

## Investigating the effect of information asymmetry on incorrect stock pricing with emphasis on the role of corporate political communication

Seyed Hesam Vaghfi <sup>\*1</sup>, Azadeh Oshkooh<sup>2</sup>

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. [vaghfi@pnu.ac.ir](mailto:vaghfi@pnu.ac.ir)
2. Master student of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. [azadhashkwh@gmail.com](mailto:azadhashkwh@gmail.com)

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: Accepted:	The criterion for investing in the capital market is the information issued by companies, and if the information is not distributed fairly and symmetrically, the reaction of investors will be unrealistic, and this can put a gap between the stock price and its intrinsic value. Therefore, the purpose of this study is to investigate the effect of information asymmetry on incorrect stock pricing with emphasis on the role of corporate political communication. The present study is applied and from a methodological point of view, causal (post-event) correlation. The statistical population of the study is all companies listed on the Tehran Stock Exchange. Using the systematic elimination sampling method, 110 companies have been selected as the research sample. The statistical year of the research is 2011 to 2020 and because the data of the next year is needed to calculate some variables, 9 years have been used as the main sample of the research. To measure information asymmetry, three separate methods have been used (stock price range, amiotic liquidity criterion and stock return volatility). The criterion for measuring incorrect pricing of stocks is the 5-factor model of Pantzalis and Park (2013). The results showed that there is a direct and significant relationship between information asymmetry (with all three methods of measurement) and incorrect stock pricing. Also, the political relationship directly affects the relationship between information asymmetry and incorrect stock pricing and intensifies this relationship, except for the method of measuring information asymmetry with the method of amiod liquidity, whose interaction with the political relationship has no effect on incorrect stock pricing.
* Corresponding author:  Seyed Hesam Vaghfi  Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.  <a href="mailto:vaghfi@pnu.ac.ir">vaghfi@pnu.ac.ir</a>	

## **1-Introduction**

The basis of investing in the capital market is the information issued by companies, and if the information is not distributed fairly and symmetrically, the reaction of investors will be unrealistic, and this can put a gap between the stock price and its intrinsic value, the so-called price, say, incorrect stock placement. Another factor that can affect information asymmetry is political communication. Therefore, the purpose of this study is to investigate the effect of information asymmetry on incorrect stock pricing with emphasis on the role of corporate political communication. To measure information asymmetry, three separate methods have been used (stock price range, Amihud liquidity criterion and stock return volatility). The criterion for measuring incorrect pricing is the 5-factor model stock of Pantzalis and Park (2013).

## **2-Hypotheses**

The more ambiguous the information of existing investors about the real but invisible distribution of future flows, the greater the degree of deviation of market value from intrinsic value (Nowruzi and Khodadadi, 2016). At the same time, the political relations of companies with the government can affect this relationship. Therefore, the research hypotheses are specified as follows:

H1: Information asymmetry affects incorrect stock pricing.

H2: Political connection affects the relationship between information asymmetry and incorrect stock pricing.

## **3-Method**

The present research is applied and from a methodological point of view, causal (post-event) correlation. The statistical population studied in this study is all companies listed on the Tehran Stock Exchange and the period under study is the years 1390 to 1399. Since the data of the next year are needed to calculate some variables, 9 years have been used as the main example of the research. In this research, the systematic elimination method is used to reach the sample, 110 companies have been selected as the research sample. Data analysis was performed using the combined data method and with the data panel approach and using the Ives 13 software to test the hypotheses.

#### 4- Results

The results showed that there is a direct and significant relationship between information asymmetry (with all three methods of measurement) and incorrect stock pricing. Also, the political relationship directly affects the relationship between information asymmetry and incorrect stock pricing and intensifies this relationship, except for the method of measuring information asymmetry with the method of amiod liquidity, whose interaction with the political relationship has no effect on incorrect stock pricing.

#### 5- Discussion and Conclusion

The greater the information asymmetry between owners, investors and stakeholders and capital market factors, the more this will lead to incorrect stock pricing and in the future may create problems for prospective investors and stakeholders and even the companies themselves. At the same time, the greater the involvement of government officials in the capital market, the further the stock price will deviate from its basic principles and intrinsic value, and the interaction of political communication and information asymmetry can intensify incorrect stock pricing. Companies will somehow increase information asymmetry and increase these two incorrect pricing factors. Political communication, by expanding the influence of government officials and owners, can divert information and financial statements of companies from the necessary transparency, and this factor will intensify information asymmetry in the capital market, which will cause the range of bids to fluctuate.

**Keywords:** Information Asymmetry, Incorrect Stock Pricing, Corporate Political Communication.



## بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت

سید حسام وقفی<sup>۱</sup>، آزاده اشکوه<sup>۲</sup>

**چکیده:** ملاک سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، اطلاعات صادره از سوی شرکت‌هاست و اگر نحوه توزیع اطلاعات به‌صورت منصفانه و متقارن نباشد، عکس‌العمل سرمایه‌گذاران خلاف واقعیت خواهد بود و همین امر می‌تواند بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن فاصله بیندازد؛ بنابراین هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت است. این پژوهش کاربردی بود و از لحاظ روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس‌رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با بهره‌گیری از رویکرد نمونه‌گیری حذف سامانمند، ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده است، سال آماری تحقیق ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ و از آن جهت که برای محاسبه برخی متغیرها نیاز به داده‌های سال آتی است از ۹ سال به‌عنوان نمونه اصلی پژوهش استفاده‌شده است. برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از سه شیوه مجزا (دامنه قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام، معیار عدم نقد شونددگی سهام آمیهدود و نوسان پذیری بازده سهام) استفاده‌شده است. معیار اندازه‌گیری قیمت‌گذاری نادرست سهام مدل ۵ عاملی پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳) است. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مستقیم و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی (با هر سه شیوه سنجش) و قیمت‌گذاری نادرست سهام وجود دارد. همچنین ارتباط سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام به‌طور مستقیم تأثیرگذار است و این رابطه را تشدید می‌کند، به‌جز شیوه سنجش عدم تقارن اطلاعاتی با روش عدم نقد شونددگی سهام آمیهدود که تعامل آن با ارتباط سیاسی تأثیری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** عدم تقارن اطلاعاتی، قیمت‌گذاری نادرست سهام، ارتباط سیاسی.

## ۱- مقدمه

ملاک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و فعالان عرصه بازار سرمایه همان اطلاعاتی است که در قالب صورت‌های مالی و پیوست از سوی شرکت‌ها منتشر می‌شود و بهره‌مند شدن کامل از این اطلاعات به‌طور کامل، زمانی میسر می‌باشد که این اطلاعات سر وقت، مربوط، بااهمیت، کامل، دقیق و قابل‌فهم برای عموم سرمایه‌گذاران باشد (ترابی و همکاران، ۱۳۹۹). از جهت دیگر به این امر بایستی توجه گردد که چگونگی دست یافتن به این اطلاعات به چه صورت است و این امر از اهمیت به‌سزایی برخوردار است، در صورتی که این اطلاعات به‌صورت ناعادلانه، نابرابر یا در اصطلاح علمی به‌صورت نامتقارن بین افراد توزیع گردد، می‌تواند نتایج متفاوت و سوء بر بازار سرمایه داشته باشد (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷). در واقع عدم تقارن اطلاعاتی زمانی اتفاق می‌افتد که یک‌طرف از طرف دیگر دارای اطلاعات بیشتر از یک موضوع باشد (حقیقت‌شهرستانی و همکاران، ۱۴۰۰). از موضوعات مهم چند دهه اخیر که مورد استقبال پژوهشگران در حوزه‌های اقتصادی و دانش اقتصاد در حال گسترش است، مبحث اقتصاد اطلاعات است، این در حالی است که در مباحث اقتصادی و نظریه‌های کلاسیک فرضیه اطلاعات کامل، مبحث عمده در این نظریات است که برای داشتن بازاری با کارایی بالا، یکی از نیازهای اساسی بازار، کیفیت و نحوه ارائه اطلاعات در بازار است. یکی از بازارهایی که به‌شدت تحت تأثیر اطلاعات نامتقارن قرار دارد، بازار سرمایه و در پی آن قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در این بازارها است (مکیان و رئیسی، ۱۳۹۱). طبق فرضیه مطرح‌شده در سال ۱۹۶۵ توسط فاما<sup>۱</sup> که اصل و پایه آن بر مبنای نظریه انتظارات عقلایی بود، انتظارات ذینفعان و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نقش مهم و اساسی در نحوه قیمت‌گذاری سهام و اوراق بهادار دارد. پایه و اساس این فرضیه بر مبنای انتظاراتی است که سرمایه‌گذاران از پیش‌بینی‌های بهینه از آینده دارند. نتیجتاً این‌طور می‌توان گفت که قیمت اوراق بهادار پیش‌بینی بهینه از ارزش واقعی آن است و کلیه اطلاعات موجود را قادر است به نمایش بگذارد (کرمی و فرج‌زاده، ۱۳۹۴). پس زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و مابین اعضاء بازار سرمایه، من‌جمله مدیران و ذینفعان و سایر عوامل به وجود آید و این عامل رو به گسترش باشد، ارزش ذاتی و قیمت سهام با آن چیزی که سرمایه‌گذاران از روند عادی امر انتظار دارند متفاوت خواهد بود. بر همین اساس پژوهش حاضر با توجه به نقش بازار سرمایه در کشورها و اینکه اطلاعات نادرست می‌تواند این بازار و قیمت سهام و اوراق بهادار

را با چالش مواجه کند، با این هدف که آیا در بازار سرمایه ایران نحوه توزیع اطلاعات و احتمال عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر قیمت‌گذاری سهام تأثیر داشته باشد یا خیر؟ طرح‌ریزی شده است. همان‌گونه که هیئت تدوین استاندارد حسابداری این‌گونه مطرح می‌کند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و همچنین اعتبار دهندگان و بهره‌گیری از اطلاعات نسبت به سایر گروه‌های خارجی بسیار بیشتر است، به همین سبب تأثیر بسیار مهمی در تخصیص منابع در حوزه اقتصادی کشور را دارند، از این‌رو ضرورت پژوهش حاضر که بررسی عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه‌گذاران است بیش‌ازپیش مشخص می‌گردد (موسوی‌شیری و همکاران، ۱۳۹۴). یکی از این عوامل مهم که تأثیر شگرفی می‌تواند بر اطلاعات و نحوه توزیع و حتی انگیزه‌های مدیران در رابطه با گزارشگری مالی و کیفیت این صورت‌ها داشته باشد، روابط سیاسی شرکت‌هاست، یعنی ارتباط شرکت با اعضای دولت که تفاوت‌های آشکاری را می‌توان در بین شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی با دولت‌مردان هستند و شرکت‌هایی که فارغ از این امر می‌باشند به‌وضوح مشاهده کرد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۸). به همین سبب با توجه به این امر که ارتباط با دولت‌مردان و نفوذ دولت در شرکت‌ها و نظارت مالکان دولتی می‌تواند به‌نوعی نظارت بر مالکان و اعضای هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی شرکت را افزایش دهد، هدف دوم پژوهش حاضر بر این مبنا طراحی شده است که آیا روابط سیاسی می‌تواند رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها را تشدید کند؟ در ادامه ساختار پژوهش در ابتدا به ارائه مبانی نظری، تجربی پژوهش و فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است. در بخش دوم نیز روش پژوهش، آزمون فرضیه‌های آماری و نهایتاً نتایج و پیشنهادها پژوهش ارائه شده است.

## ۲- مبانی نظری، تجربی و بسط فرضیه‌های پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری و بسط فرضیه‌ها

در یک بازار، توزیع اطلاعات زمانی متقارن است که همه ذینفعان اعم از سهامداران، مدیران و غیره اطلاعات دریافتی خود در یک سطح باشند و اطلاعات یک طرف از نظر کمی و کیفی بر طرف دیگر برتری نداشته باشد، در این صورت همه ذینفعان به همان اندازه که در سرمایه‌گذاری‌های خود با آن مواجه هستند در معرض خطر هستند (جودی و منصورفر،

(۱۳۹۹). نحوه توزیع اطلاعات در بازار، به عنوان مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، همان اطلاعاتی است که می‌تواند بر قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه تأثیر بگذارد (ثقفی، ۱۳۹۰). بنابراین ممکن است در این صورت ارزش پایه سهام از ارزش مورد انتظار سهامداران منحرف شود و پدیده‌ای به نام قیمت‌گذاری نادرست سهام رخ دهد. به طور کلی، اگر اطلاعات تا حد زیادی شامل اطلاعات درون شرکتی باشد، عوامل درون شرکت اطلاعات بیشتری نسبت به خارج از قرارداد اجاره دارند (هاشمی و صادقی، ۱۳۹۰). قیمت‌گذاری نامناسب سهام شرکت‌ها در بازار پول پدیده‌ای است که از ضعف بازار سرمایه ناشی می‌شود. اثرات رفتاری سرمایه‌گذاران، عدم کیفیت و ناهماهنگی اطلاعات از نمونه‌های بارز بازار ناقص است که یکی از عوامل اصلی قیمت‌گذاری نادرست بنگاه‌ها در بازار سرمایه است (کردستانی و ابراهیمی، ۱۳۹۲). این پدیده زمانی که قیمت بازار با افزایش فشار خرید شروع به دور شدن از قیمت پایه می‌کند، افزایش شدید و مداوم قیمت‌داری می‌تواند منجر به افزایش انتظارات قیمتی و در نتیجه جذب خریداران جدید شود. چنین افزایش قیمت‌ها اغلب با یک سری انتظارات مخالف و کاهش شدید قیمت‌ها همراه است که اغلب منجر به بحران‌های مالی می‌شود (چنگ و لو، ۲۰۰۹)؛ لذا، هر اندازه اطلاعات سرمایه‌گذاران فعلی در مورد توزیع واقعی اما نامرئی جریان‌های آتی مبهم‌تر باشد، میزان انحراف ارزش بازار از ارزش ذاتی بیشتر می‌شود (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵). با توجه به مطالب بیان‌شده فرضیه اول پژوهش حاضر به صورت زیر مطرح شده است:

فرضیه اول: عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار است.

تئوری اقتصاد سیاسی از نیمه دوم قرن بیستم با گسترش و نفوذ مکتب لیبرال وارد متون اقتصادی جهان شد و بر اساس تئوری اقتصاد سیاسی، اقتصاد و سیاست بر یکدیگر تأثیر متقابل دارند (محسنی، ۱۳۹۷). ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری کسب کنند، اما دسترسی به وام‌های تجاری ناشی از ارتباطات سیاسی باعث افزایش اعتبار و افزایش هزینه‌های مالی می‌شود. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است تخصیص منابع اجتماعی را محدود کند و منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و تضعیف عملکرد شرکت شود (بادآورن‌هندی و تقی‌زاده‌خانقاه، ۱۳۹۷). روابط سیاسی باعث دسترسی ساده به منابع اعتباری و سرمایه از بانک‌های دولتی می‌شود (بو باکری و دیگران، ۲۰۱۲). کیفیت و نحوه گزارش ارقام بااهمیت صورتهای مالی که بر تصمیمات ذی‌نفعان شرکت تأثیر

می‌گذارد همواره از حساسیت بالایی برخوردار بوده است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که رعایت استانداردهای حسابداری به تنهایی کیفیت صورت‌های مالی و اقلام مندرج در آن را تضمین نمی‌کند (فاسیو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶)؛ زیرا بسیاری از عوامل داخلی و خارجی می‌توانند بر صورت‌های مالی تهیه شده تأثیر بگذارند (بوش‌من و اسمیت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶). یکی از مهم‌ترین عوامل، روابط سیاسی شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌باشد. نفوذ سیاسی و رابطه با دولت نه فقط بر وضعیت مالی شرکت‌ها، بلکه بر انگیزه مدیران برای ارائه اطلاعات به بازار هم تأثیر می‌گذارد. استدلال می‌شود که چنین ارتباطاتی به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت به نوسانات شدید قیمت سهام منجر خواهد شد (خلیفه سلطانی و همکاران، ۱۳۹۷). بنابراین شرکت‌هایی که دارای ارتباط سیاسی هستند، محیط اطلاعاتی غیر شفاف دارند. در نتیجه کیفیت اطلاعات در این شرکت‌ها پایین‌تر از سایر شرکت‌ها است، و نهایتاً دچار نوسانات شدید قیمتی و فاصله گرفتن از ارزش ذاتی در سهام خواهند شد (شن و لین، ۲۰۱۵). با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه دوم به صورت زیر ارائه شده است:

فرضیه دوم: ارتباط سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار است.

## ۲-۲- پیشینه تجربی پژوهش

### پیشینه خارجی:

لئو و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) مطالعات مربوط به قیمت‌گذاری نادرست سهام را بررسی می‌کند، قیمت‌گذاری نادرست سهام چینی را بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از طریق مدل گارچ آم ارزیابی می‌کند و خاطرنشان می‌کند که حساب قیمت‌گذاری نادرست سهام چینی با بازده مورد نیاز سهامداران و ریسک مطابقت دارد. ترجیحات در زمان‌های مختلف ژو و نیو<sup>۸</sup> (۲۰۱۶) اثرات احساسات سرمایه‌گذار و اطلاعات حسابداری را بر قیمت سهام بررسی می‌کنند. نتایج نشان داد که تمایل سرمایه‌گذاران می‌تواند رشد سود مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز را تغییر دهد و در نتیجه بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. اما تأثیر گرایش‌ها در دوره‌ی بدبینی به وضوح با تأثیر گرایش‌ها در دوره‌ی خوش‌بینی متفاوت است. اطلاعات حسابداری و ترجیحات سرمایه‌گذار نیز می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. وو و وانگ<sup>۹</sup> (۲۰۱۶) اثر مالکیت شرکتی



را بر رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری شرکت بررسی کردند. آنها در نتایج خود نشان دادند که رفتارهای عاطفی سهامداران نهادی به طور مستقیم بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر می گذارد. همچنین قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتری دارند بیشتر دیده می شود. هوبین و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت این گونه بیان کردند که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های ویتنامی تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. نتایج همچنین نشان داد که اهرم مالی در شرکت های ویتنامی بالاتر از سایر کشورهای توسعه یافته است، اما تنها می تواند نقش محدودی در کاهش تأثیر منفی عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت ایفا کند. کیم و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان آیا عدم تقارن اطلاعات بر سیاست سود سهام تأثیر دارد؟ در تجزیه و تحلیلی با استفاده از متغیرهای ریزساختار بازار، این گونه بیان کردند که چندین پروکسی برای عدم تقارن اطلاعات اتخاذ کرده و این مطالعه بین عدم تقارن اطلاعات و بازدهی سود سهام رابطه منفی را نشان می دهد که به نظر می رسد به ویژه هنگامی که بنگاه ها در جذب سرمایه خارجی مشکل دارند، بسیار شدید است. موصلیم و ستی یوان<sup>۱۲</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان بررسی چگونگی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ساختار مالکیت بر هزینه سرمایه شرکت ها این گونه بیان کردند که عدم تقارن اطلاعاتی که با همگام سازی نکردن قیمت و حجم معاملات ارائه می شود، بر هزینه سرمایه تأثیر دارد. نتایج تحقیق همچنین نشان داد که ساختارهای مالکیت نهادی و خارجی نیز بر هزینه سرمایه سهام تأثیر می گذارد. سرمایه گذاران همچنین می توانند مالکیت خارجی یا مالکیت نهادی را در تعیین سرمایه گذاری خود در نظر بگیرند.

### پیشینه داخلی:

موسوی شیرینی و همکاران (۱۳۹۴) در مطالعه ای با عنوان تأثیر ناسازگاری اطلاعات بر ارزش گذاری بیش از حد موجودی، نتایج تحقیق آنها نشان داد که تناقض اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری با ارزش گذاری بیش از حد موجودی دارد. رستم نیا (۱۳۹۶) در بررسی تأثیر ارزش گذاری نادرست سهام بر اساس کارایی بازار بر بازده سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که ضریب ارزشیابی نادرست موجودی کالا در تمام سال ها مثبت است و نشان می دهد که ارزش گذاری نادرست موجودی ها تأثیر آشکاری بر بازده موجودی آتی دارد. این امر

نشان دهنده ناکارآمدی بورس تهران است. پیرایش و مظفری در سال (۱۳۹۷) در پژوهشی مروری تحت عنوان عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیرات آن بر بازار سرمایه این‌گونه بیان کردند که مبنای تصمیمات کلیه استفاده‌کنندگان مطمئناً اطلاعات شرکت‌ها است و اگر این اطلاعات نتواند به‌صورت عادلانه و به‌موقع میان استفاده‌کنندگان توزیع شود همین عدم تقارن اطلاعاتی بازار سرمایه و کارکردهای آن را مختل خواهد کرد. بادآورندهی و سرافراز (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت با تأکید بر نقش موانع مالی و افق سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معناداری بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت ذکر کردند. محدودیت‌های مالی و زمان سرمایه‌گذاری سهامداران بر رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت تأثیری ندارد. ترابی و همکاران (۱۳۹۴) در مورد تأثیر تعدیل تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت آن اثر مقایسه و ثبات رویه بر بهای تمام شده سرمایه‌عادی برای سهام که سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی در بازار سرمایه ایران باید به اهمیت قابلیت مقایسه به‌عنوان یک معیار بین شرکتی از کیفیت اطلاعات حسابداری توجه ویژه‌ای نشان دهند؛ زیرا سرمایه‌گذاران با توجه به قابلیت مقایسه اطلاعات و چگونگی تأثیر آن بر هزینه سرمایه سهام‌عادی می‌توانند بازده مورد انتظار خود را به‌طور دقیق‌تری، پیش‌بینی و پرتفوی مطلوب سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند. عامری و همکاران (۱۴۰۰) مطالعه‌ای با بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی جسورانه و عدم تقارن اطلاعاتی در نمونه‌ای متشکل از ۱۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که برنامه ریزی مالیاتی ارزش مالیات را از طریق پس‌انداز مالیاتی افزایش می‌دهد، اما اگر چنین برنامه ریزی بیش از حد جسورانه باشد ممکن است منجر به فروپاشی شرکت شود و این امر منجر به ارتباط ناکارآمد با سهامداران و طلبکاران شرکت می‌شود که در این صورت مشکلات ناشی از ناهماهنگی اطلاعات آشکارتر می‌شود. دادبه و پهلوانی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر حاکمیت شرکتی و ارتباطات سیاسی بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، نتایج تحقیق خود را بیان کردند به طوری که حاکمیت شرکتی تأثیر منفی معناداری بر اطلاعات و عدم تقارن اطلاعات دارد. ارتباطات سیاسی تأثیر مستقیم و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.

با بررسی نتایج پژوهش‌های انجام‌گرفته در کشور و خارج از کشور مشاهده شد که تاکنون طرح جامعی از چگونگی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و مدل‌های مربوط به آن بر قیمت‌گذاری نادرست سهام بخصوص در حضور معیار ارتباط سیاسی صورت‌نپذیرفته و فقدان نتایج غیرقطعی در این رابطه مبنای شکل‌گیری پژوهش حاضر است که با استفاده از سه مدل مجزای عدم تقارن اطلاعاتی و مدل جامع قیمت‌گذاری نادرست به ابهامات این حیطه پاسخ و همچنین نتایج کاربردی را به بازار سرمایه و با برطرف کردن شکاف پژوهشی ایجادشده به‌نوعی به ارتقای این حوزه کمک نماید.

### ۳- روش‌شناسی و جامعه آماری پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کاربردی بوده و از نظر روش‌شناسی، از نوع همبستگی پس‌رویدادی می‌باشد که جامعه آماری در این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و دوره بررسی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. از آن‌جهت که برای محاسبه برخی متغیرها نیاز به داده‌های سال آتی است، از ۹ سال به‌عنوان نمونه اصلی پژوهش استفاده‌شده است. نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که واجد شرایط زیر هستند انتخاب شد و برای قابل مقایسه بودن اطلاعات باید پایان سال مالی شرکت‌ها در پایان اسفند ماه باشد. عدم تغییر دوره مالی در دوره (۱۰ ساله) مورد بررسی قرار گرفت. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش در دسترس باشد. جزو بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. در این پژوهش از روش حذف سامانمند برای رسیدن به نمونه استفاده‌شده که تعداد ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده‌اند. آنالیز داده‌ها با بهره‌گیری از رویکرد داده‌های ترکیبی و با روش پنل دیتا و با بهره‌گیری از نرم‌افزار ایویوز<sup>۱۳</sup> ۱۰ در آزمون فرضیه‌ها صورت پذیرفته است.

### ۴- مدل‌های رگرسیونی پژوهش

طبق مبانی نظری پژوهش ۲ مدل رگرسیونی به شرح زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش طراحی شده است:

## ۴-۱- مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول پژوهش

$$\text{Int-price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LQ}_{it} + \beta_2 \text{Tec}_{it} + \beta_3 \text{Roa}_{it} + \beta_4 \text{Firm size}_{it} + \beta_5 \text{Leverage}_{it} + \beta_6 \text{BTM ratio}_{it} + \beta_7 \text{p/e}_{it} + \beta_8 \text{Loss\%}_{it} + \beta_9 \text{Z}_{it} + \beta_{10} \text{Sales growth}_{it} + \beta_{11} \text{Independence of the board}_{it} + \beta_{12} \text{Age}_{it} + \beta_{13} \text{risk}_{it} + \epsilon_{it}$$

## ۴-۲- مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$\text{Int-Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LQ}_{it} + \beta_2 \text{gov}_{it} + \beta_3 \text{LQ}_{it} \times \text{gov}_{it} + \beta_4 \text{Tec}_{it} + \beta_5 \text{Roa}_{it} + \beta_6 \text{Firm size}_{it} + \beta_7 \text{Leverage}_{it} + \beta_8 \text{BTM ratio}_{it} + \beta_9 \text{p/e}_{it} + \beta_{10} \text{Loss\%}_{it} + \beta_{11} \text{Z}_{it} + \beta_{12} \text{Sales growth}_{it} + \beta_{13} \text{Independence of the board}_{it} + \beta_{14} \text{Age}_{it} + \beta_{15} \text{risk}_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل‌های مذکور متغیر نقد شوندگی سهام با سه روش (دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معیار عدم نقد شوندگی سهام آمیهود و نوسان پذیری بازده سهام) محاسبه شده است.

## ۵- تعاریف عملیاتی متغیرها و مدل‌های رگرسیونی پژوهش

## ۵-۱- متغیر مستقل پژوهش: عدم تقارن اطلاعاتی

برای سنجش عدم تقارن اطلاعات و بررسی تمامی جوانب، از ۳ روش برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شد و مدل‌های سنجش عدم تقارن اطلاعاتی با تبعیت از فخاری و پیته نوعی (۱۳۹۶) به صورت‌های زیر ارائه شده است:

## ۵-۱-۱- مدل‌های سنجش عدم تقارن اطلاعاتی

مدل اول: معیار عدم نقد شوندگی آمیهود<sup>۱۴</sup> (LQit)

هرچه محیط اطلاعاتی شفاف‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و نقدینگی موجودی شرکت بیشتر می‌شود. بنابراین، نسبت نقدینگی آمیهود معیاری برای عدم تقارن اطلاعاتی شرکت است.

رابطه ۱:

$$|LL|Qit = \frac{1}{Dit} \sum_1^{Dit} \left( \frac{|Rt|}{VOLi} \right)$$

که در رابطه فوق:

$|LL|Qit$ : معیاری از عدم نقد شوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد

$Ri$ : در واقع قدر مطلق بازده سهام شرکت  $i$  است

$VOL$ : همان حجم ریالی معاملات در شرکت  $i$  می باشد

$Dit$ : همان تعداد روزهایی از سال  $t$  می باشد که در آن سال سهام شرکت  $i$  معامله می

شود

**مدل دوم:** دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (Spread)

عدم تقارن اطلاعاتی ریسک انتخاب تامین کنندگان نقدینگی (بازارسازان) را افزایش می دهد. به بیان دیگر، سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی با محدوده قیمت پیشنهادی بالاتر همراه خواهد بود (باتاچاریا و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۹) از این رو دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیار عدم تقارن اطلاعاتی شرکت تلقی می گردد.

رابطه ۲:

$$SPREADit = \left( \frac{ASKt - BID}{(ASKt + BIDt)/2} \right)$$

که در این رابطه:

$SPREAD$ : همان دامنه قیمت پیشنهادی از خرید و فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

است

$ASK$ : همان برترین قیمت پیشنهادی فروش سهام در شرکت  $i$  است.

$BID$ : همان برترین قیمت پیشنهادی خرید سهام در شرکت  $i$  می باشد.

**مدل سوم:** نوسان پذیری بازده سهام (Volatility)

نوسانات بازده سهام ابزاری برای اندازه گیری ریسک مرتبط با تغییرات آتی در بازده سهام

است و این عامل معیاری به منظور سنجش عدم تقارن اطلاعات شرکت است.

رابطه ۳:

$$Volatility = \sqrt{\frac{1}{Dit-1} \sum_1^{DIT} (Ri - \bar{R})^2}$$

که در آن:

$Volatility_{it}$ : نوسان پذیری بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $R_i$ : بازده سالانه سهام شرکت است که از رابطه (۴) محاسبات صورت گرفته است:  
 رابطه ۴: بازده حقوق صاحبان سهام برابر است با مجموع تفاوت قیمت سهام، سود نقدی هر سهم، حق تقدم و سهام پاداش در یک دوره مالی تقسیم بر قیمت اول دوره مالی.  
 $D_{it}$ : تعداد دوره‌هایی است که برای آن بازده سهام شرکت  $i$  محاسبه شده است (۵ سال قبل).

## ۲-۵- متغیر وابسته پژوهش: قیمت‌گذاری نادرست سهام (Int-Price)

برای سنجش قیمت‌گذاری نادرست سهام به تبعیت از پژوهش بادآورنده‌ی و داداش‌زاده (۱۳۹۴) از مدل (پانتزالیس و پارک<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۳) به شرح زیر استفاده شده است که مدلی جامع با بررسی کلیه عوامل تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام است. مدل زیر از ۵ سنجه مختلف برای سنجش قیمت‌گذاری نادرست سهام استفاده می‌کند که در نهایت با امتیازدهی به پنج عامل زیر، رتبه قیمت‌گذاری نادرست سهام محاسبه شده است، به این صورت که داده‌ها پنجگانه بندی شده است و سپس از بالاترین پنجگانه به ترتیب امتیاز ۵، ۴، ۳، ۲ و ۱ تعلق گرفته است و در نهایت مجموع امتیازات هر سال شرکت رتبه قیمت‌گذاری نادرست سهام برای هر شرکت را تشکیل می‌دهد که نهایتاً امتیازات می‌تواند در بازه ۵-۲۵ قرار گیرد (بادآورنده‌ی و داداش‌زاده، ۱۳۹۴).

## ۱-۲-۵- عوامل تشکیل‌دهنده متغیر قیمت‌گذاری نادرست سهام

### ۱- نسبت قیمت به ارزش ذاتی سهام (Int-Price):

قیمت سهام به ارزش ذاتی سهام با استفاده از مدل دیچاو و همکاران<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۹) بر اساس مدل سود باقیمانده اندازه‌گیری شده است.

به منظور احتساب سود باقیمانده از رابطه مازاد خالص به شرح زیر استفاده می‌شود:

رابطه ۵:

$$X_t^a = X_t - (R_e * B_{t-1})$$

که در آن:

X (سود خالص متعلق به سهامداران عادی)

Re (نرخ هزینه سرمایه ارزش ویژه)

Bt-1 (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی در انتهای دوره t-1 است)

در این پژوهش نرخ هزینه سرمایه (Re) بر اساس مدل رشد گوردون<sup>۱۸</sup> به صورت زیر

اندازه‌گیری می‌شود:

رابطه ۶:

$$g_t = ROE * [(1 - (DPS_t / EPS_t))] \quad Re = (DPS_t / P_{t-1}) + g_t$$

که در آن:

DPS<sub>t</sub> (سود نقدی پرداختی برای هر سهم) و Pt-1 (قیمت سهم ابتدای سال) gt (نرخ

رشد سود تقسیمی) ROE (بازده حقوق صاحبان سهام) و EPS (سود هر سهم) است.

لازم است ضریب استمرار سود باقیمانده (W) برای برآورد ارزش آتی سهام محاسبه شود.

به پیروی از دیچاو و همکاران<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۹) از یک مدل همبستگی مبتنی بر سری‌های زمانی به

شرح زیر استفاده می‌کنیم:

رابطه ۷:

$$X_{t+1}^a = \alpha_t - W_t X_t^a + \epsilon_{i,t+1}$$

برآورد ارزش ذاتی (V<sub>t</sub>) بر اساس مدل دیچاو و همکاران (۱۹۹۹) به صورت زیر عملیاتی

می‌شود:

رابطه ۸:

$$V_t = B_t + \frac{(X_t - Re * B_{t-1}) \theta}{(1 + Re - \theta)}$$

۲- نسبت کل سرمایه به ارزش متناسب سرمایه (Ln Capital)

قدر مطلق لگاریتم طبیعی کل سرمایه به ارزش متناسب آن است. ارزش متناسب سرمایه از

طریق حاصل ضرب فروش شرکت و میانه نسبت سرمایه به اندازه در صنعت مورد نظر می‌باشد

(پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

رابطه ۹:

$$\text{Mispricing} = \ln(\text{Capital}_{i,t} / I(\text{Capital}_{i,t}))$$

Capital<sub>i,t</sub>: کل سرمایه شرکت (ارزش روز سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی‌های شرکت).

I(Capital<sub>i,t</sub>): حاصل ضرب فروش شرکت و میانه نسبت سرمایه به اندازه در صنعت

موردنظر برای محاسبه میانه سرمایه، ابتدا باید سرمایه هر شرکت، تقسیم به فروش شرکت شود و از جواب به دست آمده کلیه شرکت‌ها در یک سال، میانه گرفت. در این صورت، برای هر سال یک میانه به دست خواهد آمد (شجاعی و همکاران، ۱۳۹۹).

### ۳- ارزش بنیادی شرکت

ارزش بنیادی شرکت با استفاده از مدل رودز-کروف و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۵) به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود (پانتزالیس و همکاران، ۲۰۱۳)

رابطه ۱۰:

$$\ln(M_{it}) = \alpha_{0it} + \alpha_{1it} \ln(B_{it}) + \alpha_{2it} \ln(NI)_{it}^+ + \alpha_{3it} I(<0) \ln(NI)_{it}^+ + \alpha_4(LEV) + e_{it}$$

که در آن:

$\ln(M_{it})$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$

$\ln(B_{it})$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$

$NI_{it}$ : سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$

$I(<0) \ln(NI)_{it}^+$ : یک متغیر مجازی که اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  زیان ده باشد (زیان رخ داده

باشد) برابر عدد یک و در

غیر این صورت صفر است.

$LEV$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  که از طریق بدهی به مجموع بدهی و حقوق صاحبان

سهام به دست می‌آید.

مقادیر پسماند محاسبه شده ( $e$ ) جز خطا برای مدل فوق، به عنوان نماینده شاخص مذکور

است.

### ۴- لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام به میانه ارزش دفتری سهام ( $\ln MB$ ):

لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام صنعت است (پانتزالیس و پارک،

۲۰۱۳).

### ۵- بازده غیرعادی سهام (ARET)

تفاوت میانگین بازده ماهانه سهام و بازده بازار سهام به صورت مطلق محاسبه می‌شود.

بازده سهام و بازده بازار به صورت ماهانه محاسبه می‌شود و در نهایت میانگین آنها به عنوان



بازده سالانه سهام در نظر گرفته می‌شود (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳). در نهایت برای اندازه‌گیری شاخص نادرست قیمت گذاری سهام از مدل (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳) استفاده می‌کنیم که به شرح زیر است:

رابطه ۱۱:

$$\text{Mispricing Index} = \sum_{k=1}^{\lambda} \text{Rank}(\text{mispricing}_{i,k})$$

### ۳-۵- متغیر تعدیل‌گر: ارتباط سیاسی (gov):

متغیری دو ارزشی (۰ و ۱) است که اگر سهامدار اصلی شرکت (نهادی که بیشترین سهام شرکت را در اختیار دارد) اگر شرکت یا زیرمجموعه دولت باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر است.

### ۴-۵- متغیرهای کنترلی پژوهش

با توجه به بررسی پژوهش‌های مرتبط در زمینه قیمت‌گذاری نادرست سهام عوامل گوناگونی جهت کنترل مدل، می‌تواند تأثیرگذار باشد، که در این پژوهش مد نظر قرار گرفته شد. بازده داری‌ها بدلیل نشانه‌ای از سودآوری، اهرم مالی و ریسک سیستماتیک معیاری جهت سنجش ریسک شرکت، اندازه و عمر شرکت معیاری از بزرگی و قدمت شرکت، متغیر نسبت p/e و فرصت رشد، به این جهت در نظر گرفته شده است که این دو عامل به‌نوعی نشان‌دهنده ارزش شرکت است. استقلال هیات مدیره معیاری جهت نظارت بر شرکت و در ماندگی مالی جهت بررسی تأثیر آشفتگی مالی و رشد فروش جهت بررسی تغییرات فروش در شرکت و در نهایت سطوح فناوری اطلاعات که نوعی تفکیک‌سازی صنایع است، نشان‌دهنده تأثیرات صنایع مختلف می‌باشد.

Roa: بازده داری‌ها: سود خالص تقسیم‌بر کل داری‌ها

Lev: اهرم مالی: کل بدهی‌ها تقسیم‌بر کل داری‌ها

Size: اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل داری‌ها

Age: عمر شرکت: لگاریتم طبیعی تفاضل سال تأسیس از سال موردنظر شرکت.

Growth: رشد فروش: فروش - فروش سال قبل / فروش سال قبل

Btmratio: (فرصت رشد): نسبت ارزش بازار به دفتری صاحبان سهام و معیار اندازه‌گیری رشد شرکت است.

Tec: سطح فناوری اطلاعات

طبق پژوهش‌هایی مانند عارف منش، حجازی، رحمانی و امیرشاهی (۱۳۹۵) برای بررسی سطح فناوری اطلاعات، شرکت‌های مورد بررسی، بر اساس طبقه‌بندی استاندارد بین‌المللی ISIC به چهار گروه تقسیم‌بندی می‌شود. بدین صورت که شرکت‌های با فناوری بالا عدد ۴، شرکت‌های با فناوری به گونه متوسط به بالا عدد ۳، شرکت‌های با فناوری به گونه متوسط به پایین عدد ۲ و شرکت‌های با فناوری پایین عدد ۱ را به خود اختصاص می‌دهند.

نگاره ۱. سطح فناوری اطلاعات شرکت‌های مورد بررسی بر اساس استاندارد بین‌المللی ISIC

صنعت‌های متفاوت	سطح فناوری
رادیبویی و وسایل ارتباطی، فنی مهندسی، صنایع رایانه، ابزار پزشکی، دارو	صنعت‌های با فناوری بالا
خودرو، ماشین‌آلات، صنایع دستگاه‌های برقی، صنایع شیمیایی	صنعت‌های با فناوری متوسط به بالا
کانی غیرفلزی، صنایع لاستیک، کانی فلزی، محصولات فلزی، فلزات اساسی، فراورده نفتی، سرامیک، زغال سنگ، سیمان، کاشی و دیگر معادن	صنعت‌های با فناوری متوسط به پایین
محصولات چوبی، صنایع غذایی به جز قند، انتشار و چاپ، قند و شکر، منسوجات، محصولات چرمی، محصولات کاغذ	صنعت‌های با فناوری پایین

ریسک سیستماتیک: Risk

ریسک سیستماتیک به گروهی از ریسک اشاره دارد که غیرقابل اجتناب است و با ایجاد تنوع در سبد سهام، سرمایه‌گذار نمی‌تواند آن را کاهش دهد و از بتا برای شناسایی این ریسک استفاده می‌کنیم و به صورت زیر است:

رابطه ۱۲:

$$\beta = \frac{COV(Rit, Rmt)}{Var(Rmt)}$$

Rmt: بازده بازار در زمان t

Rit: بازده سهام در زمان t

P/E: نسبت قیمت پایان دوره سهام به سود هر سهم (price/EPS)  
 LOSS: زیان ده بودن شرکت: اگر شرکت در دوره جاری زیان ده باشد (سود منفی) عدد  
 (۱) وگرنه (۰).

Independence of the board: استقلال هیئت‌مدیره: نسبت اعضای غیرموظف به کل  
 اعضای هیئت‌مدیره.

Zt: درماندگی مالی

در این پژوهش برای برآورد درماندگی مالی از یکی از مدل‌های بسیار رایج در پژوهش‌های  
 ورشکستگی و بحران مالی (مدل آلتمن) استفاده شده است. آلتمن (۱۹۶۸) برای پیش بینی  
 ورشکستگی از بین ۲۲ نسبت مالی که نقش تعیین کننده ای در وضعیت مالی و تداوم شرکت  
 دارند، ۵ نسبت از مهم ترین نسبت های مالی را برای پیش بینی ورشکستگی انتخاب کرد و  
 مدل خویش را به شرح زیر ارائه کرد.

رابطه ۱۳:

$$z\text{-score} = 0.3 X_1 + 1.0 X_2 + 1.4 X_3 + 1.2 X_4 + 0.6 X_5$$

### نگاره ۲. تشریح اجزای مدل z آلتمن

نماد X	توضیحات مربوطه
X1	نسبت سود خالص (سود قبل از بهره و مالیات) به کل دارایی‌ها
X2	نسبت فروش به کل دارایی‌ها
X3	نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها
X4	نسبت خالص سرمایه در گردش به کل ارزش بدهی‌ها
X5	ارزش بازار سهام به ارزش کل بدهی‌ها

در این مدل Z-SCORE بیانگر امتیاز مربوط به توان مالی و به شرح زیر است:

X1: نسبت سود خالص (سود قبل از بهره و مالیات) به کل دارایی‌ها

X2: نسبت فروش به کل دارایی‌ها

X3: نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

X4: نسبت خالص سرمایه در گردش به کل ارزش بدهی‌ها

X5: ارزش بازار سهام به ارزش کل بدهی‌ها

هرچه شاخص حاصل‌شده برای یک شرکت کمتر باشد وضعیت مالی نامطلوب‌تر است به‌طوری‌که شرکت‌های با شاخص پایین‌تر از ۱,۸۰ به‌عنوان شرکت‌های با درماندگی مالی و ورشکسته تلقی می‌شوند ضرایب موجود در مدل ثابت می‌باشند که توسط آلتمن به‌عنوان وزن هر یک از نسبت‌ها پیشنهاد شده‌اند؛ و بدین ترتیب با جمع مقادیر هر نمونه در فرمول آلتمن شرکت‌ها به دودسته شرکت‌های دارای درماندگی مالی و سلامت مالی تقسیم می‌شوند. برای محاسبه متغیر پس از جمع‌آوری و محاسبات فوق به سال شرکت‌هایی که زیر ۱,۸۰ باشد عدد صفر و بالای ۱,۸۰ عدد یک تعلق می‌گیرد.

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۶-۱- یافته‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نگاره ۳، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. در آمار توصیفی شاخص‌های پراکندگی مانند میانگین و انحراف معیار نشان‌دهنده کلیت توزیع داده‌هاست. به عنوان مثال، مقدار میانگین متغیر اهرم (۰,۵۴) است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه متمرکز شده‌اند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است که مقدار این ضریب نسبت P/E برابر با ۱۴,۳۷ و عدم تقارن اطلاعاتی (نقدینگی موجودی) برابر با ۰,۰۰۰۷ است که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

### نگاره ۳. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
دامنه خریدوفروش	SPREAD	۹۹۰	۰,۰۳۲	۰,۰۵۴	۰,۰۱۰	۰,۰۱۱	-۰,۲۳	۲,۱۸
نقد شونددگی سهام	Qit	۹۹۰	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰ ۷	۱,۹۷	۵,۸۵
نوسان پذیری بازده سهام	Volatility	۹۹۰	۱,۰۰۱	۳,۹۰	۰,۱۷	۰,۷۸	۱,۹۰	۶,۶۵
قیمت‌گذاری نادرست سهام	Int-price	۹۹۰	۱۵,۰۰	۲۵,۰۰	۶,۰۰	۳,۲۳	۰,۰۵۳	۲,۸۷
عمر شرکت	AGE	۹۹۰	۳,۶۱	۴,۳۱	۲,۵۶	۰,۳۶	-۰,۵۳	۲,۴۲

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
فرصت رشد	BTM	۹۹۰	۴,۷۰	۹,۹۹	۱,۰۱۱	۳,۲۳	۰,۶۱	۱,۸۷
استقلال هیئت‌مدیره	IND	۹۹۰	۰,۶۵	۱,۰۰	۰,۲۰	۰,۱۷	-۰,۰۱۷	۲,۶۱
اهرم مالی	Leverage	۹۹۰	۰,۵۴	۱,۱۲	۰,۱۶	۰,۲۱	۰,۰۱۲	۲,۴۵
نسبت قیمت به سود	P/E	۹۹۰	۱۲,۹۸	۴۷,۶۲	-۳,۳۶	۱۴,۳۷	۱,۴۵	۴,۰۳
ریسک سیستماتیک	RISK	۹۹۰	۰,۷۳	۳,۹۷	-۲,۶۴	۰,۹۴	۰,۲۶	۴,۲۴
رشد فروش	Salegrowth h	۹۹۰	۰,۲۴	۱,۰۱	-۰,۲۳	۰,۳۲	۰,۵۶	۲,۷۱
اندازه شرکت	Size	۹۹۰	۱۴,۳۶	۱۷,۹۶	۱۱,۱۶	۱,۴۹	۰,۵۶	۲,۹۶
بازده دارایی‌ها	ROA	۹۹۰	۰,۱۴	۰,۴۹۹	-۰,۰۰۳	۰,۱۳	۰,۹۴	۳,۱۸

## نگاره ۴. توزیع فراوانی متغیرهای کیفی پژوهش

شرح	نماد	ارزش	فراوانی	درصد فراوانی
درماندگی مالی	Zt	۱	۲۵۱	۲۵,۳۵
فاقد درماندگی مالی	Zt	۰	۷۳۹	۷۴,۶۵
ارتباطات سیاسی	Gov	۱	۴۱۱	۴۱,۵۲
فاقد ارتباطات سیاسی	Gov	۰	۵۷۹	۵۸,۴۸
شرکت‌های زیان ده	Loss	۱	۹۸	۹,۹۰
شرکت‌های سود ده	Loss	۰	۸۹۲	۹۰,۱۰
سطح فناوری اطلاعات بالا	Tec	۴	۱۷۱	۱۷,۲۷
سطح فناوری متوسط به بالا	Tec	۳	۳۶۹	۳۷,۲۷
سطح فناوری متوسط به پایین	Tec	۲	۳۳۳	۳۳,۶۴
سطح فناوری اطلاعات پایین	Tec	۱	۱۱۷	۱۱,۸۲
جمع کل	-	-	۹۹۰	۱۰۰

همان‌طور که در نگاره ۴ قابل مشاهده است، جمع کل سال شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۹۹۰ مورد است که تعداد ۷۳۹ مورد معادل ۷۴,۶۵ درصد از سال-شرکت‌ها دچار درماندگی

مالی نمی‌باشند و ۲۵۱ مورد معادل ۲۵,۳۵ درصد از سال-شرکت‌ها دچار درماندگی مالی می‌باشند. تعداد ۴۱۱ مورد معادل ۴۱,۵۲ درصد از سال شرکت‌ها دارای ارتباطات سیاسی و ۵۷۹ مورد معادل ۵۸,۴۸ درصد از سال شرکت‌ها فاقد ارتباطات سیاسی، تعداد ۹۸ مورد معادل ۹,۹۰ درصد از سال-شرکت‌ها زیان ده بوده و ۸۹۲ مورد معادل ۹۰,۱۰ درصد سود ده بوده‌اند. تعداد ۱۷۱ مورد معادل ۱۷,۲۷ درصد از سال-شرکت‌ها با سطح فناوری بالا، تعداد ۳۶۹ مورد معادل ۳۷,۲۷ درصد از سال شرکت‌ها در صنایع با سطح فناوری متوسط به بالا، تعداد ۳۳۳ مورد معادل ۳۳,۶۴ درصد از سال-شرکت‌ها در صنایع با سطح فناوری متوسط به پایین و نهایتاً ۱۱۷ مورد معادل ۱۱,۸۲ درصد از سال-شرکت‌های نمونه پژوهش در صنایع با سطح فناوری اطلاعات پایین قرار دارند.

## ۲-۶-آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا داده‌ها از نظر ریشه واحد با آزمون (لوین، لین و چو) تست شده است و سپس جهت مشخص کردن رویکرد داده‌ها از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است و چون ابزار قوی استاندارد به منظور آزمون فرضیه‌ها در برابر ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی مقاوم است از این روش جهت آزمون نهایی استفاده شده است، نهایتاً آزمون هم‌خطی بین داده‌ها نیز ارائه شده است.

### ۱-۲-۶- آزمون مانایی متغیرها

#### نگاره ۵. آزمون مانایی (لوین، لین و چو) متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
عدم تقارن اطلاعاتی (دامنه خریدوفروش)	Spread	-۱۱,۴۸۰۳	۰,۰۰۰۰	مانا است
عدم تقارن اطلاعاتی (نقد شوندگی سهام)	Qit	-۲۵,۸۳۷۳	۰,۰۰۰۰	مانا است
عدم تقارن اطلاعاتی (نوسان پذیری بازده سهام)	Volatility	-۲,۸۱۰۱	۰,۰۰۰۰	مانا است
قیمت‌گذاری نادرست سهام	Int-price	-۲۴,۸۱۱۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	Age	-۱۴۶,۶۵۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
فرصت رشد	Btm	-۱۵,۹۸۱۷	۰,۰۰۰۰	مانا است

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
استقلال هیئت‌مدیره	Ind	-۱۴,۱۰۸۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	Leverage	-۸,۵۱۴۸۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
قیمت به سود	P/E	-۱۱,۹۰۰۷	۰,۰۰۰۰	مانا است
ریسک سیستماتیک	Risk	-۲۱,۰۲۳۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
رشد فروش	Salegrowth	-۱۶,۱۹۶۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	Size	-۱۷,۶۹۷۹	۰,۰۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	Roa	-۷۶,۸۶۲۷	۰,۰۰۰۰	مانا است

با توجه به نتایج کسب شده در نگاره ۵، دیده می‌شود که در آزمون مانایی، سطح معنی‌داری متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد و نشان می‌دهد که متغیرها مانا هستند.

## ۲-۶-۲- نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش

### نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه اول

Volatility		SPREAD		LQ		نماد متغیر	نام متغیر
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب		
۰,۰۰۰۱	۰,۱۵	۰,۰۰۰۰	۱۵,۱۵	۰,۰۴۳	۸۶,۰۸		عدم تقارن اطلاعاتی
۰,۹۶	۰,۰۰۳	۰,۷۲	۰,۰۳۲	۰,۹۷	۰,۰۰۳	RISK	ریسک سیستماتیک
۰,۰۰۰۳	-۰,۱۱	۰,۰۰۰۶	-۰,۱۱	۰,۰۰۰۱	-۰,۱۲	Tec	سطح فناوری اطلاعات
۰,۸۶	۰,۰۱۳	۰,۹۶	۰,۰۰۳	۰,۹۳	۰,۰۰۷	Zt	درماندگی مالی
۰,۰۰۰۰	۰,۱۴	۰,۰۰۰۰	۰,۱۲	۰,۰۰۰۰	۰,۱۵	SIZE	اندازه شرکت
۰,۰۰۰۷	۰,۳۲	۰,۰۰۰۴	۰,۲۷	۰,۰۰۰۷	۰,۳۳	Salegrowth	رشد فروش
۰,۰۶۷	-۰,۶۳	۰,۴۷	-۰,۲۴	۰,۰۷۴	-۰,۶۳	ROA	بازده دارایی‌ها
۰,۰۰۰۰	۲,۵۴	۰,۰۰۰۰	۲,۲۷	۰,۰۰۰۰	۲,۳۶	LOSS	زیان ده بودن شرکت
۰,۰۰۰۱	۰,۰۳۰	۰,۰۰۰۲	۰,۰۲۳	۰,۰۰۰۱	۰,۰۲۴	P/E	قیمت به سود
۰,۰۰۰۴	۰,۶۵	۰,۰۱۸	۰,۴۳	۰,۰۰۰۳	۰,۶۸	Leverage	اهرم مالی
۰,۴۲	-۰,۱۳	۰,۴۱	-۰,۱۳	۰,۵۲	-۰,۱۰	IND	استقلال هیات مدیره
۰,۰۲۰	۰,۰۳۵	۰,۰۰۰۱	۰,۰۵۰	۰,۰۳۶	۰,۰۳۱	BTM	فرصت رشد

Volatility		SPREAD		LQ		نماد متغیر	نام متغیر
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب		
۰,۰۶۲	-۰,۱۵	۰,۰۱۴	-۰,۱۹	۰,۰۲۵	-۰,۱۸	AGE	عمر شرکت
۰,۹۵	۰,۰۲۵ -	۰,۸۳	-۰,۰۹۲	۰,۹۴	-۰,۰۳۱	عرض از مبدأ	
۰,۱۰۵		۰,۱۰۵		۰,۱۱۹		ضریب تعیین	
۲,۰۰		۱,۹۹		۲,۰۰۶		دوربین واتسون	
۸,۰۷۶		۸,۸۲		۷,۰۹۳		آماره F	
۰,۰۰۰۰		۰,۰۰۰۰		۰,۰۰۰۰		سطح معناداری	

نتایج نگاره ۶، نشان می‌دهد که متغیر عدم تقارن اطلاعاتی (هر سه شیوه سنجش) با ضریب مثبت و سطح معناداری زیر ۵ درصد تأثیر مستقیم و معناداری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. در واقع با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز افزایش می‌یابد؛ هر سه شیوه سنجش عدم تقارن اطلاعاتی این امر را تأیید می‌کند که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی قیمت‌گذاری نادرست نیز تشدید می‌شود، اما با توجه به ضریب رگرسیون عدم تقارن اطلاعاتی (عدم نقد شوندگی سهام) بیشترین تأثیر را بر قیمت‌گذاری نادرست دارد و در مقام مقایسه از دو عامل دیگر تأثیرگذارتر است و در پژوهش حاضر به این دلیل از سه عامل مجزا بهره گرفته شده است که به صورت کلی اطمینان خاطر حاصل شود که عدم تقارن اطلاعاتی در هر حالتی می‌تواند قیمت‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد، که با قاطعیت قابل مشاهده است، زیرا هر سه عامل مورد تأیید قرار گرفته است. متغیرهای کنترلی سطح فناوری اطلاعات، اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت P/E، اهرم مالی، فرصت رشد و عمر شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معنادار با متغیر وابسته پژوهش دارند و متغیرهای کنترلی، زیان ده بودن شرکت‌ها، ریسک سیستماتیک، درماندگی مالی، بازده دارایی‌ها و استقلال هیئت‌مدیره با سطح معناداری بالای ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش ندارند. میزان آماره هم خطی کمتر از عدد ۵ است، بنابراین همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. ضمن اینکه آماره دوربین واتسون با در محدوده ۱,۵۰ تا ۲,۵۰ قرار دارد، که نشان می‌دهد بین جملات اخلاص مدل همبستگی شدیدی وجود ندارد. ضریب تعیین نیز بیانگر این است که متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش توانسته‌اند حدوداً ۱۱ درصد از تغییرات متغیر



وابسته را تحت پوشش قرار دهند. آماره F نیز با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می‌دهد، مدل آزمون فرضیه اول پژوهش از برازش مناسبی برخوردار بوده است.

### ۲-۶-۵- نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

#### نگاره ۷: نتیجه آزمون فرضیه دوم

Volatility		SPREAD		LQ		نماد متغیر	نام متغیر
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب		
۰,۰۰۰۴	۰,۱۵	۰,۰۰۳	۱۰,۳۶	۰,۰۵۱	۹۷,۲۱		عدم تقارن اطلاعاتی
۰,۰۱۰	۰,۴۳	۰,۰۰۸	۰,۴۳	۰,۱۳	۰,۲۹	Gov	ارتباط سیاسی
۰,۰۳۹	۰,۲۸	۰,۰۰۶	۱۲,۶۰	۰,۶۴	۰,۳۸	Gov* LQ	ارتباط سیاسی* عدم تقارن اطلاعاتی
۰,۹۶	۰,۰۰۳	۰,۶۲	۰,۰۴۵	۰,۹۶	۰,۰۰۳	RISK	ریسک سیستماتیک
۰,۰۰۰۳	-۰,۱۱	۰,۰۰۰۱	-۰,۱۲	۰,۰۰۰۱	-۰,۱۳	Tec	سطح فناوری اطلاعات
۰,۸۷	۰,۰۱۲	۰,۸۸	۰,۰۱۲	۰,۹۳	۰,۰۰۶	Zt	درماندگی مالی
۰,۰۰۰۰	۰,۱۴	۰,۰۰۰۰	۰,۱۳	۰,۰۰۰۰	۰,۱۵	SIZE	اندازه شرکت
۰,۰۰۰۸	۰,۳۲	۰,۰۰۵	۰,۲۶	۰,۰۰۰۹	۰,۳۲	Salegrowth	رشد فروش
۰,۰۶۸	-۰,۶۳	۰,۶۴	-۰,۱۵	۰,۰۷۵	-۰,۶۳	ROA	بازده دارایی‌ها
۰,۰۰۰۰	۲,۳۰	۰,۰۰۰۰	۲,۴۲	۰,۰۰۰۰	۲,۲۱	LOSS	زیان ده بودن شرکت
۰,۰۰۲	۰,۰۲۲	۰,۰۰۰۳	۰,۰۲۸	۰,۰۰۰۴	۰,۰۲۲	P/E	قیمت به سود
۰,۰۰۰۴	۰,۶۵	۰,۰۲۳	۰,۴۲	۰,۰۰۰۳	۰,۶۸	Leverage	اهرم مالی
۰,۴۳	-۰,۱۳	۰,۳۴	-۰,۱۶	۰,۵۳	-۰,۱۰	IND	استقلال هیات مدیره
۰,۰۱۹	۰,۰۳۵	۰,۰۰۰۶	۰,۰۵۲	۰,۰۳۷	۰,۰۳۱	BTM	فرصت رشد
۰,۰۶۱	-۰,۱۵	۰,۰۰۰۸	-۰,۲۱	۰,۰۲۴	-۰,۱۸	AGE	عمر شرکت
۰,۹۴	-۰,۰۲۸	۰,۷۷	-۰,۱۲	۰,۹۵	-۰,۰۲۸		عرض از مبدأ
۰,۱۲۶		۰,۱۲۶		۰,۱۲۶			ضریب تعیین
۲,۰۰		۲,۰۰		۲,۰۰			دوربین واتسون
۶,۹۹		۸,۱۹		۶,۱۵۰			آماره F
۰,۰۰۰۰		۰,۰۰۰۰		۰,۰۰۰۰			سطح معناداری

نتایج نگاره ۷ پژوهش که نقش تعدیل‌گری ارتباط سیاسی را بر رابطه عدم تقارن اطلاعاتی

و قیمت‌گذاری نادرست سهام مورد بررسی قرار داده است، در سه شیوه سنجش نشان می‌دهد که تعامل ارتباط سیاسی با عدم تقارن اطلاعاتی (عدم نقدشوندگی) تأثیری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارد. تعامل ارتباط سیاسی با عدم تقارن اطلاعاتی (دامنه خرید و فروش) تأثیر مثبت بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. همچنین تعامل ارتباط سیاسی با عدم تقارن اطلاعاتی (نوسان بازده سهام) تأثیر مثبت بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. با توجه به ضرایب به دست آمده مشاهده می‌شود که ارتباط سیاسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید می‌کند. متغیرهای کنترلی سطح فناوری اطلاعات، اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت P/E، اهرم مالی، فرصت رشد و عمر شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معنادار با متغیر وابسته پژوهش دارند و متغیرهای کنترلی، زیان ده بودن شرکت‌ها، ریسک سیستماتیک، درماندگی مالی، بازده دارایی‌ها و استقلال هیئت‌مدیره با سطح معناداری بالای ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش ندارند. میزان آماره هم خطی کمتر از عدد ۵ است، بنابراین همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. ضمن اینکه آماره دوربین واتسون مابین عدد ۱,۵۰ تا ۲,۵۰ قرار دارد و نشان می‌دهد بین جملات اخلال مدل همبستگی شدیدی وجود ندارد. ضریب تعیین که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش توانسته‌اند حدوداً ۱۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند. آماره F نیز با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می‌دهد، مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش از برآزش مناسبی برخوردار بوده است.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

ملاک سرمایه‌گذاران و فعالان عرصه بازار سرمایه، اطلاعات صادره از شرکت‌هاست و انتظارات ذینفعان و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نقش مهم و اساسی در نحوه قیمت‌گذاری سهام و اوراق بهادار دارد که اساس این فرضیه بر مبنای انتظاراتی است که سرمایه‌گذاران از پیش‌بینی‌های بهینه از آینده دارند. زمانی که اطلاعات به صورت ناقص و غیر شفاف به بازار عرضه گردد، انتظار سرمایه‌گذاران خلاف واقعیت خواهد بود و همین امر فاصله‌ای را بین قیمت سهام از ارزش ذاتی آن به وجود می‌آورد. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی (با سه شیوه سنجش) تأثیر مستقیم بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. در واقع هر

اندازه که عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکان، سرمایه‌گذاران و ذینفعان و عوامل بازار سرمایه بیشتر شود، همین عامل منجر به تشدید قیمت‌گذاری نادرست سهام خواهد شد و در آینده ممکن است مشکلاتی را برای سرمایه‌گذاران آتی و ذینفعان و حتی خود شرکت‌ها به وجود آورد. نقد شوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجه نقد یا حداقل هزینه در کوتاه‌ترین زمان است و این عامل نقش مهمی در جذب سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص صحیح منابع دارد. کمبود نقد شوندگی ممکن است بر ارزش موجودی کالا تأثیر منفی بگذارد و واضح است که هر چه فضای اطلاعاتی شفاف‌تر باشد، میزان عدم تقارن اطلاعاتی بازار کمتر و نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد. در عین حال، عدم تقارن اطلاعاتی خطر انتخاب معکوس ارائه‌دهندگان نقد شوندگی (سازندگان بازار) را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی با محدوده قیمت پیشنهادی بالاتر همراه خواهد بود. مدل‌های تحلیلی پیش‌بینی می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی ریسک انتخاب تأمین‌کنندگان نقدینگی مخالف را افزایش می‌دهد و سطوح بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی با محدوده‌های قیمت پیشنهادی بالاتر همبستگی دارد. در حقیقت زمانی که اطلاعات به شیوه صحیح مابین مدیران و سرمایه‌گذاران توزیع نشود، شاهد این‌گونه رفتارهای احساسی از سرمایه‌گذاران خواهیم بود که طرفی که اطلاعات صحیح در اختیار دارد با بازه قیمتی متفاوت از کسانی که اطلاعات کامل را در اختیار ندارند، دست به معامله زده و همین عامل باعث نوسان قیمت سهام و فاصله گرفتن از ارزش ذاتی آن خواهد شد. با افزایش نوسان پذیری بازده سهام که نمایانگر عدم تقارن اطلاعاتی است، قیمت‌گذاری نادرست سهام تشدید می‌شود. در واقع نوسان پذیری بازده سهام، ابزاری به منظور اندازه‌گیری ریسک مربوط با تغییرات آتی بازده سهام می‌باشد. نوسانات در واقع به‌نوعی جزء جدانشدنی از بازار سرمایه است که عوامل گوناگونی می‌تواند به وجود آورنده این تغییرات و نوسانات باشد، من جمله، ورود اطلاعات درست یا نادرست، عوامل بنیادین شرکت‌ها، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران و غیره. همین عوامل در بازار باعث انحراف قیمت سهام از اصول اولیه خواهد شد و سرمایه‌گذاران بدون اطلاع و دستیابی به اطلاعات کامل، با گرایش‌های احساسی باعث بروز نوسان قیمت سهام خواهند شد، بنابراین این عوامل با قیمت‌گذاری نادرست سهام رابطه مستقیم دارند.

نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش با پژوهش بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۷)، موسوی

شیری و همکاران (۱۳۹۴)، شجاعی و همکاران (۱۳۹۹) که بیان داشتند که عدم تقارن اطلاعاتی انحراف ارزش سهام را به دنبال دارد همسو است. همچنین نتایج فرضیه دوم پژوهش که به بررسی تأثیرات ارتباط سیاسی یا دخالت دولت‌مردان بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداخته است، نشان داد که هر چه دخالت دولت‌مردان در بازار سرمایه بیشتر شود، قیمت سهام از اصول اولیه و ارزش ذاتی خود بیشتر فاصله خواهد گرفت و نهایتاً در آزمون فرضیه دوم مشاهده شد که تعامل ارتباط سیاسی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید نماید، در واقع با افزایش دخالت دولت‌مردان و ارتباط سیاسی شرکت‌ها به‌نوعی عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یافته و افزایش این دو عامل قیمت‌گذاری نادرست را شدت خواهد بخشید. ارتباطات سیاسی با گسترش نفوذ دولت‌مردان و مالکان دولتی می‌تواند اطلاعات صادره شرکت‌ها به بازار را از شفافیت لازم دور نماید و همین عامل باعث تشدید عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه خواهد شد که باعث می‌شود دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دچار دستخوش و نوسان گردد. در واقع آن گروه از افرادی که وابسته به دولت می‌باشند، با اطلاعات بیشتر در یک‌طرف و سرمایه‌گذار ناآگاه و با اطلاعات ناقص در طرف دیگر دامنه قیمت خرید و فروش را به ناگاه و ناخواسته افزایش خواهند داد و این امر باعث تشدید قیمت‌گذاری نادرست سهام خواهد شد. در واقع شرکت‌هایی که تحت نفوذ دولت هستند، با حمایت‌های بی‌شائبه از طرف دولت و مخفی نگه‌داشتن اطلاعات و به وجود آوردن نوعی عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت به‌نوعی باعث نوسان بازده سهام در بازار خواهند بود که همین عامل قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید خواهد نمود. بنابراین با نفوذ و ارتباطات سیاسی و تشدید عدم تقارن اطلاعاتی، قیمت‌گذاری نادرست تشدید خواهد شد. تنها تعامل ارتباط سیاسی و عدم تقارن اطلاعاتی با شیوه سنجش (عدم نقد شوندگی سهام) تأثیر معناداری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارد. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با پژوهش داداشی و جوادیان (۱۳۹۷) و دادبه و پهلوانی (۱۴۰۰) همسو و هم‌جهت است.

#### ۸- پیشنهادهای پژوهش

مالکان و مدیران شرکت‌ها برای حفظ تناسب بین ارزش واقعی از ارزش ذاتی قیمت سهام می‌بایست، اطلاعات را بدون مدیریت کردن به ذینفعان در بازار سرمایه ارائه نمایند و با این کار

مانع به وجود آمدن عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه شوند. حسابرسان و شرکت‌های حسابرسی معتمد بورس مطمئناً از عوامل مؤثر در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه خواهند بود، بنابراین حسابرسان شرکت‌ها با استفاده از نیروهای متخصص می‌توانند از بروز چنین پدیده‌ای در بازار ممانعت به عمل آورند. سازمان بورس و شورای نظارت بورس با بررسی دقیق و همه‌جانبه قیمت‌گذاری اولیه سهام و در روند ادامه کار شرکت‌ها با نظارت کافی بر نحوه جابجایی قیمت سهام و تذکرات و ایجاد وقفه معاملاتی در زمان عدم شفافیت اطلاعات صادره شرکت‌ها به بازار به‌نوعی می‌توانند نقش حیاتی در ایجاد قیمت‌های کاذب برای سهام داشته باشد، بنابراین پیشنهاد می‌شود گروه تخصصی سازمان بورس با نظارت کافی بر این امر در این زمینه گره‌گشا باشند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در بازار سرمایه در مورد اطلاعات صادره از شرکت‌ها و دیگر نهادها و اشخاص، تحقیقات لازم را داشته و بدون آگاهی و با رفتارهای احساساتی، گله‌ای و توده‌وار موجب انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی و بنیادی سهام نگردند. تا زمانی که در بازار سرمایه تنها با یک خبر دروغین، بدون بررسی بنیاد شرکت‌ها، صف‌های خرید و فروش میلیاردری سهام ایجاد می‌گردد، مطمئناً قیمت‌گذاری ناصحیح شکل خواهد گرفت، بنابراین یک عامل اساسی در کاهش روند قیمت‌گذاری نادرست سهام افزایش دانش و اطلاعات عموم سرمایه‌گذاران است.

با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش که نقش دخالت دولت‌مردان را در شکل‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش ناصحیح قیمت سهام مورد تأیید قرار می‌دهد. پیشنهاد می‌شود، دولت‌مردان و شرکت‌های دولتی در بازار سرمایه منافع عام سرمایه‌گذاران را در کارهای خود لحاظ کرده و از دخالت‌های بی‌مورد و نفوذ در بازار اجتناب کرده زیرا این امر مانند سقوط بازار بورس در سال‌های اخیر و متضرر شدن سرمایه‌گذاران خرد و خدچه دار کردن بازار سرمایه عواید دیگری برای سرمایه‌گذاران نخواهد داشت. از آنجاکه کارایی، پویایی و فعال بودن بازار بورس هر کشور نشان از پویایی اقتصاد آن کشور دارد، پیشنهاد می‌شود دولت محترم تمهیداتی را در جهت کم کردن نفوذ و دست‌کاری شرکت‌های وابسته به دولت جهت کسب منافع بیشتر از مابقی سرمایه‌گذاران بیندیشد و به پویایی و کارایی بازار سرمایه کمک نماید. با دادن آموزش‌های مورد نیاز به سرمایه‌گذاران از سمت سازمان بورس اوراق بهادار، در مورد مفاهیم و

قانون های سرمایه‌گذاری، مطمئناً از رفتارهای گله‌ای آنان و در نتیجه از قیمت‌گذاری نادرست سهام در اثر این عامل می‌توان ممانعت به عمل آورد.

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود تأثیر نوسانات اقتصادی (نرخ ارز و نرخ تورم) بر قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها و همچنین نقش ساختار مالکیت حقوقی بر این رابطه را نیز مورد سنجش قرار دهند.

### ۹- محدودیت‌های پژوهش

با توجه به اینکه دوره زمانی پژوهش مابین سال‌های ۱۳۹۹-۱۳۹۰ است، می‌بایست در تسری نتایج به سایر دوره‌ها ملاحظات را مدنظر قرار داد. همچنین نمونه آماری پژوهش از بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد جهت تسری به سایر شرکت‌ها مانند فرابورس باید جنبه احتیاط را نیز رعایت کرد و در جمع‌آوری اطلاعات و انتخاب نمونه آماری از آن جهت که به اطلاعات چند سال قبل نیز نیاز بود، اطلاعات برخی شرکت‌ها در دسترس نبوده و به همین جهت نمونه آماری محدودتر شده است.

### یادداشت‌ها

- |                         |                         |
|-------------------------|-------------------------|
| 1. Fama                 | 2. Lin & Su             |
| 3. Cheng, Lu            | 4. Boubakri et al       |
| 5. Facio et all         | 6. Bushman et al        |
| 7. Liu et al.           | 8. Zu, Niu              |
| 9. Wu, Wang             | 10. Huynh               |
| 11. Kim et al.          | 12. AI Muslim, Setiawan |
| 13. Eviews              | 14. Amihud              |
| 15. Bhattacharya et al. | 16. Pantzalis, Park     |
| 17. Dichow et al.       | 18. Gordon              |
| 19. Dichow et al.       | 20. Rhodes-Kropf et al. |

### منابع

#### الف. فارسی

ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی‌نسب، علی و کریمی، اسحاق (۱۳۹۸). اثر تعاملی اندازه موسسه حسابرسی بر رابطه بین ارتباطات سیاسی، بحران مالی و هزینه‌های نمایندگی در

- شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۱(۲)، ۱-۳۴.
- بادآورنهدی، یونس و تقی‌زاده‌خانقاه، وحید (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. *فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۲)، ۱۸۱-۱۹۸.
- بادآورنهدی، یونس و سرافراز، الهه (۱۳۹۷). ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۱(۳۷)، ۱۱۹-۱۳۷.
- پیرایش، رضا و مظفری، سعید (۱۳۹۷). عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیرات آن بر بازار سرمایه. *مطالعات نوین کاربردی در مدیریت و اقتصاد*، ۱(۳)، ۸۳-۹۶.
- ترابی، ایرج؛ دستگیر، محسن و کیانی، غلامحسین (۱۳۹۹). اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۲)، ۱-۲۲.
- ثقفی، علی (۱۳۹۰). نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۴(۱۳)، ۲۵۳-۲۸۰.
- حقیقت‌شهرستانی، مریم؛ خردیار، سینا و محمدی‌نوده، فاضل (۱۴۰۰). تأثیر اثربخشی داخلی و کیفیت گزارشگری مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و حسابرس. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۳(۱)، ۱۰۱-۱۲۹.
- جودی، سمیرا و منصورفر، غلامرضا (۱۳۹۹). نقش کیفیت حسابرسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ابعاد آگاهی‌دهندگی و فریبندگی مدیریت سود. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۱)، ۱۹-۳۸.
- خلیفه‌سلطانی، سیداحمد؛ رهنما، مریم و کیماسی، فرزانه (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۴)، ۳۷-۶۹.
- دادبه، فاطمه و پهلوانی، علیرضا (۱۴۰۰). تأثیر حاکمیت شرکتی و ارتباطات سیاسی بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه چشم‌انداز*

حسابداری و مدیریت، ۴(۴۲)، ۶۱-۸۳.

شجاعی، مرضیه؛ عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید و شیروانی، علیرضا (۱۳۹۹). بررسی تأثیر نوسانات غیر سامانمند بر قیمت‌گذاری نادرست: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۴)، ۷۹-۱۰۰.

عامری، حسین؛ کامیابی، یحیی و ملکیان کله‌بستی، اسفندیار (۱۴۰۰). بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری (دانشگاه باهنر کرمان)*، ۱۲(۲)، ۴۹-۶۵.

فخاری، حسین و رضایی‌پیتهنوعی، یاسر (۱۳۹۶). ارائه مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۹(۳۳)، ۱۲۱-۱۴۷.

کردستانی، غلامرضا و ابراهیمی، تهمینه (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۹، ۳۸-۵۳.

کرمی، غلامرضا و فرج‌زاده، مریم (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی. *فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۸)، ۷۷-۱۰۴.

محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷). ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در

بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۹(۳۴)، ۲۷۳-۲۹۱.  
مکیان، سیدنظام‌الدین و رئیسی، مهین (۱۳۹۱). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی (مطالعه موردی: بازار بورس اوراق بهادار تهران). *پژوهش‌های اقتصادی رشد و توسعه پایدار*، ۱۴(۴)، ۱-۲۲.

موسوی‌شیری، سیدمحمود؛ خلعت بری، حسن؛ فیروز بخت، مینا (۱۳۹۴). اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۷(۲۷)، ۷۳-۹۲.

نوروزی، محمد و خدادادی، ولی (۱۳۹۵). هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۲۸)، ۱۰۰-۸۵.



هاشمی، سیدعباس و صادقی، مهدی (۱۳۹۰). "رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای". فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۳(۹)، ۴۹-۶۸.

### ب. انگلیسی

- AI Muslim, A. Setiawan, D. (2021). Information Asymmetry, Ownership Structure and Cost of Equity Capital: The Formation for Open Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market ...*, mdpj.com 7(48).PP, 2-17.
- Bhattacharya, N. Desai, H. Venkataraman, K. (2009). Earnings Quality and Information Asymmetry. Available at URL: <http://www.ssrn.com>
- Bushman, R. M. Smith, A.J. (2006). Financial Accounting Information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics*, 1(31), 237 - 333.
- Cheng, k. & Lu, c. (2009). Identifying the Stock Bubble Period from Long Term S&P 500 Index. *International Conference on Business Management and Information Technology Application*.
- Faccio, M, Ronald M, McConnell, J (2006). Political Connections and Corporate Bailouts, *Journal of Finance*, 6(61), PP. 2597-2635.
- Huynh, J Wu, L (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *The Journal of Economic Asymmetries*, - Elsevier *Management International Review* (60), PP909-938.
- Kim, S. Jung, J.y. Cho, S.w. (2021). Does Information Asymmetry Affect Dividend Policy? Analysis Using Market Microstructure Variables. *Sustainability* 2021, 13, 3627. <https://doi.org/10.3390/su13073627>
- Lin, C. and D. Su, (2008). Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: evidence from publicly listed firms in China. *Journal of Corporate Finance* (14), PP 405-417.
- Liu, D. Gu, H. & Lung, P. (2016). The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal*.(39), PP 211-223.
- Pantzalis, C. Park, J, C. (2013). Agency Costs and Equity Mispricing. [WWW.ssrn.com](http://WWW.ssrn.com). pp 1-40.
- Rhodes-Kropf, M. Robinson, D. T. , Viswanathan, S. (2005). Valuation Waves and Merger Activity: The empirical Evidence. *Journal of Financia Economics*(77), PP 561-603.
- Shen, C.H. Lin, C.Y. (2015). Political connections, financial constraints, and

- corporate investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), PP 343-368.
- Wu, W. , Wang, L. (2016). Institutional ownership mispricing and corporate investment. *Open Journal of Business and Management*, 4(2), PP 282-29.
- Ebrahimi, K; Bahrami Nasab, A; Karimi, E (2019). The interactive effect of auditing firm size on the relationship between political relations, financial crisis and agency costs in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances of Shiraz University*, 11 (2), 1-34.(In Persian)
- Badavar Nahandi, Y; Taghizadeh Khaneghah, V (2018). The Impact of Political Communication on Over-Investment and Corporate Performance. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 25 (2), 181-198. (In Persian)
- Badavarhandi, Y; Sarafraz, E (2018). The relationship between incorrect stock pricing and the amount of investments of the company with emphasis on the role of financial constraints and time horizon of shareholders' investment. *Financial Knowledge of Securities Analysis* 11 (37), 119-137. (In Persian)
- Piraiesh, R; Mozaffari, S (2018). Information asymmetry and its effects on the capital market, *New applied studies in management and economics*, 1 (3), 83-96. (In Persian)
- Torabi, I; Dastgir, M; Kiani, Gh (2020). The moderating effect of information asymmetry and imperfect competition market on the intensity of the effect of comparability and procedural stability on the cost of ordinary stock capital. *Financial accounting research*. 12 (2), 1-22. (In Persian)
- Saghafi, A (2011). The role of financial reporting in the convergence of prices and intrinsic value of stocks". *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 4 (13), 253-280. (In Persian)
- Haghighat Shahrestani, M; Khordyar, S; Mohammadi Nodeh, F(2021). The effect of internal effectiveness and quality of financial reporting on information asymmetry between manager and auditor. *Journal of Accounting Advances of Shiraz University*, 13 (1), 101-129. (In Persian)
- Joudy, S; Mansourfar, Gh (2020). The role of audit quality on the relationship between information asymmetry and the dimensions of awareness and deception of earnings management. *Financial*

- accounting research*. 12 (1), 19-38. (In Persian)
- Khalifeh Soltani, A; Rahnama, M; Kimasi, F (2018). The effect of political communication on the risk of falling stock prices under conditions of information asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 13 (4), 37-69. (In Persian)
- Dadbeh, F; Pahlavani, A (2021). The effect of corporate governance and political communication on information asymmetry in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Perspectives*, 4 (42), 61-83. (In Persian)
- Shojaei, M; Abdul Baqi Ataabadi, M; Shirvani, A (2020). Investigating the effect of non-systematic fluctuations on incorrect pricing: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 12 (4), 79-100. (In Persian)
- Ameri, H; Kamyabi, Y; Malekian Kalebasti, E (2021). The effect of voluntary disclosure of information on the relationship between daring tax policies and information asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge (Bahonar University of Kerman)*, 12 (2), 49-65. (In Persian)
- Fakhari, H; Rezaei Piteh Nowei, Y (2017). Presenting a model for measuring the company's information environment. *Financial Accounting Quarterly*, 9 (33), 121-147. (In Persian)
- Kurdistani, Gh , Ebrahimi, T (2013). Investigating the relationship between the quality of disclosure and incorrect pricing of accruals and cash flow. *Accounting and Auditing Research*, 19, 38-53. (In Persian)
- Karami, Gh; Farajzadeh, M (2015). Investigating the relationship between information asymmetry and incorrect pricing of accruals. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 12 (48), 77-104. (In Persian)
- Mohseni, A R (2018). Political connections and the cost of equity capital in listed companies Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Financial Engineering and Securities Management*. 9 (34), 273-291. (In Persian)
- Makian, N ; Raeisy, M (1391). The effect of corporate governance on information asymmetry (Case study: Tehran Stock Exchange). *Economic Research on Sustainable Growth and Development* 14 (4), 1-22. (In Persian)
- Mousavi Shiri, M (2015). The effect of information asymmetry on stock overvaluation. *Financial Accounting and Auditing Research*, 7 (27), 73-

92. (In Persian)  
Nowruzi, M ; Khodadadi, V (2016). The cost of representing free cash flow and incorrect pricing of shares in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research Quarterly* 2 (28), 100-85. (In Persian)
- Nazemi, A; Mumtazian, A; Behpour, S (2015.) Investigating the relationship between the quality of financial information disclosure and stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange using the system of simultaneous equations. *Journal of Accounting Advances of Shiraz University*, 7 (2), 219-244. (In Persian)
- Hashemi, A; Sadeghi, M (2011). "The Relationship between Information Asymmetry and Investment in Capital Assets". *Quarterly Journal of Financial Accounting and Auditing Research*, 3 (9), 49-68. (In Persian)

