌های قبل از ۱۳۹۹ را نیز شامل می‌شود، امکان اظهارنظر درباره سهام خزانه وجود ندارد. نتایج اجرای رابطه‌های رگرسیونی فرضیه دوم، هم‌راستا با نظریه زمان‌بندی بازار، گواه آن است که قیمت‌گذاری اشتباه تأثیر مثبت و معناداری بر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی دارد. از طرفی نیز با ورود متغیر میانجی خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، ضریب متغیر مستقل یعنی قیمت‌گذاری اشتباه نسبت به اثر مستقیم این متغیر در فرضیه اول، کمی پایین‌تر می‌آید، ولی همچنان معنادار است. این شواهد گواه آن است که بر طبق نظریه زمان‌بندی بازار، شرکت‌ها از فرصت تأمین مالی به وجود آمده به وسیله قیمت‌گذاری اشتباه استفاده می‌کنند و تمایل دارند برای مصارف نقدی خود، وجوه نقد را ذخیره و نگهداری کنند.

نتایج آزمون سو بل نیز هم‌راستا با مبانی نظری پژوهش در فرضیه سوم است و بیان می‌دارد که خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر میانجی دارد. ادبیات نظری بیان می‌دارد که 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 اثری منفی بر روی حرفه و پاداش آنها می‌گذارد، تمایل به افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت دارند. 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 می‌کنند؛ زیرا در این مواقع اعلان افزایش مخارج

سرمایه‌گذاری، واکنشی منفی را از سوی سرمایه‌گذاران شرکت در پی خواهد داشت (Polk & Sapienza, 2009). به طبع در چنین شرایطی تصمیم شرکت‌ها مبنی بر افزایش یا کاهش مخارج سرمایه‌ای که در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه، گرفته خواهد شد، نشان دهنده میزان تمایل شرکت‌ها به نگهداشت وجوه نقد است.

نتایج بیشتر نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اشتباه بر خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اثر منفی و معناداری دارد. این موضوع نیز هم‌راستا با مبانی نظری پژوهش است و بیان می‌دارد، در مواقعی که قیمت سهام بیشتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده است، شرکت‌ها تمایل دارند که مخارج سرمایه‌ای خود را افزایش دهند که منجر به خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خروجی یا منفی می‌شود. برعکس در مواقعی که ارزش سهام کمتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده است، شرکت‌ها تمایل دارند که مخارج سرمایه‌ای خود را کاهش دهند. این موضوع از خروج وجوه نقد از طریق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کند. در مواقعی نیز شرکت‌هایی که سهامشان کمتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده‌اند، به دلیل وجود مشکلات مالی ممکن است مجبور به فروش دارایی‌های سرمایه‌ای خود شوند که در این صورت نیز تأثیر منفی به دست آمده دور از انتظار نیست. به بیان بهتر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام منجر به صرفه‌جویی یا تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد در شرایطی خواهد شد که شرکت دچار مشلات مالی است.

در نهایت مقایسه آماره آزمون سوئل برای فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش که به ترتیب برابر (۲/۵۰۴) و (۲/۱۳۷) است، نشان‌دهنده آن است که اثرات قیمت‌گذاری اشتباه بیشتر از طریق کانال فعالیت‌های تأمین مالی بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد منتقل می‌شود. این موضوع بیشتر انگیزه‌های احتیاطی شرکت‌ها را برجسته می‌کند؛ زیرا نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های بررسی شده در پژوهش حاضر در شرایطی که قیمت سهامشان به اشتباه قیمت‌گذاری شده است، فعالیت‌های تأمین مالی خود را بیشتر کرده‌اند و در عوض کمتر به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری توجه داشته‌اند. به عبارت بهتر شرکت‌ها در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه تمایل به نگهداشت وجه نقد دارند، تا در مواقع ضرورت از این وجوه ذخیره شده برای سرمایه‌گذاری یا مصارف دیگر استفاده کنند.

طبق نتایج به دست آمده، به دلیل تأثیر مثبتی که قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد دارد و از آنجایی که شرکت‌ها به دلیل انگیزه‌های احتیاطی از فرصت به دست آمده برای افزایش جریان‌های نقدی استفاده می‌کنند، بنابراین بهتر است شرکت‌ها از این فرصت جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت استفاده کنند؛ زیرا نگهداشت وجه نقد ممکن است هزینه‌هایی را از قبیل هزینه نمایندگی و هزینه فرصت از دست رفته برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد. این امر نیازمند آن است که مدیران، پیش از تأمین مالی منابع نقدی در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت، نخست فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را ارزیابی کنند.

باتوجه به آنکه نیت و قصد مدیران از تمایل به نگهداری وجه نقد از پیش مشخص نمی‌باشد، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود تا تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه را بر اعتبار شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن متغیر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بررسی کنند؛ زیرا ممکن است مدیران از فرصت تأمین مالی به دست آمده از طریق قیمت‌گذاری اشتباه به طور فرصت‌طلبانه استفاده کنند.

باتوجه به نوسان شدید قیمت‌ها در کشور ایران در تعمیم نتایج به دست آمده به دلیل در نظر نگرفتن تورم، بهتر است احتیاط رعایت شود. بخشی از داده‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش حاضر از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. باتوجه به آنکه از صحت و سقم اطلاعات این نرم‌افزار آگاهی کاملی در دست نیست، این موضوع نیز ممکن است بر نتایج حاصل شده تأثیرگذار باشد.



بادآورنهدی، 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*، ۱۱(۳۷)، ۱۱۹-۱۳۲.

بشیری جویباری، مهدی، و پاکیزه، کامران (۱۳۹۲). تأثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۳)، ۸۱-۹۸.

سرداری‌زاده، علی، جهانشاد، آذیتا، و روحی، علی (۱۳۹۴). بررسی رابطه میان خالص وجه نقد هریک از طبقات صورت جریان وجوه نقد با نسبت قیمت به درآمد. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۱)، ۷۵-۹۱.

<https://www.doi.org/10.22051/jera.2014.604>

فروغی، داریوش، و فرزادی، سعید (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲(۱)، ۲۱-۳۶.

کردستانی، غلامرضا، و پیرداوری، طنز (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار. *دانش حسابداری*، ۳(۹)، ۱۲۳-۱۴۲. <https://doi.org/10.22103/jak.2012.118>

مشایخ، شهناز، و رازانی، سارا (۱۴۰۰). بررسی عوامل مؤثر بر ارزش وجوه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم اطمینان. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۹(۲)، ۱۲۵-۱۴۸.

<https://www.doi.org/10.22108/amf.2021.124916.1583>

نوروزی، محمد، تقی پوریانی گیلانی، یوسف، و فرجی، جعفر (۱۳۹۷). نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی در رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱(۳)، ۴۳-۵۴.

## References

- Acharya, V., Byoun, S., & Xu, Z. (2020). The Sensitivity of Cash Savings to the Cost of Capital. *NBER Working Paper No. 27517*.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Badavrenhandi, Y., & Sarafraz, E. (2017). The relationship between incorrect stock pricing and the amount of company's investments, emphasizing the role of financial constraints and the time horizon of shareholders' investment. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 11(37), 119-132. [In Persian].
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- 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), 969-1005. <https://doi.org/10.1162/00335530360698478>
- Bashiri J., M., & Pakizeh, K. (2014). The impact Stock market misvaluation on firms investment decisions. *Journal of Asset Management and Financing*, 1(3), 81-98. [In Persian].
- Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J. (2014). Cash-flow sensitivities and the allocation of internal cash flow. *Journal of Financial Economics*, 27(12), 3628-3657. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhu066>
- Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J. (1 Jan 2015). Mispricing, costly external finance, and the use of cash flow. *In Asian Finance Association (AsianFA), Conference*.
- Chang, X., Kwok, W. C. K., Wong, G., & Yao, J. (2022). How do misvalued firms deploy internal cash flow?. *Nanyang Business School Research*, 21-42. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1987850>

- Chen, H. C., Chou, R. K., & Lu, C. L. (2021). Misvaluation and the corporate propensity to hold cash. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102076. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102076>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2010). Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal Financial Economics*, 95(3), 275–295. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.002>
- Dehong Liu, H. G., & Peter, L. (2016). The equity mispricing: Evidence from China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 211–223. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.007>
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247–269.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599–634. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006>
- Faulkender, M. W., Hankins, K. W., & Peterson, M. A. (2019). Understanding the rise in corporate cash: Precautionary savings or foreign taxes. *The Review of Financial Studies*, 32(9), 3329–3334. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz003>
- Friberg, R., Goldstein, I., & Hankins, K. W. (2024). Corporate responses to stock price fragility. *Journal of Financial Economics*, 153, 103795. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103795>
- Foroghi, D., & Farzadi, S. (2014). The effect of changes in cash flows on cash holdings regarding financing constraint facing the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 2(1), 21–36. [In Persian].
- Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5–19.
- Kordestani, G., & Tanaz, P. (2011). Capital structure, an empirical test of market timing theory. *Accounting Knowledge*, 9(3), 123–142. <https://doi.org/10.22103/jak.2012.118> [In Persian].
- Mashayekh, S., & Razani, S. (2021). Investigating the factors affecting the value of cash held in the companies listed in Tehran Stock Exchange under conditions of uncertainty. *Journal of Asset Management and Financing*, 9(2), 125–148. <https://www.doi.org/10.22108/amf.2021.124916.1583> [In Persian].
- McLean, D. R. (2011). Share issuance and cash savings. *Journal of Financial Economics*, 99(3), 693–715. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.006>
- McLean, D. R., & Zhao, M. (2018). Cash savings and capital markets. *Journal of Empirical Finance*, 47, 49–64. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2018.02.001>
- Memis, H. I., & Wagner, D. (2023). The cash premium: Evidence from real estate equities. Available at SSRN, 4418696. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4418696>
- Nanda, V. K., & Vadilyev, A. A. (2023). The corporate propensity to dissave. *Critical Finance Review*, 13(3–4). <https://dx.doi.org/10.1561/104.00000148>
- Nowrozi, M., Taghipuriani, G. Y., & Faraji, J. (2017). The moderating role of institutional shareholders in the relationship between stock mispricing and corporate investment. *Accounting and Management Perspective*, 1(3), 43–54. [In Persian].
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187–217. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn030>
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561–603. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.015>
- Rossi, A., & Sahlstrom, P. (2019). Equity issuance motives and insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 58, 726–743. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.013>
- Sardarizadeh, A., Jahanshad, A., & Rouhi, M. (2014). Examining the relationship between the net cash of each class of the cash flow statement with the price-to-income ratio. *Experimental Accounting Research*, 4(1), 75–91. <https://www.doi.org/10.22051/jera.2014.604> [In Persian].

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
- Warusawitharana, M., & Whited, T. M. (2016). Equity market misvaluation, financing, and investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 603–654. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv066>
- Yang, B. (2013). Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 22, 254-277. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.05.003>