Accounting and Auditing Review

Print ISSN: 2645-8020
Online ISSN: 2645-8039

Examining the Moderating Effect of Earnings Management on the Relationship between Financing Anomalies and Stock Mispricing

Hasan Bagheri
Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran**.** E-mail: h_bagheri1975@yahoo.com

Mohsen Datsgir*
*Corresponding Author, Prof., Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. E-mail: dastmw@yahoo.com

Rahman Saedi
Assistant Prof., Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. E-mail: r.saedi@khuisf.ac.ir

Abstract

Objective

Risk and return are fundamental factors influencing the pricing of capital assets. In competitive and free markets, pricing is recognized as the cornerstone of many transactions. Price not only represents the market's understanding of an asset's value but also serves as a key indicator for evaluating the performance of company managers, and especially the overall performance of companies in the securities market. Determining and assessing price is a highly sensitive and complex process influenced by numerous factors, which can impact investor behavior and market dynamics. The current research examines the moderating effect of earnings management on the relationship between financing anomalies and stock mispricing. Financial anomalies refer to patterns in stock returns that are inconsistent with existing norms and theories, such as the efficient market hypothesis. These anomalies can manifest in various ways and influence investor decisions, and consequently, stock valuation.

Citation: Bagheri, Hasan; Datsgir, Mohsen & Saedi, Rahman & (2025). Examining the Moderating Effect of Earnings Management on the Relationship between Financing Anomalies and Stock Mispricing. *Accounting and Auditing Review*, 32(4), 691-714. (*in Persian*)

Accounting and Auditing Review, 2025, Vol. 32, No.4, pp. 691-714
Published by University of Tehran, College of Management
https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2025.383716.1009029
Article Type: Research Paper
© Authors
Received: December 02, 2024
Received in revised form: May 15, 2025
Accepted: July 19, 2025
Published online: October 13, 2025

Methods

This study adopts a descriptive-correlational design within the fields of accounting and finance. Based on its objective, the research is classified as an empirical fundamental study. The statistical population comprises companies listed on the Tehran Stock Exchange, from which a sample of 105 firms was selected, covering 11 years from 2012 to 2022. A systematic elimination sampling method was employed to ensure that the selected companies met the specific criteria relevant to the research objectives. For model estimation, a multivariate regression approach using panel data was applied, which is particularly suitable for analyzing relationships among multiple variables across periods.

Results

The research results showed that financing anomalies have a positive and significant impact on stock mispricing. This finding is consistent with the idea that when financial anomalies occur, they can lead to irrational pricing behaviors among investors, ultimately leading to incorrect stock valuation. Furthermore, the results indicated that accrual-based earnings management has a positive moderating effect on the relationship between financing anomalies and stock mispricing.

Conclusion

This suggests that companies that engage in earnings management may be able to influence the impact of financial anomalies on their stock prices. By manipulating earnings reports, these companies can obscure real economic realities, thereby reducing the impact of financial anomalies on their stock valuation. In conclusion, this research sheds light on the complex relationships between earnings management, financing anomalies, and stock mispricing. This emphasizes the importance of understanding the effects of management practices on the market and investor behavior. As such, this research provides valuable insights for investors, regulators, and corporate managers who seek to manage the complexities of financial markets. Further research in this area could examine additional factors influencing these relationships and contribute to a more accurate understanding of asset pricing dynamics in emerging markets.

Keywords: Earnings management, Financing anomalies, Stock mispricing, Asset pricing, Investor behavior.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی
شاپا چاپی: ۲۶۴۵-۸۰۲۰
شاپا الکترونیکی: ۲۶۴۵-۸۰۳۹

بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام

حسن باقری
دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. رایانامه: h_bagheri1975@yahoo.com

محسن دستگیر*
* نویسنده مسئول، استاد، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. رایانامه: dastmw@yahoo.com

رحمان ساعدی
استادیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. رایانامه: r.saedi@khuisf.ac.ir

چکیده

هدف: ریسک و بازده از عوامل بنیادی تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هستند. در بازارهای رقابتی و آزاد، قیمت‌گذاری محور بسیاری از معاملات شناخته می‌شود. قیمت نه تنها نمایانگر درک بازار از ارزش یک دارایی است، بلکه به‌عنوان یک شاخص کلیدی برای ارزیابی عملکرد مدیران شرکت‌ها و به‌ویژه، ارزیابی عملکرد کلی شرکت‌ها در بازار اوراق بهادار نیز عمل می‌کند. تعیین قیمت و ارزیابی آن، فرایند بسیار حساس و پیچیده‌ای است که تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد و می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران و پویایی‌های بازار اثرگذار باشد. در این زمینه، پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام پرداخته است. ناهنجاری‌های مالی، به الگوهایی در بازده سهام اشاره دارد که با نُرم‌ها و نظریه‌های موجود، مانند فرضیهٔ بازار کارا، هم‌خوانی ندارد. این ناهنجاری‌ها می‌توانند به طرق مختلف نمایان شوند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و در نتیجه، ارزیابی سهام تأثیر بگذارند. هدف این پژوهش بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است.

روش: این پژوهش از نوع تحقیقات توصیفی ـ همبستگی است که در حوزهٔ تحقیقات حسابداری و مالی قرار می‌گیرد. این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات بنیادی تجربی است. جامعهٔ آماری آن، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونهٔ آماری پژوهش، داده‌های ۱۰۵ شرکت برای دورهٔ ۱۱ ساله، از ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ و روش نمونه‌گیری از نوع حذفی سیستماتیک بوده است. روش حذف سیستماتیک به انتخاب دقیق شرکت‌ها کمک می‌کند تا اطمینان حاصل شود که شرکت‌های منتخب

استناد: باقری، حسن؛ دستگیر، محسن و ساعدی، رحمان (۱۴۰۴). بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۲(۴)، ۶۹۱- ۷۱۴.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴۰۴، دوره ۳۲، شماره ۴، صص. ۶۹۱- ۷۱۴
ناشر: دانشکدگان مدیریت دانشگاه تهران
نوع مقاله: علمی پژوهشی
© نویسندگان
تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۱۲
تاریخ ویرایش: ۱۴۰۴/۰۲/۲۵
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۴/۲۸
تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۷/۲۱
doi: https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2025.383716.1009029

معیارهای خاص مرتبط با مطالعه را دارند. برای برآورد الگو، از روش رگرسیون چند متغیره به‌روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. این روش، به‌ویژه برای درک روابط بین چندین متغیر در طول زمان مؤثر است.

یافته‌ها: نتایج تحقیق نشان داد که ناهنجاری تأمین مالی، بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. زمانی که ناهنجاری‌های مالی رخ می‌دهد، می‌تواند به رفتارهای غیرمنطقی قیمت‌گذاری در بین سرمایه‌گذاران و در نهایت، به ارزیابی نادرست سهام منجر شود و یافتهٔ به‌دست‌آمده با این ایده هم‌خوانی دارد. علاوه‌براین، نتایج نشان داد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام اثر تعدیلی مثبتی دارد.

نتیجه‌گیری: این نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که به مدیریت سود می‌پردازند، ممکن است بتوانند تأثیر ناهنجاری‌های مالی بر قیمت سهام خود را تحت تأثیر قرار دهند. با دست‌کاری در گزارش‌های سود، این شرکت‌ها می‌توانند واقعیت‌های اقتصادی واقعی را پنهان کرده و به این ترتیب تأثیر ناهنجاری‌های مالی بر ارزش‌گذاری سهام خود را کاهش دهند. در پایان، این پژوهش به روابط پیچیده بین مدیریت سود، ناهنجاری‌های مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام روشنی می‌اندازد. این موضوع بر اهمیت درک تأثیرات شیوه‌های مدیریتی بر بازار و رفتار سرمایه‌گذاران تأکید می‌کند. به این ترتیب، این پژوهش بینش‌های ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران، ناظران و مدیران شرکتی فراهم می‌آورد که به‌دنبال مدیریت پیچیدگی‌های بازارهای مالی هستند. تحقیقات بیشتری در این زمینه می‌تواند به بررسی عوامل اضافی تأثیرگذار بر این روابط بپردازد و به درک دقیق‌تری از پویایی‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها در بازارهای نوظهور کمک کند.

کلیدواژه‌ها: ارزش‌گذاری نادرست سهام، مدیریت سود، ناهنجاری تأمین مالی، ارزش‌گذاری دارایی‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران.

مقدمه

وجود یک نظام مالی پیشرفته، شرط لازم برای توسعهٔ اقتصادی کشورها به‌شمار می‌رود. بازارهای مالی به‌عنوان مغز متفکر نظام اقتصادی و مرکز اصلی تصمیم‌گیری عمل می‌کنند. نتایج تحقیقات اخیر در زمینهٔ بازارهای مالی، تردید در خصوص کارایی اطلاعات بازارهای سهام را افزایش داده است (هیون، وو و دونگ[1]، ۲۰۲۰؛ سانگ، زنگ و ژو[2]، ۲۰۲۱). برای مثال، می‌توان به محاسبه بازده‌های اضافی اشاره کرد که از طریق مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها توجیه نمی‌شوند. این نتایج در ادبیات معاصر به مدل‌های قیمت‌گذاری و یا ناکارآمدی بازار مربوط می‌شود. از سال ۱۹۶۵، فرضیه‌ای در خصوص کارایی بازار توسط فاما[3] (۱۹۷۶) مطرح شد که یکی از ارکان اصلی آن، نظریهٔ انتظارات عقلایی بود. بر اساس این نظریه، انتظارات سرمایه‌گذاران از آینده، در شکل‌گیری قیمت فعلی اوراق بهادار نقش اساسی ایفا می‌کند و مبنای شکل‌گیری این انتظارات، پیش‌بینی‌های بهینه از آینده است که با استفاده از تمامی اطلاعات در دسترس انجام می‌شود. بنابراین، قیمت اوراق بهادار در بازارهای مالی، پیش‌بینی‌کنندهٔ ارزش واقعی آن خواهد بود و در هر زمان، تمامی اطلاعات در دسترس قرار دارد. اطلاعات مالی هر شرکت در ارزیابی ارزش سهام آن بسیار حائز اهمیت است. سرمایه‌گذاران این اطلاعات عمومی را برای تحلیل چشم‌انداز آیندهٔ هر شرکت مدنظر قرار می‌دهند (سید و باجوا[4]، ۲۰۱۸). اگر اطلاعات منتشر شده ویژگی‌هایی مانند به‌موقع بودن، ارتباط، اهمیت و فهمیده‌شدن را نداشته باشد، بدون شک سازوکار کشف قیمت در بازار، به‌درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به‌شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد (بروبرگ، تاگسون و کالین[5]، ۲۰۱۰). به نظر الزهرانی و رائو[6] (۲۰۱۴)، قیمت‌گذاری نادرست سهام زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام از ارزش واقعی آن فاصله بگیرد. به عبارت دیگر، اگر قیمت سهام از ارزش ذاتی خود انحراف داشته باشد، بازار برای آن سهام، به اندازه کافی کارا نخواهد بود. از سوی دیگر، قیمت‌گذاری نادرست در دارایی‌ها می‌تواند به کاهش ناگهانی قیمت‌ها و در نهایت به سقوط بازار سهام منجر شود. اگر افزایش قیمت دارایی‌ها با ارزش واقعی آن‌ها هم‌خوانی نداشته باشد، ممکن است آثار زیان‌باری برای کل اقتصاد به همراه داشته باشد. سقوط بازار اوراق بهادار بر سایر بازارهای مالی و دارایی‌ها نیز تأثیر می‌گذارد. این نوسان‌ها معمولاً فضایی نامطلوب در بازار ایجاد می‌کند و موجب می‌شود که جامعه و سهام‌داران به بازار سهام بدبین شوند. این وضعیت می‌تواند جریان سرمایه را از حوزهٔ تولید خارج و بحران را از بخش مالی به بخش واقعی اقتصاد منتقل کند (لیو، گو و لانگ[7]، ۲۰۱۶).

تحقیقات متعددی در زمینهٔ ارزش‌گذاری نادرست سهام انجام شده است که به دو دستهٔ اصلی تقسیم می‌شوند. در دستهٔ اول، پژوهش‌هایی قرار می‌گیرند که بر اساس نقص‌های بازار شکل گرفته‌اند، از جمله عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های معاملاتی، فقدان عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران و دسترسی نابرابر به اطلاعات یا قیمت‌ها (فاما و فرنچ[8]،

1. Huynh, Wu & Duong
2. Song, Zeng & Zhou
3. Fama
4. Syed & Bajwa
5. Broberg, Tagesson & Collin
6. Alzahrani & Rao
7. Liu, Gu & Lung
8. Fama & French

۱۹۹۶؛ لی، هنری و چو[1]، ۲۰۱۱؛ الزهرانی و رائو، ۲۰۱۴؛ پانتزالیس و پارک[2]، ۲۰۱۴). در بازار کارا، قیمت‌گذاری منطقی باعث می‌شود که شکاف‌های قیمت‌گذاری سهام در کوتاه‌مدت به‌وجود آید و با استفاده از آربیتراژ، به حالت قبلی خود بازگردد یا اینکه پاداشی معقول برای ریسک‌های سیستماتیکی ارائه شود که در مدل‌های قیمت‌گذاری لحاظ نشده‌اند (فاما و فرنچ، ۱۹۹۳ و ۱۹۹۶؛ پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۴). دسته‌ای دیگر از پژوهش‌های مالی رفتاری، نادرستی ارزش‌گذاری را ناشی از انتظارات غیرمنطقی می‌داند (کوپر، گولن و شیل[3]، ۲۰۰۸؛ لامبرتیدیس[4]، ۲۰۲۱؛ یانگ، یه و ما[5]، ۲۰۲۲). یافته‌ها نشان می‌دهند که ناهنجاری تأمین مالی، به‌طور عمده با قیمت‌های نادرست سهام مرتبط است که این موضوع از استدلال‌های مطالعات پیشین (دونگ، هیرشلیفر و تئو[6]، ۲۰۱۲؛ خان، کوگان و سرافیم[7]، ۲۰۱۲؛ استین[8]، ۱۹۹۶) حمایت می‌کند (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲). به‌طور کلی، ناهنجاری تأمین مالی به این پدیده اشاره دارد که عملکرد سهام شرکت‌های ناشر در بلندمدت، کمتر از شرکت‌های بازخرید است. به‌تازگی، فو و هوانگ[9] (۲۰۱۶) نشان داده‌اند که ناهنجاری‌های تأمین مالی در بلندمدت، در بازار ایالات متحده ناپدید می‌شوند. دانیل، هیرشلیفر و سان[10] (۲۰۲۰) یک عامل بلندمدت به نام عوامل مالی را بر اساس اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران با ترکیب انتشار سهام ترکیبی و انتشار خالص سهام، توسعه داده‌اند. هدف آن‌ها ارائهٔ یک مدل قیمت‌گذاری جدید، برای توضیح ناهنجاری‌ها در بازار مالی است. پدیدهٔ قیمت‌گذاری نادرست سهام و تأثیر آن بر تصمیم‌ها و رفتار مدیران و سرمایه‌گذاران، یکی از زمینه‌های نوین پژوهشی در علوم مالی به‌شمار می‌آید. این پدیده می‌تواند به کاهش ارزش شرکت و آسیب به اعتبار آن در زمینهٔ صداقت و راست‌گویی منجر شود که برای موفقیت یک شرکت ضروری است. شایان ذکر است که هر گونه آسیب و زیانی که سهام‌داران متحمل شوند، به کل اقتصاد منتقل می‌شود و می‌تواند مانع از رشد اقتصادی شود؛ چرا که منافع آنی ناشی از توانایی شرکت در افزایش سرمایه، به رشد پایدار آسیب می‌زند. بنابراین، شناسایی و بررسی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست سهام و پیامدهای آن، به همراه اقداماتی که برای حمایت از این موضوع انجام می‌شود، می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، حسابرسان، بانک‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای قانون‌گذاری بسیار مفید باشد. از سوی دیگر، ادبیات مالی به‌طور گسترده‌ای نشان می‌دهد که پنهان‌سازی یا عدم افشای اطلاعات مهم دربارهٔ جنبه‌های آیندهٔ شرکت، می‌تواند به قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار سرمایه منجر شود و این موضوع بر بازده آتی سهام شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود. با توجه به اهمیت فراوان بازده و قیمت سهام برای سرمایه‌گذاران، بررسی عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری نادرست سهام بسیار مهم است. بنابراین، در این پژوهش به تحلیل تأثیر ناهنجاری‌های تأمین مالی با در نظر گرفتن نقش تعدیلی مدیریت سود بر ارزش‌گذاری نادرست سهام پرداخته می‌شود. با بررسی دقیق ادبیات موجود می‌توان دریافت که

1. Li, Henry & Chou
2. Pantzalis & Park
3. Cooper, Gulen & Schill
4. Lambertides
5. Yang, Ye & Ma
6. Dong, Hirshleifer & Teoh
7. Khan, Kogan & Serafeim
8. Stein
9. Fu & Huang
10. Daniel, Hirshleifer & Sun

تاکنون پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری نادرست سهام پرداخته‌اند. هر یک از این پژوهش‌ها تأثیر برخی از متغیرها را بر ارزش‌گذاری نادرست سهام سنجیده‌اند. این پژوهش ضمن تلاش برای گسترش مبانی موجود در رابطه با ارزش‌گذاری نادرست سهام، به بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌پردازد. با توجه به اینکه تاکنون پژوهشی با این عنوان و محتوا در داخل کشور انجام نشده است، می‌توان بیان کرد که چه از لحاظ موضوع و چه از لحاظ اهداف، این تحقیق نسبت به تحقیق‌های پیشین جدید و نوآورانه است.

مبانی نظری

قیمت‌گذاری نادرست سهام، یکی از مباحث بسیار مهم در حوزهٔ بازار سرمایه است، به این دلیل که می‌تواند به‌طور جدی تخصیص منابع کارآمد را دچار اختلال کند (هان، هوانگ، هوانگ و ژو[1]، ۲۰۲۲). هنگامی که قیمت سهام در پاسخ به اطلاعات گزارش شده تغییر می‌کند، می‌توان فرض کرد که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، ارزیابی، خرید و فروش تحت تأثیر اطلاعات گزارش شده است (ساماراکون و پرادان[2]، ۲۰۲۴). پدیدهٔ قیمت‌گذاری نادرست سهام و تأثیر آن بر تصمیم‌ها و رفتار مدیران و سرمایه‌گذاران، از زمینه‌های جدید پژوهشی در علوم مالی است. مدیران شرکت‌ها به این موضوع واقف‌اند که تصمیم‌های آن‌ها در بازار سرمایه بازتاب دارد 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 (هاروی، لیو و ژو[3]، ۲۰۱۶). یکی از پدیده‌هایی که در بازار سهام وجود دارد، قیمت‌گذاری نادرست سهام است که وجود آن در پژوهش‌های قبلی (فاما و فرنچ، ۱۹۹۶؛ لی و همکاران، ۲۰۱۱؛ الزهرانی و رائو، ۲۰۱۴؛ پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۴) تأیید شده است. انحراف قیمت سهام شرکت‌ها از ارزش ذاتی آن، به قیمت‌گذاری نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه منجر می‌شود. برای توضیح این پدیده تئوری‌های مالی سنتی و مالی رفتاری هر یک تفسیرهایی ارائه کرده‌اند. مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه است. مصادیق مالی رفتاری بیان‌کنندهٔ عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می‌شود. طرفداران تئوری مالی رفتاری قیمت‌گذاری نادرست را در نتیجه انتظارات نامعقول و احساسات سهامداران می‌دانند (کوپر و همکاران، ۲۰۰۸؛ لامبرتیدیس، ۲۰۲۱). طبق تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی، به تعارض منافع بین مدیران و سهامداران مربوط است. این تعارض منافع به‌دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران اتفاق می‌افتد. اگر عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشته باشد، تعارض منافع به‌سادگی با سهامداران آگاه حل می‌شود؛ اما حتی، اگر تعارض منافع حل شود، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند باعث قیمت‌گذاری نادرست شود. هرچه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران شرکت مبهم‌تر باشد، درجهٔ انحراف قیمت بازار از قیمت ذاتی بیشتر است؛ بنابراین اثرهای رفتاری سرمایه‌گذاران و عدم‌تقارن اطلاعاتی، از عوامل اساسی قیمت‌گذاری نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه است. پنهان کردن یا عدم افشای

1. Han, Huang, Huang & Zhou
2. Samarakoon & Pradhan
3. Harvey, Liu & Zhu

اطلاعات مهم دربارۀ جنبه‌های آیندۀ شرکت، به قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار سرمایه منجر می‌شود (مرادی زانیانی و حاجیان نژاد، ۱۴۰۱). هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ناهنجاری تأمین مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام و نقش تعدیلگر مدیریت سود است. با توجه به مبانی فوق، این سؤال مطرح می‌شود که آیا با در نظر گرفتن نقش تعدیلگر مدیریت سود، ناهنجاری تأمین مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر دارد؟

پیشینۀ تجربی پژوهش

وقفی، صدیقی، پرندین و حسینی عقدایی (۱۴۰۳) در پژوهشی به بررسی نقش ساختار مالکیت سهام در تعدیل ارتباط هم‌زمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست پرداخته‌اند. یافته‌ها بیانگر آن است که هم‌زمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، تأثیر معنادار و مستقیم دارد. از طرفی، شواهد حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی بر رابطه هم‌زمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست سهام، تأثیر تعدیلی کاهنده (تضعیف‌کننده) دارد. همچنین مالکیت خانوادگی و مالکیت دولتی، بر رابطۀ بین هم‌زمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست سهام، تأثیر معناداری ندارد.

شجاعی و عبدالباقی عطاآبادی (۱۴۰۲) در پژوهشی به تحلیل آناتومیک معاملات نویزی و خطای قیمت‌گذاری ناشی از ورود معامله‌گران ناآگاه پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که معاملات نویزی بر سطح خطای قیمت‌گذاری سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین خطای قیمت‌گذاری در سطوح مختلف معاملات نویزی متفاوت است؛ یعنی هر چه نویز بیشتر شود، خطای قیمت‌گذاری بیشتر می‌شود. این در حالی است که علاوه‌بر نوسان‌های معاملات نویزی، نسبت B/M نیز بر آن تأثیرگذار است. به عبارت دیگر، خطای قیمت‌گذاری در سطوح مختلف نسبت B/M، متفاوت است. درنتیجه با توجه به نتایج پژوهش، ورود معامله‌گران ناآگاه در بورس ایجاد نویز می‌کند و سبب انحراف قیمت ذاتی سهام می‌شود.

امینی و مشایخی (۱۴۰۱) پژوهشی با عنوان «ارائه مدل عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری» انجام دادند. در مدل ارائه شده در این تحقیق، چهار عامل کاستی‌های فرایند عرضۀ اولیه، عوامل بنیادی، سویه‌های رفتاری و محتوای اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه، به قیمت‌گذاری کمتر از واقع منجر می‌شوند؛ به این صورت که با دخالت ارکان در سازوکار عرضه و تقاضای بازار اشتباهاتی در قیمت‌گذاری رخ داده و عوامل بنیادی در قیمت عرضه منعکس نمی‌شوند. سویه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و کافی نبودن محتوای اطلاعاتی حسابداری، به تشدید این امر منجر می‌شود.

نوروزی، فروغی و کریمی (۱۴۰۱) پژوهشی با عنوان «تبیین و آزمون مدل قیمت‌گذاری سهام مبتنی بر نظریۀ اتکا و تعدیل» انجام دادند. نتایج نشان‌دهندۀ اثرگذاری نظریۀ اتکا و تعدیل بر پایۀ تفکیک اجزای بازده سهام و اندازه‌گیری ضریب بی‌خردی و واکنش‌های احساسی تصمیم سرمایه‌گذاران در قیمت سهام و پیش‌بینی شاخص‌های مالی مدنظر بوده است. بنابراین انتظار می‌رود با توجه به آنکه مبتنی بر نظریۀ مزبور، تورش‌ها و سوگیری‌های رفتاری در بازارهای مالی، هم‌زمان آثار چشمگیری بر سرمایه‌گذاران و تصمیم‌های آنان ایجاد می‌کند، توضیح مناسبی را برای روند تغییرات

بازارهای مالی ارائه می‌دهد که می‌تواند ایجاد کننده فرصت کسب سود و مدیریت سرمایه‌گذاری باشد؛ به نحوی که بتوان در مدل‌سازی، تجزیه‌وتحلیل و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری از آن استفاده کرد.

کیامهر، جنانی و همت‌فر (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان «تبیین نقش ناهنجاری‌های بازار سهام در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای» انجام دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در هر سه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، یعنی مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۲۰۰۱)، مدل چهار عاملی کاهارت و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۴)، بر ناهنجاری‌های بازار سهام در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تأثیر دارد و باعث افزایش صرف ریسک پرتفوی می‌شود. نتایج همچنین نشان می‌دهد که در هر سه مدل قیمت‌گذاری، ارائهٔ مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه مبتنی بر ناهنجاری‌های بازار سهام، قدرت پیش‌بینی مدل‌های رایج قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه را افزایش می‌دهد.

عرب‌زاده، فروغی و امیری (۱۳۹۷) پژوهشی با عنوان «تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری چند عاملی در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. بر اساس نتیجهٔ آزمون‌های انجام شده، ویژگی اقلام تعهدی، به‌جای ضریب عامل اقلام تعهدی، بازده را پیش‌بینی می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ویژگی اقلام تعهدی را به‌طور نادرست ارزیابی می‌کنند و سبب می‌شوند تفسیر ریسک منطقی با تردید مواجه شود. به عبارت دیگر، بین اقلام تعهدی و بازده سهام همگرایی وجود دارد و این همگرایی به قیمت‌گذاری نادرست سرمایه‌گذاران نسبت داده می‌شود. به بیان دیگر، ناهنجاری اقلام تعهدی برگرفته از قیمت‌گذاری نادرست است.

کوی دونگ[1] (۲۰۲۴) پژوهشی با عنوان «اثر ارزش و رشد در بازار سهام ویتنام: توضیحی از قیمت‌گذاری اشتباه» انجام داد. نتایج این پژوهش نشان داد در حالی که مدل‌های چندعاملی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و فاما و فرنچ، نمی‌توانند بازدهی سهام‌های رشدی و ارزشی را پیدا کنند، یک مدل سه عاملی با عامل قیمت‌گذاری نادرست در توضیح بازده آن‌ها کار بسیار خوبی انجام داده است. سه فاکتور از چهار فاکتور تقلیدی فاما و فرنچ، در خصوص بازده مورد انتظار حاوی اطلاعات اضافی نیستند. در مقابل، هر دو تست استحکام قدرت توضیحی یک مدل سه عاملی را با قیمت‌گذاری اشتباه ثابت می‌کنند. روی هم رفته، نتایج نشان داد که قیمت‌گذاری نادرست نقش اساسی در توضیح بازده رشد و ارزش سهام ویتنامی، مطابق با دیدگاه رفتاری دارد.

بوتازی، کوردونی، لیوری و مارمی[2] (۲۰۲۳) پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت در ارزش‌گذاری شرکت و قیمت‌گذاری اشتباه در ارزیابی مقطعی» انجام دادند. در سطح شرکت، نتایج نشان داد که توزیع ارزش منصفانهٔ حاصل از روش‌شناسی پژوهش، پیش‌بینی‌کنندهٔ قابل اعتمادی از بازده غیرعادی آتی شرکت است. در سطح بازار، نتایج نشان داد که یک عامل ارزش‌گذاری بلند مدت که با استفاده از توصیه‌های خرید ـ فروش بر اساس توزیع ارزش منصفانه ساخته شده است، حاوی اطلاعاتی است که از طریق عوامل سنتی بازار قابل دسترسی نیست. عامل ارزش‌گذاری بلندمدت به‌طور چشمگیری قدرت توضیحی و پیش‌بینی مدل‌های عاملی برآورد شده روی پرتفوی و بازده سهام فردی را افزایش می‌دهد. یانگ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تداوم ناهنجاری تأمین مالی در بازار سهام چین پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که پرتفوی بلند ـ کوتاه بر اساس این ناهنجاری، میانگین بازده مازاد ماهانه ۰/۸۸درصدی را برای ۱۲ ماه آینده

1. Quy Duong
2. Bottazzi, Cordoni, Livieri & Marmi

کسب می‌کند. در این پژوهش، توضیحی مبتنی بر قیمت‌گذاری نادرست رفتاری برای این ناهنجاری ارائه شده که ناهنجاری تأمین مالی در سهام با اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران قوی‌تر است. علاوه‌براین، نتایج نشان داد که ناهنجاری تأمین مالی در سهام با توجه بیشتر سرمایه‌گذار قوی‌تر است که نشان می‌دهد توجه بیش از حد سرمایه‌گذار، باعث افزایش قیمت‌گذاری نادرست و کاهش کارایی بازار می‌شود.

واکشوسل[1] (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان «پیش‌بینی بازده سهام از قیمت و ارزش‌گذاری اشتباه مبانی (اصول) حسابداری» انجام داد. نتایج نشان داد که انحراف از قیمت سهام از برآوردهای مدل (ارزش‌گذاری اشتباه سهام)، اطلاعات منحصربه‌فردی در خصوص بازده سهام آتی ارائه می‌دهد که فراتر از عوامل تعیین‌کنندهٔ مقطعی است. همچنین نتایج نشان داد که پس از کنترل اندازهٔ شرکت، ارزش دفتری به بازار، سودآوری عملیاتی، سرمایه‌گذاری و مومنتوم، شرکت‌هایی که کم ارزش‌گذاری شده‌اند، بیش از ۵۴ درصد در ماه نسبت به شرکت‌هایی که بیش ارزش‌گذاری شده‌اند، بهتر عمل می‌کنند (بازده بالاتری دارند). از این رو، به نظر می‌رسد که بازار، به‌تدریج اطلاعات بنیادی را به‌دست آورده است.

کانگا و ریو[2] (۲۰۱۹) به بررسی نقش اطلاعات در قیمت‌گذاری اشتباه برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری اشتباه، بر شکاف قیمتی بین بازده بازار و بازده سهام، نوسان‌های بازار سهام و رشد اقتصادی یا تولید ناخالص ملی، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

بوما، واتس و لودون[3] (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی قیمت‌گذاری سهام در بازار بورس آفریقا پرداخته‌اند. آن‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که نتایج ارائه شده توسط دو عامل ارزش و اندازه، تقریباً در یک سطح هستند؛ ولی عامل ارزش قوی‌تر از عامل اندازه است. نتایج همچنین نشان داد که خطای قیمت‌گذاری در مدل‌های فردی بالاتر از خطای قیمت‌گذاری در نمونه کلی است. شرکت‌های سهامی با ارزش بالا (شرکت‌های ارزشی) درآمد بیشتری نسبت به شرکت‌های با ارزش پایین (شرکت‌های رشدی) کسب کرده‌اند.

بررسی پژوهش‌های گذشته نشان داد که عوامل مختلفی می‌تواند بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار باشند. از جمله این عوامل می‌توان به ناهنجاری تأمین مالی و مدیریت سود اشاره کرد؛ از این رو می‌توان انتظار داشت که بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام، ارتباط معناداری وجود داشته باشد و مدیریت سود نیز بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام، نقش تعدیلگری را ایفا کند. هیچ یک از پژوهش‌های پیشین، به بررسی تأثیر هم‌زمان مدیریت سود و ناهنجاری تأمین مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام نپرداخته است و به‌دلیل خلأ موجود، در این پژوهش به بررسی اثر تعدیلی مدیریت سود بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام پرداخته شد تا هم بتوان این شکاف تحقیقاتی را پُر کرد و هم به غنای ادبیات پژوهشی موجود افزود.

فرضیه‌های پژوهش

مطالعات قبلی رابطهٔ بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و فعالیت‌های تأمین مالی، از جمله انتشار و خرید مجدد سهام را نشان می‌دهد (دونگ و همکاران، ۲۰۱۲؛ خان و همکاران، ۲۰۱۲؛ استین، ۱۹۹۶). شرکت‌ها با بهره‌مندی از اطلاعات

1. Walkshäusl
2. Kanga & Ryu
3. Boamah, Watts & Loudon

داخلی، از ارزش‌گذاری نادرست موقت سهام خود با تأمین مالی فعالیت‌ها استفاده می‌کنند (برادشاو، ریچاردسون و اسلوان[1]، ۲۰۰۶). با این حال، تداوم بازده‌های غیرعادی، اغلب نتیجهٔ قیمت‌گذاری نادرست سهام در نظر گرفته می‌شود (فو و هوانگ، ۲۰۱۶). دانیل و همکارانش (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که قیمت‌گذاری نادرست مرتبط با سوگیری‌های متمایز، می‌تواند در افق‌های طولانی‌تر اصلاح شود. دا، انگلبرگ و گائو[2] (۲۰۱۱) از نمایهٔ جست‌وجوی گوگل، به‌عنوان نماینده‌ای جهت توجه سرمایه‌گذاران برای توضیح بازده غیرعادی سهام پس از عرضهٔ اولیه و تأمین منابع مالی در کوتاه‌مدت و بلندمدت استفاده کردند. علاوه‌براین، محدودیت‌های تأمین مالی توضیح دیگری برای قیمت‌گذاری نادرست سهام است (باربریس و تالر[3]، ۲۰۰۳). فو و هوانگ (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که محیط مطلوب‌تر، کارایی قیمت‌گذاری بازار سهام را افزایش می‌دهد. نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان داده است که ناهنجاری تأمین مالی در بازار سهام ادامه دارد. همچنین ناهنجاری تأمین مالی در دوره‌ای که اعتماد بیش از حد کل بالاتر است، قوی‌تر است. علاوه‌براین، ناهنجاری تأمین مالی در میان سهامی که بیشتر مورد توجه قرار گرفته، بارزتر است و ناهنجاری تأمین مالی، توانایی تأثیرگذاری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام را دارد (دانیل و همکاران، ۲۰۲۰؛ یانگ و همکاران، ۲۰۲۲). با توجه به مبانی مطرح شده، فرضیهٔ اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیهٔ ۱: ناهنجاری تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد.

با کنار گذاشتن توضیحات منطقی، تفسیرهای قیمت‌گذاری نادرست، به‌طور گسترده‌ای در مرکز توجه قرار گرفته‌اند. برخی از مطالعات به اشتباهات در انتظارات، سرمایه‌گذاری بیش از حد و محدودیت‌های آربیتراژ، به‌عنوان دلایل بالقوه قیمت‌گذاری اشتباه اشاره کرده‌اند (دسای، راجگوپال و ونکاتاچالام[4]، ۲۰۰۴؛ چان، کارچسکی، لاکونیشوک و سوگیانیس[5]، ۲۰۰۸؛ کوپر و همکاران، ۲۰۰۸؛ فاما و فرنچ، ۲۰۰۸؛ لام و وی[6]، ۲۰۱۱). برای مثال، چان و همکاران (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که ارزش‌گذاری نادرست بازار شرکت‌هایی با اقلام تعهدی بالا، بر اساس برآوردهای بیش از حد خوش‌بینانه از نرخ‌های رشد آتی است. سطح پیچیدگی و محیط فرصت‌طلبانه‌ای که شرکت‌های مدرن در آن فعالیت می‌کنند، همراه با روندهای جاری جهانی شدن و بی‌ثباتی مالی و نیز، عناصری مانند جاه‌طلبی مدیریتی و انگیزه‌های فرصت طلبانه، ترکیبی از شرایط را تشکیل داده است که قیمت‌گذاری نادرست را تسهیل می‌کند. با توجه به تأثیری که ناهنجاری تأمین مالی و اقلام تعهدی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد، می‌توان انتظار داشت که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، اثر تعدیلی بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام داشته باشد (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲). با توجه به مبانی مطرح شده فرضیهٔ دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیهٔ ۲: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام اثر تعدیلی مثبتی دارد.

1. Bradshaw, Richardson & Sloan
2. Da, Engelberg & Gao
3. Barberis & Thaler
4. Desai, Rajgopal & Venkatachalam
5. Chan, Karceski, Lakonishok & Sougiannis
6. Lam & Wei

روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی ـ هم‌بستگی و در حوزهٔ تحقیقات حسابداری و مالی است؛ زیرا ارتباط و هم‌بستگی بین متغیرهای پژوهش را با استفاده از مدل‌های رگرسیون بررسی می‌کند. همچنین، پژوهش حاضر از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات بنیادی تجربی است؛ زیرا به کشف قوانین و اصول علمی می‌پردازد و در آن سعی می‌شود که دانش و نظریه‌ها به‌طور عام و خاص توسعه یابد. این پژوهش، پژوهش توصیفی محسوب می‌شود. تحقیق توصیفی آنچه هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. این نوع از تحقیقات، اطلاعاتی را به‌منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سؤال‌های مربوط به وضعیت فعلی موضوع در دست مطالعه جمع‌آوری می‌کند. برای تجزیه‌وتحلیل اطلاعات پژوهش، از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره، به‌روش داده‌های ترکیبی و همچنین از نرم‌افزارهای اکسل[1] و ایویوز[2] و استاتا[3] استفاده شده است.

جامعهٔ آماری و نمونهٔ پژوهش

جامعهٔ آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است. برای نمونه‌گیری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده که شرایط آن به‌صورت زیر تعریف شده است:

۱. به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
۲. به‌منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند.
۳. در دورهٔ زمانی پژوهش، حداقل هر سه ماه یک بار سهام آن مبادله شده باشد.
۴. در دورهٔ زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشد.
۵. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این تحقیق قابل‌دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، در مجموع تعداد ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه

شرح	تعداد
تعداد کل شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران در ابتدای سال ۱۳۹۱	۳۴۸
کسر می‌شود:	
تعداد شرکت سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی.	(۶۸)
تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه نبوده است.	(۴۹)
تعداد شرکت‌هایی که حداقل هر سه ماه یک بار سهام آن مبادله نشده است.	(۷۲)
تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده است.	(۲۹)
تعداد شرکت‌های که در طول دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند.	(۲۵)
تعداد شرکت‌های مورد بررسی	۱۰۵

1. Excel
2. Eviews
3. Stata

مدل‌های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیهٔ اول، از مدل ۱ استفاده شده است. در این مدل، چنانچه ضریب β_1 معنادار باشد، فرضیهٔ اول پژوهش تأیید می‌شود:

مدل ۱)
$$MIS_{it} = \beta_0 + \beta_1 FA_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 Profitability_{it} + \beta_6 MOM_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 CapEx_{it} + \beta_9 ILLIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن، MIS_{it}: ارزش‌گذاری نادرست سهام شرکت i در سال t؛ FA_{it}: ناهنجاری تأمین مالی شرکت i در سال t؛ $BETA_{it}$: بتای شرکت i در سال t؛ $SIZE_{it}$: اندازهٔ شرکت i در سال t؛ BM_{it}: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در سال t؛ $Profitability_{it}$: سودآوری شرکت i در سال t؛ MOM_{it}: مومنتوم شرکت i در سال t؛ $Leverage_{it}$: اهرم مالی شرکت i در سال t؛ $CapEx_{it}$: مخارج سرمایه ای شرکت i در سال t؛ $ILLIQ_{it}$: نقدشوندگی سهام شرکت i در سال t.

برای آزمون فرضیهٔ دوم نیز، از مدل ۲ استفاده شده است. در این مدل، چنانچه ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیهٔ دوم پژوهش تأیید می‌شود.

مدل ۲)
$$MIS_{it} = \beta_0 + \beta_1 FA_{it} + \beta_2 EM_{it} + \beta_3 FA_{it} * EM_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 Profitability_{it} + \beta_8 MOM_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} CapEx_{it} + \beta_{11} ILLIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن، EM_{it}: مدیریت سود شرکت i در سال t؛ $FA_{it} * EM_{it}$: اثر تعدیلی ناهنجاری تأمین مالی و مدیریت سود شرکت i در سال t. بقیه متغیرها قبلاً تشریح شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

ارزش‌گذاری نادرست سهام (MIS): در این روش برای برآورد قیمت‌گذاری اشتباه سهام، از قدرمطلق پسماند مدل استفاده شده است. در این رابطه، مقادیر بالاتر پسماند نتایج، نشان‌دهندهٔ قیمت‌گذاری نادرست بیشتر است.

رابطهٔ ۱)
$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + e_{i,t}$$

که در آن، $r_{i,t}$, ri بازده سهام i در سال t؛ $r_{m,t}$ بازده بازار در سال t؛ $SMB_{i,t}$ عامل اندازه که برابر است با تفاوت بین بازده سهام شرکت‌های با اندازهٔ کوچک با شرکت‌های با اندازهٔ بزرگ در سال t؛ $HML_{i,t}$ عامل ارزش که برابر است با تفاوت بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق مالکانه بالا با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق مالکانه کم در سال t.

متغیرهای مستقل

ناهنجاری تأمین مالی (FA): رابطهٔ منفی بین تأمین مالی و بازده سهام نتایج نشان‌دهندهٔ ناهنجاری تأمین مالی است.

به عبارت دیگر، برای محاسبهٔ ناهنجاری تأمین مالی، به پیروی از پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۲۲)، از ضریب تأثیرگذاری تأمین مالی بر مازاد بازده سهام، به شرح رابطهٔ ۲ استفاده شده است. درصورتی که علامت ضریب متغیر تأمین مالی (β_1) منفی باشد، نتایج نشان‌دهندهٔ ناهنجاری تأمین مالی است. این مدل در سطح صنعت و به‌روش مقطعی در دوره زمانی مورد پژوهش برازش شده است.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_0 + \beta_1 Financing_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$ رابطهٔ ۲)

که در آن، $R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در سال t؛ $R_{f,t}$: نرخ بازده بدون ریسک در سال t که برابر است با نرخ سود سپرده با سررسید کمتر از یک سال که توسط بانک مرکزی در هر سال اعلام می‌شود؛ $Financing_{i,t}$: تأمین مالی شرکت i در سال t.

در این پژوهش برای محاسبه تأمین مالی از نسبت وام‌ها (تسهیلات دریافتی) به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل‌کننده

مدیریت سود (EM): در این پژوهش مطابق با دیچو، اسلوان و سوینی[1] (۱۹۹۵) از مدل تعدیل شدهٔ جونز[2] (۱۹۹۱) برای اندازه‌گیری مدیریت سود استفاده شده است. در پژوهش‌های ولی‌زاده لاریجانی و ایرانپور (۱۴۰۳) و توسلی و تاری‌وردی (۱۴۰۳) نیز از همین مدل برای محاسبه مدیریت سود استفاده شده است. در رابطهٔ ۳ قدرمطلق باقی‌ماندهٔ مدل، نشان‌دهندهٔ اقلام تعهدی اختیاری است که معیاری برای برآورد مدیریت سود محسوب خواهد شد. این مدل به شرح زیر است.

$$\frac{TA_{it}}{ASSETS_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{ASSETS_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{it}}{ASSETS_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{ASSETS_{it-1}} + \varepsilon_{i,t}$$ رابطهٔ ۳)

که در آن، TA_{it} کل اقلام تعهدی که برابر است با سود خالص منهای جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی؛ $\Delta SALES_{it}$ تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال گذشته؛ PPE_{it} دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در سال t؛ $ASSETS_{it-1}$ ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در سال t −۱.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش مطابق با پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۲۲) در نظر گرفته شده‌اند و به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

بتا (BETA): در این پژوهش برای محاسبهٔ بتا از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۲) یا همان مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به شرح رابطهٔ ۴ استفاده می‌شود. پس از برازش مدل، از مقادیر به‌دست‌آمده $\beta_{i,t}$ برای محاسبهٔ بتا استفاده می‌شود.

1. Dechow, Sloan & Sweeney
2. Jones

$$E(R_{i,t}) = R_{f,t} + \beta_{i,t}E(R_{m,t} - R_{f,t})$$ رابطهٔ ۴)

که در آن، $R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در سال t؛ $R_{f,t}$: نرخ بازده بدون ریسک در سال t؛ $R_{m,t}$: بازده پرتفوی بازار در سال t؛ $\beta_{i,t}$: بتای شرکت i در سال t.

اندازهٔ شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق مالکانه سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هرسهم) (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

نسبت ارزش دفتری به بازار (BM): برابر است با نسبت ارزش دفتری حقوق مالکانه سهام به ارزش بازار حقوق مالکانه سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هرسهم) (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

سودآوری (Profitability): برابر است با نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

مومنتوم (MOM): بازده تجمعی یک سهام در دوره ۱۱ ماهه است که یک ماه قبل از ماه تشکیل پرتفوی به پایان می‌رسد (اطلاعات مربوط به بازده سهام از نرم افزار ره آوردین نوین استخراج شده است) (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

اهرم مالی (Leverage): برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

مخارج سرمایه‌ای (CapEx): برابر است با نسبت مخارج سرمایه‌ای (تفاوت دارایی‌های ثابت مشهود سال جاری نسبت به سال گذشته) به کل دارایی‌ها (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

نقدشوندگی سهام (ILLIQ): در این پژوهش برای محاسبه نقدشوندگی سهام، از معیار آمیهود به شرح رابطهٔ ۵ استفاده می‌شود. با توجه به اینکه مقدار بالاتر این معیار، نشان‌دهندهٔ نقدشوندگی سهام کمتر و مقدار پایین‌تر این معیار، نشان‌دهندهٔ نقدشوندگی سهام بالاتر است، مقادیر به‌دست‌آمده از این معیار در منفی یک (۱-) ضرب می‌شود (یانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

$$ILLIQ_{id} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} \frac{|R_{iyt}|}{DVOL_{iyt}}$$ رابطهٔ ۵)

که در آن، $ILLIQ_{id}$ نقدینگی سهام شرکت؛ R_{iyt} قدر مطلق بازده سهام شرکت i در روز y (پایان سال مالی) و در سال t؛ $ViytV_{iy}$ حجم ریالی معاملات سهام شرکت i در روز y (پایان سال مالی) و در سال t؛ $DiyD_{iy}$ تعداد روزهایی که سهم i در سال y معامله شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی تنظیم و طبقه‌بندی داده‌ها، نمایش ترسیمی و محاسبهٔ مقادیری از قبیل نما، میانگین، میانه و... است که مشخصات اعضای جامعه در دست بررسی را نمایش می‌دهد. جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه وکمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مدل

نماد	نام	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ABSALPHA	قدر مطلق ارزش مدل سه عاملی بازار	۰/۸۲۴۷۹	۰/۵۳۲۰۴	۷/۱۹۶۸۳	۰/۰۰۱۸۴	۰/۹۵۲۶۱	۲/۸۵۲۵۷	۱۳/۳۸۳۸۱
MIS	ارزش‌گذاری نادرست سهام	۰/۷۰۳۷۴	۰/۴۷۳۹۳	۵/۰۴۰۰۳	۰/۰۰۰۰۰	۰/۷۵۶۶۱	۲/۰۷۲۵۲	۸/۸۷۱۲۲
FA	ناهنجاری تأمین مالی	−۱/۳۸۲۹۵	−۰/۷۱۵۹۵	۲۰/۱۸۵۳۰	−۲۷/۶۰۹۱۵	۵/۷۳۵۶۸	−۰/۸۱۳۲۱	۹/۳۹۵۰۳
CAPEX	مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۵۷۶۳	۰/۰۲۶۷۲	۰/۸۱۴۶۹	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۸۸۲۳	۳/۵۱۳۱۶	۲۰/۰۰۱۸۶
BETA	بتای شرکت	۰/۹۸۱۰۱	۰/۹۹۷۹۲	۲/۷۹۹۱۹	−۰/۶۲۳۰۴	۰/۷۸۷۰۸	۰/۱۸۵۵۹	۲/۱۳۳۹۴
EM	مدیریت سود	۰/۱۸۵۹۵	۰/۱۱۰۵۲	۵/۹۹۶۴۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۳۳۴۸۳	۹/۶۸۹۶۷	۱۳۵/۷۰۰۱۰
ILLIQ	نقدشوندگی سهام	−۰/۰۰۰۳۶	−۰/۰۰۰۱۳	۰/۰۰۰۰۱	−۰/۰۴۷۲۴	۰/۰۰۱۴۷	−۲۸/۰۹۳۲۶	۸۸۸/۹۱۱۴۰
LEV	اهرم مالی	۰/۷۲۸۸۱	۰/۶۱۷۵۹	۰/۹۹۶۷۱	۰/۰۳۱۴۳	۰/۵۸۴۳۷	۳/۷۰۲۰۹	۲۰/۱۵۱۸۵
BM	نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۴۷۶۸۷	۰/۲۹۹۴۰	۳/۶۶۱۲۵	−۰/۵۸۷۹۱	۲/۳۲۰۵۲	۱/۵۵۹۸۳	۵۷/۳۲۲۰۵
MOM	مومنتوم شرکت	۰/۵۶۸۴۵	۰/۳۹۶۹۴	۳/۳۵۶۶۳	−۰/۴۰۱۲۹	۰/۶۴۱۴۸	۱/۲۵۵۳۵	۴/۵۶۶۶۶
PROFITABILITY	سودآوری	۰/۱۲۷۵۱	۰/۱۰۷۴۹	۰/۸۴۲۲۱	−۰/۷۸۰۹۷	۰/۱۶۷۴۸	−۰/۱۷۳۶۸	۵/۳۲۷۷۷
SIZE	اندازهٔ شرکت	۱۴/۶۵۷۴۶	۱۴/۴۴۵۲۸	۲۱/۹۷۳۶۵	۹/۵۴۳۲۴	۲/۰۴۲۴۰	۰/۱۳۱۸۱	۲/۶۸۱۴۰

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نقطهٔ تعادل و مرکز ثقل توزیع را نشان می‌دهد و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال، مقدار میانگین برای متغیرهای قدر مطلق ارزش مدل سه عاملی بازار و ارزش‌گذاری نادرست سهام، به‌ترتیب برابر ۰/۸۲۴۷۹ و ۰/۷۰۳۷۴ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقاط تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود، میانه این متغیرها به‌ترتیب برابر ۰/۵۳۲۰۴ و ۰/۴۷۳۹۳ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها، کمتر از این مقدار و نیمی دیگر، بیشتر از این مقدار هستند.

تعیین نوع داده‌ها

خلاصهٔ نتایج آزمون اف لیمر در جدول ۳ ارائه شده است. همان طور که مشاهده می‌شود، مقدار احتمال در آزمون اف لیمر و هاسمن در هر دو مدل کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود.

جدول ۳. آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل	آزمون اف لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره اف لیمر	احتمال	نتیجه	آماره‌هاسمن	احتمال	نتیجه
مدل اول	۹/۸۸۲۳۲۹	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۷۴/۹۲۱۶۸۱	۰/۰۰۰۰	اثرهای ثابت
مدل دوم	۹/۴۹۶۵۸۴	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۲۹/۶۱۳۵۶۹	۰/۰۰۰۵	اثرهای ثابت

مفروضات مدل رگرسیون

قبل از برازش دادن مدل روی داده‌ها، پیش فرض‌های مدل بررسی می‌شود:

آزمون عدم خود هم‌بستگی باقی‌مانده‌ها

با توجه به مقدار آماره آزمون ولدریج که در جدول ۴ ارائه شده است، مشخص شد که هر دو مدل دارای هم‌بستگی نیستند.

جدول ٤. آزمون عدم خودهم‌بستگی وولدریج

مدل	آماره آزمون	احتمال
مدل اول	۱/۳۲۹	۰/۲۷۵۸
مدل دوم	۴۴/۴۸	۰/۲۹۲۹

آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها

یکی از فرضیه‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقی‌مانده‌هاست. برای بررسی این فرضیه در این پژوهش از آزمون والد استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون، همسانی واریانس باقی‌مانده‌هاست که اگر مقدار سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر پذیرفته می‌شود. با توجه به جدول ۵ و مقدار سطح معناداری به‌دست آمده برای آزمون والد که برابر صفر و از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود و نشان می‌دهد که مشکل ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شده این مشکل، از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می‌شود.

جدول ۵. آزمون همسانی واریانس

مدل	آماره (والد)	آماره
مدل اول	۴۸/۵۰	۰/۰۰۰۰
مدل دوم	۴۴/۴۸	۰/۰۰۰۰

با توجه به آنچه بیان شد، در این پژوهش برای آزمون معناداری کل مدل از آمارهٔ F و برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آمارهٔ T استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده، برای بررسی رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آمارهٔ F که کمتر از ۰/۰۵ hsj، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است.

مقدار ضریب متغیر FA مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیهٔ اول است. چنانچه ضریب مذکور معنادار باشد، نتایج نشان‌دهندهٔ تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آمارهٔ T برای این متغیر برابر ۰/۰۰۸۱ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین می‌توان گفت که فرضیهٔ اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین علامت ضریب این متغیر مثبت است که نشان می‌دهد ناهنجاری تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد.

جدول ٦. نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیهٔ اول

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهٔ T	احتمال
FA	۰/۰۰۴۹۸۳	۰/۰۰۱۸۷۹	۲/۶۵۱۵۹۹	۰/۰۰۸۱
BETA	-۰/۰۷۷۳۴۸	۰/۰۲۰۲۳۷	-۳/۸۲۲۱۴۶	۰/۰۰۰۱
SIZE	-۰/۱۴۸۲۷۷	۰/۰۲۱۵۸۶	-۶/۸۶۹۱۶۷	۰/۰۰۰۰
BM	۰/۰۶۷۸۴۱	۰/۰۲۹۱۱۹	۲/۳۲۹۷۸۷	۰/۰۲۰۰
PROFITABILITY	-۰/۰۹۵۶۵۹	۰/۱۸۸۱۵۵	-۰/۵۰۸۴۰۶	۰/۶۱۱۳
MOM	۰/۰۱۹۳۴۷	۰/۰۵۱۸۲۶	۰/۳۷۳۳۰۸	۰/۷۰۹۰
LEV	۰/۳۶۰۸۴۴	۰/۰۷۹۷۱۴	۴/۵۲۶۷۱۲	۰/۰۰۰۰
CAPEX	-۰/۵۸۲۴۷۴	۰/۱۸۶۱۸۸	-۳/۱۲۸۴۲۶	۰/۰۰۱۸
ILLIQ	-۲۰/۷۸۸۱۷	۶/۰۷۳۶۵۲	-۳/۴۲۲۶۸۱	۰/۰۰۰۶
C	۲/۶۹۱۸۹۵	۰/۳۶۷۰۵۶	۷/۳۳۳۷۴۷	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۸۵۲۲۹	آماره F	۲۳/۸۳۷۹۷
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۷۳۲۶۴	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که متغیرهای بتا، اندازهٔ شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار، اهرم مالی، مخارج سرمایه‌ای و نقدشوندگی سهام، بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر معناداری دارند. متغیرهای کنترلی سودآوری و مومنتوم بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر معناداری ندارند.

جدول ۷. نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیهٔ دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
FA	۰/۰۰۴۱۵۷	۰/۰۰۱۵۸۰	۲/۶۳۰۴۹۰	۰/۰۰۸۶
EM	۰/۲۵۸۱۹۹	۰/۰۵۷۹۷۴	۴/۴۵۳۷۲۶	۰/۰۰۰۰
FA*EM	۰/۰۲۷۹۶۹	۰/۰۱۳۳۱۹	۲/۰۹۹۹۹۱	۰/۰۳۶۰
BETA	-۰/۰۷۱۷۲۵	۰/۰۲۰۸۹۸	-۳/۴۳۲۱۰۱	۰/۰۰۰۶
SIZE	-۰/۱۴۶۹۷۹	۰/۰۲۱۷۷۸	-۶/۷۴۸۸۱۶	۰/۰۰۰۰
BM	۰/۰۶۸۷۵۹	۰/۰۲۹۲۷۸	۲/۳۴۸۵۱۷	۰/۰۱۹۰
PROFITABILITY	-۰/۰۸۵۵۷۷	۰/۱۹۵۳۶۰	-۰/۴۳۸۰۴۵	۰/۶۶۱۴
MOM	۰/۰۱۲۴۱۶	۰/۰۵۱۵۲۸	۰/۲۴۰۹۴۷	۰/۸۰۹۶
LEV	۰/۳۵۱۳۶۲	۰/۰۷۵۹۴۵	۴/۶۲۶۵۴۲	۰/۰۰۰۰
CAPEX	-۰/۶۳۹۵۲۹	۰/۲۱۳۸۲۱	-۲/۹۹۰۹۶۱	۰/۰۰۲۸
ILLIQ	-۲۱/۷۴۶۲۶	۶/۲۹۴۷۳۴	-۳/۴۵۴۶۷۶	۰/۰۰۰۶
C	۲/۶۳۴۴۵۳	۰/۳۶۶۱۰۲	۷/۱۹۵۹۴۷	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۹۴۶۲۶	آماره F	۲۲/۵۳۵۲۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۸۱۵۵۲	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰۰۰

با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است.

مقدار ضریب متغیر FA*EM مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیهٔ دوم است، درصورتی که ضریب مذکور معنادار باشد، نتایج نشان‌دهندهٔ تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آمارهٔ T برای این متغیر برابر ۰/۰۳۶۰ و کمتر از سطح

خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که فرضیهٔ دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین علامت ضریب این متغیر مثبت است که نشان می‌دهد مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام اثر تعدیلی مثبتی دارد.

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که متغیرهای بتا، اندازهٔ شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار، اهرم مالی، مخارج سرمایه‌ای و نقدشوندگی سهام، بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر معناداری دارند و متغیرهای کنترلی سودآوری و مومنتوم، بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر معناداری ندارند.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج فرضیهٔ اول پژوهش نشان داد که ناهنجاری تأمین مالی، بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ در نتیجه، فرضیهٔ اول پژوهش تأیید می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش از بُعد معناداری با پژوهش‌های کیامهر و همکاران (۱۳۹۹) و یانگ و همکاران (۲۰۲۲) هم‌خوانی دارد. در بررسی تأثیر ناهنجاری تأمین مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام، می‌توان به تئوری زمان‌بندی بازار و فرضیهٔ مدیریت سود اشاره کرد. بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار، مدیران سعی می‌کنند که تصمیم‌های مالی خود را زمان‌بندی کنند تا از آنچه به‌عنوان قیمت‌گذاری نادرست بازار تصور می‌کنند، بهره‌برداری کنند. بر اساس فرضیهٔ مدیریت سود، مدیران فرصت‌طلبانه سود را با بهره‌برداری از اقلام تعهدی (اختیاری) در دوره‌هایی که تأمین مالی خارجی را به‌منظور افزایش عواید عرضه افزایش می‌دهند، افزایش می‌دهند؛ در نتیجه، بازار نمی‌تواند درک کند که مدیریت سود گذرا در سود افزایش می‌یابد؛ بنابراین این شرکت‌ها بیش از حد ارزش‌گذاری خواهند شد. متعاقب آن، وقتی مدیریت سود معکوس می‌شود و شرکت‌های صادرکننده کاهش سود را در دوره پس از عرضه ثبت می‌کنند، بازار ناامید می‌شود و ارزش‌گذاری خود را به‌سمت پایین اصلاح می‌کند. از این رو انتظار می‌رود که ناهنجاری تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام داشته باشد.

نتایج فرضیهٔ دوم پژوهش نشان داد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام اثر تعدیلی مثبتی دارد؛ در نتیجه فرضیهٔ اصلی دوم پژوهش تأیید می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش، از بُعد معناداری با پژوهش‌های کیامهر و همکاران (۱۳۹۹)، عرب‌زاده و همکاران (۱۳۹۷) و یانگ و همکاران (۲۰۲۲) هم‌خوانی دارد. قیمت‌گذاری نادرست سهام، نه تنها منعکس‌کنندهٔ ناکارآمدی در بازار سرمایه است، بلکه بر تصمیم‌های مدیریتی نیز تأثیر می‌گذارد. پاداش مدیران به‌طور کلی شامل بخش بزرگی از پاداش سهام است که ثروت مدیران را به‌طور مستقیم به عملکرد سهام شرکت مرتبط می‌کند. مدیران زمانی که قیمت سهام افزایش می‌یابد، پاداش می‌گیرند و زمانی که قیمت سهام پایین‌تر از اهداف مشخص است، مجازات می‌شوند. افزایش پاداش سهام، مدیران را به کار سخت ترغیب می‌کند و آن‌ها را برای دستیابی و حفظ قیمت سهام بالاتر تحریک می‌کند، حتی اگر قیمت سهام در حال حاضر بالاتر از قیمت‌های بنیادی باشد. برای رسیدن به این هدف، مدیران حتی ممکن است مدیریت سود انجام دهند. به عبارت دیگر، مدیران ممکن است سود را مدیریت کنند تا قیمت سهام را بالا نگه دارند و سرمایه‌گذاران را تأمین کنند. از سوی دیگر، تئوری زمان‌بندی بازار سرمایه، در بحث تأمین مالی بیان می‌کند که مدیران قادرند موقعیت‌هایی را

دریابند که به‌دلیل ارزشیابی بیش از حد سهام شرکت در بازار، انتشار سرمایه در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی برون‌سازمانی کم‌هزینه‌تر است. زمان‌بندی موفق بازار سرمایه، سبب کاهش هزینهٔ تأمین مالی شرکت می‌شود و در مقابل با تحمیل زیان به سهام‌داران آتی شرکت، به سهام‌داران فعلی منفعت می‌رساند. این فرصت، مدیران را به‌سمت اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری تشویق می‌کند. در عوض، مدیران شرکت‌های کم‌ارزش‌گذاری شده حتی در صورت داشتن نیاز مبرم، از انتشار سهام به‌دلیل هزینهٔ تأمین مالی زیاد در سهام کم‌قیمت‌گذاری شده، امتناع می‌ورزند. به بیان دیگر، قیمت‌گذاری بیش از حد، فرصت سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و در مقابل به کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌انجامد. علاوه‌براین، شرکت‌ها با بهره‌مندی از اطلاعات داخلی، از ارزش‌گذاری نادرست موقت سهام خود با تأمین مالی فعالیت‌ها استفاده می‌کنند. با این حال، تداوم بازده‌های غیرعادی، اغلب نتیجهٔ قیمت‌گذاری نادرست سهام در نظر گرفته می‌شود. از این رو انتظار می‌رود مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر ارتباط بین ناهنجاری تأمین مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام اثر تعدیلی مثبتی داشته باشد.

با توجه به نتایج فرضیهٔ اول پژوهش، به سیاست‌گذاران و تنظیم‌کنندگان مقررات بورس پیشنهاد می‌شود که برای کاهش تأثیر ناهنجاری تأمین مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام، در پی افزایش کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها باشند.

با توجه به نتایج فرضیهٔ دوم پژوهش، باید گفت که با ارائهٔ اطلاعات با کیفیت زیاد توسط شرکت‌ها، می‌توان ضمن تحت تأثیر قراردادن تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران در بازار، قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش داد؛ زیرا کیفیت پایین اطلاعات مالی شرکت‌ها، پیامدهای نامطلوبی از قبیل افزایش هزینهٔ معادلات، کاهش کارایی بازار، کاهش نقدینگی و به‌طور کلی کاهش سود حاصل از معادلات را در بازار سرمایه به همراه دارد و به نوسان‌های زیاد در قیمت سهام منجر می‌شود.

پیشنهاد پژوهش‌های آتی، می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های بعدی دربارهٔ موضوع پژوهش باشد. از این رو به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی و هموارسازی سود را بررسی کنند. افزون‌براین، پیشنهاد می‌شود که رابطهٔ بین ارزش‌گذاری نادرست شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکتی را نیز مورد بررسی قرار دهند.

در فرایند هر پژوهش و پژوهش‌های علمی و عملی، مجموعه شرایط و مسائلی وجود دارند که خارج از کنترل و اختیار پژوهشگر هستند. نخستین و مهم‌ترین محدودیت تحقیقاتی که بر پایهٔ آمار استنباطی انجام می‌شود، تعمیم یافته‌های آن به سایر شرایط و دوره‌هاست. این امکان وجود دارد ارتباطاتی که در این پژوهش ثابت شده‌اند، در دوره‌ها و یا شرایط متفاوت از شرایط این پژوهش برقرار نباشند یا اینکه نوع ارتباطات، به‌گونه دیگری باشند؛ بنابراین باید در تعمیم نتایج این پژوهش، احتیاط لازم به عمل آید. افزون‌براین، داده‌های مورد استفاده از صورت‌های مالی بابت تورم تعدیل نشده است. با تعدیل داده‌ها از بابت تورم، ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

منابع

امینی، یاسین؛ مشایخی، بیتا (۱۴۰۱). ارائه مدل عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۲(۴۴)، ۱۷۵-۲۱۴.

توسلی، وحید؛ تاری وردی، یداله (۱۴۰۳). الگوی مدیریت سود با استفاده از راهبردهای دارایی مالیات انتقالی و بدهی مالیات انتقالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۶(۶۱)، ۵۱-۷۸.

شجاعی، مرضیه؛ عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید (۱۴۰۲). تحلیل آناتومیک معاملات نویزی و خطای قیمت‌گذاری. *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲(۶)، ۴۳-۷۴.

عرب‌زاده، میثم؛ فروغی، داریوش؛ امیری، هادی (۱۳۹۷). تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری چند عاملی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۳)، ۳۰۵- ۳۲۶.

کیامهر، علی؛ جنانی، محمدحسن؛ همت‌فر، محمود (۱۳۹۹). تبیین نقش ناهنجاری‌های بازار سهام در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۴(۵۳)، ۱۹۳- ۲۱۲.

مرادی زانیانی، امیر و حاجیان نژاد، امین (۱۴۰۱). بررسی تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه سهام بر کسب بازده مازاد آتی. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۶(۲۱)، ۶۳۱- ۶۴۳.

نوروزی، محمد؛ فروغی، داریوش؛ کریمی، فرزاد (۱۴۰۱). تبیین و آزمون مدل قیمت‌گذاری سهام مبتنی بر نظریهٔ اتکا و تعدیل. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۳(۵۱)، ۱۴۱-۱۶۵.

وقفی، سید حسام؛ صدیقی، جیران؛ پرندین، کاوه؛ حسینی عقدایی، سمیه (۱۴۰۳). نقش ساختار مالکیت سهام در تعدیل ارتباط هم‌زمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۴(۵۵)، ۱۷۷-۱۹۲.

ولی‌زاده لاریجانی، اعظم؛ ایرانپور، ریحانه (۱۴۰۳). تأثیر ابلاغ دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس و اوراق بهادار بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۶(۱)، ۱-۲۶.

References

Alzahrani, M. & Rao, R. P. (2014). Managerial behavior and the link between stock mispricing and corporate investments: Evidence from market-to-book ratio decomposition. *The Financial Review*, 49(1), 89-116.

Amini, Y. & Mashaikhi, B. (2022). Presenting a model of factors on pricing lower than reality in initial offerings with an emphasis on the role of accounting information. *Experimental Accounting Research*, 12(44), 175-214. (*in Persian*)

Arabzadeh, M., Foroughi, D. & Amiri, H. (2017). Explaining accrual items anomaly using multi-factor pricing model in Tehran Stock Exchange. *Financial Research,* 20(3), 305-326. (*in Persian*)

Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053–1128.

Boamah, N. A., Watts, E. & Loudon, G. (2017). Regionally Integrated Asset Pricing on the African Stock Markets: Evidence from the Fama French and Carhart Models. *Journal of Economics and Business*, 92, 29-44.

Bottazzi, G., Cordoni, F. Livieri, G. & Marmi, S. (2023). Uncertainty in firm valuation and a cross-sectional misevaluation measure. *Annals of Finance,* 19, 63–93.

Bradshaw, M. T., Richardson, S. A. & Sloan, R. G. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 53–85.

Broberg, P., Tagesson, T. & Collin, S. O. (2010). What explains variation in voluntary disclosure? A study of the annual reports of corporations listed on the Stockholm Exchange. *Journal of Management and Governance,* 14(4), 351 -377.

Chan, L., Karceski, J., Lakonishok, J. & Sougiannis, T. (2008). Balance Sheet Growth and the Predictability of Stock Returns. *Working Paper,* University of Illinois.

Cooper, M., Gulen, H. & Schill, M. (2008). Asset Growth and the Cross Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 63, 1609–1651.

Da, Z., Engelberg, J. & Gao, P. (2011). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66, 1461–1499.

Daniel, K., Hirshleifer, D. & Sun, L. (2020). Short-and long-horizon behavioral factors. *The review of financial studies*, *33*(4), 1673-1736.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.

Desai, H., Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?. *The Accounting Review,* 79(1), 355–385.

Dong, M., Hirshleifer, D. & Teoh, S. H. (2012). Overvalued equity and financing decisions. *Review of Financial Studies,* 25, 3645–3683.

Fama, E. F. (1976). Efficient capital markets: reply. *The Journal of Finance*, 31(1), 143-155.

Fama, U. F. & French, K. R. (1993). Common risk factors in the return on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

Fama, U. F. & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance*, 51, 55-84.

Fu, F. & Huang, S. (2016). The persistence of long-run abnormal returns following stock repurchases and offerings. *Management Science,* 62, 964–984.

Han, Y., Huang, D., Huang, D. & Zhou, G. (2022). Expected return, volume, and mispricing. *Journal of Financial Economics*, 143(3), 1295–1315.

Harvey, C. R., Liu, Y. & Zhu, H. (2016). and the Cross-Section of Expected Returns, *Review of Financial Studies,* 29(1), 5–68. https://doi.org/10.1093/rfs/hhv059

Huynh, T. L. D., Wu, J. & Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *Journal of Economic Asymmetries,* 21, e00147.

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, *29*(2), 193-228.

Kanga, H. & Ryu, D. (2019). Information in mispricing factors for future investment opportunities. *North American Journal of Economics and Finance*, 47, 657–668.

Khan, M., Kogan, L. & Serafeim, G. (2012). Mutual fund trading pressure: Firm-level stock price impact and timing of SEOs. *The Journal of Finance*, 67, 1371–1395.

Kiamhar, A., Janani, M. H. & Hemat Far, M. (2019). Explaining the role of stock market anomalies in the pricing of capital assets. *Financial Economics (Financial Economics and Development),* 14(53), 193-212. (*in Persian*)

Lam, F. Y. E. & Wei, K. C. J. (2011). Limits-to-arbitrage, Investment Frictions, and the Asset Growth Anomaly. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 127–49.

Lambertides, N. (2021). Misvaluation and the Asset Growth Anomaly. *ABACUS*, 58(1), 105-141.

Li, H., Henry, D. & Chou, H. (2011). Stock market mispricing, executive compensation and corporate investment: Evidence from Australia. *The Journal of Behavioral Finance*, 12, 131-140.

Liu, D., Gu, H. & Lung, P. (2016). The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal,* 39, 211-223.

Moradi Zaniani, A. & Hajianejad, A. (2012). Investigating the effect of stock mispricing on future excess returns. *Modern Research Approaches to Management and Accounting*, 6(21), 631-643. (*in Persian*)

Norouzi, M., Foroughi, D. & Karimi, F. (2022). Explanation and test of stock pricing model based on reliance and adjustment theory. *Financial Engineering and Securities Management*, 13(51), 141-165. (*in Persian*)

Pantzalis, C. & Park, J. C. (2014). Agency costs and equity mispricing. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43, 89-123.

Quy Duong, L. (2024). The value and growth effect in the Vietnamese stock market: a mispricing explanation, *Review of Behavioral Finance*, 16 (3), 439-459.

Samarakoon, K. & Pradhan, R.P. (2024). Index futures mispricing: a multi-regime approach to the NIFTY 50 Index futures, *Managerial Finance*, 50(12), 2091-2114.

Shojaei, M. & Abdul Baghi Attabadi, A. M. (2023). Anatomical analysis of noise trading and pricing error. *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, 2(6), 43-74. (*in Persian*)

Song, S., Zeng, Y. & Zhou, B. (2021). Information asymmetry, cross-listing, and post-M&A performance. *Journal of Business Research*, 122, 447-457.

Stein, J. C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business*, 69, 429.

Syed, A. M. & Bajwa, I. A. (2018). Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency–the case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management,* 11(3), 416-431.

Tavasoli, V. & Tariverdi, Y. (2024). Earnings Management Model by Using Deferred Tax Asset and Deferred Tax Liability Strategies. *Financial Accounting and Auditing Researches,* 16(61), 51-78. DOI: 10.30495/FAAR.2024.709443 (*in Persian*)

Vaghfi, S.H., Sedighe, G., Parandin, K. & Hosseini Aghdaei, S. (2025). The role of ownership structure of Stock in moderating the relationship between stock price concurrency and mispricing. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, *14*(55), 177-192. (*in Persian*)

Valizadeh Iarijani, A. & Iranpour, R. (2024). Corporate Governance Code and Earnings Management. *Financial Accounting Research*, *16*(1), 1-26. doi: 10.22108/far.2024.139571.2006 (*in Persian*)

Walkshäusl, C. (2021). Predicting Stock Returns from the Pricing and Mispricing of Accounting Fundamentals. *The Quarterly Review of Economics and Finance,* 81, 253–260.

Yang, B. Ye, T. Ma, Y. (2022). Financing anomaly, mispricing and cross-sectional return predictability. *International Review of Economics and Finance,* 79 (2022) 579–598.