

Quality of Financial Information and Stock Mispricing in the TSE

Mohammad Hassan Zare*

Habib Ansari Samani**, Maryam Aminian Dehkordi***

Abstract

The present study aims to investigate the impact of quality of financial information on stock mispricing. For this purpose, a Vector Auto Regression (VAR) model was used to calculate stock mispricing. Then, a panel data regression model was applied to test the relationship between financial information quality and stock mispricing. The statistical population of the research consists of all companies listed in Tehran Stock Exchange, among which 114 companies that were active during 2008-2019 were selected as sample. Based on the results, the quality of financial information has a significant negative effect on stock mispricing. In addition, the share of floating stocks and the ratio of book value to company market value have negative and significant effects on stock mispricing, while institutional ownership have a positive and significant effect on that. The results also indicate that the financial leverage, liquidity, price-to-earnings ratio and company size have no significant effect on stock mispricing. Thus, providing high quality information by companies can influence the decisions and behavior of investors in the market and reduce the possibility of mispricing. Furthermore, by reducing management benefits and increasing information transparency, the possibility of occurring price bubble in stock market can be reduced.

Keywords: Stock Mispricing, Stock Pricing Bubble, Quality of Financial Information, Vector Auto Regression (VAR).

JEL Classification: G12, G14, G23.

* Assistant Professor in Economics, Department of Economics, Yazd University (Corresponding Author),
mhzarea@yazd.ac.ir

** Associate Professor in Economics, Department of Economics, Yazd University, h.samani@yazd.ac.ir

*** M.A. in Financial Management, m.aminian17@gmail.com

Date received: 2021/09/30, Date of acceptance: 2022/03/26



تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران

محمدحسن زارع*

حبیب انصاری سامانی**، مریم امینیان دهکردی***

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام است. به این منظور، ابتدا از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) برای محاسبه قیمت‌گذاری نادرست سهام استفاده شد. سپس، ارتباط بین کیفیت اطلاعات مالی و قیمت‌گذاری نادرست سهام در یک الگوی رگرسیونی پنل دیتا آزمون شد. جامعه آماری این پژوهش را تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که از بین آن‌ها ۱۱۴ شرکت، که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ فعالیت داشتند، براساس معیارهای مشخص به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. یافته‌های پژوهش نشان داد که افزایش کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. همچنین، شناوری سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری شرکت تأثیر منفی و معنی‌دار و مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معنی‌دار در قیمت‌گذاری نادرست سهام دارند. اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد، و اندازه شرکت نیز تأثیر معنی‌داری در قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارند. بنابراین، ارائه اطلاعات با کیفیت بالا توسط شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تأثیر

* استادیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد (نویسنده مسئول)، mhzarea@yazd.ac.ir

** دانشیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد، h.samani@yazd.ac.ir

*** کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه یزد، m.aminian17@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۸، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۱/۰۶



قرار دهد و قیمت گذاری نادرست سهام را کاهش دهد. همچنین، با کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی می توان انحراف قیمتی سهام را کاهش داد.

کلیدواژه‌ها: قیمت گذاری نادرست سهام، حباب قیمتی سهام، کیفیت اطلاعات مالی، مدل خودرگرسیون برداری.

طبقه بندی JEL: G12, G14, C58.

۱. مقدمه

وجود نظام مالی پیشرفته مقدمه توسعه اقتصادی کشورهاست. بازارهای مالی مغز متفکر نظام اقتصادی و کانون اصلی تصمیم گیری اند (آق ارکاکلی ۱۳۹۵: ۳۸). نتایج پژوهش های اخیر در زمینه بازارهای مالی تریدها را درباره ناکارآمدی اطلاعات بازارهای سهام افزایش داده است (3: Song et al. 2021; 2: Huynh et al. 2020). از جمله می توان به محاسبه بازده های اضافی اشاره کرد که از طریق مدل های قیمت گذاری دارایی ها (asset pricing model) توجیه پذیر نیستند. چنین نتایجی در ادبیات معاصر، تحت عنوان نابهنجاری های بازار شناخته و معرفی می شوند (1: Patjushi and Nandini 2020). نابهنجاری های بازار بیان گر نارسایی مدل های قیمت گذاری و یا ناکارآمدی بازارند. از سال ۱۹۶۵ در حوزه امور مالی فرضیه ای در مورد کارآبودن بازار توسط فاما (Fama 1976) مطرح شد که یکی از ارکان اصلی آن نظریه انتظارات عقلایی (rational expectation theory) بود. براساس این نظریه، انتظارات سرمایه گذاران از آینده نقش اساسی را در شکل دهی قیمت فعلی اوراق بهادار ایفا خواهد کرد و مبنای شکل گیری این انتظارات پیش بینی های بهینه از آینده است که با استفاده از همه اطلاعات در دسترس انجام می شود. بنابراین، قیمت اوراق بهادار در بازارهای مالی پیش بینی ارزش واقعی آن خواهد بود و در هر زمان همه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس خواهد کرد. اطلاعات مالی در مورد هر شرکت در هنگام برآورد ارزش قیمت سهام بسیار مهم است. سرمایه گذاران این اطلاعات مالی عمومی را برای ارزیابی چشم انداز پتانسیل آینده هر شرکت در نظر می گیرند (1: Syed and Bajwa 2018). هر چند طبق فرضیه بازار کارآ (efficient market hypothesis) فرض می شود که سرمایه گذاران به طور کاملاً عقلایی به اطلاعات جدید واکنش نشان می دهند و در قیمت گذاری اوراق بهادار به طور کامل از همه اطلاعات در دسترس استفاده می کنند، یافته های تجربی نشان می دهد که نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشر شده متفاوت است و در برخی موارد واکنش آن ها به اطلاعات جدید کاملاً عقلایی نیست.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۰۱

به‌نظر الزهرانی و رائو (Alzahrani and Rao 2014) قیمت‌گذاری نادرست سهام (stock mispricing) زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام با ارزش ذاتی (intrinsic value) آن متفاوت باشد. به‌عبارت‌دیگر، قیمت سهام از ارزش ذاتی آن انحراف دارد و بازار برای آن سهام کارایی کافی ندارد. ایجاد انحراف زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران ناآگاه‌اند و یا غیرمنطقی عمل می‌کنند. ارائه اطلاعات درست و باکیفیت به تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران آگاهی می‌بخشد و دقت پیش‌بینی آن‌ها را افزایش می‌دهد. بنابراین، انتشار اطلاعات با کیفیت بالاتر به پیش‌بینی بازده‌های احتمالی کمک می‌کند و انتظار می‌رود در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار باشد. درحقیقت، مهم‌ترین عامل ارزش‌گذاری نادرست قیمت کارایی‌نداشتن اطلاعاتی است که با رفع آن حباب قیمتی (price bubbles) می‌ترکد و باعث کاهش شدید قیمت‌داری‌ها می‌شود (انصاری سامانی و دیگران ۱۳۹۵: ۷۶). با کاهش قیمت سهام، که برخلاف پیش‌بینی سرمایه‌گذاران در هنگام خرید سهام است، به تدریج اعتماد آن‌ها به بازار سرمایه مخدوش می‌شود و سرمایه‌گذاری در این بازار، که یک روش مهم تأمین مالی شرکت‌هاست، کاهش می‌یابد. این موضوع به‌خصوص برای اقتصاد ایران، که تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار پولی تبعات تورمی زیادی را در سال‌های گذشته به‌هم‌راه داشته است، بسیار حائز اهمیت است. باوجوداین که پژوهش‌های متعددی در حوزه کیفیت اطلاعات مالی (financial information quality) و نیز قیمت‌گذاری نادرست سهام انجام شده، تاکنون هیچ پژوهشی در داخل کشور به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام نپرداخته است. هدف پژوهش حاضر بررسی این موضوع است.

مقاله حاضر در شش بخش تنظیم شده است. در بخش بعد، مبانی نظری پژوهش تبیین می‌شود. در بخش سوم، پیشینه پژوهش بررسی می‌شود. بخش چهارم مقاله به روش‌شناسی پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت‌ها و نیز متغیرها و الگوی پژوهش) اختصاص داده می‌شود. یافته‌ها و نتایج تجربی پژوهش در بخش پنجم مقاله خواهد آمد. در نهایت، در بخش ششم نتیجه‌گیری و جمع‌بندی ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری

دنیای امروز دنیای اطلاعات است و کسی برنده است که در حوزه مرتبط با موضوع اطلاعات بیش‌تری در اختیار داشته باشد. بی‌توجهی به این مهم می‌تواند منشأ مخاطراتی عمده در تصمیم‌گیری‌ها باشد، زیرا عنصر کلیدی در تصمیم‌گیری استفاده از اطلاعات است. وجود

اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع اطلاعات در قیمت اوراق بهادار با کارایی بازار ارتباط تنگاتنگی دارد. افشای اطلاعات موجب بهبود سازوکار کشف قیمت‌ها و در نتیجه قیمت‌گذاری بهینه و افزایش امکان پیش‌بینی منطقی روند قیمت‌ها می‌شود (ابزری و درخشیده ۱۳۹۲: ۶۰). بهره‌گیری از اطلاعات افشاشده و تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که این اطلاعات به موقع، مرتبط، بااهمیت، و نیز فهم‌پذیر باشد. چنان‌چه اطلاعات فاش شده این ویژگی‌ها یا بعضی از آن‌ها را نداشته باشد، بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به‌شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد (Broberg et al. 2010: 353). معمولاً قیمت‌گذاری نادرست در دارایی به کاهش یک‌باره قیمت‌ها و در نهایت سقوط بازار سهام منجر می‌شود. اگر افزایش قیمت دارایی‌ها متناسب با ارزش ذاتی آن‌ها نباشد، می‌تواند آثار زیان‌باری برای کل اقتصاد رقم بزند. سقوط بازار اوراق بهادار در سایر بازارهای مالی و دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد. این نوسان‌ها عموماً فضای نامطلوبی در بازار ایجاد می‌کنند، جامعه و سهام‌داران را به بازار سهام بدبین می‌کنند، جریان سرمایه را از فضای تولیدی خارج می‌کنند، و می‌توانند بحران را از بخش مالی به بخش واقعی اقتصاد انتقال دهند (Liu et al. 2016: 213). از این‌رو، شناسایی عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌تواند به عاملان بازار کمک کند تا با پیش‌بینی صحیح‌تر بازده آتی سهام و تشخیص به موقع تشکیل حباب قیمتی، در ترکیب پرتفوی خود سهام کم‌ریسک‌تری نگاه‌داری کنند و از این طریق ریسک سقوط قیمت را کاهش دهند (Baoo et al. 2019: 117).

فقدان شفافیت در سطح شرکت منشأ بخش قابل‌توجهی از قیمت‌گذاری نادرست سهام است. رتبه بالاتر یک شرکت در شفافیت نشان‌دهنده آن است که بنگاه اطلاعات دقیق‌تر، جدیدتر، و کامل‌تری را در اختیار عموم قرار می‌دهد. شرکت‌هایی که درجه بالاتری در افشای اطلاعات کسب می‌کنند به دو دلیل با احتمال کم‌تری توسط سرمایه‌گذاران مشمول قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شوند. اولین دلیل واضح و صریح است؛ با افشای بهتر اطلاعات سرمایه‌گذاران می‌توانند عایدی آتی شرکت‌ها را بهتر پیش‌بینی کنند و سرمایه‌گذاری حساب‌شده‌تری را انجام دهند (Drake et al. 2009: 359). در نبود چنین شرایطی، قیمت بازار به احتمال زیاد گمراه‌کننده است. به این معنا که ارزش ذاتی واقعی شرکت را منعکس نخواهد کرد. اگر در گزارش‌های مالی شرکت شفافیت کامل وجود نداشته باشد، برای مدیران این فرصت پیش می‌آید که برای حفظ شغل و اعتبار حرفه‌ای خود، اطلاعات منفی را در داخل شرکت مخفی کنند. از این‌رو، اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود و در بازار سهام

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۰۳

قیمت‌ها تحت‌تأثیر این اطلاعاتِ نادرست از روند تغییرات وضعیت بنیادی شرکت جدا می‌شوند و درنهایت توده اطلاعات منفی یک‌باره به بازار وارد و باعث افت شدید قیمت سهام می‌شود (Hutton et al. 2009: 67). همچنین، ابهام سرمایه‌گذاران خارجی درباره جریان‌های نقدی آتی زمانی افزایش می‌یابد که آن‌ها دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند. بنابراین، هرچه اطلاعات سرمایه‌گذاران موجود درباره توزیع واقعی، اما غیرقابل مشاهده جریان‌های آتی مبهم‌تر باشد، درجه انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی بیش‌تر خواهد بود. اگر اطلاعات به‌طور کامل بیان‌گر آن‌چه واقعاً در واحد گزارش‌گری رخ داده است نباشد و کیفیت پایینی داشته باشد، میزان ابهام افزایش خواهد یافت. ابهام موجب ریسک خواهد بود و ریسک باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نرخ بازده بیش‌تری مطالبه کنند. درنهایت، افزایش توقع سرمایه‌گذاران باعث بالارفتن هزینه سرمایه (cost of capital) و کاهش قیمت اوراق بهادار می‌شود (Miller 1977: 1155). باین‌همه، اگرچه افشای اطلاعات ضروری است، لزوماً به قیمت‌گذاری کارآمدتر منجر نمی‌شود. تنها زمانی افشای اطلاعات می‌تواند به ارزش‌گذاری درست منجر شود که اطلاعات افشاشده توسط سرمایه‌گذاران پردازش شود، چراکه این نظرهای سرمایه‌گذاران یا تمایل به پرداخت آن‌هاست که درنهایت قیمت بازار سهام را تعیین می‌کند. اگر سرمایه‌گذاران به اطلاعات افشاشده توجهی نکنند یا به‌دقت آن‌ها را تحلیل نکنند، باوجود آن‌که گزارش‌ها و اطلاعیه‌های مالی شرکت‌ها کامل و واقعی باشد، قیمت سهام به‌سختی می‌تواند اطمینان‌پذیر باشد (Huberman and Regev 2001: 395). به‌هرحال، نمی‌توان انتظار داشت که هر اطلاعات افشاشده توسط سرمایه‌گذاران به‌دقت مورد توجه قرار گیرد و تحلیل شود. در این‌جا بحث‌های مربوط به محدودیت‌های توجه به اطلاعات افشا و تحلیل آن‌ها مطرح می‌شود. به‌طور قطع، یک دلیل ارزش‌گذاری نادرست سهام همین محدودیت‌هاست (Hirshleifer et al. 2011: 36). بنابراین، کانال دوم اثرگذاری افشای اطلاعات بر ارزش‌گذاری درست سهام آن است که افشای بالاتر اطلاعات به‌عنوان یک سیگنال خوب برای شرکت‌ها عمل می‌کند تا برای جلب توجه سرمایه‌گذاران به این اطلاعات افشاشده رقابت کنند؛ رقابتی که مانع از ارزش‌گذاری نادرست سهام خواهد شد. درواقع، انتظار می‌رود با جلب توجه بیش‌تر سرمایه‌گذاران به اطلاعات افشاشده این اطلاعات به‌طور مؤثرتری در قیمت وارد شود.

طبق نظریه بازار کاراً و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، قیمت‌گذاری نادرست سهام پدیده‌ای موقت است و با یک آربیتراژ (arbitrage) ساده یا یک پاداش منطقی برای

ریسک‌هایی که در مدل‌های قیمت‌گذاری لحاظ نشده‌اند، قابل توضیح است، اما طرفداران نظریه مالی رفتاری معتقدند به علت وجود جزء نامنتقی (رفتاری) قیمت سهام یا نبود تقارن اطلاعاتی (information asymmetry) بین مشارکت‌کنندگان قیمت‌گذاری نادرست پدیده‌ای پایدار است (نوروزی و خدادادی ۱۳۹۵: ۸۷).

۳. پیشینه پژوهش

گفن و دیگران (Gefen et al. 2021) طی تحقیقاتی به بررسی اثر شفافیت دقیق اطلاعات در حوزه تبلیغات شرکت بر قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداختند. آن‌ها داده‌های بیش از ۸۲ هزار مشاهده (سال-شرکت) را، که در مرکز اطلاع‌رسانی گروه کانتار (kantar group) ارائه شده است، تحلیل کرده‌اند. جهان آن‌ها هزینه‌های پنهان و آشکار تبلیغات را مانند سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود در نظر می‌گیرند. از نظر آن‌ها، این نوع از افشای اطلاعات می‌تواند ریسک قیمت‌گذاری نادرست را کاهش دهد و از این طریق در جذب سرمایه‌های خارجی تأثیر مثبت گذارد.

یانگ و دیگران (Yang et al. 2020) با استفاده از داده‌های رتبه‌بندی افشای بورس شنزن (Shenzhen Stock Exchange/ SZSE) رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازارهای نوظهور را بررسی کردند. نتایج نشان داد که نمره‌های رتبه‌بندی افشای بالاتر باعث افت کم‌تر در قیمت ارزش سهام می‌شود. به عبارت دیگر، در چنین سهم‌هایی قیمت بازار کم‌تر از ارزش بنیادی‌اش انحراف می‌یابد. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط بین نمره‌های رتبه‌بندی افشاگری و ارزیابی نادرست سهام برای شرکت‌ها در صنایع با رقابت بالا قوی‌تر است. این یافته نشان می‌دهد که رتبه‌بندی افشاگری بیش‌تر به جلب توجه سرمایه‌گذاران کمک می‌کند که نقش افشای شرکتی را در کاهش ارزش‌گذاری سهام تقویت می‌کند.

زینگ و یان (Xing and Yan 2019) در پژوهشی به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری و ریسک نظام‌مند (systematic risk) با استفاده از مجموعه شرکت‌های موجود در پایگاه‌های داده مرکز تحقیق قیمت‌های سهام (Center for Research in Security Prices/ CRSP) و کامپیوستات (Compustat) از ۱۹۶۲ تا ۲۰۱۲ پرداختند. آن‌ها دریافتند که کیفیت اطلاعات حسابداری به‌طور معنادار و منفی با ریسک نظام‌مند مرتبط است. تجزیه و تحلیل‌های بیش‌تر نشان می‌دهد که بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری موجب کاهش ریسک نظام‌مند می‌شود. این یافته‌ها مفاهیم مهمی برای تصمیم‌گیری‌های مربوط به افشای اطلاعات، مدیریت سبد سهام، و قیمت‌گذاری سهام دارند.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۰۵

باثوا و دیگران (Baoa et al. 2019) در پژوهشی با عنوان «هماهنگی بر روی حساب‌ها در قیمت‌گذاری دارایی‌ها: یک آزمایش گروه بزرگ» نشان دادند که حساب چند قیمت بزرگ در شش از هفت بازار رخ می‌دهد. هم‌چنین، حساب‌ها حتی سریع‌تر از بازارهای کوچک‌تر ظاهر می‌شوند. اشتباهات پیش‌بینی فردی در سطح کلان لغو نمی‌شود، اما شرکت‌کنندگان در یک استراتژی پیش‌بینی پس از روند، که باعث ایجاد حساب‌های بزرگ می‌شود، هماهنگ می‌شوند. خان‌آقا و پرواره (Khanagha and Parvare 2017) در مطالعه‌ای «اثر کیفیت افشا و محافظه‌کاری بر مربوطبودن اطلاعات حساب‌داری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» را طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ بررسی کردند. نتایج نشان داد که میان سطوح کیفیت افشای اطلاعات مالی بر مربوطبودن اطلاعات حساب‌داری رابطه مثبت و معنی‌داری و میان محافظه‌کاری مدیریت شرکت و مربوطبودن اطلاعات حساب‌داری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

لئو و دیگران (Liu et al. 2016) در مطالعه‌ای «اشتباه در قیمت‌گذاری حقوق صاحبان سهام» را بررسی کردند. آن‌ها قیمت‌گذاری نادرست سهام چین را براساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و از طریق مدل گارچ-ام ارزیابی کردند و نشان دادند که حساب سهام چین با قیمت‌گذاری نادرست بازده موردنیاز سهام‌داران و ترجیحات ریسک در زمان‌های مختلف مطابقت دارد.

وو و وانگ (Wu and Wang 2016) در مطالعه‌ای «تأثیر مالکیت نهادی در ارتباط قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها» را بررسی کردند. نتایج نشان داد احساسات سهام‌داران (نهادی) مستقیماً در رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است. هم‌چنین، ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی بیش‌تر است که درصد مالکیت نهادی (مانند نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری) بالاتر است.

صدیقی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام در رابطه قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری‌های شرکت پرداخت. جامعه آماری این پژوهش شامل ۲۲۸ شرکت و دوره مطالعه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بود. در فرضیه اول به بررسی این موضوع پرداخته شد که آیا قیمت‌گذاری نادرست سهام در معاملات سهام ناشی از استراتژی‌های زمان‌بندی بازار تأثیرگذار است یا خیر. با توجه به مقدار احتمال متغیر قیمت‌گذاری اشتباه می‌توان این‌گونه استنتاج کرد که بین قیمت‌گذاری نادرست و میزان سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. همین نتایج درخصوص فرضیه دوم با عنوان قیمت‌گذاری اشتباه و حساسیت سرمایه‌گذاری نیز صادق بود.

رستم‌نیا (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای «اثرات ارزش‌گذاری نادرست سهام مبتنی بر کارایی بازار بر بازده سهام» را در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بررسی کرد. رگرسیون یک‌بار برای مجموع سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ و سپس به صورت مقطعی برای هر سال جداگانه برآورد شد. نتایج نشان داد ضریب ارزش‌گذاری نادرست سهام در همه سال‌ها مثبت است و ارزش‌گذاری نادرست سهام به طور قطع در بازده آتی سهام مؤثر است. این امر بیان‌گر ناکارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران است.

افلاطونی (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای «توان پایین سهام‌داران در پردازش اطلاعات و نقش آن در قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها» را بررسی کرد. در این پژوهش که روی نمونه‌ای متشکل از ۱۹۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۲ انجام شد، با استفاده از رویکرد قیمت‌گذاری عقلایی تأثیر توان پایین سهام‌داران در پردازش اطلاعات مربوط به ارقام تعهدی و تأثیر خالص دارایی‌های عملیاتی در برآورد آنان از میزان پایداری سودهای آتی شرکت‌ها بررسی شد. نتایج نشان داد که ارقام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی با بازده آتی سهام رابطه منفی و معنی‌دار دارند.

با وجود این که پژوهش‌های متعددی در حوزه کیفیت اطلاعات مالی و نیز قیمت‌گذاری نادرست سهام انجام شده است، تاکنون هیچ پژوهشی در داخل کشور به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام نپرداخته است. در ادامه به روش‌شناسی پژوهش می‌پردازیم.

۴. روش‌شناسی پژوهش

۱.۴ جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌دهند. برای نمونه‌گیری از روش حذف نظام‌مند براساس شرایط ذیل استفاده شده است:

۱. قبل از سال مالی ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۸ از تابلوی بورس خارج نشده باشند؛ ۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را طی دوره تغییر داده باشند؛ ۳. شرکت‌های موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته باشند و سهام آن‌ها مورد مطالعه قرار گرفته باشد؛ ۴. اطلاعات مالی شرکت‌ها برای انجام پژوهش در دوره زمانی موردنظر در دسترس باشد.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۰۷

پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۱۴ شرکت، که همه شرایط حضور در جامعه آماری را داشتند، برای آزمون فرضیه پژوهش انتخاب شدند.

۲.۴ آماره‌های توصیفی

خلاصه ویژگی‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورداستفاده در این تحقیق در جدول ۱ نشان داده شده است. محاسبه ارزش نادرست درآمدها و ارزش نادرست بازده با استفاده از مدل VAR (رابطه رگرسیونی ۶) انجام شده است.

اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان‌دادن مرکزیت داده‌هاست. با توجه به نتایج جدول ۵ شناوری سهام با مقدار ۱۶/۴۲ بیش‌ترین میانگین و متغیر کیفیت اطلاعات با مقدار ۰/۱۴ کم‌ترین میانگین را دارد. پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها در مقایسه با میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی انحراف معیار است که در میان متغیرهای پژوهش متغیر مستقل کیفیت اطلاعات با مقدار ۰/۱۷ کم‌ترین انحراف معیار و متغیر اهرم مالی با مقدار ۱۰/۶۴ بیش‌ترین انحراف معیار را دارد. بیش‌ترین چولگی با مقدار ۲/۷۴ به متغیر مالکیت نهادی و کم‌ترین چولگی با مقدار ۰/۴۵ به متغیر کیفیت اطلاعات مربوط است و بیش‌ترین کشیدگی با مقدار ۱۳/۸۰ به متغیر مالکیت نهادی و کم‌ترین کشیدگی با مقدار ۲/۲۸ به متغیر نسبت قیمت به درآمد مربوط است. در نتیجه، تمام متغیرها در محدوده نرمال قرار گرفته‌اند.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی مورداستفاده در این پژوهش

متغیر	قیمت‌گذاری نادرست	کیفیت اطلاعات	شناوری سهم	مالکیت نهادی	اهرم مالی	نقدشوندگی	نسبت قیمت به درآمد
میانگین	۱۳/۳۷	۰/۱۴	۱۶/۴۲	۰/۵۳	۱۲/۵۹	۱۲/۹۹	۱۳/۳۷
میانه	۱۳/۴۲	۰/۰۷	۱۵/۹۵	۰/۰۸	۱۲/۵۲	۱۳/۰۲	۱۳/۴۲
واریانس	۹/۳۴	۰/۰۳	۲/۱۹	۳/۹۶	۲/۶۸	۱/۸۷	۴/۳۴
انحراف معیار	۳/۰۶	۰/۱۷	۱/۴۳	۱/۹۹	۱۰/۶۴	۱/۳۷	۳/۰۹
چولگی	۱/۳۵	۰/۴۵	۱/۳۳	۲/۷۴	۱/۶۰	۱/۲۶	۱/۱۲
کشیدگی	۶/۱۵	۱۰/۲۶	۶/۵۱	۱۳/۸۰	۸/۰۰۱	۴/۶۸	۲/۲۸

منبع: یافته‌های پژوهش

۳.۴ متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

۱.۳.۴ متغیر وابسته

قیمت‌گذاری نادرست سهام: برای تخمین قیمت‌گذاری نادرست سهام از چهارچوب قیمت‌گذاری پویای وولتیناهو (Vuolteenaho 2002) و لیو و دیگران (Liu et al. 2016) استفاده شد. بر این اساس، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به صورت زیر مشخص می‌شود:

$$m_{i,t} - b_{i,t} = c + \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(ROE_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_{i,t}(r_{t+T}) \quad .1$$

$m_{i,t}$ لگاریتم ارزش بازاری سهام i در دوره t و $b_{i,t}$ لگاریتم ارزش دفتری سهام است. ارزش دفتری به صورت مجموع سرمایه مشترک، مالیات معوق، و مالیات قابل پرداخت محاسبه می‌شود. c یک مقدار ثابت است و به صورت $c = k/1-\rho$ برآورد می‌شود. $\bar{d} - \bar{p}$ میانگین لگاریتم نسبت سود تقسیم شده به قیمت هر سهم در طول دوره است و $\rho = 1/1+e^{\bar{d}-\bar{p}}$ است و $k = -\log(\rho) - (1-\rho) \cdot \log(1/\rho-1)$. r_t بازده مازاد سهام است که به صورت لگاریتم بازده سهام منهای میزان بازدهی بدون ریسک تعریف می‌شود. E_t عامل انتظارات مشروطی است که با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) به دست می‌آید.

$$ROE_{i,t} = \log\left(1 + \frac{NetIncome_{i,t}}{BookValue_{i,t}}\right) - f_{i,t} \quad .2$$

$f_{i,t}$ میزان بازدهی بدون ریسک است. معادله ۲ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را نشان می‌دهد. این ارزش حقیقی، $(m_{i,t} - b_{i,t})$ ، به صورت خودکار برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری مشاهده شده، $(\hat{m}_{i,t} - \hat{b}_{i,t})$ ، نیست. مقادیر مشاهده شده به انتظارات سرمایه‌گذاران بستگی دارد؛ هنگامی که سهام را ارزش‌گذاری می‌کنند. هم‌چنین، در معادله ۱ بازده مازاد سهام، $\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_{i,t}(r_{t+T})$ ، در واقع فاکتور تنزیل در مدل‌های ارزش‌گذاری اوراق بهادار (security valuation models) است. این عبارت کاملاً با ترجیحات ریسک سرمایه‌گذاران و پاداش ریسک سرمایه مرتبط است. فرض انتظارات برون‌گرایانه را کنار می‌گذاریم و این احتمال را در نظر می‌گیریم که بعضی از سرمایه‌گذاران انتظارات درون‌گرایانه را استفاده می‌کنند. بنابراین، نسبت مشاهده شده لگاریتم ارزش بازاری به ارزش دفتری به دو مؤلفه ارزش اصلی و ارزش‌گذاری نادرست تقسیم می‌شود:

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۰۹

$$\hat{m} - \hat{b} = m_{i,t} - b_{i,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t} = c + \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(ROE_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T}) + \hat{\varepsilon}_{i,t} \quad ۳$$

عبارت ارزش گذاری نادرست $\hat{\varepsilon}_t$ ، تفاوت بین نسبت های مشاهده شده و اصلی مقدار لگاریتم ارزش بازاری به ارزش دفتری است. عبارت ارزش گذاری نادرست براساس روابط زیر به دو نوع اصلی خطاهای ارزش گذاری نادرست، یعنی ارزش گذاری نادرست درآمدها و ارزش گذاری نادرست بازده موردنیاز، تقسیم می شود:

$$\begin{aligned} \hat{\varepsilon}_{i,t} &= \left[\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(R\hat{O}E_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(\hat{r}_{i,t+T}) \right] - \left[\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(ROE_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T}) \right] \\ &= \left[\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(R\hat{O}E_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(ROE_{i,t+T}) \right] + \left[\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(\hat{r}_{i,t+T}) \right] \\ &= ROE_{-}\hat{\varepsilon}_{i,t} + r - \hat{\varepsilon}_{i,t}. \end{aligned} \quad ۴$$

در معادله ۳ مقدار ROE معادل با رابطه زیر خواهد بود:

$$ROE_{-}\hat{\varepsilon}_{i,t} = \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(R\hat{O}E_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(ROE_{i,t+T}) \quad ۵$$

تفاوت بین ROE مشاهده شده (Observed ROE) و ROE اصلی (Fundamental ROE) است. در پژوهش این عبارت تحت عنوان ارزش گذاری نادرست درآمدها تعریف می شود. در معادله ۴ عبارت دوم $r - \hat{\varepsilon}_{i,t} = \left[\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(\hat{r}_{i,t+T}) \right]$ فاکتور تنزیل اصلی و فاکتور تنزیل مشاهده شده است. این عبارت تحت عنوان ارزش گذاری نادرست بازده موردنیاز تعریف می شود. با استفاده از میزان برآوردشده بازده موردنیاز $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T})$ منهای میزان مشاهده شده بازده موردنیاز در دوره موردنظر خطای ارزش گذاری از فاکتور تنزیل برآورد می شود. $r - \hat{\varepsilon}_{i,t}$ مثبت نشان دهنده ارزش گذاری زیاد است و منفی ارزش گذاری کم. برای محاسبه ارزش گذاری نادرست در معادله ۳ بایستی مدل VAR ارزیابی شود. بنابراین، x_t تحت عنوان یک بردار 3×1 برای سه متغیر در زمان t تعریف می شود، به طوری که $x_{i,t} = (MB_{i,t}, ROE_{i,t}, r_{i,t})'$ که $MB_{i,t}$ لگاریتم ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت است. سیستم VAR با یک وقفه زمانی به صورت زیر مشخص می شود:

$$X_{i,t} = BX_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad ۶$$

که B ماتریس 3×1 ضرایب VAR و ξ_t بردار 3×1 سیستم VAR است. با ارائه معادله ۴، پیش بینی چنددوره ای به وسیله $E_t(x_{i,t+T}) = B^T X_{i,t}$ تعیین می شود. هم چنین، دو بردار دیگر

تحت عنوان $e_2 = (0,1,0)'$ و $e_3 = (0,0,1)'$ تعریف و سپس مقدار تنزل یافته بازده مازاد موردانتظار آینده در زمینه دارایی و سرمایه $[E_t(ROE_{i,t+T})]$ از طریق $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_2' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}] = \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_2' B_x X_{i,t}]$ محاسبه می‌شود. به همین صورت، مقدار تنزل یافته بازده مازاد موردانتظار $[E_t(r_{i,t+T})]$ با $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_3' B_x X_{i,t}] = \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_3' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}]$ محاسبه می‌شود. لازم است ابتدا مانایی MB ، ROE ، و r آزمون و سپس مدل VAR برآورد شود. پس از این که پارامترهای VAR برآورد شدند، مقیاس ارزش گذاری نادرست به شکل تفاوت بین MB تعیین شده و موردانتظار محاسبه می‌شود. در واقع، هدف این است که عبارت ارزش گذاری نادرست در بازار سهام ایران تجزیه و تحلیل شود. $\hat{\varepsilon}_{i,t}$ مثبت نشان می‌دهد که سهام بیش از حد ارزش گذاری شده است و حالت برعکس آن مربوط به $\hat{\varepsilon}_{i,t}$ منفی است. همچنین، گفتنی است که ارزش گذاری نادرست مثبت به معنای ارزش گذاری بیش از حد است، اما دقیقاً نشان دهنده حباب نیست. همچنین، $r - \hat{\varepsilon}_{i,t}$ به ارزش گذاری نادرست بازده موردنیاز مربوط می‌شود، زیرا این عبارت هم به ترجیحات ریسک سرمایه گذاران و هم به پاداش ریسک سرمایه مربوط است. اگر ارزش گذاری نادرست مثبت، $\hat{\varepsilon}_{i,t}$ ، به میزان زیادی توسط $r - \hat{\varepsilon}_{i,t}$ کنترل شود، بایستی ارزش گذاری زیاد به ترجیحات ریسک سرمایه گذاران نسبت داده شود. وقتی که سرمایه گذاران در این زمینه به میزان کمتری از ریسک اجتناب کنند، پاداش ریسک سرمایه کاهش و $r - \hat{\varepsilon}_{i,t}$ افزایش می‌یابد.

۲.۳.۴ متغیر مستقل

کیفیت اطلاعات مالی: برای محاسبه کیفیت سود به عنوان نماینده شاخص کیفیت اطلاعات مالی از مدل دیچو و دیچو (Dechow and Dichev 2002) استفاده شده است.

$$Ieq = OCF / OE$$

.۷

که در آن Ieq کیفیت سود، OE سود عملیاتی، و OCF جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی هستند.

۳.۳.۴ متغیرهای کنترلی

Flt (floating/ شناوری سهم): این شاخص نشان دهنده ترکیب سهام شرکت است و مشخص می‌کند که چند درصد از سهام شرکت به طور دائم معامله می‌شود و چند درصد آن در اختیار

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۱۱

سهام‌داران عمده و به‌صورت بلوکه‌شده است. این متغیر به این دلیل انتخاب شده است که دست‌کاری در شرکت‌های با سهام شناور بالا مشکل‌تر است، زیرا در این دسته از سهام عرضه و تقاضای کافی در بازار وجود دارد. در سهام بلوکی و با میزان شناور اندک، عرضه و تقاضای کمی وجود دارد و ایجاد عرضه و تقاضای اضافی در تغییر قیمت مؤثر خواهد بود (فلاح شمس و دیگران ۱۳۸۹: ۷۷). پایین‌بودن سهام شناور آزاد، امکان دست‌کاری قیمت توسط معامله‌گران بزرگ را افزایش می‌دهد و می‌تواند به اتفاقات خطرناکی نظیر گم‌راهی بازار و تشکیل حباب قیمتی منجر شود که در نهایت به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه منجر می‌شود.

Inst (institution/ میزان مالکیت نهادی): نشان‌دهنده سهم مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به کل سهام شرکت است (پورعلی و حجامی ۱۳۹۳: ۱۴۲). نبود شفافیت اطلاعاتی به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذی‌نفعان شرکت می‌دهد و زمانی که این اخبار بد انباشته‌شده در شرکت انتشار می‌یابد، باعث ایجاد یک تعدیل منفی و شدید در بازده سهام یا همان سقوط قیمت سهام می‌شود، اما وجود سرمایه‌گذاران نهادی، رفتار فرصت‌طلبانه و جانب‌دارانه مدیران را محدود می‌کند و شناسایی سود را به تأخیر می‌اندازد. در نتیجه، خالص‌داری‌ها و سود کم‌تر نشان داده می‌شود. شناسایی به‌موقع زیان و مشخص‌بودن شرایط بالقوه آن برای سهام‌داران و اعتباردهندگان باعث می‌شود که آن‌ها برای جلوگیری از زیان‌های بیش‌تر واکنش سریع‌تری انجام دهند. این متغیر از طریق کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی باعث جلوگیری از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها می‌شود.

Lev (leverage/ اهرم مالی): میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت را اهرم مالی

گویند که با رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Leverage_{i,t} = \frac{Tl_{i,t}}{Ta_{i,t}}$$

۸

Tl مجموع بدهی‌ها و Ta مجموع دارایی‌هاست. باتوجه‌به این‌که شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه‌شده در آن، به‌عنوان یک راه‌کار عملی برای کاهش هزینه‌ها، موردتوجه قرار گرفته است، انتظار می‌رود شرکت‌های اهرمی (با هزینه‌های نمایندگی کم‌تر) تعهد کم‌تری در قبال افشای اطلاعات با کیفیت بالا داشته باشند و در نتیجه اطلاعات کم‌تر یا با کیفیت پایین‌تری را افشا کنند. به‌عبارت‌دیگر، انتظار می‌رود رابطه اهرم مالی و میزان افشا معکوس باشد (انصاری سامانی و دیگران ۱۳۹۶: ۱۰).

Liq (liquidity / نقدشوندگی): رتبه نقدشوندگی شرکت براساس متوسط هارمونیک شش عامل محاسبه می شود. هر قدر متوسط محاسبه شده بیش تر باشد، رتبه نقدشوندگی شرکت بهتر خواهد بود. محاسبه رتبه نقدشوندگی سهام شرکتها در بورس طبق فرمول زیر صورت می گیرد:

$$Liq = 1 / (1/V + 1/D + 1/F + 1/B + 1/C + 1/N) \quad .9$$

که در آن V حجم معاملات دوره، D تعداد روزهای معامله شده سهم در دوره، F متوسط تعداد دفعات معامله در هر روز، B متوسط تعداد خریداران در هر روز، C متوسط ارزش روزانه بازار، و N متوسط تعداد دفعات معامله شده سهم در هر روز را نشان می دهند. علت انتخاب این متغیر این است که در سهام نقدشونده، عرضه و تقاضای کافی در معاملات سهام وجود دارد، درحالی که دست کاری کنندگان قیمت به دنبال سهامی هستند که با معاملات اندک بتوانند بیش ترین تأثیر را در قیمت ایجاد کنند. بر این اساس، سهامی که نقدشوندگی پایینی دارد، بیش تر در معرض دست کاری قرار می گیرد. در نتیجه، اطلاعات کافی در اختیار سهام داران و خریداران سهام قرار نمی گیرد.

P/E (price to earning / نسبت قیمت به درآمد هر سهم): این نسبت نشان دهنده انتظارات بازار از وضعیت رشد سودآوری آتی شرکت است که برای محاسبه آن قیمت جاری شرکت در بازار تقسیم بر خالص درآمد می شود (ایزدی نیا و دیگران ۱۳۸۶: ۷۸-۸۰). هدف این نسبت بیان رابطه قیمتی است که یک سرمایه گذار برای سهم می پردازد و چشم انداز آینده شرکت و درآمد پیش بینی شده آن است. نسبت قیمت به درآمد در تعیین دوره برگشت اصل سرمایه از محل سودهای آتی یک سهم به ما کمک می کند. مطالعات و بررسی های انجام شده نشان می دهند که سهام با نسبت P/E پایین، به عنوان یک گروه سرمایه گذاری نسبت به کل بازار، بازده بیشتری دارند. هم چنین، شواهد و مدارک نشان می دهند که پرتفویی از سهام دارای P/E های پایین اغلب متوسط بازدهی بالایی را ارائه می دهد.

Size (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت را گویند که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$Size_{i,t} = \ln(N_{i,t} \times P_{i,t}) \quad .10$$

در این رابطه، N تعداد سهام در جریان شرکت و P قیمت سهام شرکت است.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۱۳

MB (book to market ratio) / نسبت ارزش دفتری شرکت (Shareholder's Equity /SE)

به ارزش بازار سهام شرکت (market capitalization): این نسبت از رابطه زیر به دست می‌آید و معیاری است که براساس آن دریافت سهام چند برابر ارزش دفتری آن معامله می‌شود.

$$MB = \frac{SE}{\text{Mark Cap}} \quad .11$$

در بخش بعد مدل پژوهش توضیح داده می‌شود.

۴.۴ مدل پژوهش

برای بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و کیفیت اطلاعات مالی از الگوی رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$MP_i = B_0 + B_1Ieq_i + B_2Flt_i + B_3Lev_i + B_4Inst_i + B_5Liq_i + B_6Pe_i + B_7Size_i + B_8MB_i + \varepsilon_i \quad .12$$

که در آن MP_i قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت (i)، Ieq_i کیفیت اطلاعات مالی شرکت، Flt_i شناوری سهم شرکت، Lev_i اهرم مالی شرکت، $Inst_i$ میزان مالکیت نهادی شرکت، Liq_i نقدشوندگی شرکت، Pe_i نسبت p به e هر شرکت، $Size_i$ اندازه شرکت، MB_i نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت، و ε_i جزء خطای رگرسیون است. در بخش بعد، نتایج تخمین مدل پژوهش را بعد از انجام آزمون‌های مرتبط تحلیل می‌کنیم.

۵. نتایج تجربی پژوهش

۱.۵ آزمون ریشه واحد

نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل براساس آزمون لوین، لین، و چو (Levin, Lin, and Chui/ LLC) در جدول ۲ گزارش شده است. فرض صفر در آزمون لوین، لین، و چو بر نامانایی متغیرهای موردبررسی استوار است. برای رد فرض صفر کافی است سطح معنی‌داری از ۰/۰۵ کم‌تر باشد.

جدول ۲. نتیجه آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل

متغیر	آماره	معنی داری	نتیجه
بازده دارایی‌ها	-۴/۰۵	۰/۰۰۰	مانا
بازده حقوق صاحبان سهام	-۶/۳۹	۰/۰۰۰	مانا
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۵/۲۹	۰/۰۰۰	مانا
بازده سهام	-۵/۲۴	۰/۰۰۰	مانا

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد متغیرهای مدل براساس آزمون LLC پایا هستند.

۲.۵ آزمون انتخاب نوع داده‌های ترکیبی

۱.۲.۵ آزمون F (F Test)

برای تعیین مدل مناسب از بین مدل تلفیقی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است که فرضیه صفر آن بیان‌گر مناسب بودن مدل تلفیقی است.

جدول ۳. آزمون F

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل رگرسیونی
استفاده از مدل پانل	۰/۰۰۱	۱/۸۳	

منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به سطح معناداری نتایج آزمون F لیمر، فرض H_0 (مدل تلفیقی) تأیید نمی‌شود. به بیان دیگر، آثار فردی یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی (پانل) برای برآورد مدل رگرسیونی پژوهش استفاده شود که برای تعیین نوع مدل پانل (اثرات تصادفی یا اثرات ثابت) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

۲.۲.۵ آزمون هاسمن (hausman test)

در آزمون هاسمن فرضیه H_0 ، سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی درمقابل فرضیه H_1 مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی آزمون است.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۱۵

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن مدل رگرسیونی

نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره χ^2	مدل رگرسیونی
استفاده از اثرات تصادفی	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آماره χ^2 آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی پژوهش برابر با ۱/۰۰۰ به دست آمده که حاکی از رد نشدن فرض صفر H_0 است. لذا، برازش مدل رگرسیونی با استفاده از مدل داده‌های پانل به روش تصادفی مناسب است.

۳.۵ تخمین مدل رگرسیونی پژوهش

نتایج تخمین مدل رگرسیونی به روش پانل و با استفاده از اثرات تصادفی در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج برازش مدل رگرسیونی (اثرات تصادفی)

متغیر	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره آزمون t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	β	۲/۸۸	۱۲/۶۳	۰/۰۰۰
کیفیت اطلاعات	leq_i	-۲/۷۱	-۱۳/۰۰۰۹	۰/۰۰۰
شناوری سهم	Flt_i	-۰/۸۵	-۵/۲۳	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	$Inst_i$	۰/۴۶	۳/۵۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev_i	-۰/۰۱	-۰/۸۴	۰/۴۰
نقدشوندگی	Liq_i	۱/۰۷	۰/۲۶	۰/۷۹
نسبت قیمت به درآمد	Pe_i	-۰/۴۸	-۱/۵۹	۰/۱۱
اندازه شرکت	$Size_i$	۰/۰۶	۱/۴۸	۰/۱۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت	MB_i	-۳/۸۵	-۴/۳۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آماره آزمون F: ۱۶/۵۲، سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰، ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۳۷، و آماره D.W: ۲/۰۱

باتوجه به این که احتمال آماره F مدل پژوهش کم تر از ۵ درصد به دست آمده است، مدل به طور کلی معنی دار است. هم چنین، نتایج نشان می دهد که متغیرهای مستقل تحقیق ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند.

قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، باید برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکای نتایج برآورد مدل رگرسیونی مفروضات مدل را بررسی کرد.

۴.۵ آزمون ناهمسانی واریانس ها

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس بروش پاگان (Breusch-Pagan) در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مدل پژوهش

نتیجه	سطح معنی داری	آماره F	پس ماند مدل رگرسیونی
ناهمسانی در مدل وجود ندارد	۰/۱۲	۲/۲۱	

منبع: یافته های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان دهنده این است فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس در بین داده های مدل در سطح خطای ۰/۰۵ رد نمی شود. بنابراین، ناهمسانی واریانس وجود ندارد. به همین دلیل، از مدل رگرسیونی OLS استفاده می شود.

۵.۵ آزمون خودهم بستگی سریالی

یکی از آزمون های کشف خودهم بستگی آزمون ولدریج (Wooldridge Test) است. این آزمون توسط ولدریج ارائه شده و مزیت آن در مقایسه با آزمون دوربین واتسون این است که در آن، علاوه بر خودهم بستگی مرتبه اول، انواع دیگر خودهم بستگی قابل تشخیص است و در مواقعی که داده ها از نوع ترکیبی باشند، این آزمون نیز قابل استفاده است. در جدول ۷ نتایج آزمون خودهم بستگی آمده است.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۱۷

جدول ۷. نتایج آزمون ولدریج مدل پژوهش

نتیجه	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	پس‌ماند مدل رگرسیونی
خودهم‌بستگی سریالی در مدل وجود ندارد	۰/۵۶	۰/۳۶	

منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به این‌که ارزش احتمال مندرج در جدول ۷ برای مدل بیش‌تر از سطح معنی‌دار ۵ درصد است، مدل تخمین‌زده‌شده خودهم‌بستگی ندارد. بنابراین، مدل برای اطمینان به نتایج آن از استحکام لازم برخوردار است.

نتایج تخمین مدل تحقیق (جدول ۵) نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. به عبارت دیگر، هرچه کیفیت اطلاعات مالی یک شرکت بیش‌تر باشد، احتمال وقوع قیمت‌گذاری نادرست در آن کم‌تر است. بنابراین، ارائه اطلاعات با کیفیت بالا توسط شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تأثیر قرار دهد و میزان قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد.

هم‌چنین، نتایج نشان می‌دهد که شناوری سهام (با ضریب $-۰/۸۵$) در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. وقتی سهمی شناوری بالایی دارد به این معنی است که بخش قابل‌توجهی از کل سهام شرکت در بازار معامله می‌شود. این خود نشان‌دهنده وجود خریداران و فروشندگان زیاد برای آن سهم است. در واقع، بخش کمی از سهام شرکت در دست سهام‌داران عمده و رسوب‌شده است. چنین سهامی توسط مشتریان زیادی ارزیابی همیشگی می‌شود و دست‌کاری قیمت در آن به‌ندرت موفق می‌شود. در شرکت‌هایی با سهام شناور بالا به راحتی نمی‌توان معاملات سهام را تحت تأثیر قرار داد و سهام‌داران راه‌بردی و مدیران به راحتی نمی‌توانند قیمت سهام را از ارزش ذاتی آن منحرف کنند.

هم‌چنین، نتایج جدول رگرسیونی تخمین‌زده‌شده نشان می‌دهد که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت (با ضریب $-۳/۸۵$) تأثیر منفی و معنی‌دار در قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. این شاخص نشان‌دهنده ارزش‌داری خالص یک شرکت برای یک واحد پول پرداخت‌شده برای سهام شرکت است که به شکل کل دارایی‌ها منهای دارایی‌های نامشهود (حق ثبت اختراع و سرقفلی) و بدهی تقسیم بر ارزش بازاری شرکت به دست می‌آید. از این‌رو، نتایج نشان می‌دهد که وجود دارایی‌های خالص بیش‌تر در ازای قیمت مشخصی از سهم تضمین‌کننده نبود قیمت‌گذاری نادرست است. هم‌چنین، در دوره‌های رونق یا اقتصادهای

تورمی بازار مقدار این شاخص کم می‌شود و این شاخص اطلاعات گمراه‌کننده‌ای به سرمایه‌گذاران می‌دهد. از این رو، مقادیر کم این شاخص با قیمت‌گذاری نادرست بالا هم‌راه است.

مالکیت نهادی (با ضریب ۰/۴۶) نیز در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. این یافته نشان می‌دهد که سهم زیاد مالکان نهادی شرکت به معنی سهم کم سهام‌داران خرد و امکان دست‌کاری یا انحراف زیاد قیمت از قیمت ذاتی شرکت است. این نتیجه به نوعی تأییدکننده نتیجه ضریب شاخص شناوری سهم است.

علاوه بر این، نتایج نشان داد که اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد، و اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری در قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارند. در بخش بعد، به جمع‌بندی و بیان مهم‌ترین نتایج پژوهش می‌پردازیم.

۶. نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات مالی و قیمت‌گذاری نادرست سهام است. به این منظور، از یک الگوی رگرسیونی پنل دیتا استفاده شده است. هم‌چنین، برای محاسبه قیمت‌گذاری نادرست سهام از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش نیز تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. برای نمونه‌گیری از روش حذف نظام‌مند استفاده شد. معیارهای انتخاب شرکت‌های نمونه عبارت‌اند از این که قبل از سال مالی ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۸ از تابلوی بورس خارج نشده باشند و سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه منتهی باشد و سال مالی خود را طی دوره تغییر نداده باشند. هم‌چنین، طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته باشد، سهام آن‌ها مورد مطالعه قرار گرفته باشد، و اطلاعات مالی آن‌ها برای انجام پژوهش در دوره زمانی مورد نظر در دسترس باشد. در نهایت، ۱۱۴ شرکت که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ فعالیت داشتند به عنوان نمونه انتخاب شدند.

نتایج برآورد مدل نشان داد که افزایش کیفیت اطلاعات در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. بنابراین، ارائه اطلاعات با کیفیت زیاد توسط شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تأثیر قرار دهد و میزان قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد. یافته‌ها بیان‌گر این است که در مورد شرکت‌هایی که اطلاعات نادرست ارائه می‌دهند، میزان انحراف قیمت از ارزش ذاتی زیاد بوده است و در واقع قیمت

بازاری از قیمت بنیادی سهام بیش‌تر می‌شود. دو کانال مهم برای اثرگذاری کیفیت اطلاعات بر ارزش‌گذاری سهام تصورشدنی است. کانال اول آن‌که با افشای بهتر اطلاعات (باکیفیت)، سرمایه‌گذاران می‌توانند عایدی آتی شرکت‌ها را بهتر پیش‌بینی کنند و سرمایه‌گذاری حساب‌شده‌تری را انجام دهند. در نبود چنین شرایطی، قیمت بازار به احتمال زیاد گمراه‌کننده است، به این معنا که ارزش ذاتی واقعی شرکت را منعکس نخواهد کرد. ابهام سرمایه‌گذاران خارجی درباره جریان‌های نقدی آتی زمانی افزایش می‌یابد که آن‌ها دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند. بنابراین، هرچه اطلاعات سرمایه‌گذاران موجود درباره توزیع واقعی، اما غیرقابل‌مشاهده جریان‌های آتی مبهم‌تر باشد، درجه انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی بیش‌تر خواهد بود. کانال دوم آن است که افشای بالاتر اطلاعات به‌عنوان یک سیگنال خوب برای شرکت‌ها عمل می‌کند تا برای جلب‌توجه سرمایه‌گذاران به این اطلاعات افشاشده رقابت کنند؛ رقابتی که مانع از ارزش‌گذاری نادرست سهام خواهد شد. این رقابت از این واقعیت نشئت می‌گیرد که تنها زمانی افشای اطلاعات می‌تواند به ارزش‌گذاری درست منجر شود که اطلاعات افشاشده توسط سرمایه‌گذاران پردازش و تحلیل شود، چراکه این نظریات سرمایه‌گذاران یا تمایل به پرداخت آن‌هاست که درنهایت قیمت بازار سهام را تعیین می‌کند و بنگاه‌ها به این موضوع به‌خوبی واقف‌اند.

هم‌چنین براساس نتایج به‌دست‌آمده، شناوری سهام و نسبت ارزش دفتری شرکت در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارند، اما مالکیت نهادی در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. بنابراین، با کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی می‌توان از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها جلوگیری کرد. هم‌چنین، اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد، و اندازه شرکت در قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر معنی‌دار ندارند. پیش‌نهاد می‌شود بهبود روند افشای اطلاعات ناظر بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به‌طور مستمر توسط محققان ارزیابی شود. هم‌چنین، استفاده از سیاست‌های تشویقی در کنار الزامات قانونی شرکت‌ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای افشای به‌موقع، کامل، و صحیح اطلاعات به استفاده‌کنندگان و مجازات قانونی متخلفان برای افزایش کیفیت گزارش‌گری موردنیاز است. به تحلیل‌گران بازارهای مالی و سرمایه‌گذاران پیش‌نهاد می‌شود که از روش به‌کاررفته در این پژوهش برای اندازه‌گیری میزان ارزش‌گذاری نادرست سهام بهره‌گیرند.

کتابنامه

- آق آرزو، آنامحمد، محمود یحیی زاده فر، و مهدی نوبخت (۱۳۹۵)، «مطالعه توسعه مالی بین الملل و نقش آن بر جهانی شدن اقتصاد در کشور ایران با استفاده از داده های تابلویی»، فصل نامه پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی، پیاپی ۲۲.
- ابزری، مهدی و حامد درخشیده (۱۳۹۲)، «تأثیر شفاف سازی اطلاعات مالی در رفتار سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار اصفهان»، فصل نامه علمی - پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، دوره ۱۸، پیاپی ۱۲۰.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵)، «توان پایین سهام داران در پردازش اطلاعات و نقش آن در قیمت گذاری نادرست سهام شرکت ها»، فصل نامه علمی - پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۹، پیاپی ۳۰.
- انصاری سامانی، حبیب، سیدحسینعلی دانش، و فرهان نظری (۱۳۹۶)، «مسئولیت اجتماعی بنگاه و حباب قیمتی: مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصل نامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۰، پیاپی ۳۳.
- انصاری سامانی، حبیب و فرهان نظری (۱۳۹۵)، «شناسایی و رتبه بندی عوامل پیش بینی کننده حباب قیمتی سهام: کاربرد رگرسیون لجستیک و شبکه مصنوعی عصبی»، اقتصاد مقیاری، دوره ۱۳، ش ۴.
- ایزدی نیا، ناصر، مهدی ابزری، و سعید ساوه درودی (۱۳۸۶)، «رابطه بین نرخ بازده موردانتظار سرمایه گذاران با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نسبت قیمت به درآمد سهام در بازار بورس تهران»، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دوره ۱، پیاپی ۴۴.
- پورعلی، محمدرضا و محدثه حجامی (۱۳۹۳)، «بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصل نامه علمی و پژوهشی دانش حساب داری و حسابرسی مدیریت، دوره ۳، ش ۱۰.
- رستم نیا، محمد (۱۳۹۶)، تحلیل اثرات ارزش گذاری نادرست سهام مبتنی بر کارایی بازار بر بازده سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- صدیقی، فریبا (۱۳۹۷)، تأثیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بر رابطه قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری های شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره).
- فلاح شمس، میرفیض، حمیدرضا کردلویی، و مهدی رشنو (۱۳۸۹)، «بررسی دست کاری قیمت ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان»، فصل نامه تحقیقات مالی، دوره ۱۴، ش ۱.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۲۱

نوروزی، محمد و ولی خدادادی (۱۳۹۵)، «هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصل‌نامه پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۸، ش ۲.

نیکومرام، هاشم و یونس بادآور نهنندی (۱۳۸۸)، «تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل مؤثر بر انتخاب کیفیت گزارش‌گری مالی در ایران»، مجله فراسوی مدیریت، دوره ۲، ش ۸.

وکیلی‌فرد، حمیدرضا، قدرت‌الله طالب‌نیا، و مهرداد کیانی (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه میزان سهام‌شمار آزاد با ایجاد حساب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۱، ش ۴.

Alzahrani, M. and R. P. Rao (2014), "Managerial Behavior and the Link between Stock Mispricing and Corporate Investments: Evidence from Market-to-Book Ratio Decomposition", *The Financial Review*, vol. 49.

Baoa. T. et al. (2019), "Coordination on Bubbles in Large-Group Asset Pricing Experiments", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 13, no. 3.

Broberg, P., T. Tagesson, and S. O. Collin (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*, vol. 14, no. 4.

Bushman, R. and A. Smith (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32.

Chen, Z. et al. (2013), "Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, no. 2.

Chu, C. C. et al. (2019), "Information Disclosure, Transparency Ranking System and Firms' Value Deviation: Evidence from Taiwan", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 53, no. 3: <doi:10.1007/s11156-018-0764-z>.

Chung, H., W. Q. Judge, and Y. H. Li (2015), "Voluntary Disclosure, Excess Executive Compensation, and Firm Value", *Journal of Corporate Finance*, vol. 32: <doi:10.1016/j.jcorpfin.2015.04.001>.

Chung, J. et al. (2012), "Effects of Disclosure Quality on Market Mispricing: Evidence from Derivative-Related Loss Announcements", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 39, no 7-8: <doi:10.1111/jbfa.2012.39>.

Dechow, P. and I. Dichev (2002), "The Quality of Accruals and Earning: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, vol. 77.

Drake, M. S., J. N. Myers, and L. A. Myers (2009), "Disclosure Quality and the Mispricing of Accruals and Cash Flow", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 24: <doi:10.1177/0148558X0902400303>.

- Fama, E. F. (1976), "Efficient Capital Markets: Reply", *The Journal of Finance*, vol. 31, no. 1.
- Fama, E. F. and K. R. French (1996), "Multi Factor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *Journal of Finance*, vol. 51.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2.
- Gefen, O. et al. (2021), "Hidden Advertising: The Streetlight Effect and Stock Mispricing", Available at: SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=3863044>>.
- Hirshleifer, D., S. S. Lim, and S. H. Teoh (2011), "Limited Investor Attention and Stock Market Misreactions to Accounting Information", *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 1: <doi:10.1093/rapstu/rar002>.
- Huberman, G. and T. Regev (2001), "Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar", *Journal of Finance*, vol. 56: <doi:10.1111/0022-1082.00330>.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian (2009), "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk", *Journal of Financial Economics*, vol. 94.
- Huynh, T. L. D., J. Wu, and A. T. Duong (2020), "Information Asymmetry and Firm Value: Is Vietnam Different?", *Journal of Economic Asymmetries*, vol. 21, no. e00147.
- Karamanou, I. and N. Vafeas (2005), "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no. 3.
- Khanagha, J. B. and T. Parvare (2017), "Examining the Impact of Information Disclosure Quality and Conservatism on Accounting Information of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 7, no. 5.
- Liu, D., H. GU, and P. Lung (2016), "The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 39.
- Miller, E. M. (1977), "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", *Journal of Finance*, vol. 32.
- Patjoshi, P. K. and G. Nandini (2020), "Stock Market Anomaly: Day of the Week Effect in Bombay Stock Exchange with the Application of GARCH Model", *International Journal of Innovative Technology and Exploring Engineerin*, vol. 9, no. 5.
- Song, S., Y. Zeng, and B. Zhou (2021), "Information Asymmetry, Cross-Listing, and Post-M&A Performance", *Journal of Business Research*, vol. 122.
- Syed, A. M. and I. A. Bajwa (2018), "Earnings Announcements, Stock Price Reaction and Market Efficiency-the Case of Saudi Arabia", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol. 11, no. 3.
- Vuolteenaho, T. (2002), "What Drives Firm Level Stock Returns?", *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 1.

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی در قیمت‌گذاری ... (محمدحسن زارع و دیگران) ۱۲۳

Wu, W. and L. Wang (2016), "Institutional Ownership Mispricing and Corporate Investment", *Open Journal of Business and Management*, vol. 4, no. 2.

Xing, X. and S. Yan (2019), "Accounting Information Quality and Systematic Risk", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 52, no. 1.

Yang, Z. et al. (2020), "Disclosure Quality Rankings and Stock Misvaluation-Evidence from Chinese Stock Market", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 56, no. 14.

