

## **Quality of Financial Information and Stock Mispricing in the TSE**

**Mohammad Hassan Zare<sup>\*</sup>, Habib Ansari Samani<sup>\*\*</sup>**

**Maryam Aminian Dehkordi<sup>\*\*\*</sup>**

### **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

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



Copyright © 2010, IHCS (Institute for Humanities and Cultural Studies). This is an Open Access article. This work is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International License. To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> or send a letter to Creative Commons, PO Box 1866, Mountain View, CA 94042, USA.

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.



## تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران

محمدحسن زارع\*

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

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت گذاری نادرست سهام است. به این منظور، ابتدا از مدل خود رگرسیون برداری (VAR) برای محاسبه قیمت گذاری نادرست سهام استفاده شد. سپس، ارتباط بین کیفیت اطلاعات مالی و قیمت گذاری نادرست سهام در یک الگوی رگرسیونی پنل دیتا آزمون شد. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که از بین آنها ۱۱۴ شرکت که طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ فعالیت داشتند بر اساس معیارهای مشخص، به عنوان نمونه انتخاب شدند. یافته های پژوهش نشان داد که افزایش کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی داری دارد. همچنین، شناوری سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری شرکت، دارای تأثیر منفی و معنی دار و مالکیت نهادی، دارای تأثیر مثبت و معنی دار بر قیمت گذاری نادرست سهام هستند. اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد و اندازه شرکت نیز تأثیر معنی داری بر قیمت گذاری نادرست سهام ندارند. بنابراین، ارائه اطلاعات با کیفیت بالا توسط شرکت ها می تواند تصمیم گیری و رفتار سرمایه گذاران را در بازار

\* 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



تحت تأثیر قرار داده، 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 خود رگرسیون برداری.

طبقه بندی JEL: C58, G14, G12

## ۱. مقدمه

وجود نظام مالی پیشرفته، مقدمه توسعه اقتصادی کشورهاست. بازارهای مالی مغز متفکر نظام اقتصادی و کانون اصلی تصمیم گیری هستند (آق ارکاکلی (Agharkakli)، ۱۳۹۵: ۳۸). نتایج پژوهش های اخیر در زمینه بازارهای مالی، تردیدها را درباره ناکارآمدی اطلاعات بازارهای سهام افزایش داده است (هیوین و همکاران (Huynh et al.)، ۲۰۲۰: ۲) (سانگ و همکاران (Song et al.)، ۲۰۲۱: ۳). از جمله می توان به محاسبه بازده های اضافی که از طریق مدل های قیمت گذاری دارایی ها (Asset pricing model) قابل توجیه نیستند، اشاره نمود. چنین نتایجی در ادبیات معاصر، تحت عنوان نابهنجاری های بازار شناخته و معرفی می شوند (پادجوشی و ناندینی (Patjushi & Nandini)، ۲۰۲۰: ۱) نابهنجاری های بازار بیانگر نارسایی مدل های قیمت گذاری و یا ناکارآمدی بازار هستند. از سال ۱۹۶۵ در حوزه امور مالی فرضیه ای در مورد کارا بودن بازار توسط فاما (Fama) (۱۹۷۶) مطرح شد که یکی از ارکان اصلی آن نظریه انتظارات عقلایی (Rational expectation theory) بود. بر اساس این نظریه، انتظارات سرمایه گذاران از آینده، نقش اساسی را در شکل دهی قیمت فعلی اوراق بهادار ایفا خواهد نمود 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 (سید و باجوا (Syed & Bajwa)، ۲۰۱۸: ۱). هر چند طبق فرضیه بازار کارا (Efficient market hypothesis) فرض می شود 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

## تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری ... (محمد حسن زارع و دیگران) ۱۰۷

در دسترس استفاده می‌کنند، اما یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشره متفاوت بوده و در برخی موارد واکنش آن‌ها به اطلاعات جدید کاملاً عقلایی نیست.

به نظر الزهرانی و رائو (Alzahrani & Rao) (۲۰۱۴) قیمت‌گذاری نادرست سهام (Stock mispricing) زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام از ارزش ذاتی (Intrinsic value) آن متفاوت باشد. به عبارت دیگر، قیمت سهام از ارزش ذاتی آن انحراف داشته، بازار برای آن سهام از کارایی کافی برخوردار نیست. ایجاد انحراف، زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران ناآگاه بوده و یا غیرمنطقی عمل می‌نمایند. ارائه اطلاعات درست و باکیفیت به تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران آگاهی می‌بخشد و دقت پیش‌بینی آن‌ها را افزایش می‌دهد. بنابراین، انتشار اطلاعات باکیفیت بالاتر به پیش‌بینی بازده‌های احتمالی کمک می‌کند و انتظار می‌رود بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار باشد. درحقیقت، مهم‌ترین عامل ارزش‌گذاری نادرست قیمت، عدم کارایی اطلاعاتی است که با رفع آن، حباب قیمتی (Price bubbles) می‌ترکد و باعث کاهش شدید قیمت‌داری‌ها می‌گردد (انصاری سامانی و همکاران، 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 مخصوصاً برای اقتصاد ایران که تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار پولی تبعات تورمی زیادی را در سال‌های گذشته به همراه داشته است، بسیار حائز اهمیت است. با وجود اینکه 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 بر 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 مورد بررسی قرار می‌گیرد. 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. نهایتاً 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 بیش تری در اختیار داشته باشد. بی توجهی به این مهم می تواند منشأ مخاطراتی عمده در تصمیم گیری ها باشد زیرا عنصر کلیدی در تصمیم گیری، 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 قیمت ها و در نتیجه قیمت گذاری بهینه و افزایش امکان پیش بینی منطقی روند قیمت ها می شود (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۲: ۶۰). بهره گیری از اطلاعات افشا شده و تصمیم گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که این اطلاعات، به موقع، مرتبط، بااهمیت و نیز قابل فهم باشند. چنانچه اطلاعات فاش شده، این ویژگی ها یا بعضی از آن ها را نداشته باشد، بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت گذاری اوراق به شیوه ای مطلوب انجام نخواهد شد (بروگرگ و همکاران (Broberg et al.)، ۲۰۱۰: ۳۵۳). معمولاً قیمت گذاری نادرست در دارایی، منجر به کاهش یکباره قیمت ها و در نهایت سقوط بازار سهام می شود. اگر افزایش قیمت دارایی ها متناسب با ارزش ذاتی آن ها نباشد می تواند آثار زیانباری برای کل اقتصاد رقم بزند. سقوط بازار اوراق بهادار بر سایر بازارهای مالی و دارایی ها تأثیر می گذارد. این نوسان ها عموماً فضای نامطلوبی در بازار ایجاد می کنند و جامعه و سهامداران را نسبت به بازار سهام بدبین نموده، جریان سرمایه را از فضای تولیدی خارج می نماید و می تواند بحران را از بخش مالی به بخش واقعی اقتصاد انتقال دهد (لیو و همکاران (Liu et al.)، ۲۰۱۶: ۲۱۳). از این رو، شناسایی عوامل مؤثر بر قیمت گذاری نادرست سهام می تواند به عاملان بازار کمک کند تا با پیش بینی صحیح تر بازده آتی سهام و تشخیص به موقع تشکیل حباب قیمتی، در ترکیب پرتفوی خود سهام کم ریسک تری نگه داری کنند و از این طریق ریسک سقوط قیمت را کاهش دهند (باثوا و همکاران (Baoa et al.)، ۲۰۱۹: ۱۱۷).

فقدان شفافیت در سطح شرکت، منشأ بخش قابل توجهی از قیمت گذاری نادرست سهام است. رتبه بالاتر یک شرکت در شفافیت نشاندهنده آن است که بنگاه اطلاعات دقیق تر، جدیدتر و کامل تری را در اختیار عموم قرار می دهد. شرکت هایی که درجه بالاتری در افشای اطلاعات کسب می کنند به دو دلیل با احتمال کمتری توسط سرمایه گذاران مشمول قیمت گذاری نادرست سهام می شوند. اولین دلیل واضح و صریح است. با افشای بهتر اطلاعات، سرمایه گذاران می توانند عائدی آتی شرکت ها را بهتر پیش بینی کنند و

سرمایه‌گذاری حساب‌شده‌تری را انجام دهند (دریک و همکاران (Drake et al.)، ۲۰۰۹: ۳۵۹) 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 این رو، اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود و در بازار سهام، قیمت‌ها تحت تأثیر این اطلاعات نادرست، از روند تغییرات وضعیت بنیادی شرکت جدا شده و در نهایت توده اطلاعات منفی یک‌باره وارد بازار شده و باعث افت شدید قیمت سهام می‌گردد (هوتن و همکاران (Hutton et al.)، ۲۰۰۹: ۶۷). هم‌چنین ابهام سرمایه‌گذاران خارجی درباره جریان‌های نقدی آتی زمانی افزایش می‌یابد که آن‌ها دسترسی محدودی به اطلاعات داشته باشند؛ بنابراین هر چه 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. در نهایت، افزایش توقع سرمایه‌گذاران باعث بالا رفتن هزینه سرمایه (Cost of capital) و کاهش قیمت اوراق بهادار می‌شود (میلر (Miller)، ۱۹۷۷: ۱۱۵۵) با این همه، اگرچه افشای اطلاعات ضروری است، اما لزوماً منجر به قیمت‌گذاری کارآمدتر نمی‌شود. تنها زمانی افشای اطلاعات می‌تواند منجر به ارزش‌گذاری درست شود که اطلاعات افشا شده توسط سرمایه‌گذاران پردازش شود چراکه این نظرات سرمایه‌گذاران یا تمایل به پرداخت آنهاست که در نهایت قیمت بازار سهام را تعیین می‌کند. اگر سرمایه‌گذاران توجه‌ای به اطلاعات افشاشده نکنند یا به دقت آنها را تحلیل نکنند با وجود آنکه گزارش‌ها و اطلاعاتی‌های مالی شرکت‌ها کامل و واقعی باشد، قیمت سهام به سختی می‌تواند قابل اطمینان باشد (هابرمن و رگو (Huberman and Regev)، ۲۰۰۱: ۳۹۵). به هر حال نمی‌توان انتظار داشت که هر اطلاعات افشاشده توسط سرمایه‌گذاران به دقت مورد توجه قرار گیرد و تحلیل شود. در اینجا بحث‌های مربوط به محدودیت‌های توجه به اطلاعات افشا شده و تحلیل آنها مطرح می‌شود. به‌طور قطع این محدودیت‌ها یک دلیل ارزش‌گذاری نادرست سهام است (هیرشلیفر و همکاران (Hirshleifer et al.)، ۲۰۱۱: ۳۶). بنابراین، کانال دوم اثرگذاری افشای اطلاعات بر ارزش‌گذاری درست سهام آن است که افشای بالاتر اطلاعات به عنوان یک سیگنال خوب برای شرکت‌ها

عمل می‌کند تا برای جلب توجه سرمایه‌گذاران به این اطلاعات افشا شده رقابت کنند. رقابتی که مانع از ارزش‌گذاری نادرست سهام خواهد شد. در واقع، انتظار می‌رود با جلب توجه بیشتر سرمایه‌گذاران به اطلاعات افشا شده، این اطلاعات به طور مؤثرتری در قیمت وارد شود. طبق نظریه بازار کارا و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، قیمت‌گذاری نادرست سهام یک پدیده 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 عدم تقارن اطلاعاتی (Information Asymmetry) بین مشارکت‌کنندگان، قیمت‌گذاری نادرست پدیده‌ای پایدار است (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵: ۸۷).

### ۳. پیشینه پژوهش

گفن و همکاران (Gefen et al.) (۲۰۲۱) در 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 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 بر جذب سرمایه‌های خارجی تأثیر مثبت گذارد.

یانگ و همکاران (Yang et al.) (۲۰۲۰) با استفاده از داده‌های رتبه‌بندی افشای بورس شنزن (SZSE (Shenzhen Stock Exchange))، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازارهای نوظهور را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که نمرات 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 نمرات رتبه‌بندی افشاگری و ارزیابی نادرست سهام برای شرکت‌ها در صنایع با رقابت بالا قوی‌تر است. این یافته نشان می‌دهد که رتبه‌بندی رتبه‌بندی افشاگری بیشتر به جلب توجه سرمایه‌گذاران کمک می‌کند، که نقش افشای شرکتی را در کاهش ارزش‌گذاری سهام تقویت می‌کند.



## تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت گذاری ... (محمد حسن زارع و دیگران) ۱۱۱

زینگ و یان (Xing & Yan) (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری و ریسک سیستماتیک (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 سیستماتیک مرتبط است. تجزیه و تحلیل‌های بیش‌تر نشان می‌دهد که بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری موجب کاهش ریسک سیستماتیک می‌شود. این یافته‌ها مفاهیم مهمی برای تصمیم‌گیری‌های مربوط به افشاء اطلاعات، مدیریت سبد سهام و قیمت‌گذاری سهام دارد.

بائوا و همکاران (۲۰۱۹)، 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 & Parvare) (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای "اثر کیفیت افشاء و محافظه‌کاری بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که میان سطوح کیفیت افشاء اطلاعات مالی بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری رابطه مثبت و معنی‌داری و میان محافظه‌کاری مدیریت شرکت و مربوط بودن اطلاعات حسابداری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

لئو و همکاران (۲۰۱۶)، در مطالعه‌ای «اقتضای قیمت‌گذاری حقوق صاحبان سهام» را بررسی کردند. آن‌ها قیمت‌گذاری نادرست سهام چین را بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و از طریق مدل گارچ-ام مورد ارزیابی قرار دادند و نشان دادند که حساب سهام چین با قیمت‌گذاری نادرست بازده مورد نیاز سهامداران و ترجیحات ریسک در زمان‌های مختلف مطابقت دارد.

وو و وانگ (Wu & Wang) (۲۰۱۶)، در مطالعه‌ای «تأثیر مالکیت نهادی بر ارتباط قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها» را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد احساسات سهامداران (نهادی) مستقیماً بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است. همچنین ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری در

شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی (مانند نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری) بالاتر است، قوی‌تر است.

صدیقی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بر 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 بر معاملات سهام ناشی از استراتژی‌های زمان‌بندی بازار، تأثیرگذار است یا خیر؟ با توجه به مقدار احتمال متغیر قیمت‌گذاری اشتباه می‌توان این‌گونه استنتاج نمود که رابطه معناداری بین قیمت‌گذاری نادرست و میزان سرمایه‌گذاری وجود ندارد. همین نتایج در خصوص فرضیه دوم با عنوان قیمت‌گذاری اشتباه و حساسیت سرمایه‌گذاری نیز صادق بود.

رستم نیا (۱۳۹۶)، در مطالعه‌ای «اثرات ارزش‌گذاری نادرست سهام مبتنی بر کارایی بازار بر بازده سهام» را در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار داد. رگرسیون یک بار 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 کلیه سال‌ها مثبت است و ارزش‌گذاری نادرست سهام به طور قطع بر 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 مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش که روی نمونه‌ای متشکل از ۱۹۳ شرکت پذیرفته شده 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 خالص‌داری‌های عملیاتی، بر روی برآورد آنان از میزان پایداری سودهای آتی شرکت‌ها بررسی شد. نتایج حاصله نشان داد، ارقام تعهدی و خالص‌داری‌های عملیاتی با بازده آتی سهام رابطه منفی و معنی‌داری دارند.

با وجود اینکه پژوهش‌های متعددی در حوزه کیفیت اطلاعات مالی و نیز قیمت‌گذاری نادرست سهام انجام شده اما تاکنون هیچ پژوهشی در داخل کشور به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداخته است.

در ادامه به روش‌شناسی پژوهش می‌پردازیم.

#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

##### ۱.۴ جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌دهند. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک بر اساس 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 نایستی سال مالی خود را طی دوره تغییر داده باشند. ۳. شرکت‌های موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن‌ها مورد مطالعه قرار گرفته باشد. ۴. اطلاعات مالی شرکت‌ها برای انجام پژوهش در دوره زمانی موردنظر در دسترس باشد.

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 مورد استفاده 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 شماره ۶) انجام شده است.

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

جدول ۱. آماره‌های توصیفی مورد استفاده در این پژوهش

منبع: یافته‌های 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

### ۳.۴ متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

#### ۱.۳.۴ متغیر وابسته

قیمت‌گذاری نادرست سهام: برای تخمین قیمت‌گذاری نادرست سهام از چارچوب قیمت‌گذاری پویای وولتیناهو (Vuolteenaho) (۲۰۰۲) و لیو و همکاران (۲۰۱۶) استفاده شد. بر این اساس، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به صورت زیر مشخص می‌شود:

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

$m_{i,t}$  لگاریتم ارزش بازاری سهام  $i$  در دوره  $t$  و  $b_{i,t}$  لگاریتم ارزش دفتری سهام هستند. 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.  $\rho = 1/(1+e^{\bar{a}-\bar{p}})$  میانگین لگاریتم سود تقسیم شده به قیمت هر سهم در طول دوره است و  $k = -\log(\rho) - (1-\rho) \cdot \log(1/\rho-1)$ ، 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.

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

$f_{i,t}$  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 هنگامی که سهام را ارزش گذاری می‌کنند، بستگی دارد. همچنین، در معادله (۱) بازده مازاد سهام،  $\sum_{T=1}^{\infty} \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T})$ ، در واقع فاکتور تنزیل در مدل‌های ارزش گذاری اوراق بهادار (Security valuation models) است. این عبارت کاملاً مرتبط با ترجیحات ریسک سرمایه‌گذاران و پاداش ریسک سرمایه است. فرض انتظارات برون‌گرایانه را کنار گذاشته، این احتمال را در نظر می‌گیریم که بعضی از سرمایه‌گذاران، انتظارات درون‌گرایانه را مورد استفاده قرار می‌دهند. بنابراین، نسبت مشاهده شده لگاریتم ارزش بازاری به ارزش دفتری به دو مؤلفه ارزش اصلی و ارزش گذاری نادرست تقسیم می‌گردد:

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

عبارت ارزش گذاری نادرست  $\hat{\epsilon}_{i,t}$  تفاوت بین نسبت‌های مشاهده شده و اصلی مقدار لگاریتم ارزش بازاری به ارزش دفتری است. عبارت ارزش گذاری نادرست بر اساس روابط زیر به دو نوع اصلی خطاهای ارزش گذاری نادرست یعنی ارزش گذاری نادرست درآمدها و ارزش گذاری نادرست بازده مورد نیاز تقسیم می‌شود:

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

در معادله (۳) مقدار ROE معادل با رابطه زیر خواهد بود.

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

است که تفاوت بین ROE مشاهده شده (Observed ROE) و ROE اصلی (Fundamental ROE) است. در پژوهش این عبارت تحت عنوان ارزش گذاری نادرست درآمدها تعریف می‌شود. در معادله (۴) عبارت دوم  $r - \hat{\epsilon}_{i,t} = \left[ \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(r_{i,t+T}) - \sum_{T=1}^n \rho^{T-1} E_t(\hat{r}_{i,t+T}) \right]$  تفاوت بین فاکتور تنزیل اصلی و فاکتور تنزیل مشاهده شده است. این عبارت تحت عنوان ارزش گذاری نادرست بازده مورد نیاز تعریف می‌شود. با استفاده از میزان برآورد شده 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.  $r - \hat{e}_{i,t}$  مثبت نشان دهنده ارزش گذاری زیاد است و منفی، ارزش گذاری کم. برای محاسبه ارزش گذاری نادرست در معادله (۳) بایستی مدل VAR مورد ارزیابی قرار گیرد. بنابراین xt تحت عنوان یک بردار

$3 \times 1$  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  $3 \times 1$  ضرایب VAR و  $\xi_{i,t}$  بردار  $3 \times 1$  سیستم VAR است. با ارائه معادله (۴)، پیش بینی چند دوره ای به وسیله  $E_t(x_{i,t+T}) = B^T X_{i,t}$  تعیین می شود. همچنین دو بردار دیگر را 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  $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [E_t(ROE_{i,t+T})]$  از طریق  $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_2' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}] = e_2' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}$  محاسبه می شود. به همین صورت مقدار تنزل یافته بازده مازاد مورد انتظار  $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [E_t(r_{i,t+T})]$  به وسیله  $\sum_{T=1}^n \rho^{T-1} [e_3' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}] = e_3' B(1 - \rho B)^{-1} X_{i,t}$  محاسبه می شود. لازم است ابتدا مانایی MB، ROE و r آزمون شود. سپس مدل VAR برآورد گردد. پس از اینکه پارامترهای VAR برآورد شدند، مقیاس ارزش گذاری نادرست به شکل تفاوت بین MB تعیین شده و مورد انتظار محاسبه می شود. در واقع هدف این است که عبارت ارزش گذاری نادرست در بازار سهام ایران مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.  $\hat{e}_{i,t}$  مثبت نشان می دهد که سهام بیش از حد ارزش گذاری شده است و حالت برعکس آن، مربوط به  $\hat{e}_{i,t}$  منفی است. همچنین لازم به ذکر است که ارزش گذاری نادرست مثبت به معنای ارزش گذاری بیش از حد است اما دقیقاً نشان دهنده حباب نیست. همچنین  $r - \hat{e}_{i,t}$  به ارزش گذاری نادرست بازده مورد نیاز مربوط می شود، زیرا این عبارت هم مربوط به ترجیحات ریسک سرمایه گذاران و هم مربوط به پاداش ریسک سرمایه است. اگر ارزش گذاری نادرست مثبت،  $\hat{e}_{i,t}$  به میزان زیادی توسط  $r - \hat{e}_{i,t}$  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 یافته و  $r - \hat{e}_{i,t}$  افزایش می یابد.

#### 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 & Dichev) (۲۰۰۲) استفاده شده است.

$$Ieq = OCF/OE \quad (۷)$$

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

#### ۳.۳.۴ متغیرهای کنترلی

**Floating) Flt (شناوری سهم):** این شاخص نشان دهنده ترکیب سهام شرکت است و مشخص می‌کند که چند درصد از سهام شرکت به طور دائم مورد معامله قرار گرفته و چند درصد آن در اختیار سهام داران عمده و به صورت بلوکه شده 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 داشته و ایجاد عرضه و تقاضای اضافی بر تغییر قیمت مؤثر خواهد بود (فلاح شمس و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۷). پائین بودن سهام شناور آزاد، امکان دست‌کاری قیمت توسط معامله‌گران بزرگ را افزایش می‌دهد و می‌تواند منجر به اتفاقات خطرناکی نظیر گمراهی بازار و تشکیل حباب قیمتی شود که در نهایت منجر به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه می‌شود.

**Inst) (Institution) (میزان مالکیت نهادی):** نشان دهنده سهم مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به کل سهام شرکت است (پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳: ۱۴۲). عدم شفافیت اطلاعاتی به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذی‌نفعان شرکت می‌دهد و زمانی که این اخبار بد انباشته شده در شرکت انتشار پیدا کند 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 نموده و شناسایی سود را به تأخیر می‌اندازد. در نتیجه خالص‌داری‌ها و سود کمتر نشان داده می‌شوند. شناسایی به موقع زیان و مشخص بودن شرایط بالقوه آن، برای سهام‌داران و اعتباردهندگان باعث می‌شود که آن‌ها واکنش سریع‌تری جهت جلوگیری

از زیان‌های بیشتر انجام دهند. این متغیر از طریق کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی، باعث جلوگیری از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها می‌گردد.

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

اهرم مالی گویند که با رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Levarage_{i,t} = \frac{Tl_{i,t}}{Ta_{i,t}} \quad (۸)$$

که در آن  $Tl$ ، مجموع بدهی‌ها و  $Ta$ ، مجموع دارایی‌هاست. با توجه به این که شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن، به‌عنوان یک راهکار عملی برای کاهش هزینه‌ها، مورد توجه قرار گرفته است، انتظار می‌رود که 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؛ به عبارت دیگر، انتظار می‌رود رابطه اهرم مالی و میزان افشا معکوس باشد (انصاری سامانی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۰)

**Liq (نقدشوندگی):** رتبه نقدشوندگی شرکت بر اساس متوسط هارمونیک

شش عامل محاسبه می‌شود. هر قدر متوسط محاسبه شده پیش‌تر باشد، رتبه نقد شوندگی شرکت بهتر خواهد بود. محاسبه رتبه نقد شوندگی سهام شرکت‌ها در بورس طبق فرمول زیر صورت می‌گیرد:

$$Liq = 1 / (1/V + 1/D + 1/F + 1/B + 1/C + 1/N) \quad (۹)$$

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 می‌دهند. علت انتخاب این متغیر این است که در سهام نقد شونده، عرضه و تقاضای کافی در معاملات سهام وجود دارد؛ در حالی که دستکاری کنندگان قیمت به دنبال سهامی هستند که با معاملات اندک بتوانند بیش‌ترین تأثیر را بر قیمت ایجاد کرد. بر این اساس سهامی که نقدشوندگی پایینی دارند بیشتر در معرض دست‌کاری قرار می‌گیرند در نتیجه اطلاعات کافی در اختیار سهامداران و خریداران سهام قرار نمی‌گیرد.

**P/E (نسبت قیمت به درآمد هر سهم):** این نسبت نشان‌دهنده

انتظارات بازار از وضعیت رشد سودآوری آتی شرکت است که برای محاسبه آن قیمت جاری شرکت در بازار تقسیم بر خالص درآمد می‌شود (ایزدی‌نیا و همکاران، 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 دهد که سهام با نسبت P/E پایین، به عنوان یک گروه سرمایه گذاری نسبت به کل بازار، بازده بیشتری را نشان می دهد. همچنین تعدادی 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:

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

که در آن N، تعداد سهام در جریان شرکت و P، قیمت سهام شرکت است.

**MB (Book to Market ratio) (نسبت ارزش دفتری شرکت (Shareholder's Equity)**

به ارزش بازار سهام شرکت (Market Capitalization): این نسبت از رابطه زیر به دست می آید و معیاری است که بر اساس آن می توان دریافت، سهام چند برابر ارزش دفتری آن مورد معامله قرار می گیرد.

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

در بخش بعد مدل پژوهش توضیح داده می شود.

#### ۴.۴ مدل پژوهش

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

$$MP_i = B_0 + B_1 Ieq_i + B_2 Flt_i + B_3 Lev_i + B_4 Inst_i + B_5 Liq_i + B_6 Pe_i + B_7 Size_i + B_8 MB_i + \varepsilon_i \quad (12)$$

که در آن  $MP_i$  قیمت گذاری نادرست سهام شرکت (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 و  $MB_i$  نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت و  $\varepsilon_i$  جزء خطای رگرسیون است.

در بخش بعد نتایج تخمین مدل پژوهش را بعد از انجام آزمون‌های مرتبط مورد تحلیل قرار می‌دهیم.

## ۵. نتایج تجربی پژوهش

### ۱.۵ آزمون ریشه واحد

نتایج مربوط به آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل بر اساس آزمون لوین، لین و چو (Levin, Lin & Chui (LLC) در جدول ۲ گزارش شده است. فرض صفر در آزمون لوین، لین و چو بر عدم مانایی متغیرهای مورد بررسی استوار است برای رد فرض صفر کفایت سطح معنی‌داری از ۰/۰۵ کمتر باشد.

جدول ۲. نتیجه آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل  
منبع: یافته‌های پژوهش

متغیر	آماره	معنی‌داری	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

نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد متغیرهای مدل بر اساس 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  
منبع: یافته‌های پژوهش

مدل رگرسیونی	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه
	۱/۷۳	۰/۰۰۱	استفاده از مدل پانل

با توجه 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، در مقابل فرضیه  $H_1$  مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی آزمون می‌باشد.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن مدل رگرسیونی  
منبع: یافته‌های پژوهش

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

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آماره  $\chi^2$  آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی پژوهش برابر با ۱/۰۰۰ به دست آمده که حاکی از عدم رد 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)  
منبع: یافته‌های پژوهش

متغیر	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره آزمون t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	$\beta$	۲/۸۸	۱۲/۶۳	۰/۰۰۰
کیفیت اطلاعات	$Ieq_i$	-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

آماره آزمون F: ۱۶/۵۲ سطح معنی داری: ۰/۰۰۰ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۷ آماره D.W: ۲/۰۱

با توجه به این که احتمال آماره F مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد به دست آمده، مدل بطور کلی معنی دار است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل تحقیق ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

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 نمود.

#### ۴.۵ آزمون ناهمسانی واریانس‌ها

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

جدول ۶. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مدل پژوهش  
منبع: یافته‌های پژوهش

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

تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری ... (محمد حسن زارع و دیگران) ۱۲۳

نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان دهنده این است فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس در بین داده‌های مدل در سطح خطای ۰/۰۵ رد نمی‌شود. بنابراین ناهمسانی واریانس وجود ندارد. به همین دلیل از مدل رگرسیونی OLS استفاده می‌گردد.

### ۵.۵ آزمون خودهمبستگی سریالی

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

جدول ۷. نتایج آزمون ولدridge مدل پژوهش  
منبع: یافته‌های پژوهش

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

با توجه به اینکه ارزش احتمال مندرج در جدول ۷ برای مدلی بیشتر از سطح معنی‌دار ۵٪ است، مدل تخمین زده شده خودهمبستگی ندارد. بنابراین، مدل از استحکام لازم برای اطمینان به نتایج آن برخوردار است.

نتایج تخمین مدل تحقیق (جدول ۵) نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات مالی بر 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 داده و میزان قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که شناوری سهام (با ضریب ۰/۸۵-) دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام است. وقتی سهمی دارای شناوری بالا است به این معنی است که بخش قابل توجهی از کل سهام شرکت در بازار مورد معامله قرار می‌گیرد. این خود نشان دهنده وجود خریداران و فروشندگان زیاد برای آن سهم است. در واقع بخش کمی

از سهام شرکت در دست سهامداران عمده و رسوب شده است. چنین سهامی توسط مشتریان زیادی مورد ارزیابی همیشگی قرار می‌گیرد و دستکاری قیمت در آن به ندرت 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 تخمین زده شده نشان می‌دهد که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت (با ضریب  $-۳/۸۵$ ) دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام است. این شاخص نشان دهنده ارزش دارایی خالص یک شرکت برای یک واحد پول پرداخت شده برای سهام شرکت است که به شکل کل دارایی‌ها منهای دارایی‌های نامشهود (حق ثبت اختراع، سرقفلی) و بدهی تقسیم بر ارزش بازاری شرکت بدست می‌آید. از این رو نتایج نشان می‌دهد که وجود دارایی‌های خالص بیشتر در ازای قیمت مشخصی از سهام تضمین‌کننده عدم وجود قیمت‌گذاری نادرست است. همچنین در دوره‌های رونق یا اقتصادهای تورمی بازار مقدار این شاخص کم شده 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 دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام است. 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 سهام است.

علاوه بر این، نتایج نشان داد که اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد و اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری بر 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 خود رگرسیون برداری (VAR) استفاده شد.

## تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت گذاری ... (محمد حسن زارع و دیگران) ۱۲۵

جامعه آماری این پژوهش نیز کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شد. معیارهای انتخاب شرکت‌های نمونه عبارتند 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 منتهی به پایان اسفندماه باشد و سال مالی خود را طی دوره تغییر نداده باشند. همچنین، طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته، سهام آن‌ها مورد مطالعه قرار گرفته باشد و اطلاعات مالی آن‌ها برای انجام پژوهش در دوره زمانی موردنظر در دسترس باشد. در نهایت، ۱۱۴ شرکت که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ فعالیت داشتند به‌عنوان نمونه انتخاب شدند.

نتایج برآورد مدل نشان داد که افزایش کیفیت اطلاعات تأثیر منفی و معنی‌دار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. بنابراین، ارائه اطلاعات با کیفیت زیاد توسط شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تأثیر قرار داده، میزان قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد. یافته‌ها بیانگر این است که، درمورد شرکت‌هایی که اطلاعات نادرست ارائه می‌دهند، میزان انحراف قیمت از ارزش ذاتی زیاد بوده و درواقع قیمت‌گذاری از قیمت بنیادی سهام بیشتر می‌شود. دو کانال مهم برای اثرگذاری کیفیت اطلاعات بر ارزش‌گذاری سهام قابل تصور است. کانال اول آنکه با افشای بهتر اطلاعات (با کیفیت)، سرمایه‌گذاران می‌توانند عائدی آتی شرکت‌ها را بهتر پیش‌بینی کنند و سرمایه‌گذاری حساب‌شده‌تری را انجام دهند. در نبود چنین شرایطی، قیمت بازار به احتمال زیاد همراه‌کننده 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 هر چه اطلاعات سرمایه‌گذاران موجود درباره توزیع واقعی اما غیرقابل مشاهده 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 جلب توجه سرمایه‌گذاران به این اطلاعات افشا شده رقابت کنند. رقابتی که مانع از ارزش‌گذاری نادرست سهام خواهد شد. این رقابت از این واقعیت نشأت می‌گیرد که تنها زمانی افشای اطلاعات می‌تواند منجر به ارزش‌گذاری درست شود که اطلاعات افشا شده توسط سرمایه‌گذاران پردازش و تحلیل شود چراکه این نظرات سرمایه‌گذاران یا تمایل به پرداخت آنهاست که در نهایت قیمت بازار سهام را تعیین می‌کند و بنگاه‌ها به این موضوع به خوبی واقف هستند.

همچنین بر اساس نتایج به دست آمده، شناوری سهام و نسبت ارزش دفتری شرکت، تأثیر منفی و معنی دار بر قیمت گذاری نادرست سهام دارند اما مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معنی دار بر قیمت گذاری نادرست سهام دارد. بنابراین، با کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی، می توان از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت ها جلوگیری کرد. همچنین، اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد و اندازه شرکت تأثیر معنی داری بر قیمت گذاری نادرست سهام ندارد.

پیشنهاد می شود بهبود روند افشای اطلاعات ناظر بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به طور مستمر توسط محققین ارزیابی شود. همچنین، استفاده از سیاست های تشویقی در کنار الزامات قانونی شرکت ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران، برای افشای به موقع، کامل و صحیح اطلاعات به استفاده کنندگان و مجازات قانونی متخلفین جهت افزایش کیفیت گزارشگری مورد نیاز است. به تحلیل گران بازارهای مالی و سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که از روش به کار رفته در این پژوهش برای اندازه گیری میزان ارزش گذاری نادرست سهام بهره گیرند.

## کتابنامه

- ابزری، مهدی و درخشیده، حامد (۱۳۹۲). تأثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار اصفهان. فصلنامه علمی پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، (۱) ۵۹، ۵۷-۱۸.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵). توان پایین سهامداران در پردازش اطلاعات و نقش آن در قیمت گذاری نادرست سهام شرکت ها. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، (۳۰) ۹، ۶۶-۵۵.
- آق آرکاکلی، آنامحمد، یحیی زاده فر، محمود، نویخت، مهدی (۱۳۹۵). مطالعه توسعه مالی بین الملل و نقش آن بر جهانی شدن اقتصاد در کشور ایران با استفاده از داده های تابلویی، فصلنامه پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی، ۲۲، ۳۷-۵۶.
- انصاری سامانی، حبیب و نظری، فرهان (۱۳۹۵). شناسایی و رتبه بندی عوامل پیش بینی کننده حباب قیمتی سهام: کاربرد رگرسیون لوجستیک و شبکه مصنوعی عصبی. اقتصاد مقداری، ۱۰۲-۷۵.
- انصاری سامانی، حبیب، دانش، سید حسینعلی و نظری، فرهان. (۱۳۹۶). مسئولیت اجتماعی بنگاه و حباب قیمتی: مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، (۳۳) ۱۰، ۱-۱۶.



## تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری ... (محمد حسن زارع و دیگران) ۱۲۷

ایزدی نیا، ناصر، ابزری، مهدی، ساوه درودی، سعید. (۱۳۸۶). رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت قیمت به درآمد سهام در بازار بورس تهران. *مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد*، ۱(۴۴)، ۷۵-۹۰.

پور علی، محمدرضا و حجاجی، محدثه (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی و پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۳(۱۰)، ۱۵۰-۱۳۵.

رستم نیا، محمد. (۱۳۹۶). تحلیل اثرات ارزش‌گذاری نادرست سهام مبتنی بر کارایی بازار بر بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران، دانشکده اقتصاد.

صدیقی، فریبا. (۱۳۹۷). *تأثیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بر رابطه قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری‌های شرکت*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، دانشکده ادبیات و علوم انسانی.

فلاح شمس، میر فیض، کردلوئی، حمیدرضا و رشنو، مهدی. (۱۳۸۹). بررسی دستکاری قیمت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان، *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۴(۱)، ۶۹-۸۴.  
نوروزی، محمد و خدادادی، ولی. (۱۳۹۵). هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۸(۲)، ۱۰۰-۸۵.

نیکومرام، هاشم و بادآور نهندی، یونس. (۱۳۸۸). تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل مؤثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران. *مجله فراسوی مدیریت*، ۲(۸)، ۱۸۷-۱۴۱.

وکیلی فرد، حمیدرضا، طالب نیا، قدرت الله و کیانی، مهرداد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱(۴)، ۸۷-۶۷.

Alzahrani, Mohammed., & Rao, Ramesh P. (2014). Managerial Behavior and the Link between Stock Mispricing and Corporate Investments: Evidence from Market-to-Book Ratio Decomposition. *The Financial Review* 49, 89-116.

Baoa. T., Hennequinb. M., Hommesb. C., & Massaro. D. (2019). Coordination on bubbles in large-group asset pricing experiments. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 13(3), 115-137.

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

Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.

- Chen, Z., Du, J., Li, D., & Ouyang, R. (2013). Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 660-669.
- Chu, C. C., K. C. Ho, C. C. Lo, A. Karathanasopoulos, and I. M. Jiang. 2019. Information disclosure, transparency ranking system and firms' value deviation: Evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 53 (3):721-47. 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* 32:64-90. doi:10.1016/j.jcorpfin.2015.04.001.
- Chung, J., H. Kim, W. Kim, and Y. K. Yoo. 2012. Effects of disclosure quality on market mispricing: Evidence from derivative-related loss announcements. *Journal of Business Finance & Accounting* 39:936-59. doi:10.1111/jbfa.2012.39.issue-7-8.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earning: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35- 59.
- Fama, E. F. (1976). Efficient capital markets: reply. *The Journal of Finance*, 31(1), 143-155.
- 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* 24:357-84. doi:10.1177/0148558X0902400303, 357-384
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multi Factor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 51, 55-84.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Gefen, O., Hsu, P. H., Lee, H. H., & Reeb, D. M. (2021). Hidden Advertising: The Streetlight Effect and Stock Mispricing. Available at SSRN 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* 1:35-73. 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* 56:387-396. doi:10.1111/0022-1082.00330.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Huynh, T. L. D., Wu, J., & Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147.
- Khanagha, J. B., & Parvare, T. (2017). Examining the Impact of Information Disclosure Quality and Conservatism on Accounting nformation of Companies Listed on the Tehran Stock exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 225.

- Karamanou, I., & N. Vafeas. (2005). the association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3): 453-486.
- Liu, D., GU, H., & Lung, P. (2016). The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 211-223.
- Miller, Edward M. (1977). Risk, uncertainty and divergence of opinion. *Journal of finance*, 32, 1151-1168.
- Patjoshi, P. K., & Nandini, G. (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* 2244-49. g, 9.
- Song, S., Zeng, Y., & Zhou, B. (2021). Information asymmetry, cross-listing, and post-M&A performance. *Journal of Business Research*, 122, 447-457.
- Syed, A. M., & Bajwa, I. A. (2018). Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency—the case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(3), 416-431.
- Vuolteenaho, T. (2002). What drives firm level stock returns?. *The Journal of Finance*, 57(1), 233-264.
- Wu, W., & Wang, L. (2016). Institutional ownership mispricing and corporate investment. *Open Journal of Business and Management*, 4(2), 282-290.
- Xing, X., & Yan, S. (2019). Accounting information quality and systematic risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(1), 85-103.
- Yang, Z., Ho, K. C., Shen, X., & Shi, L. (2020). Disclosure Quality Rankings and Stock Misvaluation—Evidence from Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3468-3489.