

نقش ساختار مالکیت سهام در تعدیل ارتباط همزمانی قیمت سهام و قیمت گذاری نادرست

سید حسام وقفی

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران،
vaghfi@pnu.ac.ir

جیران صدیقی

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه بین المللی امام رضا، مشهد، ایران، (نویسنده مسئول)،
seddighijeyran@gmail.com

کاوه پرندین

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران
kparandin@pnu.ac.ir

سمیه حسینی عقدایی

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
hosseinia@pnu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۲

چکیده

قیمت گذاری نادرست سهام، موقعیتی است که در آن قیمت سهام در بازار سرمایه بارزش ذاتی آن تفاوت دارد. قیمت گذاری نادرست سهام، منجر به کاهش یکباره قیمت ها و در نهایت سقوط بازار سهام می شود. هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر همزمانی قیمت سهام بر قیمت گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ساختار مالکیت است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با استفاده از محدودیت هایی که در نظر گرفته شده، تعداد ۱۴۹ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و به روش رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، آزمون شدند. یافته ها پژوهش بیانگر آن است که همزمانی قیمت سهام بر قیمت گذاری نادرست سهام، تأثیر معنادار و مستقیم دارد. از طرفی، شواهد حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی بر رابطه همزمانی قیمت سهام و قیمت گذاری نادرست سهام، تأثیر تعدیلی کاهنده (تضعیف کننده) دارد. همچنین مالکیت خانوادگی و مالکیت دولتی بر رابطه بین همزمانی قیمت سهام و قیمت گذاری نادرست سهام، تأثیر معناداری ندارد. نتایج تحقیق نشان می دهد که نسبت مالکان نهادی و مالکیت مدیریتی به عنوان یک اهرم نظارتی از ساختار مالکیت شرکت اثر نامطلوب همزمانی قیمت سهام بر قیمت گذاری نادرست را اصلاح کرده و در حقیقت احتمالاً در مسیر منافع سرمایه گذاران حرکت می نمایند.

واژه های کلیدی: همزمانی قیمت سهام، قیمت گذاری نادرست سهام، ساختار مالکیت.

۱- مقدمه

می‌شود (هو ویانگ^{۱۲}، ۲۰۲۱). همزمانی قیمت سهام شرکت‌ها به اطلاعات عمومی کل بازار و اطلاعات خاص شرکت‌ها بستگی دارد. زمانی که قیمت سهام اطلاعات خاص شرکت را کمتر یا نادرست منعکس می‌کند، قیمت سهام تا حد زیادی منعکس‌کننده اطلاعات عمومی کل بازار است که این امر منجر به افزایش یا کاهش قیمت سهام سایر شرکت‌ها می‌شود. در این هنگام قیمت سهام شرکت‌ها به سمت همزمانی با یکدیگر و ایجاد یک‌روند کلی همزمانی در بازار گرایش پیدا می‌کند. به این ترتیب همزمانی قیمت سهام شاخصی است که توانایی شرکت در زمینه انعکاس اطلاعات خاص بر روی قیمت سهام را بیان می‌کند. در این زمینه همزمانی قیمت پایین‌تر حاکی از آن است که قیمت سهام شرکت وابستگی کمتری به تغییرات بازار دارد، به دلیل اینکه مقدار اطلاعات خاص بیشتری وجود دارد و شرکت‌کنندگان بازار در تصمیم‌گیری‌های مالی خود بیشتر بر روی اطلاعات خاص شرکت نسبت به تغییرات بازار استناد می‌کنند (تونگ لام دانگ و همکاران^{۱۴}، ۲۰۲۰).

زمانی که بین قیمت سهام شرکت و ارزش ذاتی آن انحراف وجود داشته باشد، گفته می‌شود که سهام «ارزش گذاری نادرست» می‌شوند (ارزش ذاتی به عنوان ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی تولید شده توسط شرکت بر اساس هر سهم تعریف می‌شود). در ادبیات مالی پیامدهای نامطلوبی که قیمت گذاری نادرست سهام برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها دارد به خوبی مستند شده است (چیرینکو و شالر^{۱۵}، ۲۰۰۱؛ بیکر و همکاران^{۱۶}، ۲۰۰۳؛ شلیفر و ویشنی^{۱۷}، ۲۰۰۳؛ رودز-کروپف و ویسواناتان^{۱۸}، ۲۰۰۴؛ رودز-الکروپف.، ۲۰۰۵؛ پولک و ساپینزا^{۱۹}، ۲۰۰۹؛ کامپلو و گراهام^{۲۰}، ۲۰۱۳). ساختار مالکیت می‌تواند با تحت تاثیر قرار دادن مکانیزم‌های عملکرد شرکت بر جذب سرمایه‌گذاران بالقوه و به دنبال آن روند معاملات انجام شده در شرکت تاثیر بگذارد و به توسعه پایدار شرکت کمک کند. مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت مدیریت و مالکیت خانوادگی ساختارهای مهم مالکیت هستند که تصور می‌شود بر رفتار شرکت‌ها تأثیر بسزایی دارد. مطالعاتی که به بررسی تأثیر این ساختارهای مالکیت بر رفتار و روند معاملات شرکت‌ها می‌پردازد، بسیار زیاد است. نمونه‌های

قیمت گذاری نادرست سهام یکی از مهم‌ترین مباحث در حوزه بازار سرمایه است؛ به این دلیل که می‌تواند به‌طور جدی تخصیص منابع کارآمد را دچار اختلال کند (هان و همکاران^۱، ۲۰۲۲؛ جیانگ، کیویی و تانگ^۲، ۲۰۱۷). برای مثال، سوگیری سرمایه‌گذاران و رفتارهای اعتباردهندگان به شرکت ممکن است ناشی از قیمت‌گذاری نادرست سهام باشد (دنگ و همکاران^۳، ۲۰۰۶؛ رودز - کروپف، رابینسون، و ویسواناتان^۴، ۲۰۰۵؛ شلیفر و ویشنی^۵، ۲۰۰۳). علاوه بر این، آنچه تحت‌تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بازار قرار می‌گیرد سطوح سرمایه‌گذاری شرکت در پروژه‌های پژوهش و توسعه است (بیکر، استین و ورگلر^۶، ۲۰۰۳؛ لیونگ، ایوانز و مازوز^۷، ۲۰۲۰؛ پولک و ساپینزا^۸، ۲۰۰۹). نقص‌های موجود در بازار (به‌عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعات، هزینه‌های مبادله و هزینه‌های نمایندگی) و رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران دو توضیح مهم برای قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. در این زمینه زمانی بازار دچار شکست می‌شود که قیمت‌گذاری نادرست سهام فراتر از یک نقطه مشخص ادامه پیدا کند (بیکر، استین و ورگلر، ۲۰۰۳؛ لیونگ، ایوانز و مازوز، ۲۰۲۰؛ پولک و ساپینزا، ۲۰۰۹). اگر اعداد گزارش شده به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر کمک کنند، می‌توانند آموزنده تلقی شوند. هنگامی که قیمت سهام در پاسخ به اعداد گزارش شده تغییر می‌کند، می‌توان فرض کرد که تصمیمات سرمایه‌گذاران، ارزیابی، خرید و فروش تحت تأثیر اعداد گزارش شده است (مصطفی، ۲۰۲۳).

از طرفی همزمانی قیمت سهام یا تغییرات خاص بازده شرکت‌ها نشان‌دهنده میزان اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام بوده و شاخص مهمی برای اندازه‌گیری کارایی اطلاعات بازار سهام است (دورنف و همکاران^۹، ۲۰۰۴؛ هاتون و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۹؛ جین و مایرز^{۱۱}، ۲۰۰۶؛ مورک و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۰). زمانی که قیمت سهام بازتابی از اطلاعات کمتر یا نادرست است این موضوع بیانگر ارزش شرکت بوده و افزایش (کاهش) در قیمت تا میزان زیادی به اطلاعات عمومی کل بازار بستگی دارد که منجر به افزایش (کاهش) قیمت سهام شرکت‌ها با قیمت بازار در یک‌زمان می‌شود و این پدیده همزمانی قیمت سهام نامیده

¹¹ Jin & Myers

¹² Morck et al

¹³ Xiaohui Hou, Rui Yang

¹⁴ Tong Lam Dong et al

¹⁵ Chirinko and Schaller

¹⁶ Baker et al

¹⁷ Shleifer and Vishny

¹⁸ Rhodes-Kropf and Viswanathan

¹⁹ Polk and Sapienza

²⁰ Campello and Graham

¹ Han et al

² Jiang, Kyuubi & Tang

³ Dong et al

⁴ Rhodes-Kropf, Robinson & Viswanathan

⁵ Shleifer & Vishny

⁶ Baker, Stein &

⁷ Leung, Evans & Mazouz

⁸ Polk & Sapienza

⁹ Durnev et al

¹⁰ Hutton et al

اساس قیمت گذاری نادرست شرکت سرمایه گذاری می کنند، به ادبیات می افزاید.

مبانی نظری، پیشینه پژوهش و بسط فرضیه‌ها قیمت گذاری نادرست سهام

هزینه های نادرست قیمت گذاری سهام تأثیر عمده ای بر نرخ که شرکت ها با آن ساختار سرمایه خود را تعدیل می کنند دارد. به طور خاص، شرکت های دارای ارزش بیش از حد با نسبت های اهرمی بالاتر از هدفشان، سریع تر از شرکت های کم ارزش شده به سمت هدف خود بازمی گردند. اثر معکوس برای شرکت هایی که کمتر از هدف خود هستند مشاهده می شود - شرکت های دارای ارزش بیش از حد آهسته تر از شرکت های کم ارزش تنظیم می شوند. قیمت گذاری اشتباه سهام اساساً تفاوت بین قیمت مشاهده شده و قیمت ذاتی سهام است. در حالی که ارزش بنیادی مستقیماً قابل مشاهده نیست، ما از ادبیات قبلی در مورد ناهنجاری های قیمت گذاری دارایی برای اندازه گیری میزان قیمت گذاری نادرست پیروی می کنیم. بازار سرمایه مکانی سازمان یافته و منسجم است که در آن شرکت ها می توانند اوراق بهادار خود را به افراد سرمایه گذار ارائه کنند و بدین صورت سرمایه ای که نیاز دارند را تأمین کنند به این دلیل، بازار سرمایه می بایست قیمتی را برای اوراق بهادار تعیین کند که نمایانگر تمامی موقعیت های فعالیتی شرکت منتشرکننده سهام و قیمت عادلانه برای قدرت مالی شرکت باشد (مهرجو، ۱۳۸۴). مشخص کردن قیمت سهام یک شرکت معمولاً به عوامل مختلفی بستگی دارد که از مهم ترین آن سودآوری شرکت، انتظار سودآوری آینده شرکت و شرایط اقتصادی کشور است.

همزمانی قیمت سهام

همزمانی قیمت سهام نشانگر میزان تغییرات مشترک قیمت سهام با تغییرات بازده بازار است که مبین میزان انعکاس اطلاعات بازار نسبت به اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام است و کاربردهایی فراوانی دارد. درجه همزمانی قیمت سهام به میزان تأثیرگذاری اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام بستگی دارد. زمانی که اطلاعات خاص شرکت به آسانی در دسترس نباشد، سرمایه گذاران تا حد زیادی به اطلاعات بازار و صنعت متکی می شوند که به همزمانی بالای قیمت سهام منجر می

قابل توجه شامل رایب^۱ و همکاران (۱۹۹۶)، فریرا و ماتوس^۲ (۲۰۰۸)، آگاروال^۳ و همکاران (۲۰۱۱)، نگوین^۴ (۲۰۱۱) و بوباکری^۵ و همکاران (۲۰۱۳) است. رایب و همکاران (۱۹۹۶) نقش مهمی از مالکیت نهادی در ایجاد ارزش و رند معاملات شرکت را نشان میدهد به عبارتی آنان دریافتند که وجود مالکیت نهادی باعث خواهد شد شرکت ها عملکرد بهتری دارند (فریرا و ماتوس، ۲۰۰۸). سرمایه گذاران نهادی می توانند از طریق دو کانال بر شرکت های سرمایه پذیر خود تأثیر بگذارند. اولین کانال از طریق نظارت مستقیم به این صورت که شرکت ها به دنبال خرید بلوک های بزرگ سهام است. کانال دوم نظارت غیر مستقیم است. در این مورد، سرمایه گذاران نهادی با رفتار های تجاریشان می توانند باعث به شرکت ها تنبیه یا پاداش دهند (پارینو و همکاران^۶، ۲۰۰۳). به این صورت که فروش سهام یک شرکت، فشار نزولی بر قیمت سهام وارد می کند. در نتیجه، ما انتظار داریم که ارتباط مستقیمی بین مالکیت نهادی و اقدامات انجام شده در شرکت های سرمایه پذیر آنها وجود داشته باشد که بر قیمت گذاری سهام شرکت منعکس می شود. نوع سهامداران در نحوه معاملات شرکت نقش دارند (ارکنز^۷ و همکاران، ۲۰۱۲). به عنوان مثال، خانواده ها ممکن است به دلیل هدف خود از انتقال شرکت به نسل بعدی به دنبال افزایش معاملات و ارزش شرکت باشند لذا در جهتی گام بر می دارند که نتوانند معاملات شرکت را افزایش دهند (اندرسون^۸ و همکاران، ۲۰۰۳). باتوجه به اهمیت ذکر شده پیرامون قیمت گذاری نادرست سهام، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا همزمانی قیمت سهام تأثیر مستقیم بر قیمت گذاری نادرست سهام دارد؟ و اینکه ساختار مالکیت نقش تعدیل کننده و کاهنده بر رابطه همزمانی قیمت سهام و قیمت گذاری نادرست آن دارد؟ نتایج این پژوهش باتوجه به دغدغه رفتار سرمایه گذاران و مالکان و ضرورت ریشه یابی و تحلیل عوامل تأثیرگذار بر قیمت گذاری نادرست سهام از سوی نهادهای مقررات گذار و پژوهشگران و جامعه دانشگاهی، می تواند در جهت تقویت مبانی نظری و تحلیل های سرمایه گذاران و فعالین بازار سرمایه مفید باشد. همچنین از آنجا که علل قیمت گذاری نادرست سهام متنوع است و شامل احساسات سرمایه گذار (بیکر و وورگلر^۹، ۲۰۰۶) و سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران (باربریس و همکاران^{۱۰}، ۱۹۹۸؛ و دانیل و همکاران^{۱۱}، ۱۹۹۸) می شود. این مطالعه با در نظر گرفتن اینکه چگونه سرمایه گذاران نهادی بر

⁷ Erkens

⁸ Anderson

⁹ Baker and Wurgler

¹⁰ Barberis et al.

¹¹ Daniel et al

¹ Wright

² Ferreira and Matos

³ Aggarwal

⁴ Nguyen

⁵ Boubakri

⁶ Parrino et al.

گرد (فول و همکاران، ۲۰۲۲). به‌طور کلی، تغییرات قیمت سهام منعکس‌کننده اطلاعات جدید در سطح بازار، همتا یا شرکت هست. همزمانی قیمت سهام به مقدار نسبی اطلاعات غیرتخصصی و ویژه شرکت بستگی دارد که در آن بیشتر عدم شفافیت اطلاعاتی منجر به همزمانی بالاتر می‌شود (رول^۴، ۱۹۸۸). همزمانی قیمت سهام با توسعه اقتصادی، ثبات بازارهای مالی و کارایی بازار رابطه نزدیکی دارد. زیرا، معیاری برای اندازه‌گیری آگاهی دهندگی قیمت، قیمت‌گذاری دارایی‌ها، پیش‌بینی ریزش قیمت سهام، نقدشوندگی سهام و... است. وجود اختلال در جریان انتقال اطلاعات خاص شرکت به بازار و عدم انعکاس تمام اطلاعات سطح شرکتی در هر لحظه از زمان در قیمت سهام سبب همزمانی بالاتر قیمت سهام و ناکارایی بازار می‌گردد. بالعکس، هر چه میزان اطلاع‌رسانی شرکت بهتر و بیشتر باشد، قدرت تحلیل سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بالاتر خواهد رفت و بازار سرمایه به سمت کارایی بیشتر پیش می‌رود. همچنین، اطلاعات نامتقارن سبب بروز پدیده گزینش مغایر و کاهش نقدشوندگی بازار و افزایش هزینه معاملات سرمایه‌گذاران ناآگاه می‌گردد؛ زیرا در شرایط بروز مشکل گزینش مغایر ممکن است دلالان با معامله گرانی به معامله بپردازند که اطلاعات برتری دارند و اوراق بهادار را زیر قیمت خریداری و بالای قیمت می‌فروشند (نیک کار و فتحعلیان، ۱۴۰۱).

ساختار مالکیت

پایه و اساس مطالعات راهبری شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسایل نمایندگی نیز ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران هستند، که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. طبق تعریف جنسن و مک لینگ^۳، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار (مالک) و یک یا چند نماینده است. نماینده از طرف سهامدار مسئولیت انجام یک سری خدمات را عهده دار میشود (فرث و همکاران، ۲۰۰۲). کیسی، تامپسون و رایت^۵ (۱۹۹۷) برای اعمال حکمرانی اثربخش بر شرکت ها، مکانیسم های ساختار مالکیت، ترکیب هیئت مدیره، پرداخت پاداش به اعضای هیئت مدیره، حسابرسی و عوامل کنترلی بیرونی در بازار نظیر حمایت های قانونی از سهامداران اقلیت را عنوان نموده اند. لذا تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار

کنترل و اعمال حکمرانی در شرکتهاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکتها از الگوهای متفاوتی نظیر سهامداران حقوقی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت میکند (بابایی و احمدوند، ۱۳۸۸). دادبه و پهلوانی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر حاکمیت شرکتی و ارتباط سیاسی بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران نتایج حاصل از پژوهش خود را بدین گونه بیان داشتند که حاکمیت شرکتی اثر منفی و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارتباطات سیاسی اثر مستقیم و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکتها در بورس تهران دارد.

نحوه توزیع مالکیت (سهام شرکتها) بین صاحبان واحد تجاری (سهامداران)، ساختار مالکیت نامیده می‌شود، که از دو جنبه می‌تواند بررسی شود. یکی از دیدگاه تمرکز مالکیت و دیگری از دیدگاه ترکیب مالکیت. تمرکز مالکیت به توزیع مقدار سهام نگهداری شده تحت تملک تعداد معینی از افراد، نهادها یا خانواده‌ها گفته می‌شود که به دو دسته مالکیت متمرکز و مالکیت پراکنده تقسیم می‌شود. ترکیب مالکیت مربوط به حضور و وجود نهادها و یا گروه‌های معینی از قبیل دولت، سهامداران نهادی، سهامداران انفرادی و شرکای خارجی در بین سهامداران است. در ترکیب سهامداران به نوع سهامداران اشاره می‌شود (سجادی، فرازمند و نیک کار، ۱۳۹۲). مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عمدتاً در اختیار سهامداران عمده بوده و ساختار و ماهیت مالکیت سهامداران عمده بازتابی از مشکلات نمایندگی، اطلاعاتی و درجات متفاوت حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران است. بنابراین، ساختار مالکیت متغیری عینی در ارتباط با مشکلات نمایندگی و اطلاعاتی است که شرکت‌ها با آن مواجه می‌شوند.

ساختار مالکیت برای افراد مختلف معنای متفاوتی دارد و تعداد شرکت های دنیا تعاریف دارد. با این حال با توجه به مطالعات قابل توجهی از جمله جنز و مک لینگ (۱۹۷۶) و دیمتر و لن (۱۹۸۵) به صورت توزیع سهام بر حسب سرمایه توسط انواع مختلف سهامداران تعریف می‌شود. توزیع آرا ساختار کنترل را تعیین میکند و میزان سرمایه، سرمایه گذاری شده به حقوق مالکیت سهامداران اشاره دارد. از طرف دیگر در ادبیات به این موارد به عنوان حقوق کنترل و جریان نقدی گفته می‌شود. به طور ایده آل جریان نقدی و حقوق کنترل مالکان باید برابر یا با

⁴ Firth

⁵ Casey, Thompson and Wright

¹ Fu, J.,

² Röll

³ Jensen and McLing

دوطرفه وجود دارد. از سوی دیگر لی و همکاران (۲۰۲۲) در مطالعه خود به بررسی تأثیر آزادسازی بازار بر همزمانی قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که اجرای آزادسازی بازار سهام، به طور معناداری همزمانی قیمت سهام شرکت‌های واجد شرایط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگهای را کاهش می‌دهد و این تأثیر عمدتاً در شرکت‌های پذیرفته شده‌ای که درجه "باز بودن" آنها کمتر است، وجود دارد. علاوه بر این، آزادسازی بازار سهام، شفافیت اطلاعات و فراوانی افشای داوطلبانه را ارتقا می‌دهد. در نهایت که آزادسازی بازار سهام بر همزمانی قیمت سهام شرکت‌های واجد شرایط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ تأثیر نمی‌گذارد. ونکونگ لی و همکاران^۷ (۲۰۲۲) نیز بر طبق پژوهش خود با عنوان ورود سهام‌داران غیردولتی به شرکت‌های دولتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام بیان می‌دارند. که قیمت‌گذاری نادرست سهام یک اتفاق رایج در بازارهای سرمایه در حال ظهور است. نتایج پژوهش نشان داد که ورود سهام‌داران غیردولتی به شرکت دولتی به طور قابل توجهی قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش می‌دهد. لذا با توجه به مبانی نظری فوق و پیشینه پژوهش، فرضیه اول به شرح زیر بیان می‌گردد:

فرضیه اول: همزمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر معناداری و مستقیم دارد.

نقش ساختار مالکیت بر رابطه همزمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست

زمانی میزان انعکاس اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام افزایش می‌یابد که محیط‌های اطلاعاتی بازار سرمایه از شفافیت بیشتری برخوردار باشد و در نهایت همزمانی قیمت سهام به دلیل اینکه معیار معکوسی از تأثیر این اطلاعات در قیمت سهام است، کاهش پیدا می‌کند (احمد، ۸، ۲۰۱۹). سهم بزرگ سرمایه‌گذاران نهادی به آنها امکان می‌دهد تا بر مدیران نظارت داشته باشند که این موضوع ممکن است این اطمینان را در بر داشته باشد که مدیران یک سیستم کنترل داخلی با کیفیت دارند (خادمیان و همکاران، ۱۴۰۳). با سرمایه‌گذاران و نیز معامله‌گرانی که به صورت روزانه خرید و فروش می‌کنند و از نوسانات روزانه قیمت نفع می‌برند از همزمانی قیمت سهام برای قیمت‌گذاری سهام استفاده می‌کنند. همچنین زمانی که شفافیت اطلاعات مالی کمتر است، قیمت سهام از قیمت واقعی آن دورتر می‌شود و

کیفیت بهتر با نقض قانون یک سم یک رای در فرانسه باشد همانطور که گروسمن و هارت از آن حمایت می‌کنند. این مفهوم از ساختار مالکیت به عنوان انحراف بین کنترل و حقوق جریان نقدی سهامداران نامیده می‌شود. ساختار مالکیت بر اساس هویت مالکان کنترل کننده طبقه بندی شده و به عنوان مالکیت خانوادگی، مالکیت دولتی، مالکیت نهادی و موسسات مالی نیز متفاوت است و بسته به اهداف می‌تواند تأثیرات متفاوتی بر ارزش شرکت داشته باشد. به عنوان مثال سرمایه‌گذاران دولتی ممکن است علاقه مند به دنبال کردن نهادهای سیاسی و مالی خود باشند که بر بازده کوتاه مدت تمرکز دارند و مالکان شرکت‌ها ممکن است بر ایجاد روابط بلند مدت تمرکز کنند. تمرکز سهامداران یکی دیگر از عوامل تعیین کننده ساختار مالکیت است که ماهیت مشکل نمایندگی پیش روی یک سازمان را مشخص می‌کند. در مجموع تعریف ساختار مالکیت در ادبیات حول محور سه بعدی نوع یا هویت دارندگان کنترل کننده سهام آنها، درجه واگرایی بین جریان نقدی و حق رای سهامداران کنترل کننده است (خاتا، ۲۰۱۷).

همزمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست

بر اساس فرضیه بازار کارا (فاما،^۱ ۱۹۷۰)، قیمت‌های سهام باید سریع به اطلاعات مربوط به ارزش سهام عکس‌العمل نشان دهد. با این حال، با توجه به اطلاعات نامتقارن و ناقص، بخش بزرگی از مطالعات گذشته، فرضیه بازار کارا را با ابهام روبه‌رو کرده است (برای نمونه، مرتون،^۲ ۱۹۸۷؛ ایزلی، هویدکجاثر و اوهارا،^۳ ۲۰۰۲، لمبرت، لئوز و ریشیا،^۴ ۲۰۰۷). این مطالعات نشان می‌دهد که فرایند تعیین قیمت سهام به موقع و کارا نیست و منجر به تعدیل و واکنش تأخیری قیمت سهام می‌شود. در راستای مطالعات صورت گرفته در رابطه با عدم کارایی بازار، ورشیا^۵ (۱۹۸۰) بیان می‌کند که تأخیر قیمت سهام با دقت و صحت اطلاعات مرتبط است. در این راستا پژوهشگران گوناگونی به بررسی رابطه‌ی بین همزمانی قیمت سهام و قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداختند. برای نمونه می‌توان به مطالعه‌ی انجام شده توسط فلاح زاده ابرقویی و همکاران (۱۳۹۸) با عنوان بررسی رابطه افشای اطلاعات با همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط آن با استفاده از سیستم معادلات همزمان اشاره کرد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش آنها نشان داد که بین افشای اطلاعات با همزمانی و ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه

⁵ Varsia

⁶ Qinyang Li

⁷ Wencong Li et al

⁸ Ahmad

¹ Fama

² Merton

³ Easley, Huidekjaer and O'Hara

⁴ Lambert, Leos and Russia

خارج از شرکت دشوار است. در صورتی که نظارت کننده ای بر صورت های مالی و عاملی برای کاهش تضاد منافع نباشد، ممکن است انحرافات با اهمیتی در صورت های مالی وجود داشته باشد. در نتیجه انتظار می رود همزمانی قیمت سهام تاثیر منفی بر قیمت گذاری سهام داشته باشد و افزایش ساختار مالکیت تاثیر منفی همزمانی قیمت سهام بر قیمت گذاری نادرست سهام را تضعیف کند. کامیابی و پرهیزگار (۱۳۹۵) در پژوهش خود دریافتند شرکت هایی که دارای سرمایه گذاران نهادی پایدار هستند، همزمانی قیمت سهام کمتری دارند. آنها دریافتند که بازده حقوق صاحبان سهام با همزمانی قیمت سهام رابطه منفی و معنادار دارد، در حالی که اندازه شرکت و اهرم مالی با همزمانی قیمت سهام دارای رابطه مثبت و معنادار است. اطلاعات با کیفیت ضمن آنکه باید قابل اتکا، مربوط و به موقع باشد باید به نحو مناسب توزیع شده و موجب کاهش عدم تقارن اطلاعات گردد. حمید ساکاکي و همکاران (۲۰۲۱) در مطالعه ای با عنوان ثبات مالکیت سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذار آنها قیمت گذاری نادرست حقوق صاحبان سهام شرکت ها دریافتند که نیروهای مالکیت نهادی در قیمت گذاری نادرست سهام کمک می کند و بازار سهام را کارآمدتر می کند. مطالعه چاکرابارتی و همکاران (۲۰۱۷) در مورد معاملات نهادی روزانه نشان می دهد که بسیاری از این معاملات توسط سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت، به ویژه، تمایل به از دست دادن پول دارند. آنها دریافتند که بیش از ۲۳٪ از معاملات رفت و برگشتی که برای کمتر از سه ماه برگزار می شود، به طور متوسط ۳۹۱٪ از ارزش خود را از دست می دهند. بازده های منفی به نظر نمی رسد به دلیل زیان دهی بر اساس ورود اطلاعات جدید باشد. نتایج آن ها نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی که اغلب معامله می کنند و با تنوع بالاتری در سهام خودشان مشخص می کنند، با قیمت گذاری نادرست سهام بیشتر همراه هستند.

باتوجه به چهارچوب نظری و اهداف بیان شده فرضیه های زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: ساختار مالکیت بر رابطه ی همزمانی قیمت سهام و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد.

- ۱) مالکیت دولتی بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد.
- ۲) مالکیت مدیریتی بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد.
- ۳) مالکیت خانوادگی بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد.

قیمت گذاری نادرست سهام رخ می دهد. در این راستا همتی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی و ساختار مالکیت بر همزمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد رابطه منفی و معناداری بین سهامداران عمده و همزمانی در قیمت سهام وجود دارد و همچنین نتایج بیانگر آن است که هرچه کیفیت حسابرسی بیشتر باشد قیمت سهام حاوی اطلاعات خواهد بود. همچنین یافته های پژوهش نشان می دهد در صورتی که سهامداران عمده، دولتی یا وابسته به دولت باشند، تضاد منافع مدیران و سهامداران کمتر خواهد بود و اطلاعات در ارتباط با قیمت سهام به صورت شفاف موجود و در اختیار سرمایه گذاران خواهد بود. همچنین جوی ویک و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان مالکیت صندوق قابل معامله در بورس و سهام پایه قیمت گذاری اشتباه به این موضوع پی بردند که بحران تجزیه و تحلیل های اضافی نشان می دهد که قیمت گذاری نادرست ناشی از تغییر مالکیت صندوق قابل معامله در بورس توسط اصول شرکت هدایت نمی شود و محیط اطلاعاتی سهام را حول و حوش اعلام درآمد تشدید نمی کند. جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) چارچوب استاندارد را برای درک نقش هزینه های نمایندگی بر رفتار شرکت است. با توجه به توسعه کسب و کار و نیاز مالکان به منابع متنوع تامین مالی، شرکت های سهامی ایجاد شدند. در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، اکثر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا حدودی خصوصی شده، و مالکیت شرکت تا درجه بالایی در دست سرمایه گذاران نهادی است که به دولت یا شرکت هایی که توسط دولت کنترل می شوند، وابسته هستند. قدرت کنترلی سهامدار عمده باعث می شود نفوذ بیشتری بر شرکت داشته و معاملات را انجام دهد که در ارتباط با منافع و حقوق آنها بوده و کنترل منافع را برای خود، در دست بگیرد (شلیفر و ویشن، ۱۹۹۴) مالکیت دولتی احتمالاً باعث می شود حاکمیت شرکتی ناکارا گردد، علاوه بر این زمانی که سهامداران عمده وابسته به دولت باشند حفاظت از سهامداران اقلیت ممکن است ضعیف شده و افشای اطلاعات مالی را غیر شفاف کند، بنابراین تضاد منافع مدیریت را مشهود تر می کند. در نتیجه قیمت سهام، اطلاعات مربوط به بازار خاص شرکت یا صنعت مرتبط با شرکت را بطور غیر واقعی نشان می دهد. شلیفر و ویشن اثبات می کنند که موضع گیری مدیران به آنها اجازه می دهد تا قراردادهای و یا سرمایه گذاری های ویژه ای را با استفاده از ارتباطات خاص انجام دهند که امکان آن برای سرمایه گذاران

جدول (۱) روند انتخاب نمونه

۵۳۶	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۰
	معیارها:
(۱۸۸)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۴۰۰-۹۱ در بورس فعال نبوده‌اند
(۷۷)	تعداد شرکت‌هایی از سال ۹۱ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند
(۵۲)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها نبوده‌اند.
(۵۵)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند و دوره مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه نبوده است.
(۱۲)	شرکت‌ها وقفه مالی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
(۳)	شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها در طول دوره مورد بررسی در دسترس نبوده است.
۱۴۹	تعداد شرکت‌های نمونه

متغیرها و مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است.

رابطه (۱)

$$P_{it} = \beta_0 it + \beta_1 Synch_{it} + \beta_2 Fsit + \beta_3 Gov_{it} + \beta_4 IT_{it} + \beta_5 Iob_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 div_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Roa_{it} + \beta_{10} current\ asset_{it} + \beta_{11} Sg_{it} + \beta_{12} Asset\ turnover_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است.

رابطه (۲)

$$Pit = \beta_0 it + \beta_1 Synch_{it} + \beta_2 MAN + \beta_3 Instit + \beta_4 Famit + \beta_5 Sosit + \beta_6 Synchit * MANit + \beta_7 Synchit * Instit + \beta_8 Synchit * Famit + \beta_9 Synchit * Sosit + \beta_{10} Fsit + \beta_{11} ITit + \beta_{12} Iobit + \beta_{13} Ageit + \beta_{14} divit + \beta_{15} Levit + \beta_{16} Roait + \beta_{17} current\ ratio + \beta_{18} Sgit + \beta_{19} Asset\ turnoverit + \varepsilon_{it}$$

۴) مالکیت نهادی بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

باتوجه به اینکه داده‌های این پژوهش مربوط به اطلاعات مالی واقعی شرکت‌های مورد رسیدگی بوده و نتایج حاصل از این اطلاعات می‌تواند به فعالان بورس جهت تصمیم‌گیری کمک قابل توجهی کند، لذا این پژوهش از نوع کاربردی است. به دلیل اینکه داده‌های مورد بررسی مربوط به گذشته هستند، این پژوهش از نوع پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است. این پژوهش به کمک تحلیل رگرسیون خطی انجام شده است؛ همچون سایر پژوهش‌های تجربی حسابداری، اطلاعات موردنیاز پژوهش برحسب نوع آن‌ها از منابع گوناگونی جمع‌آوری شده است. داده‌هایی که در جهت تبیین و سنجش مبانی نظری این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته، از نشریات، کتب و انواع مقالات فارسی و لاتین بوده است که به شیوه کتابخانه‌ای قابل گردآوری است و جهت جمع‌آوری داده و اطلاعات مرتبط با آزمون فرضیه‌های پژوهش از اطلاعات سایت کدال (صورت‌های مالی حسابرسی شده) استفاده شده است. جهت ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار اکسل و جهت آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز ۱۰ بهره برده شد.

جامعه و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرط‌ها برای احراز نمونه به این شرح است: جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خدماتی، بانکی، مالی و بیمه‌ای نباشند زیرا شرایط حاکم بر این شرکت‌ها متفاوت از شرکت‌های تولیدی است؛ در طول دوره مورد بررسی دوره ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ به طور کامل در بورس فعال بوده و از تابلوی بورس حذف نشده باشند، تا یک نمونه باثبات با اطلاعات کامل حاصل شود؛ دوره مالی آنها به آخر اسفند منتهی شود و تغییر دوره مالی نداشته باشند تا از تأثیرات فصلی بر اطلاعات استخراج شده جلوگیری شود؛ باتوجه به وجود داده‌های مربوط به ارزش بازار سهام، وقفه بیش از ۶ ماه نداشته باشند و در نهایت داده‌های متغیرهای پژوهش برای آن شرکت‌ها در دسترس باشد. بعد از در نظر گرفتن شرایط فوق ۱۴۹ شرکت به عنوان نمونه آماری طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ انتخاب شدند که نحوه غربالگری جامعه آماری به در جدول ۱ نشان داده شده است.

¹ Eviews

جدول (۲): معرفی اجزای مدل‌های رگرسیونی پژوهشی

نام متغیر	نماد متغیر	نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	نوع متغیر
همزمانی قیمت سهام	SYNCH	متغیر مستقل	سن شرکت	Age	متغیر کنترلی
قیمت‌گذاری نادرست سهام	P	متغیر وابسته	نوع صنعت (فناوری اطلاعات)	It	متغیر کنترلی
کیفیت گزارشگری مالی	Qfin	متغیر تعدیلگر	مالکیت دولتی	Gov	متغیر تعدیلگر
اندازه شرکت	Fs	متغیر کنترلی	سیاست تقسیم سود	Div	متغیر کنترلی
بازده دارایی‌ها	Roa	متغیر کنترلی	اهرم مالی	Lev	متغیر کنترلی
استقلال هیئت‌مدیره	Iob	متغیر کنترلی	گردش دارایی ثابت	asset turnover	متغیر کنترلی
رشد فروش	Sg	متغیر کنترلی	نسبت جاری	current ratio	متغیر کنترلی

متغیر وابسته

رابطه (۴)

$$R_{it} = \alpha + \beta_1(R_{mt}) + \varepsilon_{it}$$

که در آن، R_m بازده بازار و R بازده عادی شرکت است.

قیمت‌گذاری نادرست سهام است که از روش ارزش بنیادی جهت محاسبه آن استفاده شد: ارزش بنیادی شرکت با استفاده از مدل رودز - کروف و همکاران^۱ (۲۰۰۵) به صورت زیر اندازه‌گیری گردید (پانتزالیس و همکاران^۲، ۲۰۱۳).

رابطه (۵)

$$\begin{aligned} \ln(M_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(B_{it}) + \alpha_2 \ln(NI_{it}) \\ & + \alpha_3 I_{it} * \ln(NI_{it}) + \alpha_4 (LEV_{it}) \\ & + e_{it} \end{aligned}$$

که در آن:

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

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

$\ln NI_{it}$: لگاریتم طبیعی قدرمطلق سود (زیان) خالص شرکت i

در سال t

I_{it} : یک متغیر مجازی که اگر شرکت i در سال t زیان‌ده باشد

(زیان رخ داده باشد) برابر عدد یک و در غیر این صورت صفر

است.

LEV : اهرم مالی شرکت i در سال t که از طریق بدهی به مجموع

بدهی و حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید قدرمطلق مقادیر

پسماند محاسبه شده (e) جز خطا برای مدل فوق، به عنوان

نماینده شاخص مذکور یعنی قیمت‌گذاری نادرست سهام است.

متغیر مستقل

همزمانی قیمت سهام است که از رابطه زیر به دست می‌آید:

رابطه (۳)

$$SYNCH_{i,t} = \log \left(\frac{R^2}{1 - R^2} \right)$$

در این مدل، مقادیر R عبارت است از ضریب تعیین معادله

رگرسیون به شرح ذیل:

متغیرهای تعدیل

ساختار مالکیت: جهت آزمون فرضیه سوم از چهار متغیر

تعدیل گر ساختار مالکیت به شرح زیر استفاده شده است:

مالکیت دولتی: میزان سهام در دست بخش دولتی به عنوان

معیار اندازه گیری ساختار مالکیت دولتی می باشد.

مالکیت نهادی: درصد سهام مالکان بیش از ۵ درصد به عنوان

نسبت سهامداران نهادی می باشد.

مالیکت خانوادگی: درصد سهام در دست اعضای یک خانواده

به عنوان معیار ساختار مالکیت خانوادگی می باشد.

مالکیت مدیریت: میزان سهام در دست اعضای هیات مدیره

شرکت مبنای محاسبه این متغیر می باشد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Fs): اندازه شرکت از لگاریتم مجموع دارایی‌ها

شرکت در این پژوهش به دست آمده است.

بازده دارایی‌ها (Roa): در این پژوهش بازده دارایی‌ها از نسبت

سود خالص به مجموع دارایی‌ها به دست آمده است.

رشد فروش (Sg): برای محاسبه رشد فروش تفاوت فروش سال

جاری و سال گذشته تقسیم بر سال گذشته استفاده شده است.

استقلال هیئت‌مدیره (Iob): در این پژوهش برای محاسبه

استقلال هیئت‌مدیره از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا

هیئت‌مدیره شرکت استفاده شده است.

سن شرکت (Age): لگاریتم تعداد سال‌های حضور شرکت در

بورس استفاده شده است.

² Pantzalis et al.

¹ Rhodes-Kropf et al

نتایج پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۳)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای بازده دارایی‌ها برابر با (۰/۱۸۹) است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای گردش دارایی برابر با ۷/۶۴۳ و برای سود تقسیمی برابر است با ۰/۰۷۷ است که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. در مورد متغیر اهرم مالی نیز می‌توان بیان کرد که نسبت بدهی به دارایی برخی از شرکت‌ها بالاتر از یک است در حقیقت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام این شرکت‌ها منفی است.

نوع صنعت (فناوری اطلاعات) (*It*): طبق پژوهش‌هایی مانند عارف منش، حجازی، رحمانی و امیر شاهی (۱۳۹۵) برای بررسی سطح فناوری اطلاعات، شرکت‌های مورد بررسی، بر اساس طبقه‌بندی استاندارد بین‌المللی (*Giuseppe, 2011*) *ISIC* به چهار گروه تقسیم‌بندی می‌شود. بدین صورت که شرکت‌های با فناوری بالا عدد ۴، شرکت‌های با فناوری به گونه متوسط به بالا عدد ۳، شرکت‌های با فناوری به گونه متوسط به پایین عدد ۲ و شرکت‌های با فناوری پایین عدد ۱ را به خود اختصاص می‌دهند. سیاست تقسیم سود (*Div*): نسبت سود تقسیمی بر جمع دارایی‌های شرکت نشان‌دهنده نسبت سود تقسیمی هست. اهرم مالی (*Lev*): نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها نشان‌دهنده اهرم مالی شرکت است. نسبت جاری (*current ratio*): در این پژوهش نسبت دارایی جاری از تقسیم دارایی‌های جاری ره بدهی‌های جاری به دست می‌آید. گردش دارایی ثابت (*asset turnover*): نسبت درآمد فروش به دارایی‌های ثابت نشان‌دهنده گردش دارایی شرکت است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
قیمت‌گذاری نادرست	۰/۵۱۰	۰/۳۶۴	۵/۱۳۶	۰/۰۰۳	۰/۴۹۲	۲/۴۰۷	۱۳/۵۵۴
همزمانی قیمت سهام	-۲/۱۹۷	-۱/۸۰۵	۰/۹۹۰	-۱۴/۸۹	۱/۸۱۵	-۱/۶۵۱	۷/۴۱۵
مالکیت مدیریتی	۰/۶۳۳	۰/۶۸۸	۰/۹۹۴	۰/۰۰۰	۰/۲۴۲	۰/۹۲۲	۳/۰۰۸
مالکیت نهادی	۰/۷۱۹	۰/۷۶۷	۱۰۰٪	٪۰	۰/۱۹۲	-۱/۱۵۳	۴/۱۷۲
مالکیت خانوادگی	۰/۰۴۶	۰/۰۰۰	۰/۹۵۰	۰/۰۰۰	۰/۱۴۱	۳/۴۱۴	۱۴/۸۲۰
مالکیت دولتی	۰/۵۰۸	۰/۵۹۰	۰/۹۹۴	۰/۰۰۰	۰/۳۳۲	-۰/۴۴۷	۱/۷۲۳
اندازه شرکت	۱۴/۵۰۱	۱۴/۲۳۷	۲۰/۷۶۸	۱۰/۳۵۲	۱/۶۰۷	۰/۹۴۶	۴/۱۵۶
نوع صنعت (از نظر فناوری اطلاعات)	۲/۴۸۹	۲	۴	۱	۰/۹۱۷	۰/۱۳۴	۲/۱۸۳
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۶۶۳	۰/۶۰۰	۱۰۰٪	۰٪	۰/۱۸۳	-۰/۲۲۰	۳/۱۰۷
سن شرکت	۲/۸۲۴	۲/۸۳۳	۳/۹۷۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۱	-۰/۴۴۱	۴/۶۱۸
سود تقسیمی	۰/۰۵۵	۰/۰۲۵	۰/۶۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۷۷	۲/۴۰۴	۱۰/۴۴۹
اهرم مالی	۰/۵۶۵	۰/۵۶۷	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۴	۰/۲۲۵	۴/۱۳۱
بازده دارایی	۰/۱۳۴	۰/۱۰۹	۰/۶۷۳	-۰/۵۸۱	۰/۱۴۹	۰/۵۲۱	۱/۲۰۸
نسبت دارایی جاری	۱/۶۲۵	۱/۳۳۲	۲۷/۰۹۵	۰/۲۲۳	۱/۳۸۶	۸/۵۷۶	۱۲۳/۹۷۳
رشد فروش	۰/۳۲۲	۰/۲۳۶	۶/۵۹۴	-۰/۹۰۹	۰/۵۳۹	۴/۳۵۶	۴۱/۹۹۵
گردش دارایی ثابت	۶/۴۶۳	۴/۱۹۳	۱۰۸/۱۱۵	۰/۰۵۹	۷/۶۴۳	۴/۴۸۵	۳۹/۷۳۳

آمار استنباطی

آزمون مانایی متغیرها

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از نکاتی است که باید مورد بررسی قرار گیرد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می‌گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، درحالی‌که هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می‌شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.

باتوجه به جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست. همچنین در بررسی خطاهای باقی مانده مشاهده می‌شود سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است؛ لذا مدل به صورت هم جمعی مانا است.

باتوجه به جدول ۶، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تابلویی در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

جدول ۶. نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل‌ها	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۲/۰۱۶	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم	۱/۹۰۲	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

باتوجه به جدول ۷، چون سطح معناداری آزمون در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو اثرات ثابت عرض از مبدأ در مقابل اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

جدول ۷. نتایج آزمون هاسمن

مدل‌ها	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۰۹/۳۰۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ
مدل دوم	۱۰۶/۰۸۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ

همسانی واریانس در مقادیر خطا

یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلال است. اما به طور متعارف در داده‌های سری زمانی و داده‌ها مقطعی ممکن است واریانس جملات اخلال ثابت نموده و از مقادیر وقفه دار جملات اخلال تبعیت نماید. در این صورت مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اخلال بروز می‌کند و تخمین زنده‌های رگرسیون علی‌رغم بدون تورش بودن دارای کارایی نخواهد بود.

جدول ۸. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل‌ها	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۶/۰۱۴	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۴/۷۶۴	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۸، نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال است. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل رفع گردیده (با روش وزن‌دهی به داده‌ها از طریق دستور جی ال اس^۱) است.

جدول ۴. آزمون مانایی برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
قیمت‌گذاری نادرست	۸/۶۰۵	۰/۰۰۰	مانا است
همزمانی قیمت سهام	۶/۸۵۰	۰/۰۰۰	مانا است
مالکیت مدیریتی	۱۸/۸۷۳	۰/۰۰۰	مانا است
مالکیت نهادی	۷/۵۷۸	۰/۰۰۰	مانا است
مالکیت خانوادگی	۱۷/۲۱۲	۰/۰۰۰	مانا است
مالکیت دولتی	۱۶/۹۸۴	۰/۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	۲۳/۳۷۸	۰/۰۰۰	مانا است
نوع صنعت (از نظر فناوری اطلاعات)	۸۴/۹۵۷	۰/۰۰۰	مانا است
استقلال هیئت‌مدیره	۹/۸۴۱	۰/۰۰۰	مانا است
سن شرکت	۲۳/۶۷۰	۰/۰۰۰	مانا است
سود تقسیمی	۱۱/۵۷۸	۰/۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	۱۳/۹۱۰	۰/۰۰۰	مانا است
بازده دارایی	۱۱/۱۵۷	۰/۰۰۰	مانا است
دارایی جاری	۱۵/۰۶۵	۰/۰۰۰	مانا است
رشد فروش	۱۰/۸۵۴	۰/۰۰۰	مانا است
گردش دارایی	۱۶/۶۶۷	۰/۰۰۰	مانا است

آزمون اف لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

در صورتی‌که میزان معناداری آماره چاو کمتر از سطح ۰/۰۵ باشد، داده‌های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

^۱ GLS

خودهمبستگی مقادیر خطا

باتوجه به نتایج جدول شماره ۹، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون خودهمبستگی سریالی در همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است که با استفاده از دستور آتو کرولیشن آدر نرم‌افزار ایویوز ۱۰، این مشکل رفع شده است.

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خودهمبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم است که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خودهمبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین‌زن‌های اول اس^۱ دیگر در بین تمام تخمین‌زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند؛ یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل‌اعتماد نخواهد بود این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

باتوجه به اینکه متغیر همزمانی قیمت سهام دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که همزمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۳۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است همچنین آماره دوربین - واتسون مابین ۱/۵ الی ۲/۵ است که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرها است. مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۱۰ است که بیانگر عدم وجود هم خطی هست.

جدول ۹. نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل‌ها	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۷/۳۵۶	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل دوم	۱۴/۱۷۲	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

جدول ۱۱. تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی (VIF)
همزمانی قیمت سهام	۰/۲۲۳	۰/۰۳۰	۷/۳۹۶	۰/۰۰۰	۱/۰۸۵
اندازه شرکت	۰/۰۵۷	۰/۰۳۳	۱/۶۸۰	۰/۰۹۳	۱/۲۱۲
مالکیت دولتی	-۰/۴۹۷	۰/۰۶۷	-۷/۳۳۸	۰/۰۰۰	۱/۲۶۸
نوع صنعت (از نظر فناوری اطلاعات)	-۰/۰۶۰	۰/۰۲۸	-۲/۰۹۸	۰/۰۳۶	۱/۰۰۴
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۲۲۷	۰/۰۸۵	-۲/۶۷۵	۰/۰۰۷	۱/۱۰۸
سن شرکت	۰/۰۹۸	۰/۱۸۲	۰/۵۴۰	۰/۵۸۹	۱/۱۰۶
سود تقسیمی	۰/۲۲۴	۰/۲۹۲	۰/۷۶۵	۰/۴۴۴	۱/۴۴۸
اهرم مالی	۰/۷۲۲	۰/۱۴۰	۵/۱۲۶	۰/۰۰۰	۲/۲۸۱
بازده دارایی	۰/۱۳۵	۰/۰۲۱	۶/۳۷۸	۰/۰۰۰	۲/۳۲۰
دارایی جاری	۰/۰۲۸	۰/۰۱۰	۲/۷۲۵	۰/۰۰۶	۱/۵۸۶
رشد فروش	۰/۰۳۸	۰/۰۲۳	۱/۶۳۵	۰/۱۰۲	۱/۲۲۵
گردش دارایی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۱	-۰/۳۱۴	۰/۷۵۳	۱/۱۷۲
عرض از مبدأ	-۰/۶۷۸	۰/۳۵۰	-۱/۹۳۷	۰/۰۵۳	
آتو رگرسیون مرتبه اول	۰/۰۰۸	۰/۰۸۷	۰/۰۹۵	۰/۹۲۳	

جدول ۱۳. نتایج معناداری کلی مدل رگرسیونی خطی ساده

مقدار آماره F	سطح معناداری	ضریب تعیین تعدیل‌شده	آماره دوربین - واتسون
۳/۹۹۵	۰/۰۰۰	۰/۳۸۵	۲/۰۰۵

آزمون فرضیه دوم

برای اندازه گیری ساختار مالکیت از چهار معیار استفاده شده است که نتایج هر کدام در ادامه آورده شده است: متغیر نشانگر اثر تعاملی (همزمانی قیمت سهام*مالکیت مدیریتی) دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی) بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد. متغیر نشانگر اثر تعاملی (همزمانی قیمت سهام*مالکیت نهادی) دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که ساختار مالکیت (مالکیت نهادی) بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری دارد. متغیر نشانگر اثر تعاملی (همزمانی قیمت سهام*مالکیت خانوادگی) دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد است از این رو می توان گفت

که ساختار مالکیت (مالکیت خانوادگی) بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری ندارد. متغیر نشانگر اثر تعاملی (همزمانی قیمت سهام*مالکیت دولتی) دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که ساختار مالکیت (مالکیت دولتی) بر رابطه همزمانی قیمت و قیمت گذاری نادرست تاثیر معناداری ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل است.

جدول ۱۲. تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی (VIF)
همزمانی قیمت سهام	۰.۱۹۵	۰.۰۲۱	۹.۰۵۷	۰.۰۰۰	۱.۲۱۹
مالکیت مدیریتی	-۰.۰۶۳	۰.۱۰۱	-۰.۶۲۶	۰.۵۳۱	۱.۵۲۵
مالکیت نهادی	-۰.۰۷۰	۰.۰۱۷	-۴.۱۴۰	۰.۰۰۰	۱.۴۷۱
مالکیت خانوادگی	۰.۰۵۶	۰.۱۵۲	۰.۳۶۷	۰.۷۱۳	۳.۴۹۴
مالکیت دولتی	-۰.۴۹۴	۰.۰۶۵	-۷.۵۳۴	۰.۰۰۰	۱.۸۵۵
همزمانی قیمت سهام*مالکیت مدیریتی	-۰.۰۵۷	۰.۰۲۴	-۲.۳۳۹	۰.۰۱۹	۱.۰۱۰
همزمانی قیمت سهام*مالکیت نهادی	-۰.۱۲۵	۰.۰۲۳	-۵.۳۰۷	۰.۰۰۰	۱.۵۴۴
همزمانی قیمت سهام*مالکیت خانوادگی	۰.۰۵۰	۰.۰۳۱	۱.۵۹۴	۰.۱۱۱	۳.۳۷۲
همزمانی قیمت سهام*مالکیت دولتی	-۰.۰۱۸	۰.۰۱۶	-۱.۱۴۰	۰.۲۵۴	۱.۰۰۴
اندازه شرکت	۰.۰۶۱	۰.۰۳۶	۱.۷۰۶	۰.۰۸۸	۱.۲۴۰
نوع صنعت (از نظر فناوری اطلاعات)	-۰.۰۶۵	۰.۰۳۲	-۱.۹۹۸	۰.۰۴۵	۱.۰۰۹
استقلال هیئت مدیره	-۰.۲۳۲	۰.۰۸۸	-۲.۶۲۴	۰.۰۰۸	۱.۱۲۰
سن شرکت	۰.۰۶۵	۰.۱۷۵	۰.۳۷۵	۰.۷۰۷	۱.۱۲۹
سود تقسیمی	۰.۲۱۰	۰.۲۹۸	۰.۷۰۶	۰.۲۱۰	۱.۵۹۶
اهرم مالی	۰.۷۲۸	۰.۱۴۸	۴.۹۰۰	۰.۷۲۸	۲.۳۵۰
بازده دارایی	۰.۱۲۴	۰.۰۷۲	۱.۷۱۳	۰.۱۲۴	۲.۷۸۶
دارایی جاری	۰.۰۲۸	۰.۰۱۰	۲.۷۲۸	۰.۰۲۸	۱.۶۸۰
رشد فروش	۰.۰۳۵	۰.۰۲۵	۱.۴۲۰	۰.۰۳۵	۱.۳۵۶
گردش دارایی	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۱	-۰.۲۴۱	-۰.۰۰۳	۱.۲۳۱
عرض از مبدأ	-۰.۷۵۰	۰.۲۹۰	-۲.۵۸۶	-۰.۷۵۰	
اتورگرسیو مرتبه اول	۰.۰۰۳	۰.۰۸۹	۰.۰۴۳	۰.۰۰۳	

جدول ۱۳. نتایج معناداری کلی مدل رگرسیونی خطی ساده

مقدار آماره F	سطح معناداری	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین - واتسون
۳/۹۶۳	۰/۰۰۰	۰/۵۷۴	۲/۰۰۶

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اطلاعات مالی در مورد هر شرکت در هنگام برآورد ارزش قیمت سهام بسیار مهم است. همزمانی قیمت سهام مبین میزان انعکاس اطلاعات بازار نسبت به اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام است. قیمت‌گذاری نادرست سهام به‌عنوان یک عامل مهم در بازار سهام است و اطلاعات باکیفیت می‌تواند در راستای کارایی بهتر بازار عمل کند و مانع از قیمت‌گذاری نادرست سهام گردد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر همزمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با در نظر گرفتن معیارهای کیفیت گزارشگری مالی است. بدین منظور از اطلاعات شرکت‌های نمونه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. با توجه به اینکه متغیر همزمانی قیمت سهام دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که همزمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر معنادار، مثبت و مستقیم دارد. بدین معنا که همزمانی قیمت سهام، باعث افزایش قیمت‌گذاری نادرست سهام و فاصله‌گرفتن قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می‌گردد، لذا فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. در تحلیل این نتیجه می‌توان بیان کرد در بازار با کارایی ضعیف و عدم تسری به‌موقع اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام می‌تواند سبب قیمت‌گذاری نادرست آن را سبب شود در نهایت ثروت سهام‌داران را به خطر بیندازد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش فلاح زاده ابرقویی و همکاران (۱۳۹۸) مرتبط می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که با توجه به توسعه کسب و کار و نیاز مالکان به منابع متنوع تامین مالی، شرکت‌های سهامی ایجاد شدند. در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا حدودی خصوصی شده، و مالکیت شرکت تا درجه بالایی در دست سرمایه‌گذاران نهادی است که به دولت یا شرکت‌هایی که توسط دولت کنترل می‌شوند، وابسته هستند. قدرت کنترلی سهامدار عمده باعث می‌شود نفوذ بیشتری بر شرکت داشته و معاملاتی را انجام دهد که در ارتباط با منافع و حقوق آنها بوده و کنترل منافع را برای خود، در دست بگیرد (شلیفر و ویشن، ۱۹۹۴). نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نسبت مالکان نهادی و مالکیت مدیریتی به‌عنوان یک اهرم نظارتی از ساختار مالکیت شرکت اثر نامطلوب همزمانی قیمت سهام بر قیمت‌گذاری نادرست را اصلاح کرده و در حقیقت احتمالاً در مسیر منافع سرمایه‌گذاران حرکت مینمایند. این

نتایج با تحقیق نوروزی و خدادادی (۱۳۹۵) که نشان دادند هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و پرهیزگار و کامیابی (۱۳۹۵) که نشان دادند مالکان نهادی بر همزمانی قیمت سهام تأثیر منفی دارند و فروغی و همکاران (۱۳۹۰) که نشان دادند ساختار مالکیت بر عملکرد قیمت سهام تأثیر معنادار دارد و تحقیق وو و وانگ (۲۰۱۶) که نشان دادند احساسات سهامداران نهادی مستقیماً بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکتها تأثیرگذار است. همچنین ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی مانند نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری بالاتر است، قویتر است، مرتبط است. با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- ۱) با توجه به اهمیت ساختار مالکیت، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود اگر حرکت همزمان قیمت سهام شرکت و شاخص بورس به‌عنوان یک معیار مثبت جهت سرمایه‌گذاری مد نظر دارند در شرکت‌هایی این سرمایه‌گذاری و این تحلیل را انجام دهند که از ساختار مالکیت نهادی بالا و مدیریتی مناسبی برخوردار باشد زیرا که این ساختار مالکیت اثر نامطلوب حرکت همزمان قیمت سهام و شاخص بورس با قیمت‌گذاری نادرست را اصلاح می‌نمایند.
- ۲) به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه توصیه می‌گردد که حرکت همزمان قیمت سهام شرکت را با شاخص بورس به‌عنوان ملاک سرمایه‌گذاری خود به‌تنهایی مدنظر قرار ندهند زیرا که این حرکت همزمان برای شرکت‌هایی که از کیفیت گزارشگری مالی پایین برخوردارند در نهایت منتج به تفاوت قیمت سهام با ارزش ذاتی و ازدست‌رفتن ثروت سهام‌داران می‌شود.
- ۳) به مدیران بازار سرمایه توصیه می‌شود گزارشی از ساختار مالکیت سهام شرکت‌های بورسی بطور جداگانه و به‌روز افشا نمایند زیرا که سرمایه‌گذاران با دسترسی آسان از اطلاعات دقیق ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌توانند تصمیمات بهتری در نوع بخشی سبد سهام خود داشته باشند.

¹ Wu, Wang

فهرست منابع

- Accounting Research Quarterly, Volume (6), Number (16), 61-74.
- Alice Adams Bonaimé, Özde Öztekin, Richard S. Warr, Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases, *Journal of Corporate Finance*, Volume 26, 2014, Pages 182-200, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.007>.
- Arab, Rohalah; Gholamrezapour, Mohammad; Amirmia, Narjes; Emadaldini, Amir (2019) Investigating the role of government ownership on the relationship between tax avoidance and audit fees: an empirical test of the big pocket theory. *Management Accounting Research Journal*, Volume (13), Number (45), 169-186.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005. <https://doi.org/10.1162/00335530360698478>.
- Baker, M., Stein, J., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *The Journal of Finance* 61, 1645-1680.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Campello, M., & Graham, J. R. (2013). Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 89-110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.002>.
- Chernenko, S., Foley, C. F., & Greenwood, R. (2012). Agency Costs, Mispricing, and Ownership Structure. *Financial Management*, 41(4), 885-914. <http://www.jstor.org/stable/23324881>.
- Chirinko, R. S., & Schaller, H. (2001). Business Fixed Investment and "Bubbles": The Japanese Case. *American Economic Review*, 91(3), 663-680. <https://doi.org/10.1257/aer.91.3.663>.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *The Journal of Finance*, 61, 725-762.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., 2004. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation. *The Journal of Finance* 59(1), 65-105.
- Fu, J., Chen, X., Liu, Y., & Chen, R. (2022). Managerial ability and stock price synchronicity. *Research in International Business and Finance*, 60(1), 101016/j.ribaf.2021.101606.
- Hamid Sakaki, Surendranath Jory, Dave Jackson, Institutional investors' ownership stability and their investee firms' equity mispricing, *The North American Journal of Economics and Finance*, Accounting Research Quarterly, Volume (6), Number (16), 61-74.
- خوزین، علی؛ طالب نیا، قدرت اله؛ گرکز، منصور؛ بنی مهد، بهمن (۱۳۹۷) بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره (۱۱)، شماره (۳۶)، ۱-۱۳.
- خادمیان، محمد، اقدامی، اسماعیل، & سیدنژاد فهیم، سیدرضا. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر کیفیت کنترل های داخلی بر کوتاه بینی مدیران با تأکید بر نقش تعدیل کننده افق سرمایه گذاران نهادی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، 13(50), 231-243.
- دادبه، فاطمه؛ پهلوانی، علیرضا (۱۴۰۰) تأثیر حاکمیت شرکتی و ارتباطات سیاسی بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره (۴)، شماره (۴۲)، صص ۶۱-۸۳.
- عرب، روح اله؛ غلامرضا پور، محمد؛ امیرنیا، نرجس؛ عمادالدینی، امیر (۱۳۹۹) بررسی نقش مالکیت دولتی بر رابطه اجتناب مالیاتی و حق الزحمه حسابرسی: آزمون تجربی نظریه جیب بزرگ. نشریه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره (۱۳)، شماره (۴۵)، ۱۶۹-۱۸۶.
- فلاح زاده ابرقویی، احمد، تفتیان، دکتر اکرم، حیرانی، دکتر فروغ. (۱۳۹۸). بررسی رابطه افشای اطلاعات با همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط آن با استفاده از سیستم معادلات همزمان. مجله دانش حسابداری، ۱۱(۱)، ۱۹۴-۱۶۹. <http://www.jstor.org/stable/23324881>. doi:22103/10/
- کامیابی، یحیی؛ پرهیزگار، بتول؛ (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۵، شماره ۱۷ (پیاپی ۱۷)، صفحه ۱۶۵-۱۸۶.
- نیک کار، جواد، فتحعلیان، آرزو. (۱۴۰۱). بررسی اثر مفاهیم حسابداری بر همزمانی قیمت سهام. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۴۴)، ۱۱۳-۱۳۰. doi:22034/10/iaas.168259/2022
- ولی پور، هاشم؛ زارع، لادن؛ خرم، اسماعیل (۱۳۹۲) نقش تعدیلکنندگی اندازه هیئتمدیره در رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره (۶)، شماره (۱۶)، ۶۱-۷۴.
- Valipour, Hashem; Zare, Laden; Khorram, Ismail (2012) The moderating role of the size of the board of directors in the relationship between ownership structure and company value. *Management*

- 70(3), 295–311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3).
- Tung Lam Dang, Man Dang, Luong Hoang, Lily Nguyen, Hoang Long Phan, (2020) Media coverage and stock price synchronicity, *International Review of Financial Analysis*, Volume 67, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.101430/2019>.
- Xiaohui Hou, Rui Yang, (2021) Policy signaling and stock price synchronicity: Evidence from China, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Volume 75, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.101355/2021>.
- Nikkar, J, Fathaliyan, A. (2022). Investigating the effect of accounting concepts on the simultaneity of stock prices. *Accounting and auditing studies*, 11(44), 113-130. doi: 22034/10/iaas.168259/2022.
- Fallahzadeh Abargoui, Ahmed, Taftian, Dr. Akram, Hirani, Dr. Forough. (2019). Examining the relationship between disclosure of information and the simultaneity of stock prices and the risk of falling by using the system of simultaneous equations. *Accounting Knowledge Journal*, 10(1), 169-194. doi: 22103/10/jak.2580/11485/2019.
- Changgui Li, Xiaowen Liu, Zhiping Hou, Yongyi Li. (2022). Retail Investor Attention and Equity Mispricing: The Mediating Role of Earnings Management, *Finance Research Letters*, 2022, 103621.
- Wencong Li, Xingquan Yang, Xingqiang Yin. (2022). Non-state shareholders entering of state-owned enterprises and equity mispricing: Evidence from China, *International Review of Financial Analysis*, Volume 84, 2022, 102362, ISSN 1057-5219.
- A. Ahmad-zaluki, Wan Nordin Wan- Hussin (2009). Corporate boards, audit Committees and the Quality of Financial Disclosure in IPOs, 135-164.
- Dadbeh, Fatima; Pahlavani, Alireza (2021) The effect of corporate governance and political connections on information asymmetry in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Perspective Journal*, Volume (4), Number (42), pp. 61-83.
- Marzo Giuseppe. (2011). Accounting for intangibles and the theories of the firm. 34th EAA congress, Rome: 20-22.
- Lambert, R., Christian L., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
- Chakrabarty, B., Moulton, P. C., & Trzcinka, C. (2017). The Performance of Short-Term Institutional Trades. *J. Financ. Quant. Anal.*, 52(4), 1403–1428. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000400>.
- Volume 57, 2021, 101440, ISSN 1062-9408, <https://doi.org/10.1016/j.najef>.
- Han, Y., Huang, D., Huang, D., & Zhou, G. (2022). Expected return, volume, and mispricing. *Journal of Financial Economics*, 143(3), 1295–1315.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and CrashRisk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jin, L., Myers, S. , (2006). R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Finance* 79, 257-292.
- Kamyabi, Yahya; Parhizgar, batol; (2015). Investigating the relationship between institutional investors and the simultaneity of stock prices in companies listed on the Tehran Stock Exchange, Volume 5, Number 17 (series 17), pages 165-186.
- Khozin, Ali; Talibnia, Godrat alah; Garekz, Mansour; Bani Mahd, Bahman (2017) Investigating the effect of ownership structure on the development of sustainability reporting level. *Management Accounting Scientific Research Quarterly*, Volume (11), Number (36), 1-13.
- Kotaro Miwa, Investor sentiment, stock mispricing, and long-term growth expectations, *Research in International Business and Finance*, Volume 36, 2016, Pages 414-423, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.10.003>.
- Leung, W. S., Evans, K. P., & Mazouz, K. (2020). The R&D anomaly: Risk or mispricing? *Journal of Banking and Finance*, 115, Article 105815.
- Morck, R., Yeung, B., Yu, W., 2000. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics* 58, 215-260.
- Parrino, R., Sias, R. W., & Starks, L. T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68 (1), 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00247-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00247-7).
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22(1), 187–217.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *Review of Financial Studies*, 22(1), 187–217. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn030>.
- Rhodes-Kropf, M. D., Robinson, T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561–603.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561–603. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.015>.
- Rhodes-Kropf, Matthew, and S. Viswanathan. (2004). Market valuation and merger waves, *The Journal of Finance* 59, 2685-2718.
- Roll, R., (1988). R2. *Journal of Finance* 43, 541-566.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*,



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 14/ No. 55/ Autumn 2024

The role of ownership structure of listed companies in moderating the relationship between stock price concurrency and mispricing

Seyed Hesam Vaghfi

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran,
vaghfi@pnu.ac.ir

Jeyran Seddighi

MA, Department of Accounting, Imam Reza International University, Mashhad, Iran,
(corresponding author),
seddighijeyran@gmail.com

Kaveh parandin

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran,
kparandin@pnu.ac.ir

Somayeh Hosseini Aghdaei

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran,
hosseinia @pnu.ac.ir

Abstract

Stock mispricing is a situation where the stock price in the capital market is different from its intrinsic value. Incorrect stock pricing leads to a sudden drop in prices and eventually the stock market crash. The purpose of this study is to investigate the effect of stock price synchronization on stock mispricing with an emphasis on the role of ownership structure. The statistical population of the research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. Using the considered limitations, 149 companies were selected as the research sample in the period of 2013-2022 and the research hypotheses were tested by multivariate regression method. The findings of the research show that the simultaneity of stock prices has a significant and direct effect on stock mispricing. On the other hand, the evidence suggests that managerial ownership and institutional ownership have a moderating (weakening) effect on the relationship between stock price synchronicity and stock mispricing. Also, family ownership and government ownership do not have a significant effect on the relationship between stock price synchronicity and stock mispricing. The results of the research show that the ratio of institutional owners and managerial ownership as a regulatory lever of the company's ownership structure corrects the adverse effect of stock price synchronicity on incorrect pricing and, in fact, probably moves in the direction of investors' interests.

Keywords: stock price concurrency, stock mispricing, ownership structure