



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره پنجاه و یک، زمستان ۱۴۰۴

صفحات ۶۴-۳۷



مقاله پژوهشی

## اثر مالکیت دولتی بر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش گذاری سهام<sup>۱</sup>

محمد امیری اسرمی<sup>۲</sup>، سید کاظم ابراهیمی<sup>۳</sup>، فاطمه کریمی گله دونی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۱۵

### چکیده

براساس نظریه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی، این پژوهش به بررسی اثر مالکیت دولت بر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش گذاری سهام شرکت‌ها پرداخته است. به منظور تعیین حجم نمونه از روش غربالگری منظم استفاده شد و ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی هشت ساله ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ انتخاب گشت. پس از بررسی فرض‌های رگرسیون چند متغیره، با کمک الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، فرضیه‌ها آزمون شده است. نتایج نشان داد ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش گذاری سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی دار و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش گذاری سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی داری دارد. به علاوه مالکیت دولتی، این روابط مثبت را تشدید می‌کند. بنابراین، تأثیر مالکیت دولت بر خطای ارزش گذاری سهام با توجه به محیط و شرایط نظیر شیوه‌های حاکمیتی، خطرات مداخله دولت، انگیزه‌های سیاسی، کاهش شفافیت و ناکارآمدی در تخصیص منابع، متفاوت است. تقویت چارچوب‌های راهبری شرکتی و پاسخ‌گویی، تفکیک نقش‌های مالکیتی و نظارتی و الزام به رعایت استانداردهای شفافیت و افشا برای تقلیل عدم تقارن اطلاعات، کاهش اثرات منفی مالکیت دولتی بر ریسک جریان نقد آزاد و کاهش خطای ارزش گذاری سهام ضروری است.

**واژگان کلیدی:** خطای ارزش گذاری سهام، ریسک جریان نقد آزاد شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی، مالکیت دولتی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G32, G38, D82

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.49149.2981

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. نویسنده مسئول.

Email: m.amriasrami@semnan.ac.ir

۳. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. Email: kebrahimi@semnan.ac.ir

۴. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

Email: fatikarimi03@gmail.com

## مقدمه

خطای ارزش‌گذاری سهام یک اتفاق رایج در بازارهای سرمایه نوظهور است که می‌تواند تخصیص کارای منابع را مختل کند (هوانگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴). اگر رابطه با دولت به‌عنوان یک عامل کسب منافع باشد، می‌تواند سبب انحراف تصمیمات سرمایه‌گذاری یا تصمیمات نامناسب سرمایه‌گذاری شود که منجر به کاهش ارزش سهام شرکت شود (فاجیو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۶). اگرچه برخی از مشارکت‌کنندگان بازار، مانند تحلیلگران، وجود خطای قیمت‌گذاری سهام را به‌عنوان یک فرصت کسب سود ناشی از نوسان قیمت می‌نگرند، در نتیجه آن، عدم‌تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد (سلیمان و وی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹)، اما این پدیده را نمی‌توان به‌طور کامل از بازار حذف کرد. اگر خطای ارزش‌گذاری سهام فراتر از نقطه اوج ادامه یابد، کل بازار سرمایه ناکارآ خواهد شد (هان<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۲؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۲۴).

رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران و ناکارایی بازار مانند عدم‌تقارن اطلاعات، هزینه‌های مبادله و هزینه‌های نمایندگی، دو عامل مهم برای خطای ارزش‌گذاری سهام هستند. پژوهش‌های اخیر نشان داده است از یک‌سو کیفیت افشای اطلاعات (خان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸) و هزینه‌های نمایندگی (پانتزالیس و پارک<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴) تأثیر جدی بر خطای قیمت‌گذاری سهام دارند. از سوی دیگر، خطای ارزش‌گذاری سهام به‌دلیل باورهای ناهمگون سرمایه‌گذاران از اطلاعات (هان و همکاران، ۲۰۲۲؛ لیو<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۶)، سرمایه‌گذاران با چشم‌انداز محدود (احمد و اوربانی<sup>۸</sup>، ۲۰۲۲؛ ژیونگ<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۲۰)، احساسات رسانه‌ای (دوکاس و هان<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۱)، سرمایه‌گذاران متنوع (دوکاس و هان، ۲۰۲۱؛ استامباغ<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲) و محدودیت‌های فروش استقرایی (راماچاندران و تایال<sup>۱۲</sup>، ۲۰۲۱؛ یانگ و ما<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۱) رخ می‌دهد. شرکت‌ها با استفاده از پیاده‌سازی فناوری اطلاعات و متعاقباً کاهش عدم اطمینان اطلاعات، خطای ارزش‌گذاری سهام را کاهش می‌دهند (جیا<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها ناشی از جریان وجوه نقد را می‌توان از طریق توصیه‌های تصحیح قیمت که دائماً توسط تحلیلگران صادر می‌شود، مهار کرد (سلیمان و وی، ۲۰۱۹). در مورد اینکه آیا در شرکت‌های دولتی، خطای ارزش‌گذاری سهام افزایش می‌یابد،

1. Huang
2. Faccio
3. Sulaeman & Wei
4. Han
5. Khan
6. Pantzalis & Park
7. Liu
8. Ahmad & Oriani
9. Xiong
10. Doukas & Han
11. Stambaugh
12. Ramachandran & Tayal
13. Yang & Ma
14. Jia

اطلاعات چندانی وجود ندارد. علاوه بر این، وظیفه اصلی شرکت‌های دولتی؛ توسعه اقتصادی، رفاه اجتماعی و بازار سرمایه سالم است.

استدلال‌ها در مورد جریان‌های نقد آزاد بر دو محور استوار است؛ یکی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و دیگری هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد مربوط به حقوق صاحبان سهام و بدهی (میگلو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). خطای ارزش‌گذاری سهام برای سود کمتر است، اما برای زیان، بیشتر به نظر می‌رسد (اندرسون<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). جریان نقد آزاد زیاد، مدیریت شرکت را درگیر دستکاری سود یا مدیریت سود برای بیش‌نمایی سود می‌کند، تا رشد پایین شرکت و سودهای پایین حاصل از تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های خود در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی را پنهان کنند (احمد و اوربانی، ۲۰۲۲) و متعاقباً، خطای ارزش‌گذاری سهام رخ می‌دهد.

در بازارهای سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی سبب خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود، که بر ساختار سرمایه شرکت‌ها نیز، تأثیر می‌گذارد، این عوامل در شرکت‌های دولتی، موجب تشدید خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود (هونگ و استین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). از نظر مسئله نمایندگی، قدرت مدیریت در اغلب شرکت‌های دولتی منجر به پدیده «کنترل خودی<sup>۴</sup>» می‌شود (جین<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). شبه مقامات، مدیران شرکت‌های دولتی، به راحتی می‌توانند رفتارهای نمایندگی خود را بر اساس تبلیغات سیاسی تقویت کنند و از انتشار اخبار بد شرکت‌های دارای مالکیت دولتی خودداری کنند (چن<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). علاوه بر این، در شرکت‌های دولتی، حمایت نسبتاً کمی از سرمایه‌گذاران خرد می‌شود. بنابراین، ممکن است برخی انحرافات بین ارزش ذاتی و قیمت سهام، نظیر خطای قیمت‌گذاری سهام، در این شرکت‌ها رخ دهد (جین و همکاران، ۲۰۲۲؛ لی<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). تفکیک مالکیت و اقدامات نظارتی، می‌تواند تضادهای نمایندگی را تشدید کند و منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و پتانسیل فرصت‌طلبی مدیریتی شود (لی و همکاران، ۲۰۲۱).

این پژوهش با تکیه بر نظریه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی، نقش مالکیت دولت را در رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت بررسی می‌کند. تاکنون، پژوهشی در مورد اثر ریسک جریان نقد آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی بر خطای ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی انجام نشده است. بنابراین، ایده اصلی این پژوهش، این است که آیا مالکیت دولتی بر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام تأثیر دارد؟

1. Miglo

2. Anderson

3. Hong & Stein

۴. کنترل یا هدایت مدیران ارشد یا شرکتی مالکیت، کنترل یا هدایت بر بیش از ۱۰٪ از سهام دارای حق رای یک شرکت سهامی عام را دارد (Insider control).

5. Jin

6. Chen

7. Li

در ادامه، مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش، فرضیه‌ها و روش پژوهش ارائه شده است. سپس، مدل‌های آماری و یافته‌های پژوهش تشریح شده است و در پایان، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای بیان شده‌اند.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

#### اثر مالکیت دولتی بر خطای ارزش‌گذاری سهام

سهامداران غیردولتی که وارد شرکت‌های دولتی می‌شوند موجب کاهش خطای قیمت‌گذاری سهام می‌شود (هوانگ و همکاران، ۲۰۲۴). نقش کاهنده سهامداران غیردولتی که در شرکت‌های دولتی وارد می‌شوند، به‌ویژه برای شرکت‌های دولتی که با تضاد منافع نمایندگی بیشتر یا مداخله جدی‌تر دولت مواجه هستند، برجسته‌تر است. این شرکت‌ها نسبت بیشتری از سرمایه‌گذاران خرد، پوشش رسانه‌ای مثبت‌تر، و فروش استقراضی محدود دارند (هوانگ و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، تشویق سهامداران غیردولتی برای ورود به شرکت‌های دولتی می‌تواند خطای قیمت‌گذاری سهام را کاهش دهد. خطای ارزش‌گذاری سهام در دوره فعلی، بازده سهام آتی را از نظر ارزش بازار کاهش می‌دهد، درحالی‌که سهامداران غیردولتی که در شرکت‌های دولتی وارد می‌شوند چنین اثرات نامطلوبی را کاهش می‌دهد (هوانگ و همکاران، ۲۰۲۴).

مالکیت دولت موجب ناکارایی و انگیزه‌های نادرست می‌شود که بر ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و سیاست‌های مالی تأثیر منفی می‌گذارد (بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲). مالکیت دولتی در شرکت‌ها بر تصمیمات راهبردی مانند سرمایه‌گذاری شرکت، سیاست‌های مالی، اهرم مالی و میزان تحقیق و توسعه تأثیر می‌گذارد، که لزوماً عملکرد مالی را بهبود نمی‌دهند (مگینسون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷؛ بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲).

ارتباطات سیاسی، که اغلب با مالکیت دولت همراه است نیز، موجب افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود، سرمایه‌گذاران را به سمت ارزش‌گذاری بیش از حد شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی سوق می‌دهد که منجر به بهبود عملکرد نمی‌شود (مگینسون، ۲۰۱۷). مالکیت دولتی ممکن است باعث ایجاد برداشت یا تصویری از ثبات در شرکت شود، درحالی‌که لزوماً ثبات اقتصادی و مالی برای شرکت ایجاد نمی‌کند و منعکس‌کننده سلامت مالی واقعی شرکت نباشد از این‌رو، منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود (اودین<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

بانک‌های تحت کنترل دولت، اغلب ثبات اقتصادی را بر حداکثرسازی سود اولویت می‌دهند و به‌طور بالقوه به ارزش شرکت‌های وابسته به این بانک‌ها برای تأمین مالی آسیب می‌زند. این تعامل بین ساختار مالکیت و تأمین اعتبار می‌تواند خطای ارزش‌گذاری سهام را تشدید کند (لیلینفلد توآل و رونی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴).

1. Megginson
2. Udin
3. Lilienfeld-Toal & Ruenzi

کیفیت سود پایین‌تر، ناشی از انگیزه‌های مالکیت دولت (اقبال<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰)، افزایش مدیریت سود در مالکیت دولتی و عدم شفافیت در مورد سلامت مالی شرکت‌های دولتی، موجب گمراهی سرمایه‌گذاران و ادراک نادرست بازار از ارزش این دسته از شرکت‌ها می‌شود، می‌تواند منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران ممکن است ریسک‌های مرتبط با شرکت‌های دولتی را به اندازه کافی ارزیابی نکنند (لیو و همکاران، ۲۰۱۶). علاوه بر این، نگوین<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند که شرکت‌های دولتی در اروپا کیفیت گزارشگری مالی پایین‌تری ارائه می‌دهند که می‌تواند به دلیل اقلام تعهدی غیرعادی بالاتر منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام شود که این ایده را تقویت می‌کند که مالکیت دولت می‌تواند ادراکات بازار را مخدوش کند و بر گزارشگری مالی تأثیر بگذارد و منجر به ارزش‌گذاری نادرست سهام شرکت بالقوه شود. یافته‌های ویچ-مالدونادو<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۲) و می‌هوس<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۲) نشان می‌دهند که در کشورهایی با توسعه مالی پایین، مالکیت دولتی می‌تواند منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام شود.

### اثر مالکیت دولتی بر ریسک جریان نقد آزاد شرکت و خطای ارزش‌گذاری سهام

اگرچه جریان نقد آزاد مستقیماً نشانگر بحران مالی نیست، اما اثر نامطلوب آن بر سلامت مالی شرکت منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود. همچنین، اگر بازار ریسک نقدینگی را بر توانایی تولید نقدینگی اولویت دهد، جریان نقد آزاد بالا، می‌تواند منجر به کم‌ارزش‌گذاری سهام شود (گیز<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). سطوح بالای جریان نقد آزاد منجر به افزایش پرداخت سود به‌عنوان یک استراتژی برای کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با وجوه نقد اضافی می‌شود (چودهوری و خانان<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴؛ روچما و آردیانتو<sup>۷</sup>، ۲۰۲۰). گرچه، تفسیرهای نادرست در مورد افزایش توزیع جریان نقد آزاد بین سهامداران، می‌تواند سبب برداشتهای متنوع و قیمت‌گذاری نادرست سهام شود. شرکت‌هایی که دارای ریسک جریان نقد آزاد بالا هستند، ممکن است، با کاهش ارزش‌گذاری سهام مواجه شوند (جیامبونا<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). چنانچه جریان نقد آزاد کافی وجود نداشته باشد، اجماع نظر درباره صرف مقیاس اندازه حاصل نخواهد شد و این امر ممکن است موجب خطا در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های کوچک‌تر شود (اتگر<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). در صنایع نیازمند به جریان نقد آزاد زیاد، نظیر رستوران‌ها، کم‌سرمایه‌گذاری منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود (چوی<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

1. Iqbal
2. Nguyen
3. Weech-Maldonado
4. Mihus
5. Giese
6. Choudhury & Khanna
7. Rochmah & Ardianto
8. Giambona
9. Etges
10. Choi

مالکیت دولت، اقدامات نظارتی و راهبری شرکتی را تحمیل می‌کند که شرکت‌ها را به سیاست‌های توزیع سود سهام تشویق می‌کند، در نتیجه، ریسک جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد و ارزش‌گذاری سهام را از طریق بازده ثابت‌تر برای سهام‌داران، افزایش می‌دهد. دخالت دولت رویکرد محافظه‌کارانه مدیریت نقدینگی را تحریک می‌کند، در نتیجه، احتمال تخصیص نادرست منابع را کاهش می‌دهد (چودهوری و خانا، ۲۰۱۴). دستکاری جریان نقد آزاد در مقایسه با جریان نقدی و سود هر سهم دشوارتر است، سود یک شرکت ممکن است بالا و روبه‌رشد باشد، اما برای درک ارتباط رشد سود با جریان نقدی، باید به روند جریان نقد آزاد توجه شود (مهام و همکاران، ۱۳۹۴).

در نظریه‌های مبتنی بر جریان نقد آزاد، ۱- عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و ۲- هزینه‌های جریان‌های نقد آزاد مربوط به حقوق صاحبان سهام و بدهی، محور اصلی است. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران معمولاً تنش‌هایی را برای تخصیص جریان‌های نقد آزاد توسط شرکت‌ها ایجاد می‌کند (بریلی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). مطابق با نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی<sup>۲</sup> (مایرز و مجلوف<sup>۳</sup>، ۱۹۸۴)، مدیران معمولاً ترجیح می‌دهند از جریان‌های نقدی درون سازمانی استفاده کنند تا از انواع تأمین مالی برون‌سازمانی و پرهزینه‌تر، مانند بدهی یا حقوق صاحبان سهام برای تأمین مالی پروژه‌های جدید اجتناب کنند (بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲). مدیران ترجیح می‌دهند جریان‌های نقدی را به‌عنوان سود انباشته در شرکت نگاه‌دارند، این امر تأثیر منفی بر سطح سود تقسیمی قابل توزیع بین سهام‌داران دارد.

مالکیت دولت می‌تواند رابطه مثبت بین ریسک جریان نقدی آزاد و خطای ارزش‌گذاری سهام را تشدید نماید. دلایل این امر عبارتند از:

۱- **مداخله سیاسی و مشکلات نمایندگی؛** دولت‌ها ممکن است از مالکیت خود برای تعقیب اهداف سیاسی یا اجتماعی به‌جای حداکثرسازی ارزش سهامداران استفاده کنند (جیانگ و کیم<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). چنین دخالتی می‌تواند منجر به تخصیص ناکارآمد جریان‌های نقدی آزاد، دامن زدن به نگرانی سرمایه‌گذاران در مورد هزینه‌های بیهوده، فساد، یا بیش‌سرمایه‌گذاری در طرح‌های غیراقتصادی شود (ال فرایان<sup>۵</sup>، ۲۰۲۴). این سوء مدیریت باعث افزایش عدم اطمینان و افزایش شکاف بین ارزش ذاتی و بازار خواهد شد.

۲- **کاهش رعایت مقررات بازار؛** شرکت‌های تحت حمایت دولت ممکن است با نظارت خارجی کمتری مواجه شوند. مدیران این شرکت‌ها ممکن است از این شبکه ایمنی ایجاد شده سوء استفاده کنند و بدون ترس از عواقب، رفتاری ناکارآمد داشته باشند (ظفر و محمد<sup>۶</sup>، ۲۰۲۲).

- 
1. Brealey
  2. Pecking Order Theory
  3. Myers & Majlounf
  4. Jiang & Kim
  5. Al-Faryan
  6. Zafar & Muhammad

۳- افزایش عدم تقارن اطلاعاتی؛ شرکت‌هایی با مالکیت دولت، ممکن است شفافیت کمتر یا ساختارهای گزارشگری پیچیده‌تری داشته باشند (سورتی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۸؛ هارینگتون<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۱).

۴- ادراکات و احساسات سرمایه‌گذار؛ بازارها ممکن است به دلیل نگرانی در مورد انگیزه‌های سیاسی یا عدم استقلال مدیریت، شرکت‌های دولتی را با قیمت کمتری قیمت‌گذاری کنند و اشتباهات ارزش‌گذاری سهام را تشدید کنند. سرمایه‌گذاران ممکن است برای نگهداری چنین شرکت‌هایی، صرف ریسک بالاتری را مطالبه کنند که منجر به خطای بیشتر ارزش‌گذاری سهام شود (احمد و اوریانی، ۲۰۲۲).

۵- شواهد تجربی: پژوهش‌ها نشان می‌دهد که مالکیت دولت با مواردی مانند کارایی کمتر در شرکت‌های دولتی، اغلب به دلیل انگیزه‌های سیاسی بازده سرمایه‌گذاری کمتری را نشان می‌دهند. افزایش نوسان در ارزش این شرکت‌ها به دلیل عدم اطمینان در مورد سیاست‌های دولت یا تغییرات در رهبری سیاسی می‌تواند منجر به نوسان تصور سرمایه‌گذاران شود و با حکومت‌داری ضعیف، اهداف سیاسی می‌توانند بر ملاحظات اقتصادی غلبه کنند و منجر به استفاده ناکارآمد از منابع شرکت شوند. یک شرکت دولتی در یک بازار نوظهور با جریان‌های نقد مازاد، ممکن است در پروژه‌های کم‌سود برای دستیابی به اهداف سیاسی سرمایه‌گذاری کند (لی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۰؛ هو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۳).

اوپلر<sup>۵</sup> و همکاران (۱۹۹۹)، به دو دلیل احتمالی نگهداشت وجه نقد توسط مدیران اشاره کردند:

۱. مدیران وجه نقد مازاد را نگه می‌دارند، زیرا این وجه نقد بدون ریسک است و وجوه نقد انباشته می‌تواند برای سرمایه‌گذاری‌های خاصی استفاده شود که اهداف شخصی مدیران را در اولویت قرار می‌دهند. در این راستا، براساس تئوری پذیرایی<sup>۶</sup> ارائه شده توسط پولک و اسپینزا<sup>۷</sup> (۲۰۰۹)، زمانی که سهام شرکت بالاتر از قیمت واقعی در بازار سرمایه، بیش ارزش‌گذاری شده باشد، مدیران شرکت‌ها سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهند تا از سقوط قیمت سهام جلوگیری کنند (حسین‌زاده و همکاران، ۱۴۰۳).

۲. عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران و مدیریت، مدیران را تشویق به بیش سرمایه‌گذاری می‌کند و همچنین، تشویق می‌کند از جریان نقد آزاد برای تأمین مالی پروژه‌های کم‌سود که منافع شخصی مدیران را افزایش می‌دهند، استفاده کنند. این عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران و مدیران سبب دخالت مستقیم مدیر در تخصیص منابع شرکت می‌شود. سرمایه‌گذاری جذاب به

1. Surty
2. Harrington
3. Li
4. Hu
5. Opler
6. Catering Theory
7. Polk & Sapienza

نظر می‌رسد؛ زیرا، جریان نقدی بیشتری را در آینده برای شرکت فراهم می‌کند و در عین حال امنیت شغلی مدیر را افزایش می‌دهد.

### اثر مالکیت دولتی بر عدم تقارن اطلاعاتی و خطای ارزش‌گذاری سهام

یکی از مبانی بازار رقابت کامل، شفافیت و تقارن اطلاعات طرفین است، اما در واقع این‌گونه نیست، چراکه اطلاعات یک طرف از طرف دیگر بیشتر است (اهارون<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳؛ باتاچاریا<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). مثلاً، اطلاعات میان مدیران و مالکان تقارن ندارد، یا مثلاً خریداران، فروشندگان یا سرمایه‌گذاران، اطلاعات بیشتر یا بهتری نسبت به دیگری دارند (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷). این عدم تعادل در بازارهای مالی، زمانی رخ می‌دهد که افراد مطلع خودی، نظیر مدیران شرکت یا سرمایه‌گذاران آگاه، دانشی دارند که در دسترس عموم مردم نیست. در نتیجه، شفافیت اطلاعاتی بازار کاهش یافته و این امر موجب بروز سوگیری‌ها و تصمیم‌گیری‌های نادرست می‌شود؛ همچنین، زمینه را برای فعالیت بیشتر افراد فرصت‌طلب یا آربیتراژگران<sup>۳</sup> فراهم می‌کند (فتحعلی پور و شفیع، ۱۴۰۱). عدم تقارن اطلاعاتی، کارایی بازار را تضعیف می‌کند؛ زیرا، قیمت‌ها به‌طور کامل تمام اطلاعات موجود را منعکس نمی‌کنند (دری-ماتیچی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۱) و خطای ارزش‌گذاری سهام منجر به انحراف قیمت بازار دارایی از ارزش ذاتی آن خواهد شد که می‌تواند بیش‌ارزش‌گذاری سهام (قیمت < ارزش ذاتی) یا کم ارزش‌گذاری سهام (قیمت > ارزش ذاتی) باشد.

عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند به روش‌های ذیل سبب خطای ارزش‌گذاری سهام شود:

۱- دانش افراد درون سازمانی و معاملات فرصت‌طلبانه؛ وقتی سرمایه‌گذاران داخلی یا آگاه دارای اطلاعات خصوصی باشند، افرادی که اطلاعات محرمانه دارند مانند مدیران، تحلیلگران و مؤسسات، به‌خاطر داشتن اطلاعات محرمانه‌ای که در قیمت منعکس نمی‌شود، اقدام به معامله می‌کنند (لو<sup>۵</sup>، ۲۰۲۴)، در مقابل، سرمایه‌گذار ناآگاه، تنها منبع اطلاعاتی که در دسترس دارد، گزارش‌های منتشر شده شرکت است. حتی اگر قیمت‌های بازار سهام همه اطلاعات را منعکس نماید، باز هم ممکن است افرادی داخل سازمان نسبت به افراد برون سازمانی اطلاعات بیشتری در مورد کیفیت شرکت داشته باشند و بتوانند از این امتیاز جدید برای کسب سود بیشتر استفاده کنند (اخگر و همکاران، ۱۳۹۴).

1. Aharon

2. Bhattacharya

۳. افرادی یا مؤسسه‌ای که از اختلاف قیمت یک دارایی در بازارهای مختلف یا در زمان‌های متفاوت برای کسب سود بدون ریسک استفاده می‌کنند. در این مضمون، به‌دلیل نبود اطلاعات شفاف، برخی افراد از فرصت‌های موقتی در بازار برای کسب سود نامتعارف یا فرصت‌طلبانه استفاده می‌کنند.

4. Dari-Mattiacci et al

5. Lu

۲- عدم شفافیت، افشای محدود یا اطلاعات عمومی بی کیفیت؛ عدم اطمینان را برای سرمایه‌گذاران ناآگاه افزایش می‌دهد (کولمبانو و ترومبتا<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲).

۳- سوگیری‌های رفتاری که با شکاف‌های اطلاعاتی، تشدید می‌شوند؛ سرمایه‌گذاران ناآگاه ممکن است به سیگنال‌های پر سر و صدا، شایعات یا رفتار گله‌ای تکیه کنند (عثمان و سوسانتی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴) و عدم افشای اخبار بد و انباشت آن در شرکت، سبب انتشار ناگهانی و حباب‌های سوداگرانه یا سقوط می‌شود (حاجی‌ها و رنجبر ناوی، ۱۳۹۷).

۴- عدم تقارن اطلاعاتی بالا؛ اغلب نقدشوندگی بازار را کاهش می‌دهد؛ زیرا، سرمایه‌گذاران ناآگاه از ترس انتخاب نامطلوب، تمایلی به معامله ندارند (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۳) و کاهش نقدشوندگی می‌تواند عمق پیشنهادات خرید و فروش را افزایش دهد و باعث افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام شود.

۵- محدودیت‌های آربیتراژ؛ هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالا باشد، هزینه آربیتراژ افزایش می‌یابد. زیرا، تعیین ارزش ذاتی دارایی برای آربیتراژگران دشوارتر می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۲۴) و این توانایی آنها را برای اصلاح قیمت‌گذاری نادرست سهام تضعیف می‌کند.

۶- اعلان سود؛ به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، نوسان قیمتی در دوره پیرامون اعلامیه‌های سود افزایش می‌یابد و فعالان بازار پیامدهای سود را اشتباه تفسیر می‌کنند (لیو و همکاران، ۲۰۱۶). به‌طور کلی، دو دسته عوامل بر خطای قیمت‌گذاری سهام دارایی تأثیر می‌گذارد، از جمله: الف) بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعات، دلایل درون شرکت، نظیر کیفیت افشای اطلاعات (دوکری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۱) و مدیریت سود.

ب) محرک‌های برون‌سازمانی، مانند سوگیری شناختی سرمایه‌گذار (زیندل<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۴)، آربیتراژ محدود، محدودیت‌های فروش استقرایی (وی<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۵)، احساسات رسانه‌ای (لی<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۸) و موارد دیگری نیز، که می‌توان جستجو کرد.

گرچه عوامل درون یا برون سازمانی، نه‌تنها ممکن است ارزش بازار شرکت‌ها را از طریق کانال‌هایی برای بازگشت به ارزش پایه ارتقا دهد، بلکه ارزش بازار شرکت‌ها را بیش‌ازحد، ارزش‌گذاری سهام کند. بالا رفتن عدم تقارن اطلاعاتی با کاهش تعداد فروشندگان، بالا بودن هزینه‌های مبادلاتی، نبود نقدشوندگی و وجوه تجاری مرتبط است و به‌طور کلی منجر به کاهش منافع اجتماعی می‌شود. در نتیجه، معامله در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران احتمال افزایش هزینه‌ها و زیان را در نظر می‌گیرند (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷).

1. Columbano & Trombetta  
2. Usman & Susanti.  
3. Dockery  
4. Zindel  
5. Wei  
6. Lee

پژوهش‌های اخیر به سه دلیل بر خطای ارزش‌گذاری سهام تأکید کردند؛ از جمله: ۱- عدم‌تقارن اطلاعاتی بالاتر، ۲- مشکلات نمایندگی و ۳- احساسات سرمایه‌گذاران و رسانه‌ها. از منظر عدم‌تقارن اطلاعاتی، طرفداری دولت نسبت به شرکت‌های دولتی (الن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۵؛ کال و ژو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵) منجر به انگیزه ضعیف و افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت پایین می‌شود. علاوه بر این، رابطه بین شرکت‌های دولتی و دولت، پنهان است و برای سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی به‌سختی قابل درک است. این مشکل، شرایط را برای قضاوت عملکرد و شرایط مالی شرکت‌های دولتی دشوار می‌کند (جیانگ و کیم، ۲۰۲۰). در عین حال، سهام شرکت‌های دولتی، نقدشوندگی ضعیفی دارند و اطلاعات خصوصی که توسط سرمایه‌گذاران فردی نگهداری می‌شود به‌سختی می‌تواند از طریق معاملات سهام در قیمت‌های بازار منعکس شود (آمیهود و مندلسون<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ یانگ و ما، ۲۰۲۱). از نظر مشکلات نمایندگی، افزایش قدرت مدیریت در شرکت‌های دولتی منجر به پدیده «کنترل خودی» می‌شود. شبه‌مقامات، مدیران شرکت‌های دولتی، به‌راحتی می‌توانند رفتارهای نمایندگی خود را بر اساس تبلیغات سیاسی تقویت کنند و از اختیار بد شرکت‌های دارای مالکیت دولتی خودداری کنند (چن و همکاران، ۲۰۱۸؛ بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲). علاوه بر این، حمایت نسبتاً کمتری از سرمایه‌گذار در شرکت‌های دولتی وجود دارد. بنابراین، ممکن است برخی انحرافات بین ارزش ذاتی و قیمت سهام، نظیر خطای قیمت‌گذاری سهام، ایجاد شود (لی و همکاران، ۲۰۲۲).

علاوه بر این، در مورد احساسات سرمایه‌گذار و رسانه، باید گفت احساسات سرمایه‌گذار در بازار سهام (استامباغ و همکاران، ۲۰۱۲؛ ژیونگ و همکاران، ۲۰۲۰)، باورهای ناهمگون و توانایی‌های مختلف پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران، می‌تواند منجر به انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی شرکت شود (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۴؛ رودز-کروپف<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). در همین حال، از آن جایی که در بسیاری از کشورها برخی از رسانه‌ها عمدتاً توسط دولت کنترل می‌شوند (یو<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۸)، شرکت‌های دولتی می‌توانند تسهیلاتی برای پنهان کردن یا به تأخیر انداختن افشای اخبار بد (چن و همکاران، ۲۰۱۸) از طریق رسانه‌ها (ژیونگ و همکاران، ۲۰۲۰) داشته باشند.

### پیشینه پژوهش

مروری و همکاران (۱۴۰۲)، نشان دادند ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت، بر نوسانات کوتاه‌مدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه، تأثیرگذار نیست ولی این نوسانات در بلندمدت، برای شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با دولت کمتر از شرکت‌های فاقد ارتباطات سیاسی است. همچنین، افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام بعد از عرضه‌های اولیه در بلندمدت می‌شود، ولی در

1. Allen
2. Cull & Xu
3. Amihud & Mendelson
4. Rhodes-Krupp
5. You

کوتاه مدت تأثیر گذار نیست. همچنین، شهرت و اعتبار عرضه کننده، بر نوسانات قیمت تأثیر گذار نیست که نشان دهنده عدم توجه سرمایه گذاران در ایران در زمان عرضه اولیه به شهرت و اعتبار عرضه کننده سهام (متعهد عرضه) است و شهرت و اعتبار عرضه کننده، نمی تواند بر تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر گذار باشد. سجادی و بنایی قدیم (۱۴۰۱)، نشان دادند رقابت اطلاعاتی بر اساس دو شاخص ارتباطات سیاسی و تمرکز مالکیت نهادی و اثر تعاملی مالکیت دولتی با آن، سبب افزایش پایداری سود می شود. یعنی مالکیت دولتی و رقابت اطلاعاتی، به دور از ترکیب تخریبی برای کاهش ارزش شرکت، دو عامل مکمل یکدیگر در تحقق اهداف ذی نفعان است.

ذوالفقاری و همکاران (۱۳۹۸)، نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی بر دقت پیش بینی سود اثر مثبت دارد. دقت پیش بینی سود شرکت هایی که شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در آنها پایین تر است، از انحراف کمتری برخوردار است.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴)، نشان دادند عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی داری با بیش ارزش گذاری سهام دارد. در واقع، مدیریت شرکت ها، هنگامی که دارای مزیت و برتری اطلاعاتی بوده و سودها را دستکاری می کنند، موجب می شود بر شدت بیش ارزش گذاری سهام افزوده شده و ثروت بلندمدت صاحبان سهام را نابود کنند.

نتایج لی و همکاران (۲۰۲۲)، نشان می دهد که سهام داران غیردولتی که وارد شرکت های دولتی می شوند، به طور معنی داری خطای قیمت گذاری سهام را کاهش می دهد. نقش کاهنده سهام داران غیردولتی که وارد شرکت های دولتی می شوند، به ویژه برای شرکت های دولتی که با درگیری های بیشتری هزینه های نمایندگی یا مداخله جدی تر دولت مواجه هستند، برجسته است. این شرکت ها نسبت بیشتری از سرمایه گذاران خرد، پوشش رسانه ای مثبت تر و فروش استقراضی دارند. علاوه بر این، آنها دریافته اند که خطای قیمت گذاری سهام در دوره فعلی بازده سهام آتی را از نظر ارزش بازار کاهش می دهد، در حالی که ورود سهام داران غیردولتی به شرکت های دولتی، چنین اثرات نامطلوبی را کاهش می دهد.

هان و همکاران (۲۰۲۲)، دریافته اند که بازده مورد انتظار با حجم معاملات در میان سهام های کم قیمت گذاری شده، رابطه مثبت و در میان سهام های بیش قیمت گذاری شده، رابطه منفی وجود دارد. به این ترتیب، حجم معاملات باعث افزایش خطای قیمت گذاری سهام می شود. نتایج آنها نسبت به خطای قیمت گذاری سهام و معیارهای حجم معاملات، روش های جایگزین تشکیل سبد سهام و کنترل متغیرهایی که اثرات تقویتی بر خطای قیمت گذاری سهام دارند، قوی است.

یانگ و ما (۲۰۲۱)، نشان دادند که بین بازده و ارزش در معرض خطر، برای سهام های بیش قیمت گذاری شده رابطه مثبت وجود دارد. علاوه بر این، ارزش در معرض خطر، خطای قیمت گذاری سهام را تشدید می کند، که نشان می دهد ارزش در معرض خطر، فرصت های آربیتراژ را افزایش می دهد و در نتیجه، منجر به افزایش خطای قیمت گذاری می شود. همچنین، اثر ارزش در معرض خطر در سهام های بیش قیمت گذاری شده، شدیدتر می شود، زیرا فروش استقراضی محدودتر می شود.

نتایج بوباگری<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰)، نشان داد مالکیت دولتی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت می‌گردد.

لیو و همکاران (۲۰۱۶)، کاهش ارزش سهام ناشی از حباب قیمتی را به دو بخش خطای قیمت‌گذاری سهام و عوامل خطای قیمت‌گذاری سهام تقسیم کردند و دریافتند که حباب قیمتی ناشی از اثر خطای قیمت‌گذاری سهام مهم‌تر است.

با توجه به مرور پیشینه این پژوهش، در پژوهش‌های اخیر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری و اثر مالکیت دولتی بر این دو رابطه مورد مطالعه قرار نگرفته است. ضروری است تا فعالان بازار سرمایه به این موضوع توجه داشته باشند.

### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش‌گذاری سهام رابطه مثبت و معنی‌دار دارد.  
**فرضیه دوم:** مالکیت دولتی، رابطه مثبت بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش‌گذاری سهام را بطور معنی‌داری تشدید می‌کند.

**فرضیه سوم:** عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام رابطه مثبت و معنی‌دار دارد.

**فرضیه چهارم:** مالکیت دولتی، رابطه مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام را بطور معنی‌داری تشدید می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، از نظر هدف، کاربردی؛ از نظر استدلال، قیاسی استقرایی و با توجه به نحوه جمع‌آوری داده‌ها، از پژوهش‌های اسنادکاوی و گذشته‌نگر (پس‌روپدای) است. پژوهش حاضر به روش کتابخانه‌ای و با رویکرد توصیفی-همبستگی اجرا شده است. اطلاعات و گزارش‌های مالی از سایت سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران<sup>۲</sup> و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین گردآوری شده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است. نمونه آماری به روش غربال‌گری منظم انتخاب شده است. شرکت‌هایی که طی دوره مورد مطالعه، دارای معیارهای زیر باشند به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند: ۱- شرکت‌ها در بورس تهران فعال بوده باشند، ۲- جهت افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و سال مالی و نوع فعالیت خود را تغییر نداده باشند، ۳- به‌لحاظ ساختار گزارشگری از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی) نباشند، ۴- معاملات سهام آن‌ها در بورس تهران بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد و ۵- اطلاعات آنها در دسترس باشد.

بعد از اعمال شرایط بالا، ۱۲۹ شرکت با ۱۰۳۲ سال - شرکت انتخاب شده است.

1. Boubakri  
2. www.codal.ir

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از مدل‌های (۱) و (۲) به پیروی از مراد<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۴)، چانگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۳) و تیهانی<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۹)، و برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم از مدل‌های (۳) و (۴) به پیروی از مراد و همکاران (۲۰۲۴)، گلیگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۲) و چانگ و همکاران (۲۰۱۳) استفاده شده است:

$$MISV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCFR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$MISV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCFR_{i,t} + \beta_2 SO_{i,t} + \beta_3 FCFR_{i,t} \times SO_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$MISV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SPREAD_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

$$MISV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SPREAD_{i,t} + \beta_2 SO_{i,t} + \beta_3 SPREAD_{i,t} \times SO_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

در مدل‌های (۱) تا (۴) برای شرکت  $i$  در سال  $t$  متغیرها به این شرح هستند: خطای ارزش‌گذاری سهام (MISV)، ریسک جریان نقد آزاد (FCFR)، عدم تقارن اطلاعاتی (SPREAD)، مالکیت دولتی (SO)، اندازه شرکت (SIZE) جریان نقد عملیاتی (CFO)، دارایی‌های مشهود (Tang)، سودآوری (ROA) و فرصت‌های رشد (Growth).

**خطای ارزش‌گذاری سهام (MISV):** رودز-کروپف و همکاران (۲۰۰۵) و چانگ<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳) دریافته‌اند ارزش‌دفتری، سود خالص و نسبت اهرم مالی می‌تواند بیشتر از ۸۰ درصد ارزش بازار شرکت‌ها را تبیین کند و خطای قیمت‌گذاری سهام در داخل صنایع مختلف به‌صفر برسد. لذا، برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی شرکت  $i$  از رگرسیون مقطعی (۵) در داخل هر صنعت  $j$ ، براساس اطلاعات سالانه به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$M_{i,t} = \beta_{0,j,t} + \beta_{1,j,t} BV_{i,t-1} + \beta_{2,j,t} NI_{i,t-1}^+ + \beta_{3,j,t} I_{(<0)} \times NI_{i,t-1}^+ + \beta_{4,j,t} Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۵)$$

که برای شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  و  $t-1$  در رابطه (۵) متغیرها به شرح زیر است:

1. Mrad
2. Chang
3. Tihanyi
4. Glegg
5. Chang

$M_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت؛  $BV_{i,t-1}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت؛  $NI_{i,t-1}^+$ : لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود و زیان خالص شرکت هستند. ( $I < 0$ ): یک متغیر مجازی، چنانچه شرکت در پایان سال قبل زیان داشته باشد مقدار یک، وگرنه مقدار صفر خواهد بود.

$Lev_{i,t-1}$ : اهرم مالی شرکت در پایان سال قبل برابر با یک منهای (نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها).

برای اجرای رگرسیون فوق حداقل باید ۱۲ مشاهده در هر صنعت موجود باشد. اطلاعات حسابداری مالی پایان سال  $t-1$  با ارزش بازار شرکت در پایان سال  $t$  تطبیق داده می‌شود. مقدار تعدیل شده ( $\hat{M}_{i,t}$ ) بدست آمده براساس رابطه (۵) بیانگر ارزش ذاتی شرکت است. در نتیجه، اختلاف بین  $M_{i,t}$  و  $\hat{M}_{i,t}$  به‌عنوان معیاری برای خطای ارزش‌گذاری سهام ( $MISV_{i,t}$ ) براساس رابطه (۶) محاسبه شد:

$$MISV_{i,t} = M_{i,t} - \hat{M}_{i,t} \quad (۶)$$

اگر مقدار این متغیر مثبت باشد، بیانگر بیش‌ارزش‌گذاری سهام و اگر مقدار آن منفی باشد، بیانگر کم‌ارزش‌گذاری سهام است.

ریسک جریان نقد آزاد شرکت: در این پژوهش برای سنجش جریان نقدی آزاد از مدل جنسن (۱۹۸۶) استفاده شد.

$$FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEP_{i,t} - DIV_{i,t}) / A_{i,t-1} \quad (۷)$$

در رابطه (۷)، متغیرها به این شرح هستند: جریان نقد آزاد شرکت (FCF)، سود عملیاتی قبل از کسر مالیات (INC)، مالیات پرداخت شده (Tax)، هزینه بهره (Inter)، سود سهام پرداخت شده (DIV)، کل دارایی‌ها (A)، پایان سال جاری ( $t$ )، پایان سال قبل ( $t-1$ ).

مطابق با نظریه‌ی جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶)، براساس فرضیه جریان نقد آزاد، فرصت‌های رشد شرکت با تشدید مشکلات نمایندگی همراه است. در نتیجه، در پژوهش حاضر برای محاسبه ریسک جریان نقد آزاد مطابق با پژوهش فاتما و چیچتی<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، جریان نقد آزاد بر نسبت  $Q$  توبین تقسیم شده است.  $Q$  توبین: به پیروی از ایشاق<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۲۱) به‌صورت رابطه ۵، اندازه‌گیری شده است:

$$Tobins Q = \frac{MVE + MVD}{BVTA} \quad (۸)$$

که رابطه (۸)، متغیرها در پایان سال  $t$  به این شرح است: ارزش بازار سهام (MVE)، ارزش بازار بدهی‌ها (MVD) و ارزش دفتری دارایی‌ها (BVTA).

1. Jensen
2. Fatma & Chichti
3. Ishaq

ریسک جریان نقد آزاد به پیروی از فاتما و چیچیتی (۲۰۱۱) به صورت رابطه ۹ است:

$$FCFR = \frac{FCF}{Q} \quad (9)$$

**عدم تقارن اطلاعاتی:** در این پژوهش به پیروی از آمیهد و مندلسون (۲۰۰۸) و صباح و همکاران (۱۴۰۳) برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (بالاترین و پایین ترین قیمت پیشنهادی روزانه)، به صورت رابطه ۱۰ بهره گرفته شده است:

$$Spread_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{j=1}^D \frac{(ASK_{ij} - BID_{ij})}{(ASK_{ij} + BID_{ij})/2} \quad (10)$$

در رابطه (۱۰) متغیرها به این شرح است: عدم تقارن اطلاعاتی (Spread)؛ بالاترین قیمت پیشنهادی فروش روزانه (ASK)، پایین ترین قیمت پیشنهادی خرید روزانه (BID). تعداد روزهای معاملاتی (D) که در آن آخرین قیمت پیشنهادی خرید روزانه و آخرین قیمت پیشنهادی فروش روزانه برای سهام شرکت i در دسترس باشد.

**متغیر تعدیل گر:** مالکیت دولتی (SO) برابر با مجموع درصد سهامی که در تملک شرکتها و سازمان های دولتی و شبه دولتی است (تیهانی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۹؛ دریائی و شهرابی، ۱۳۹۷؛ بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲).

**متغیرهای کنترلی:** برای پایان سال t: اندازه شرکت (SIZE) برابر با لگاریتم طبیعی درآمد فروش شرکت (تیهانی و همکاران، ۲۰۱۹)؛ جریان نقدی عملیاتی (CFO): برابر با نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی های شرکت (تیهانی و همکاران، ۲۰۱۹)؛ (بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲)؛ دارایی های مشهود (TANG) برابر با نسبت دارایی های مشهود به کل دارایی های شرکت (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳)؛ مراد و همکاران، ۲۰۲۴)؛ سودآوری (ROA): برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی های شرکت (تیهانی و همکاران، ۲۰۱۹)؛ رشد شرکت (GROWTH) برابر با (فروش دوره جاری منهای فروش سال قبل) تقسیم بر فروش سال قبل است (بابایی پرکوهی و همکاران، ۱۴۰۲).

### تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

جدول (۱) آمار توصیفی مربوط به ۱۲۹ شرکت نمونه طی دوره هشت ساله بین سال های ۱۳۹۴ تا

۱۴۰۱ (۱۰۳۲) سال-شرکت را گزارش می کند.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشدگی
خطای ارزش گذاری سهام	MISV	۰/۰۰۰۶	۱/۱۶۱۵	-۴/۲۷۱۶	۵/۸۱۳۲	۰/۹۴۹۹	۴/۸۱۲۵
ریسک جریان نقدی آزاد	FCFR	۱/۱۵۰۷	۳/۳۴۱۳	۰/۰۰۰۱	۲۹/۹۶۳	۵/۴۶۷۴	۳۶/۹۳۶
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۶	۱/۸۵۸۰	۱۸/۶۱۰
مالکیت دولتی	SO	۰/۴۶۸۶	۰/۱۳۰۸	۰/۰۰۰۰	۰/۷۴۰۰	۲/۹۶۹۶	۱۳/۳۹۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۹۴۰	۱/۸۰۴۳	۹/۶۹۲۲	۲۱/۳۵۵	۰/۴۵۵۱	۳/۸۷۱۵
جریان نقدی عملیاتی	CFO	۰/۱۲۵۱	۰/۱۴۴۶	-۰/۴۶۰۰	۰/۷۲۶۶	۰/۴۷۹۸	۴/۰۵۸۷
دارایی‌های مشهود	TANG	۰/۲۵۳۹	۰/۱۸۳۲	۰/۰۰۶۹	۰/۹۶۸۵	۱/۰۱۵۸	۳/۶۴۷۲
سودآوری	ROA	۰/۱۵۵۵	۰/۱۶۲۵	-۰/۵۶۲۸	۰/۶۸۱۹	۰/۲۷۶۸	۳/۶۰۰۴
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۴۱۱۴	۰/۵۱۲۴	-۰/۷۱۵۲	۴/۵۵۵۰	۱/۸۳۶۶	۱۱/۰۴۳۲

مأخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به نتایج گزارش شده در جدول (۱)، میانگین خطای ارزش گذاری سهام برابر با (۰/۰۰۰۶) است، این متغیر دارای چولگی مثبت و کشیدگی بالاتر از توزیع نرمال به ترتیب برابر با ۰/۹۴۹۹ و ۴/۸۱۲۵ است. به طور میانگین ۴۶/۸۶ درصد از مالکیت شرکت‌های نمونه، مالکیت دولتی است. این متغیر دارای چولگی مثبت و کشیدگی بالاتر از توزیع نرمال به ترتیب برابر ۲/۹۶ و ۱۳/۳۹ است. همچنین، بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر ریسک جریان نقد آزاد است که نشان دهنده پراکندگی زیاد این متغیر است. بنابراین، انحراف معیار جریان‌های نقد آزاد شرکت‌های مورد بررسی از تنوع بالایی برخوردار هستند. کمترین مقدار انحراف معیار مربوط به متغیر عدم تقارن اطلاعاتی (۰/۰۰۰۵) است که نشان می‌دهد داده‌های این متغیر پراکندگی زیادی وجود ندارند و بیشتر حول میانگین متمرکز شده‌اند.

### بررسی پیش فرض الگوهای پژوهش

ابتدا متغیرهای پرت، ترمیم شده است<sup>۱</sup>. سپس، پایایی سری‌های متغیرها به کمک آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو بررسی شد که نتایج آن در جدول (۲) درج شده است:

جدول ۲. نتایج پایایی، هم‌خطی متغیرها، برازش مدل‌ها و آماره دوربین-واتسون

متغیر	نماد	پایایی متغیرها	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۳)	مدل (۴)
		VIF	VIF	VIF	VIF	VIF
ضریب ثابت	C	-	-	-	-	-
خطای ارزش‌گذاری سهام	MISV	-۱۸/۴۶				
ریسک جریان نقد آزاد	FCFR	-۷۸/۰۵	۱/۰۱	۱/۴۵		
عدم‌تقارن اطلاعاتی	SPREAD	-۱۴/۲۹			۱/۰۴	۱/۲۸
مالکیت دولتی	SO	-۵/۷۱		۱/۰۴		۶/۸۳
اثر تعاملی ریسک جریان نقد آزاد با مالکیت دولتی	FCFR*SO			۱/۴۶		
اثر تعاملی عدم‌تقارن اطلاعاتی با مالکیت دولتی	SPREAD*SO					۶/۶۳
اندازه شرکت	SIZE	-۲۴/۸۳	۱/۱۲	۱/۱۵	۱/۱۲	۱/۱۶
جریان نقدی عملیاتی	CFO	-۱۴/۱۰	۱/۵۰	۱/۵۱	۱/۵۱	۱/۵۱
دارایی‌های مشهود	TANG	-۱۷/۹۲	۱/۰۹	۱/۱۱	۱/۱۰	۱/۱۲
سودآوری	ROA	-۹/۶۰	۱/۶۷	۱/۶۸	۱/۶۷	۱/۶۸
فرصت‌های رشد	GROWTH	-۴۴/۹۸	۱/۱۱	۱/۱۱	۱/۱۴	۱/۱۵
آماره f	f		۶/۶۸**	۱۲/۴۳**	۱۰/۹۸**	۱۱/۵۶**
آماره دوربین واتسون	DW		۱/۹۱	۱/۹۹	۱/۹۷	۱/۹۷

مأخذ: محاسبات پژوهش

\*\*،\* به ترتیب در سطح اهمیت ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار است.

با توجه به جدول (۲) مقدار احتمال همه متغیرها از ۰/۰۵ کمتر است در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد می‌شود، بنابراین ریشه واحد وجود ندارد و تمام متغیرها مانا هستند.

با توجه به جدول (۲) بررسی همخطی متغیرها با استفاده از آماره عامل تورم واریانس (VIF) نشان می‌دهد، برای همه متغیرها در الگوهای آماری مقادیری کمتر از ۱۰ حاصل شده است پس احتمال همخطی در الگوهای مورد استفاده این پژوهش رد می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون برای همه الگوها در دامنه مطلوب، بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها است. آماره F فیشر برای برازش الگوهای رگرسیون در سطح خطای ۱٪ معنی‌دار است، بنابراین با اطمینان ۹۹٪ این الگوها معنی‌دار هستند و برازش آنها مطلوب است.

**جدول ۳. آزمون‌های تشخیص الگوهای پژوهش**

آماره آزمون‌ها		مدل‌ها	فرضیه‌ها	چاو	هاسمن	بروش-پاگان-گادفری
		مدل (۱)	(۱)	۳/۷۶*	۱۵۸/۹۱**	۵۴/۳۱ <sup>†</sup>
		مدل (۲)	(۲)	۳/۷۸*	۱۵۸/۵۷**	۵۶/۲۹ <sup>†</sup>
		مدل (۳)	(۳)	۳/۴۸*	۱۳۷/۹۹**	۶۰/۳۹ <sup>†</sup>
		مدل (۴)	(۴)	۳/۵۱*	۱۴۳/۵۲**	۶۴/۵۰ <sup>†</sup>

مأخذ: محاسبات پژوهش

\* آزمون چاو در سطح خطای ۱٪ معنی‌دار است بنابراین الگوی داده‌های تابلویی مناسب است.

\*\* آزمون هاسمن در سطح خطای ۱٪ معنی‌دار است بنابراین الگوی اثرات ثابت مناسب است.

<sup>†</sup> آزمون بروش-پاگان-گادفری در سطح خطای ۱٪ معنی‌دار است بنابراین مقادیر باقیمانده الگوها دارای واریانس ناهمسان هستند.

با توجه به جدول (۳) و آزمون چاو و آزمون هاسمن در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است، بنابراین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مناسب است. آزمون بروش-پاگان-گادفری در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است. پس، مقادیر باقیمانده الگوها دارای مشکل ناهمسانی واریانس هستند، برای رفع آن از ضریب تصحیح وایت و الگوی حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است.

بر اساس نتایج جدول (۴) برای آزمون فرضیه اول در مدل (۱) با توجه به مقدار آماره  $t$  و ضریب متغیر ریسک جریان نقد آزاد که برابر ۰/۰۳۵ است، می‌توان گفت بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و خطای ارزش‌گذاری سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به بیان دیگر با افزایش ریسک جریان نقد آزاد میزان خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها نیز، افزایش می‌یابد پس، فرضیه اول پذیرفته می‌شود. این یافته مطابق با مبانی نظری است. بر اساس نتایج پژوهش‌های پیشین همانند نوریاه و امیر<sup>۱</sup> (۲۰۲۳)، با افزایش ریسک جریان نقد آزاد شرکت‌ها، تمایل به مدیریت سود افزایش می‌یابد و در نتیجه، خطای ارزش‌گذاری سهام نیز، بیشتر می‌شود.

با توجه به جدول (۴) برای آزمون فرضیه دوم در مدل (۲)، با توجه به مقدار آماره  $t$  و ضریب متغیر اثر تعاملی ریسک جریان نقد آزاد با مالکیت دولتی برابر با ۰/۰۶۵، در سطح اهمیت ۵٪ معنی‌دار است، بنابراین، مالکیت دولتی رابطه مثبت بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و خطای ارزش‌گذاری سهام را تشدید می‌کند؛ لذا، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

برای آزمون فرضیه سوم در مدل (۳)، با توجه به مقدار آماره  $t$  و ضریب متغیر عدم‌تقارن اطلاعاتی، در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار است، بنابراین رابطه بین عدم‌تقارن اطلاعاتی و خطای ارزش‌گذاری سهام مثبت و معنی‌دار است؛ لذا، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود. به بیان دیگر، با افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی، میزان خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها افزایش خواهد یافت. در راستای این یافته‌ها، موسوی شیرینی و همکاران (۱۳۹۴) نیز، دریافته‌اند که عدم‌تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنی‌داری با بیش‌ارزش‌گذاری سهام دارد.

جدول ۴. بررسی فرضیه‌های پژوهش

متغیر	نماد	اول		دوم		سوم		چهارم	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت	C	-۳/۰۶۴**	-۵/۳۱	-۲/۶۷۶**	-۶/۸۲	-۲/۷۵۳**	-۶/۸۰	-۲/۵۷۵**	-۶/۳۴
ریسک جریان نقد آزاد	FCFR	۰/۰۳۵**	۳/۷۲	۰/۰۲۸**	۴/۷۹				
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD					۱۳۰۲/۰۵**	۲/۷۰	۱۱۱۸/۸۳*	۲/۱۰
مالکیت دولتی	SO			-۰/۸۸۴*	-۲/۲۲			-۱/۴۳۱*	-۲/۳۴
اثر مالکیت دولتی بر ریسک جریان نقد آزاد	FCFR*SO			۰/۰۶۵*	۲/۱۹				
اثر مالکیت دولتی بر عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD*SO							۵۸۲۶/۷۵**	۲/۴۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۵۴**	۳/۷۹	۰/۱۳۷**	۵/۱۸	۰/۱۲۸**	۴/۵۳	۰/۱۲۳**	۴/۴۱
جریان نقدی عملیاتی	CFO	-۱/۰۵۴**	-۳/۷۶	-۱/۱۳۷**	-۶/۵۸	-۱/۰۸۳**	-۵/۷۷	-۱/۱۸۸**	-۶/۳۵
دارایی‌های مشهود	TANG	۱/۵۵۳**	۵/۶۴	۱/۱۵۲**	۴/۹۱	۰/۸۸۹**	۳/۷۵	۰/۷۳۰**	۳/۱۰
سودآوری	ROA	۱/۷۳۵**	۵/۵۰	۱/۹۴۶**	۸/۵۷	۲/۱۰۰**	۸/۷۷	۲/۰۶۸**	۹/۰۹
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۴۶۴**	۶/۸۹	۰/۴۸۳**	۹/۱۲	۰/۴۸۶**	۸/۹۲	۰/۴۸۹**	۹/۰۳
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	۰/۴۹۹۵		۰/۶۵۳۶		۰/۶۲۱۴		۰/۶۳۷۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	adj R <sup>2</sup>	۰/۴۲۴۸		۰/۶۰۱۰		۰/۵۶۴۸		۰/۵۸۲۲	

مأخذ: محاسبات پژوهش  
 \*\*، \* به ترتیب در سطح اهمیت ۱٪ و ۵٪ معنی دار است.

با توجه به نتایج جدول (۴) برای آزمون فرضیه چهارم در مدل (۴)، با توجه به مقدار آماره t و ضریب اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی با مالکیت دولتی برابر ۵۸۲۶/۷۵، در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی دار است. بنابراین مالکیت دولتی رابطه مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و خطای ارزش گذاری سهام را تشدید می کند؛ لذا، فرضیه چهارم پذیرفته می شود.

## بحث و نتیجه‌گیری

ارزش‌گذاری صحیح به دانش عمیق در حوزه مالی، تحلیل بازار و همچنین، شناخت مدل‌های اقتصادی و مالی نیاز دارد. استفاده از این دانش می‌تواند سرمایه‌گذاران را در دستیابی به بازده مطلوب و کاهش خطرهای سرمایه‌گذاری کمک کند. ارزش‌گذاری صحیح بر پایه تحلیل دقیق اطلاعات مالی، شرایط بازار، پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده و ارزیابی مخاطرات موجود انجام می‌شود. به این ترتیب، تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای باعث افزایش بازده سرمایه‌گذاری و بهبود بهره‌وری در بازارهای مالی خواهد شد. در پژوهش حاضر اثر مالکیت دولتی بر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت و عدم‌تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام بررسی شده است.

نتایج نشان می‌دهند بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بنابراین، ریسک جریان نقد آزاد موجب افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها می‌شود. این یافته با نتایج جیا و همکاران (۲۰۲۰)، سلیمان و وی (۲۰۱۹)، احمد و اوربانی (۲۰۲۲) و مخالف با یافته‌های جیامبونا و همکاران (۲۰۱۸) و گیز و همکاران (۲۰۱۹) است.

همچنین، مالکیت دولتی بر رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش‌گذاری سهام، اثر مثبت و معنی‌دار دارد. به عبارتی، مالکیت دولتی موجب تشدید رابطه بین ریسک جریان نقد آزاد شرکت با خطای ارزش‌گذاری می‌شود و خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. این یافته مطابق با یافته‌های هوانگ و همکاران (۲۰۲۴)، ال فرایان (۲۰۲۴)، مگینسون (۲۰۱۷) و اودین و همکاران (۲۰۱۷) است.

عدم‌تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. از این رو، عدم‌تقارن اطلاعاتی موجب افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها می‌شود. این یافته مطابق با یافته‌های هان و همکاران (۲۰۲۲)، میگللو (۲۰۲۰)، لیو و همکاران (۲۰۱۶)، دری-ماتیچی و همکاران (۲۰۲۱)، مخالف یافته‌های سلیمان و وی (۲۰۱۹) است.

مالکیت دولتی بر رابطه عدم‌تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام، اثر مثبت و معنی‌دار دارد. بنابراین، مالکیت دولتی در شرکت، موجب تشدید رابطه عدم‌تقارن اطلاعاتی با خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود. این یافته مطابق با نتایج جین و همکاران (۲۰۲۲)، لی و همکاران (۲۰۲۱)، چن و همکاران (۲۰۱۸) است.

براساس نتیجه فرضیه اول، با افزایش ریسک جریان نقد آزاد، خطای ارزش‌گذاری سهام نیز، افزایش می‌یابد، ریسک جریان نقد آزاد، اثر نامطلوب بر سلامت مالی شرکت دارد. کمبود یا مازاد جریان نقد آزاد، می‌تواند منجر به خطای ارزش‌گذاری سهام شود.

براساس نتایج فرضیه دوم، مالکیت دولتی می‌تواند خطای ارزش‌گذاری سهام را تشدید کند. مالکیت دولت رابطه مثبت بین ریسک جریان نقد آزاد و خطای ارزش‌گذاری سهام را افزایش می‌دهد که اغلب به دلیل دخالت سیاسی، کاهش شفافیت و ناکارآمدی در تخصیص منابع است. سازوکارهای راهبری شرکتی قوی و ارتباط شفاف با سرمایه‌گذاران می‌تواند اثرات نامطلوب مالکیت دولت را کاهش داده و خطای ارزش‌گذاری سهام را کاهش دهد.

بر اساس نتایج فرضیه سوم، عدم تقارن اطلاعاتی، محیطی را ایجاد می‌کند که در آن فعالان بازار بر اساس اطلاعات ناقص تصمیم می‌گیرند. این تقارن اطلاعاتی، شرایط ایجاد خطای ارزش‌گذاری سهام را فراهم می‌کند، زیرا احتمال انحراف قیمت‌ها از ارزش‌های ذاتی بیشتر است. تلاش برای کاهش عدم تقارن اطلاعات، مانند افزایش شفافیت، بهبود استانداردها و الزامات افشا و بهبود مقررات نظارتی، می‌تواند به بهبود فضای رقابتی در بازار سرمایه و کاهش نقش دولت در شرکت‌های بورسی و کاهش خطای ارزش‌گذاری سهام در بازارهای مالی کمک کند. خطای ارزش‌گذاری سهام به دلیل عدم تقارن اطلاعات می‌تواند پیامدهای بلندمدتی برای هزینه سرمایه و تصمیمات سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها داشته باشد.

بر اساس نتایج فرضیه چهارم، افزایش مالکیت دولتی در شرکت، موجب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام می‌شود. تأثیر مالکیت دولت بر خطای ارزش‌گذاری سهام با توجه به محیط و شرایط متفاوت است؛ بهبود کیفیت نهادی در بازارهای مالی با چارچوب‌های حاکمیتی قوی، اثرات منفی مالکیت دولت را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، پویایی در صنایع مستعد مداخله سیاسی (مثلاً منابع طبیعی یا زیرساخت)، خطای ارزش‌گذاری سهام را افزایش می‌دهد. برای تدوین خط‌مشی، سیاست‌گذاران باید بین منافع اقتصادی مالکیت دولت (مانند ثبات، تمرکز سرمایه‌گذاری بلندمدت) در برابر خطرات ناکارآمدی و خطای ارزش‌گذاری سهام تعادل برقرار کنند. اصلاحات در چارچوب‌های حاکمیتی و نظارتی برای دستیابی به این تعادل ضروری است. شناخت خطرات مرتبط با مالکیت دولت و اجرای سازوکارهایی برای کاهش مداخله سیاسی می‌تواند به کاهش خطای ارزش‌گذاری سهام کمک کند.

پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران هنگام معامله سهام شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، به‌ویژه در محیط‌های با حاکمیت ضعیف یا سطوح بالای ریسک جریان نقدی آزاد، محتاط باشند. تعدیل انتظارات ارزش‌گذاری سهام برای این عوامل ضروری است. خطای ارزش‌گذاری سهام در این‌گونه شرکت‌ها احتمالاً بیشتر است. آنها باید ساختار حاکمیتی شرکت‌های دولتی را با تمرکز بر شفافیت و استقلال مدیریت به‌دقت ارزیابی کنند. همچنین، برای کاهش خطر و بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری، آنها باید شیوه‌های حاکمیتی و خطرات مداخله دولت، انگیزه‌های سیاسی یا تخصیص ناکارآمد سرمایه را به‌ویژه در شرکت‌های دولتی توجه کنند. سیاست‌گذاران باید بر تقویت چارچوب‌های حاکمیتی و پاسخ‌گویی، مانند معرفی هیئت مدیره مستقل در شرکت‌های دولتی، الزام به رعایت استانداردهای شفافیت و افشا برای کمینه‌سازی عدم تقارن اطلاعات، کاهش مداخلات سیاسی با تفکیک نقش‌های مالکیت و نظارتی، تمرکز کنند. در نتیجه، بهبود حاکمیت شرکتی اثرات منفی مالکیت دولت بر ریسک جریان نقدی آزاد را کاهش می‌دهد و خطای ارزش‌گذاری سهام را کاهش می‌دهد.

با شناخت عواملی که باعث تشدید خطای ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های دولتی با ریسک جریان نقد آزاد بالا می‌شوند، ذی‌نفعان می‌توانند چنین محیط پویا را بهتر درک کنند و کارایی بازار را بهبود بخشند. اگر ریسک جریان نقدی آزاد به‌طور مؤثر مدیریت نشود یا اهداف سیاسی، کارایی اقتصادی را تحت‌الشعاع قرار دهد، ممکن است شرکت‌های دارای مالکیت دولتی با افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام مواجه شوند. شرکت‌ها باید از طریق افزایش شفافیت در بهره‌وری جریان‌های نقد آزاد، بر همسویی

استراتژی‌های حداکثرسازی ارزش شرکت تمرکز داشته باشند و از طریق اجرای کنترل‌های داخلی و سازوکارهای حسابرسی برای استفاده کارآمد از جریان نقدی، تقویت شیوه‌های حاکمیت شرکتی موجب اعتماد سرمایه‌گذاران شود.

محدودیت‌های ماهوی و شکلی اعم از موضوعی و زمانی، موجب شد نتوان به همه ابعاد موضوع پرداخت، داده‌های شرکت‌ها براساس تورم تعدیل نشده است، ساختار صورت جریان وجوه نقد اخیراً تغییر کرده است، تفکیک شرکت‌های دولتی از غیردولتی مشکل بود و داده‌های بسیاری از شرکت‌های بورسی در دسترس نبود از این‌رو بسیاری از شرکت‌ها از نمونه حذف شد. دوره زمانی این پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ است که کشور با نوسانات سیاسی، اقتصادی و حتی بیماری کرونا مواجه شد که می‌تواند بر نتایج مطالعه حاضر اثرگذار باشد.

برای پژوهش‌های آتی، پیشنهاد می‌شود، عوامل زمینه‌ای نظیر نقش میانجی زمینه‌های اقتصادی، سیاسی براساس مدل‌های این پژوهش بررسی شود. نقش مالکیت دولت بر ریسک جریان نقدی آزاد در طول دوره رکود و رونق اقتصادی بررسی شود. اثر شرکت‌های با اندازه متوسط و کوچک، شرکت‌های با رقابت بالا در صنعت، شرکت‌های با مدیریت سود بالا و شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین، در این حوزه بررسی شود.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
 مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
 تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.  
 تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی



## References

- Aharon, D. B. (2023). Transparency and Information Asymmetry in Financial Markets: A Critical Perspective. *Brill Research Perspectives in International Banking and Securities Law*, 4(4), 1-65. DOI:10.1163/24056936-12340012
- Ahmad, F. & Oriani, R. (2022). Investor attention, information acquisition, and value premium: A mispricing perspective. *International Review of Financial Analysis*, 79, 101976. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101976>
- Akhgar, M. O. & Dadejani, R. (2016). The relationship between financial restatement and information asymmetry: Evidence from Iran. *Quarterly Financial Accounting*, 7(28), 79-104. <http://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-486-fa.html> (in Persian)
- Al-Faryan, M. A. S. (2024). Agency theory, corporate governance and corruption: an integrative literature review approach. *Cogent Social Sciences*, 10(1), <https://doi.org/10.1080/23311886.2024.2337893>
- Allen, F; Qian, J; & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.010>.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00180.x>
- Anderson, K; Woodhouse, K; Ramsay, A; & Faff, R. (2008). The persistence and pricing of earnings, accruals and free cash flows: Australian evidence. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 25(1), 6-24.
- BabaeiParkohi, Z; Ebrahimi, S. K; & Amri-Asrami, M. (2023). The Impact of Governmental Ownership, Political Connections, and Related-Party Transactions on External Financing and Investment. *Financial Management Strategy*, 11(2), 53-76. doi: 10.22051/jfm.2023.41063.2712. (in Persian).
- Bhattacharya, N; Desai, H; & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01161.x>
- Boubakri, N; Chen, R. R; El Ghoul, S; Guedhami, O; & Nash, R. (2020). State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization. *Journal of Corporate Finance*, 65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101763>
- Brealey, R. A; Myers, S. C; & Allen, F. (2014). Principles of corporate finance. McGraw hill. <https://www.mheducation.com/content/dam/mhe/blog/highered/2025/pdfs/brealey-principles-of-corporate-finance-evergreen-2025.pdf>
- Chang, E. C; Luo, Y; & Ren, J. (2013). Pricing deviation, misvaluation comovement, and macroeconomic conditions. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5285-5299. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.005>
- Chen, D; Kim, J. B; Li, O; & Liang, S. (2018). China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk. *The Accounting Review*, 93(3), 105-131. DOI:10.2308/accr-51867

Chen, W; Mamon, R; Xiong, H; & Zeng, P. (2024). Does uncertainty affect the limits of arbitrage? Evidence from the US stock markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102221>

Choi, S; Lee, S; Choi, K; & Sun, K. A. (2018). Investment–cash flow sensitivities of restaurant firms: A moderating role of franchising. *Tourism Economics*, 24(5), 560-575. <http://doi.org/10.1177/1354816618759201>

Choudhury, P. & Khanna, T. (2014). Toward resource independence–Why state-owned entities become multinationals: An empirical study of India’s public R&D laboratories. *Journal of International Business Studies*, 45(8), 943-960. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.43>

Columbano, C. & Trombetta, M. (2022). When do governments ‘go dark’? Evidence on governments’ disclosure choices in periods of uncertainty. *European Accounting Review*, 31(5), 1119-1148. <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2118146>

Cull, R. & Xu, L. C. (2005). Bureaucrats, state banks, and the efficiency of credit allocation: The experience of Chinese state-owned enterprises. *Journal of Comparative Economics*, 28(1), 1–31. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.06.001>

Dari-Mattiacci, G; Onderstal, S; & Parisi, F. (2021). Asymmetric solutions to asymmetric information problems. *International Review of Law and Economics*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2021.105981>

Daryaei, A. & Shahrabi, F. (2018). Mediator Role of Government Ownership on Relationship between Real Earnings Management and Future Performance. *Applied Research in Financial Reporting*, 7(1), 111-142. (in Persian)

Dockery, E; Vergari, D; & Vergari, F. (2001). Explaining the behaviour of stock prices in an emerging market: an empirical analysis of the Greek stock market. *Managerial Finance*, 27(1/2), 82-98. <https://doi.org/10.1063/5.0045110>

Doukas, J. A. & Han, X. (2021). Sentiment-scaled CAPM and market mispricing. *European Financial Management*, 27(2), 208-243. <https://doi.org/10.1111/eufm.12306>

Etges, A. P. B. D. S; de Souza, J. S; Kliemann Neto, F. J; & Felix, E. A. (2019). A proposed enterprise risk management model for health organizations. *Journal of Risk Research*, 22(4), 513-531. <http://doi.org/10.1080/13669877.2017.1422780>

Faccio, M; Masulis, R.W; & McConnell, J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6) 2597-2635. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x>

Fan, J. P; Wong, T. J; & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>

Fathalipour, F. & Shafiei, H. (2022). A review of the concept, countermeasures, and measurement methods of information asymmetry. *Studies and Research in Behavioral Sciences*, 10, 185–202. (in Persian)

Fatma, B. M. & Chichti, J. (2011). Interactions between free cash flow, debt policy and structure of governance: Three stage least square simultaneous model approach. *Journal of Management Research*, 3(2), 1-34. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2art2>

Giambona, E; Graham, J. R; Harvey, C. R; & Bodnar, G. M. (2018). The theory and practice of corporate risk management: Evidence from the field. *Financial Management*, 47(4), 783-832. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3143797>

Giese, G; Lee, L. E; Melas, D; Nagy, Z; & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *Journal of portfolio management*, 45(5), 69-83. <http://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

Glegg, C; Harris, O; Madura, J; & Ngo, T. (2012), The Impact of Mispricing and Asymmetric Information on the Price Discount of Private Placements of Common Stock. *Financial Review*, 47, 665-696. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2012.00344.x>

Hajiha, Z. & Ranjbar Navi, R; (2018). The Effect of Business Strategy and Overvalued Equities on Stock Price Crash Risk. *Financial Accounting Research*, 10(2), 45-64. doi: 10.22108/FAR.2018.106483.1142 (in Persian).

Han, Y; Huang, D; Huang, D; & Zhou, G. (2022). Expected return, volume, and mispricing. *Journal of Financial Economics*, 143(3), 1295-1315. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.014>

Harrington, C; Hauser, C; Olney, B; & Rosenau, P. V. (2011). Ownership, financing, and management strategies of the ten largest for-profit nursing home chains in the United States. *International Journal of Health Services*, 41(4), 725-746. <https://doi.org/10.2190/HS.41.4.g>

Hong, H. & Stein, J. C. (2007). Disagreement and the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 109–128. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.109>

Hosseinzadeh, M; Mansourfar, G; & Ghayour, F. (2024). Distress Risk Anomaly and Stock Pricing. *Financial Management Strategy*, 12(4), 67-96. <https://doi.org/10.22051/jfm.2024.46680.2913> (in Persian)

Hu, Y; Li, W; & Zhang, A. (2023). Political promotion incentives and firm risk: Evidence from state-owned enterprises in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(1), 156-169. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2095899>

Huang, W; Xu, W; Li, D; Zhao, L; & Yang, S. (2024). Does market misvaluation drive cross-border M&As?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 92, 101960. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101960>

Iqbal, N; Xu, J. F; Fareed, Z; Wan, G; & Ma, L. (2022). Financial leverage and corporate innovation in Chinese public-listed firms. *European Journal of Innovation Management*, 25(1), 299-323. <https://doi.org/10.1108/EJIM-04-2020-0161>

Ishaq, M; Islam, Y; & Ghouse, G. (2021). Tobin's Q as an indicator of firm performance: Empirical evidence from manufacturing sector firms of Pakistan. *International Journal of Economics and Business Administration*, IX, 1, 425-441. <https://doi.org/10.35808/ijeba/683>

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>

Jia, N; Rai, A. & Xu, S. X. (2020). Reducing capital market anomaly: The role of information technology using an information uncertainty lens. *Management Science*, 66(2), 979-1001. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3235>

Jiang, F. & Kim, K. A. (2020). Corporate governance in China: A survey. *Review of Finance*, 24(4), 733–772. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>

Jin, X; Xu, L; Xin, Y; & Adhikari, A. (2022). Political governance in China's state-owned enterprises. *China Journal of Accounting Research*, 15(2). <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2022.02.001>

Khan, M. (2008). Are accruals mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 55-77. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.07.001>

Lee, S; Lee, S; & Ryu, J. Y. (2021). Do competent managers hoard bad news? Self-regulation theory and Korean evidence. *Finance Research Letters*, 41. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101836>

Li, W; Yang, X; & Yin, X. (2022). Non-state shareholders entering of state-owned enterprises and equity mispricing: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 84. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102362>

Li, Q; Lin, C; & Xu, L. (2020). Political investment cycles of state-owned enterprises. *The Review of Financial Studies*, 33(7), 3088-3129. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz016>

Lilienfeld-Toal, U. V. & Ruenzi, S. (2014). CEO ownership, stock market performance, and managerial discretion. *The Journal of Finance*, 69(3), 1013-1050. <https://doi.org/10.1111/jofi.12139>

Liu, D; Gu, H; & Lung, P. (2016). The equity mispricing: Evidence from China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 211-223. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.007>

Lu, Z. (2024). Information Asymmetry in Financial Markets: A Theoretical Review of Its Impact on IPO Underpricing. *Highlights in Business, Economics and Management*, 24, 664-669.

Mahham, K; Hosseini, J; & Farajzadeh, A. A. (2015). Free Cash Flow. *Knowledge and Research in Accounting Quarterly, Iranian Accounting Association*, (12), 30–40. (in Persian)

Marvi, R; Tavangar Hamzeh Kolaei, A; Heydarpour, F; & Rouhi, A. (2023). Examining the effect of corporate political connections with the government and information asymmetry on short-term and long-term stock price volatility after the initial public offering. *Journal of Investment Knowledge*, 12(48), 329–360. (in Persian)

Meggison, W. L. (2017). Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century. *Foundations and Trends® in Finance*, 11(1-2), 1-153. <https://doi.org/10.1561/05000000053>

Miglo, A. (2020). Zero-debt policy under asymmetric information, flexibility and free cash flow considerations. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 296. <https://doi.org/10.3390/jrfm13120296>

Mihus, I; Akimova, L; Akimov, O; Laptev, S; Zakharov, O; & Gaman, N. (2021). Influence of corporate governance ratings on assessment of non-financial threats to economic security of joint stock COMPANIES. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 6(41), 223-237. <http://doi.org/10.18371/fcaptop.v6i41.251442>

Mousavi Shiri, S. M; Khal'atbari, H; & Firoozbakht, M. (2015). The effect of information asymmetry on stock overvaluation. *Financial Accounting and Auditing Research*, 7(27), 73-92. (In Persian)

Mrad, S; Hamza, T; & Manita, R. (2024). Corporate investment sensitivity to equity market misvaluation, *Review of Accounting and Finance*, 23(1), 1-38. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2023-0027>

Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Nguyen, H. A; Lien Le, Q; & Anh Vu, T. K. (2021). Ownership structure and earnings management: Empirical evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1908006>

Nuriyah, A. I. & Amir, A. (2023). The Effect of Free Cash Flow, Leverage, Information Asymmetry, and Managerial Ownership to Profit Management. *Ratio: Reviu Akuntansi Kontemporer Indonesia*, 4(1), 1-11. <https://doi.org/10.30595/ratio.v4i1.15607>

Opler, T; Pinkowitz, L; Stulz, R; & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 40(5), 223-228. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)

Pantzalis, C. & Park, J. C. (2014). Agency costs and equity mispricing. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(1), 89-123. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12041>

Piryayesh, R. & Mozaffari, S. (2018). Information asymmetry and its effects on the capital market. *Modern Applied Studies in Management and Economics*, 1(3), 83-96. DOI: 10.22034/nasmea.2018.181566 (in Persian)

Polk, C. & Sapienza, P. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn030>

Ramachandran, L. S. & Tayal, J. (2021). Mispricing, short-sale constraints, and the cross-section of option returns. *Journal of Financial Economics*, 141(1), 297-321. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.006>

Rhodes-Kropf, M; Robinson, D. T; & S. Viswanathan. (2005). Valuation Waves and Merger Activity: The empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 77, 561-603. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.015>

Rochmah, H. N. & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1). <http://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>

Sabah, S. S; Foroghi, D; & Hashemi, S. A. (2024). The Effect of Life Cycle on Financial Statement Comparability by Consideration Moderating Role of the Information Asymmetric. *Empirical Research in Accounting*, 14(4), 49-72. doi: 10.22051/JERA.2024.47241.3246 (in Persian)

Sajadi, S. H. & bonabi ghadim, R. (2022). The Effect of Government Ownership on Relationship between Information Competition and Earning Persistence. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(75), 41-68. <https://doi.org/10.22054/qjma.2022.65345.2340>. (In Persian).

Sheykhi, Z. & hasanzadeh diva, M. (2020). Investigating the relationship between government ownership, financing constraints, fraudulent financial reporting, and corporate performance. *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(29), 71-86. (In Persian)

Stambaugh, R. F; Yu, J; & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 288–302. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.001>

Sulaeman, J. & Wei, K. D. (2019). Sell-side analysts and stock mispricing: evidence from mutual fund flow-driven trading pressure. *Management Science*, 65(11), 5427-5448. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3073>

Surty, M; Yasseen, Y; & Padia, N. (2018). Trends in integrated reporting: a state-owned company analysis. *Southern African Business Review*, 22(1), 1-22. <https://doi.org/10.25159/1998-8125/3841>

Tihanyi, L; Aguilera, R. V; Heugens, P; van Essen, M; Sauerwald, S; Duran, P; & Turturea, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, 45(6), 2293-2321. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>

Udin, S; Khan, M. A; & Javid, A. Y. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: An empirical evidence. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(4), 589-612. <http://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0067>

Usman, B. & Susanti, W. (2024). Insights into Herding Behavior in Indonesian Islamic Banks. *Journal of Finance & Banking Review*, 9(1), 27-37. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2024.9.1\(1\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2024.9.1(1))

Weech-Maldonado, R; Laberge, A; Pradhan, R; Johnson, C; Yang, Zhou; & Hyer, K. (2012). Nursing home financial performance: The role of ownership and chain affiliation. *Health Care Management Review*, 37, 235–245. <http://doi.org/10.1097/HMR.0b013e31823dfe13>

Wei, Z; Xie, F; & Zhang, S. (2005). Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991–2001. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(1), 87-108. <https://doi.org/10.1017/S0022109000001757>

Xiong, X; Meng, Y; Joseph, N. L; & Shen, D. (2020). Stock mispricing, hard-to-value stocks and the influence of internet stock message boards. *International review of financial analysis*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101576>

Yang, B. & Ma, Y. (2021). Value at risk, mispricing and expected returns. *International Review of Financial Analysis*, 78. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101902>

You, J; Zhang, B; & Zhang, L. (2018). Who captures the power of the pen? *Review of Financial Studies*, 131(1), 43–96. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx055>

Zafar, S. & Muhammad, F. (2022). Impact of destructive leadership and corporate governance on ethical practices in financial sector of Pakistan (*Doctoral dissertation, Durham University*). <http://etheses.dur.ac.uk/14554/>

Zindel, M. L; Zindel, T; & Quirino, M. G. (2014). Cognitive bias and their implications on the financial market. *International Journal of Engineering and Technology*, 14(3), 11-17.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.