

The effect of divergent opinions of investors on the incorrect pricing of stocks with regard to the role of financial information quality and information asymmetry in the Iranian capital market

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki^{1*}, Armin Saffar²

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

rahmanian@pnu.ac.ir

2. MSc, Department of Accounting, Payame Noor University. Tehran, Iran.

arminsaffar@yahoo.com

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: 3-4-2023 Last Revision: 11-7-2023 Accepted: 19-9-2023	Divergence of opinion is a type of difference of opinion in which investors' estimation of the asset's value is different, in fact, divergence of opinion refers to the difference in the perceptions of market investors about a company's stock. The aim of the present study is to investigate the impact of the divergence of investors' opinions on the incorrect pricing of stocks with regard to the role of financial information quality and information asymmetry in the Iranian capital market. From a methodological point of view, the current research is of the causal interaction type. Tehran Stock Exchange was selected as the final statistical population and using multiple criteria of systematic exclusion, 127 companies in the 10-year period between 2012 and 2021 were included in the final sample, because the period 2021 was used in raw data calculations. Therefore, 9 years have been used for statistical tests. The results of the research hypotheses test showed that the divergence of investors' opinions aggravates the phenomenon of incorrect stock pricing. In addition, information asymmetry and the quality of financial information aggravate incorrect pricing. However, their interaction with the divergence of investors' opinions did not show any effect on incorrect stock pricing.
* Corresponding author: Abdolrasoul Rahmanian Koushkak Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: rahmanian@pnu.ac.ir	

1. Introduction

Proponents of behavioral finance theory believe that the phenomenon of stock mispricing is persistent and is due to an irrational (behavioral)

component of stock prices or information asymmetry between participants. Therefore, the difference of opinions and the opinions of investors can affect the stock price. Difference of opinion is a kind of inconsistency related to investors, in which investors' estimation of the value of assets is different, in fact, difference of opinion refers to the difference in the views of investors in the market about the shares of companies. In previous researches, it has been stated that stocks that face the most disagreement among investors show lower returns in the announcement of profits, so these two phenomena cannot be separated from each other.

2. Hypotheses

The thoughts and opinions of investors about the future of the capital market can have an effective role on the price trend and volume of market transactions. The thoughts and opinions of investors refer to their views on the future state of the capital market. In classical economics, there is a belief that people's behavior is based on rational expectations, and the meaning of rational expectations is based on the assumption that different classes and groups pay attention to all available information that affects the results of their decisions and use it intelligently. Therefore, they never make mistakes regularly. Market information strengthens the co-movement of stock prices, while firm-specific information weakens it. A significant part of stock mispricing can be attributed to lack of information transparency at the company level. Information asymmetry is considered as a type of market failure because when this factor exists in the market, it affects not only the market value as a whole but also the market value of companies in the stock market. In the behavioral finance literature, it has been stated that different opinions and opinions in the market regarding investment are derived from different trends and estimates regarding the expected return from investments. This heterogeneity in opinions regarding expected returns can be due to insufficient information in the market due to non-disclosure of necessary information by managers and companies. The movement of the stock price actually reflects the behavior of the investors in that market. According to the contents, the hypotheses of the present research are stated as follows:

H1: There is a positive and significant relationship between the divergence of investors' opinions and incorrect stock pricing.

H2: Information asymmetry intensifies the positive relationship between the divergence of investors' opinions and incorrect stock pricing.

H3: The quality of financial information weakens the positive relationship between the divergence of investors' opinions and stock mispricing.

3. Method

The current research is applied and from the methodological point of view, correlation is causal type (post-event). The statistical population under investigation in this research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange and the period under investigation is from 2012 to 2021. In this research, the systematic elimination method was used to reach the sample, and 127 companies were selected as the research sample. Data analysis has been done by using the combined data method and with the data panel approach and by using Eviews 12 software to test the hypotheses.

4. Results

The results of the research hypotheses test showed that the divergence of investors' opinions aggravates the phenomenon of incorrect stock pricing. In addition, information asymmetry and the quality of financial information aggravate incorrect pricing. However, their interaction with the divergence of investors' opinions did not show any effect on incorrect stock pricing.

5. Discussion and Conclusion

The behavior and opinions of investors is the most prominent factor determining the price of assets and stocks, especially in emerging markets. It is difficult to obtain a fair valuation in the conditions of market uncertainty, which is the root of creating different opinions and opinions in the market about buying and selling stocks. Divergence of investors' opinions and behavior has a consistent relationship with incorrect stock valuation. In fact, when the difference of opinions and opinions between investors in the capital market increases, at the same time, the incorrect pricing of stocks will increase and stocks will be traded at a price different from the intrinsic value of stocks, because investors rely on their information. They will buy and sell shares, which can influence the behavior and opinions of investors. Information asymmetry can lead to wrong investment and financial decisions with the loss of investors and companies' stock value. The obtained results showed that the more our information inequality between internal managers and external investors increases, the incorrect pricing of stocks can also increase. However, the interaction of information asymmetry

and divergence of opinions cannot intensify the incorrect pricing of stocks. The reason for this factor can be stated based on behavioral finance theories, that information asymmetry itself is a factor in intensifying the divergence of capital opinions. It has aggravated this factor from the very beginning, and now, with the interaction of these two variables, there is no noticeable change in the incorrect pricing of stocks. A higher quality of financial information can reduce mispricing of stocks. In fact, the inverse relationship between the quality of financial information and mispricing can be explained by improving the quality of information issued by companies. The information between inside and outside the company is reduced and finally the investors will buy and sell shares relying on the correct information, which can somehow bring the stock pricing closer to its intrinsic value. But finally, with the interaction of the quality of financial information and the divergence of investors' opinions, it was observed that the incorrect pricing of stocks will not intensify.

Keywords: incorrect stock pricing, information asymmetry, transparency of financial information, divergence of opinions and behavior of investors, financial and behavioral.



تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران

دکتر عبدالرسول رحمانیان کوشکی*^۱، آرمین صفار^۲

چکیده: واگرایی عقیده نوعی اختلاف باورها است که در آن تخمین سرمایه‌گذاران از ارزش دارایی متفاوت است، در واقع، واگرایی عقاید به تفاوت در برداشت سرمایه‌گذاران بازار از سهام یک شرکت اشاره دارد. هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران است. پژوهش حاضر از منظر روش شناختی، از نوع تعامل علی است. بورس تهران به عنوان جامعه نهایی آماری انتخاب و با استفاده از معیارهای چندگانه حذف سیستماتیک، ۱۲۷ شرکت در بازه زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ است در نمونه نهایی لحاظ گردید، که به دلیل اینکه دوره ۱۴۰۰ در محاسبات دیتاهای خام مورد استفاده قرار گرفته، بنابراین از ۹ سال برای آزمون‌های آماری استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. ضمن اینکه تعامل عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات مالی با واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

کلیدواژه‌ها: قیمت‌گذاری نادرست سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت اطلاعات مالی، واگرایی عقاید و رفتار سرمایه‌گذاران، مالی و رفتاری.

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول) abr.rahmanian@pnu.ac.ir

۲. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

پذیرش: ۱۴۰۲/۶/۲۸

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۲/۴/۲۰

دریافت: ۱۴۰۲/۱/۱۴

۱- مقدمه

پیروان ادبیات مالی رفتاری بر این عقیده هستند که ارزش‌گذاری نادرست خواه یا ناخواه رخ خواهد داد و این امر به دلیل یک پدیده ناشناخته از نظر منطق است که به رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران یا نامتوازن بودن اطلاعات مابین فعالان در بازار سرمایه است (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵). بنابراین، اختلاف نظرات و عقاید سرمایه‌گذاران می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. اختلاف نظرات نوعی ناهماهنگی مربوط به سرمایه‌گذاران است که در آن برآورد سرمایه‌گذاران از ارزش دارایی‌ها متفاوت است، در واقع اختلاف نظرات به تفاوت دیدگاه سرمایه‌گذاران در بازار در مورد سهام شرکت‌ها اشاره دارد (تقی زاده و همکاران، ۱۴۰۰). در تحقیقات قبلی بیان شده است که سهامی که با بیشترین اختلاف نظر در بین سرمایه‌گذاران مواجه است، بازده کمتری را در اعلام سود نشان می‌دهد، بنابراین این دو پدیده را نمی‌توان از یکدیگر جدا کرد (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). عواملی در انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی خود دخیل است که با مدل‌های متعارف قیمت‌گذاری دارایی‌ها قابل توضیح نیست. زمانی که ارزش سهام شرکت در بازار از ارزش بنیادی آن فاصله بگیرد، در این حال اصطلاحاً می‌گویند که ارزش‌گذاری نادرست سهام صورت پذیرفته است. جنسن آبیان کرده است که همین عامل می‌تواند یکی از عوامل بروز مشکلات نمایندگی باشد (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰). در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران با توجه به میزان ریسک و بازدهی متناسب با آن میزان ریسک، اقدام به تقاضا برای سهم خواهند کرد که عوامل رونق و رکود بازار بر این عامل و کسب سود آتی می‌تواند تأثیرگذار باشد، که یکی از عوامل تعیین قیمت سهام در واقع پاسخ به پیش‌بینی سودهای آتی است که انحراف از آن می‌تواند ارزش نادرستی برای سهام رقم بزند (کردستانی و ابراهیمی، ۱۳۹۰). گزارشگری مالی پروسه گزارش اطلاعات مالی و حسابداری یک شرکت به استفاده‌کنندگان از آن می‌باشد. گزارشگری مالی به آماده‌سازی و ارائه صورت‌های مالی محدود نمی‌شود، بلکه شامل روش‌های ارائه و تفسیر اطلاعات است که بدون واسطه یا با واسطه با اطلاعات حسابداری مرتبط است (نیکبخت و احمد خان بیگی، ۱۳۹۷). با توجه به این امر که کیفیت اطلاعات حسابداری ارائه شده را با چشم نمی‌توان مشاهده کرد، تحلیلگران از این عامل حیاتی در بازار سرمایه به وفور حمایت کرده‌اند. به طور کلی، کیفیت گزارش‌های حسابداری برای تحلیلگرانی که از آن استفاده‌های گوناگون دارند حائز اهمیت است، زیرا اطلاعات با کیفیت، پیش‌نیاز تصمیم‌گیری با دقت بالا و عملکرد مناسب است و اطلاعات با کیفیت سرمایه‌گذاری موفق را به دنبال خواهد داشت (بذرافشان و همکاران، ۱۳۹۷). عدم تقارن در اطلاعات را این گونه می‌توان

بیان کرد که خریدار یا فروشنده، اطلاعات کمتری در مورد کالا یا وضعیت بازار نسبت به طرف دیگر دارد، یا در واقع تقسیم اطلاعات بین تمام کاربران اطلاعات نامساوی است. وقتی این اتفاق بیفتد، می‌تواند نتایج متفاوتی را در مقایسه با یک موضوع ایجاد کند که نشان دهنده وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است (ترابی و همکاران، ۱۳۹۹). عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش کارایی بازار و به طور کلی کاهش سود در معاملات خواهد شد (موسوی شیری، ۱۳۹۴). بر این اساس پژوهش حاضر در پی پاسخ دادن به این سوال است که آیا واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با تاکید بر نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران تاثیرگذار است؟ با توجه به اهمیت حیاتی بازار سرمایه در اقتصاد کشورها که به نوعی پویایی این بازار نشان دهنده پویایی کلی اقتصاد یک کشور می‌باشد و همچنین ماهیت ذاتی شرکت‌ها که به جهت حداکثر کردن ارزش سهامداران در حال فعالیت می‌باشند و با توجه به این امر که ارزش‌گذاری شرکت‌ها از طریق قیمت‌گذاری سهام صورت می‌پذیرد، از همین رو اگر قیمت سهام شرکت‌ها از ارزش ذاتی آن فاصله بگیرد و بالاتر یا کمتر از حد خود قیمت‌گذاری گردد این امر می‌تواند عواقبی را برای شرکت و نهایتاً بازار سرمایه داشته باشد. از عوامل مهمی که در سال‌های اخیر در حوزه مالی رفتاری به آن زیاد توجه شده است در واقع بحث عقاید و نظرات سرمایه‌گذاران است که این مهم رکن اصلی بازار سرمایه هستند که با عقاید و باورهای خود می‌توانند کل بازار را تحت تاثیر قرار دهند و با توجه به اینکه در بازار سرمایه ناکارا بحث عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات حسابداری صادر شده از سوی شرکت‌ها مبحثی بسیار مهم در این حیطه است و آشفتگی موجود در بازار سرمایه کشور در دو سه سال اخیر و ریزش تاریخی بورس اوراق بهادار تهران و نارضایتی سرمایه‌گذاران در این بازار، بنابراین پرداختن به تاثیر واگرایی باورها و عقاید سرمایه‌گذاران و تاثیر آن بر قیمت‌گذاری سهام ضرورت داشته و با توجه به نبود یافته‌های قطعی در این حیطه و ایجاد شکاف پژوهشی در کشور، بنابراین پژوهش حاضر در پی پر کردن این خلا پژوهشی طراحی و اجرا شده است. در ادامه ساختار پژوهش ابتدا بسط مبانی نظری، فرضیه‌ها و مبانی تجربی پژوهش ارائه و در ادامه روش پژوهش و تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نهایتاً یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش ارائه شده است.

۲- مبانی نظری، تجربی و بسط فرضیه‌های پژوهش

در سال‌های اخیر، علاقه رو به رشد قابل توجهی به رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران در بازار

سرمایه به وجود آمده است. این پدیده ناشی از ناتوانی فرضیه بازار کارا برای توضیح ناهنجاری‌های مرتبط با این امر و پیامدهای این پدیده مالی رفتاری در تعیین ارزش واقعی یک سرمایه‌گذاری است (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). تئوری مالی رفتاری بیان می‌کند که بازار مالی تحت تأثیر رفتارها و عقاید روانشناختی سرمایه‌گذاران قرار دارد (یانگ و آلبادا، ۲۰۱۸). سطح بالایی از عدم اطمینان در بازار که می‌تواند به دلیل بی‌ثباتی سیاسی، رشد تولید ناخالص داخلی پایین، کنترل فساد و فضای نامطمئن سیاسی باشد به طور قابل ملاحظه‌ای رشد سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را کاهش می‌دهد و ریسک مربوط به این بی‌ثباتی‌ها تأثیر زیادی بر بازار داشته و قیمت‌های پیشنهادی سهام کمتر از ارزش‌های ذاتی تعیین می‌شود که منجر به هزینه‌های سرمایه بالاتر خواهد شد. بنابراین، به دست آوردن یک ارزش‌گذاری منصفانه در شرایط عدم قطعیت بازار دشوار است، که در نتیجه همین امر ریشه ایجاد عقاید و نظرات گوناگون در بازار راجع به خرید و فروش سهام است (محمود و همکاران، ۲۰۲۰، خان و خان، ۲۰۱۶؛ رحمان و قمر، ۲۰۱۴). با ایجاد اختلاف بین عقاید سرمایه‌گذاران، گروهی انتظار رویدادهای خوب و گروهی انتظار رویدادهای بد را دارند و همین امر می‌تواند حجم معاملات سهام را تحت تأثیر قرار دهد، بنابراین پرداختن به حالت ذهنی (نظرات و عقاید) سرمایه‌گذاران دارای اهمیت بالایی است، زیرا تأثیر مستقیم بر قیمت سهام و حجم معاملات بازار دارد (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). افکار و نظرات سرمایه‌گذاران به دیدگاه آنها در مورد وضعیت آینده بازار سرمایه اشاره دارد. در اقتصاد کلاسیک این باور وجود دارد که رفتار آدم‌ها بر پایه انتظارات عقلانی بوده و معنای انتظارات منطقی بر این فرض بوده که اقشار و گروه‌های گوناگون به همه اطلاعات موجود که بر نتیجه تصمیم‌هایشان مؤثر است، توجه دارند و به صورت هوشمندانه استفاده می‌کنند، بنابراین هرگز به‌طور منظم و مرتب، مرتکب اشتباه نمی‌شوند (محمود و همکاران، ۲۰۲۱). معامله ذهنی بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران تمایل خود به پرداخت را نه بر اساس باورهای خود در مورد ارزش ذاتی سهام، بلکه با اعتقادات خود در مورد آنچه سرمایه‌گذاران دیگر مایل به پرداخت برای سهام هستند تعیین می‌کنند (هی و همکاران، ۲۰۲۱، شن و همکاران، ۲۰۲۲).

واگرایی عقاید نوعی ناهمگونی مرتبط با تحلیلگران بازار (اعم از سرمایه‌گذار و استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی) است که این گونه بیان می‌دارد که انتظار سرمایه‌گذار در مقابل سرمایه‌گذار دیگر از ارزش‌داری متفاوت است و همین تفاوت در ترجیحات و نظرات سرمایه‌گذاران (واگرایی نظرات) منجر به رفتارهای متفاوت می‌شود. تفاوت عقاید سرمایه‌گذاران باعث می‌شود که تصمیماتی گرفته شود که با هیچ ادبیاتی در بازار منطبق نیست و به انتظارات و حالات و باورهای ذهنی آن‌ها مربوط

است (تقی زاده و همکاران، ۱۴۰۰). همین امر می‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را به دنبال داشته باشد، قیمت‌گذاری نادرست پدیده‌ای است که ناشی از ضعف بازار است و این گونه می‌توان گفت که قیمت‌گذاری نادرست حالتی است که ارزش سهام با ارزش بنیادی آن همخوانی ندارد. اثرات رفتاری سرمایه‌گذاران، عدم کیفیت و عدم تقارن اطلاعات در بازار از مصادیق اصلی نقص در بازار سرمایه است. اگر دارایی مالی اشتباه قیمت‌گذاری شود و قیمت یک سهم بسیار بیشتر از ارزش تنزیل شده جریان نقدی مورد انتظار آن سهم باشد، حباب قیمتی رخ می‌دهد (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰). زمانی که ناهمگونی اعتقادات سرمایه‌گذار در ارزش سهام افزایش می‌یابد، سهام توسط سرمایه‌گذاران با ارزش بالاتری خریداری می‌شود، بنابراین به صورت هم‌زمان قیمت سهام در یک سطح بالاتر قیمت‌گذاری می‌شود که اصطلاحاً ارزش‌گذاری نادرست سهام نامیده می‌شود (پنگ و همکاران^۱، ۲۰۱۶). در واقع افکار و عقاید سرمایه‌گذاران در مورد آینده بازار سرمایه می‌تواند نقش موثری بر روند قیمت و حجم معاملات بازار داشته باشد و واگرایی عقاید و نظرات می‌تواند مستقیماً باعث قیمت‌گذاری نادرست سهام گردد و رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران برجسته‌ترین عامل تعیین‌کننده قیمت‌های آنها و سهام به ویژه در بازارهای نوظهور است (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). با توجه به مطالب بیان فرضیه اول پژوهش حاضر به صورت زیر بیان شده است:

فرضیه اول: بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری نادرست سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

بخش قابل توجهی از قیمت‌گذاری نادرست سهام را می‌توان به عدم شفافیت اطلاعاتی در سطح شرکت نسبت داد. برخی از محققان بررسی‌های کلی را در مورد حقایق مختلف پیرامون کیفیت اطلاعات حسابداری انجام داده‌اند. همگرایی استانداردهای حسابداری، بحران‌های اقتصادی، رشد الزامات افشا و عوامل دیگر، تمرکز بیش از حد بر گزارشگری مالی ایجاد کرده است (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰). همچنین، در سراسر جهان افزایش رسوایی‌های حسابداری در اوایل قرن بیست و یکم به ضعف در کیفیت گزارش‌های حسابداری اشاره کرده است. کیفیت اطلاعات مالی ارزش گزارشگری حسابداری را تعیین می‌کند (نیکبخت و احمدخان بیگی، ۱۳۹۷). هرچه کیفیت گزارش‌های حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، منافع بیشتری برای سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان خواهد داشت. کیفیت اطلاعات در شکل‌گیری قیمت سهام شرکت منعکس شده و همین امر باعث قیمت‌گذاری صحیح یا ناصحیح ورقه‌های بهادار در بازار سهام می‌شود (ابابی، ۲۰۲۱). عدم

اطمینان سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در مورد جریان های نقدی آتی زمانی افزایش می‌یابد که دسترسی محدودی به اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خود داشته باشند. کسب اطلاعات مناسب و دقیق برای توجه سرمایه‌گذاران، پیش نیاز مهمی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است و در نتیجه قدرت اطلاعات به عنوان فرضیه اصلی بازار کارآمد تعریف می‌شود (جودی و منصورفر، ۱۳۹۹). از آنجایی که مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار همان اطلاعات حسابداری ارائه شده به بازار توسط شرکت است بنابراین کیفیت اطلاعات بالاتر می‌تواند اختلاف عقاید سرمایه‌گذاران را کاهش دهد (پنگ و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به مطالب بیان شده فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

فرضیه دوم: کیفیت اطلاعات مالی رابطه مثبت میان واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری نادرست سهام را تضعیف می‌کند.

عدم تقارن اطلاعات قادر است انتخاب نامطلوبی را برای سرمایه‌گذار رقم زده به گونه‌ای که عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان نوعی شکست بازار در نظر گرفته می‌شود، زیرا زمانی که این عامل در بازار وجود داشته باشد، نه تنها بر ارزش بازار به عنوان یک کل بلکه بر ارزش بازار شرکت‌ها در بازار سهام نیز تأثیر می‌گذارد. عدم تقارن اطلاعاتی عامل اصلی سرمایه‌گذاری و تصمیمات مالی اشتباه و در نهایت باعث از دست دادن سرمایه‌گذاران و کاهش ارزش سهام شرکت‌ها خواهد شد (کرمی و فرج زاده، ۱۳۹۳). نیاز به ارائه اطلاعات حسابداری آینده نگر در عرضه‌های اولیه برای تعیین قیمت واقعی سهم منجر به افزایش محتوای اطلاعاتی بازار می‌شود و موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی خواهد شد. ضمن اینکه اصلی‌ترین عامل ارزش‌گذاری نادرست سهام عدم توازن در توزیع اطلاعات در بازار سرمایه است (چی و گوپتا، ۲۰۰۹، کرمی و فرج زاده، ۲۰۱۴ و وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰).

در ادبیات مالی رفتاری این گونه بیان شده است که نظرات و عقاید گوناگون در بازار نسبت به سرمایه‌گذاری از گرایش‌های مختلف و برآورد نسبت به بازده مورد انتظار از سرمایه‌گذاری‌ها حاصل می‌شود. این ناهمگونی در نظرات نسبت به بازده مورد انتظار می‌تواند به دلیل اطلاعات ناکافی در بازار به واسطه عدم افشای اطلاعات لازم توسط مدیران و شرکت‌ها باشد (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). حرکت قیمت سهام در واقع منعکس کننده رفتار سرمایه‌گذاران در آن بازار است. به همین ترتیب، معاملات و قیمت سهام تحت تاثیر عوامل روانی اطراف و اطلاعات (دانش) موجود خواهد بود که شدت عدم تقارن اطلاعاتی و بالعکس کیفیت بالای اطلاعات عرضه شده به بازار در قالب صورت‌های

مالی می‌تواند قیمت‌گذاری سهام را تحت تأثیر قرار دهد (محمود و همکاران، ۲۰۲۱). از آنجایی که انتظارات یا نظرات و عقاید پس از ارزیابی اطلاعات موجود بر رفتار سرمایه‌گذاران، تأثیر می‌گذارد، بنابراین عقاید سرمایه‌گذاران تحت تأثیر مستقیم اطلاعات و آگاهی آن‌ها نسبت به سهام مورد نظر می‌باشد و همین امر باعث ایجاد واگرایی عقاید در بازار خواهد بود (آگاروال و همکاران، ۲۰۰۸؛ لو و یونگ، ۲۰۱۱). در نهایت عدم تقارن اطلاعاتی موجب بیشتر شدن واگرایی در عقاید سرمایه‌گذاران خواهد شد و عدم اطمینان آن‌ها را راجع به آینده سهام افزایش خواهد دهد (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). بنابراین فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر ارائه شده است:

فرضیه سوم: عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت میان واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید می‌کند.

در پژوهش‌های خارجی دانگ و همکاران^۴ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان فروش کوتاه مدت، اختلاف عقاید و نوسان در بازار اوراق این گونه بیان نمودند که فعالیت فروش کوتاه اوراق به طور مثبت با نوسانات، فعالیت معاملاتی و رابطه حجم-نوسانات مرتبط است. در طول بحران مالی جهانی، رابطه مثبت بین فعالیت فروش کوتاه مدت و نوسان قیمت از بین می‌رود. البدا و همکاران^۵ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان واگرایی عقاید و بازده اولیه با توجه به نقش شبه تعدیل‌کننده تقاضای سرمایه‌گذار این گونه بیان نمودند که تقاضای سرمایه‌گذار که توسط نسبت اشتراک بیش از حد تعیین می‌شود، نقش تعدیل‌کننده‌ای را در افزایش اثر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر بازده اولیه ایفا می‌کند و اثرات تعدیل در چندک بازده اولیه متفاوت است. شن و همکاران^۹ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان پاسخ‌ها در اختلاف عقاید نسبت به اعلامیه‌های سود در ایالات متحده این گونه بیان نمودند که نویسندگان یک رابطه منفی بین تفاوت عقاید و بازده مازاد اعلام سود سه ماهه نشان دادند و سرمایه‌گذاران اطلاعات را به طور نامتقارن بر اساس شوک‌های سود خوب و بد پردازش می‌کنند. چن^{۱۱} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان معاملات آگاهانه با تأخیر و اختلاف عقاید، شواهدی از انتشار اطلاعاتی سود شرکت، این گونه بیان نمودند که نظرات سرمایه‌گذاران پس از رویداد زمانی که معاملات آگاهانه‌تر پس از انتشار سود به تأخیر می‌افتند، متفاوت می‌شوند. همان طور که شواهد تجربی زیادی نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران احتمالاً مجبور هستند معاملات آگاهانه خود را به دلیل پیچیدگی اطلاعات، عدم نقدشوندگی سهام و رقابت نهادی به تعویق بیندازند، بنابراین اطلاعات شفاف و به موقع می‌تواند در روند سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت داشته باشد. سیلوا و

سرکوئرا (۲۰۲۱) نشان دادند که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران، نوسانات خاص بازده سهام را به دنبال خواهد داشت. تورانگ و همکاران^{۱۲} (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان اختلاف در پیش‌بینی‌های اقتصادی و بازده سهام: ریسک یا قیمت‌گذاری نادرست؟ این گونه بیان نمودند که تجزیه و تحلیل پرتفوی تک متغیره نشان می‌دهد که پرتفوی دهکی که در سهامی با کمترین بتای عدم توافق طولانی هستند و در سهام با بیشترین بتای عدم توافق کوتاه هستند، بازده سالانه تعدیل شده با ریسک ۷.۲ درصد را به همراه دارند. نتایج همچنین از این فرضیه قیمت‌گذاری نادرست حمایت می‌کنند که بتا با اختلاف نظر زیاد راه حلی غیرمستقیم برای اندازه‌گیری نظرات پراکنده و قیمت‌گذاری بیش از حد فراهم می‌کند. چن و همکاران^{۱۳} (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان عقاید متفاوت، اطلاعات معاملاتی و حرکت های مشترک قیمت سهام این گونه بیان نمودند که اگرچه حرکت مشارکتی قیمت سهام به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است، اما علل آن به خوبی شناخته نشده است. اطلاعات بازار، حرکت مشترک قیمت سهام را تقویت می‌کند، در حالی که اطلاعات خاص شرکت آن را تضعیف می‌کند. علاوه بر این، اختلاف نظر سرمایه‌گذاران، تغییرات قیمت سهام را افزایش می‌دهد اما حرکت مشارکتی قیمت را تضعیف می‌کند.

در پژوهش‌های داخلی نیز مروی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با بررسی ارتباطات سیاسی و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان‌پذیری بلند و کوتاه مدت بیان کردند که ارتباطات سیاسی با دولت، بر نوسانات کوتاه مدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه، تاثیر گذار نیست ولی این نوسانات در بلندمدت، برای شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با دولت کمتر از شرکت‌های فاقد ارتباطات سیاسی است همچنین افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام بعد از عرضه های اولیه در بلند مدت می‌شود، ولی در کوتاه مدت تاثیر گذار نیست. مشایخی و امینی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان ارائه مدل عوامل مؤثر بر کاهش قیمت در عرضه‌های اولیه با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری اظهار داشتند که سهامدارانی که اطلاعات موجود به ویژه اطلاعات حسابداری را تجزیه و تحلیل کنند، می‌توانند کارایی بیشتری کسب کنند. وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) با بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش روابط سیاسی بیان کردند که عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مستقیم بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد و روابط سیاسی این مهم را تشدید می‌کند. تقی زاده و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با بررسی اختلاف عقاید در بازار عرضه اولیه نشان دادند که به طور کلی باورهای تحلیلگران بر بازده عرضه اولیه و تفاوت دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به عرضه های اولیه تأثیر منفی و معناداری دارد. نیکو و

همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نوسان‌پذیری غیر سیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام این‌گونه بیان نمودند که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. رشیدی باغی (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان نقش کیفیت حساسی و کیفیت اطلاعات حسابداری در تغییر قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی گزارش داد که کیفیت اطلاعات حسابداری به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی باعث تغییر در کارایی می‌شود، اما کیفیت حساسی نرخ عدم تقارن اطلاعات را تغییر نمی‌دهد. بادآورنهدی و سرافراز (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت با تأکید بر نقش محدودیت مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاران سهامداران این‌گونه بیان نمودند که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاران سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر ندارد. خدادادی و نوروزی (۱۳۹۵) در تحقیقی بیان نمودند که ارزش‌گذاری ناصحیح بر آینده سرمایه‌گذاری شرکت موثر است. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی عنوان نمودند که بین کیفیت ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه است.

۳- روش پژوهش

پژوهش انجام گرفته کاربردی و از نظر رویکرد تعاملی، از نوع پس‌رویدادی است. جامعه آماری مورد مطالعه شرکت‌های بورس تهران ما بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ است که شرکت‌های با معیارهای زیر به عنوان نمونه انتخاب شدند. برای قابل مقایسه کردن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها باید پایان ماه دوازدهم سال (اسفندماه) باشد. آنها در طول دوره مورد نظر (۱۰ سال) دوره مالی را تغییر نداده باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این شرکت‌ها را بتوان دریافت نمود. بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در لیست نهایی به دلیل ماهیت متفاوت صورت‌های مالی جایی ندارند. در نهایت ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با بهره‌مندی از نرم افزار ایویوز ۱۲ و با استفاده از ابزار خطای استاندارد برای آزمون فرضیه‌ها انجام شد.

۳-۱- شيوه عملیاتی شدن متغیرهای پژوهش

۳-۱-۱- متغیر مستقل پژوهش: واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران (ABVOL)

واگرایی عقیده نوعی عدم تقارن مرتبط با سرمایه‌گذار است که در آن برآورد سرمایه‌گذاران از ارزش دارایی فرق دارد (تقی زاده و همکاران، ۱۴۰۰). واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران (که با شاخص حجم معاملات غیرمنتظره اندازه‌گیری می‌شود) به پیروی از سیلوا و سرکوئرا (۲۰۲۱) به شرح رابطه (۱) می‌باشد:

رابطه (۱) $ABVOL_{i,t} = [(VOL_{i,t} - MKT_{VOL_t})] - [(FIRM_AVG_VOL_i - MKT_AVG_VOL_t)]$ که در رابطه (۱):

VOL : نسبت سهام معامله‌شده در پایان سال به کل سهام شرکت.

MKT_VOL : نسبت کل سهام معامله‌شده در بازار به کل سهام موجود در بازار.

$FIRM_AVG_VOL$: میانگین VOL در سطح شرکت.

MKT_AVG_VOL : میانگین MKT_VOL در سطح بازار.

۳-۱-۲- متغیر وابسته: قیمت گذاری نادرست سهام (Int-Price)

مدل قیمت‌گذاری نادرست سهام از ۵ معیار مختلف برای اندازه‌گیری قیمت‌گذاری نادرست سهام بهره برده و با رتبه بندی ۵ معیار بیان شده در ادامه، یک شاخص قیمت‌گذاری اشتباه سهام محاسبه می‌شود، به این صورت که داده‌ها بر پنج چارک تقسیم می‌شوند و سپس از میانگین حداکثر ۵ و ۴ و ۳ و ۲ و ۱ آورده می‌شود و در نهایت مجموع امتیازات سالانه شرکت‌ها معیار تقریبی قیمت سهام هر شرکت را تشکیل می‌دهد و در نهایت امتیازات را می‌توان در رتبه ۲۵ تا ۲۵۵ قرار داد (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰، بادآور نهندی و داداش زاده، ۱۳۹۴ و پانتزالیس و پارک^{۱۷}، ۲۰۱۳).

قیمت‌گذاری نادرست از معیارهای زیر تشکیل شده است:

۱. معیار قیمت به ارزش ذاتی سهم:

برای این معیار از مدل دیچاو و همکاران^{۱۸} (۱۹۹۹) بر اساس الگوی سود باقیمانده محاسبه

خواهد شد.

برای رسیدن به این مقصود از فرمول سود خالص به صورت زیر اقدام شده است:

$$X_t^a = X_t - (R_e * B_{t-1}) \quad \text{رابطه (۲)}$$

که نهایتاً:

X (سود خالص سهامداران عادی است)

Re (نرخ بهای تمام شده سرمایه)

$Bt-1$ (ارزش دفتری سهام عادی در پایان دوره است)

نرخ بهای تمام شده سرمایه (Re) بر اساس مدل رشد گوردون^{۱۹} عملیاتی شده است:

$$g_t = ROE * [(1 - (DPS_t / EPS_t))] \quad , \quad R_e = (DPS_t / P_{t-1}) + g_t \quad (۳)$$

که نهایتاً:

DPS_t (سود پرداختی سهام) و P_{t-1} (ارزش ابتدای دوره سهام) g_t (نرخ رشد سود پرداختی)

ROE (نرخ بازده صاحبان سهام) و EPS (سود خالص متعلق به سهام) است.

برای برآورد ارزش آتی سهام می‌بایست که نسبت تداوم سود انباشته (W) ابتدا برآورد گردد.

که به پیروی از دیچاو و همکاران (۱۹۹۹) از یک الگوی همبستگی بر پایه سری زمانی عملیاتی

می‌شود:

$$X_{t+1}^a = \alpha_t - W_t X_t^a + e_{i,t+1} \quad (۴)$$

محاسبات ارزش ذاتی (V_t) بر پایه الگوی دیچاو و همکاران (۱۹۹۹) به شرح زیر است:

$$V_t = B_t + \frac{(X_t - Re * B_{t-1}) \theta}{(1 + Re - \theta)} \quad (۵)$$

۲. برآورد کل سرمایه به ارزش منتسب آن (Ln Capital)

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

ضرب کردن درآمد و میانه نسبت سرمایه به اندازه در صنعت است (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

$$Mispricing = \ln(Capital_{i,t} / I(Capital_{i,t})) \quad (۶)$$

$Capital_{i,t}$: سرمایه کل

$I(Capital_{i,t})$: ارزش ذاتی سرمایه (درآمد شرکت، ضربدر میانه سرمایه صنایع، تقسیم بر

درآمد)

میانه سرمایه را بدین گونه می‌توان حساب کرد که اول سرمایه را بر درآمد تقسیم کرده و از

نتیجه حاصل شده در یکسال میانه گرفته می‌شود (برای این کار از شرکت‌های موجود در یک

صنعت استفاده می‌شود، مثلاً اگر یک صنعت پنج شرکت دارد، میانه آن پنج شرکت محاسبه می‌

شود) و سال بعد به همین ترتیب ادامه می‌یابد (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰).

۳. ارزش بنیادی شرکت:

برای محاسبه این عامل از مدل رودز-کروف و همکاران^{۲۰} (۲۰۰۵) به شیوه زیر استفاده شده است که مدل رگرسیونی اجرا و باقیمانده مدل به عنوان ارزش بنیادی مورد استفاده قرار گرفته است (پانتزالیس و همکاران، ۲۰۱۳ و وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰).

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

که در رابطه (Y):

$\text{Ln}(M_{it})$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام است.

$\text{Ln}(B_{it})$: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی است.

NI_{it} : سود خالص شرکت در سال است.

$I(<0) \text{Ln}(NI)_{it}^+$: زیان ده بودن شرکت است که عاملی کیفی است که اگر شرکت زیان‌ده

باشد کد (۱) می‌گیرد و گرنه (۰).

LEV : همان اهرم مالی است که از حاصل تقسیم بدهی به مجموع بدهی و ارزش دفتری

سهام حاصل می‌گردد.

۴. لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام به میانه ارزش دفتری آن (Ln MB):

این عامل از لگاریتم طبیعی ارزش بازار به میانه ارزش دفتری سهام صنعت عملیاتی شده

است (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

۵. بازده غیر عادی سهام (ARET)

حاصل تفاضل بازده سهام از بازده بازار سهام است (بازده بازار برابر با تفاضل شاخص کل بازار

دوره از شاخص کل دوره قبل تقسیم بر شاخص کل دوره قبل حاصل می‌شود) (پانتزالیس و پارک،

۲۰۱۳).

با تهیه عوامل و معیارهای فوق در آخر با استفاده از مدل زیر ارزش‌گذاری نادرست سهام

محاسبه می‌شود:

$$\text{Mispricing Index} = \sum_{k=1}^4 \text{Rank}(\text{mispricing}_i, k) \quad (8)$$

مدل فوق مدلی کلی است که از ۵ سنجه مختلف (نسبت قیمت به ارزش ذاتی سهام، نسبت

کل سرمایه به ارزش منتسب سرمایه، ارزش بنیادی شرکت، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام به

میان‌ه ارزش دفتری سهام، بازده غیرعادی سهام) برای محاسبه ارزش‌گذاری نادرست سهام بهره برده که در نهایت امتیاز حاصله به شیوه زیر همان ارزش‌گذاری نادرست سهام است. به این صورت که داده‌های حاصل شده پنج‌گانه شده است و سپس از بالاترین پنجگانه به ترتیب امتیاز ۵، ۴، ۳، ۲ و ۱ تعلق گرفته است و در نهایت مجموع امتیازات هر سال شرکت رتبه قیمت‌گذاری نادرست سهام برای هر سال شرکت را تشکیل می‌دهد که در نهایت امتیازات می‌تواند در بازه ۵-۲۵ قرار گیرد (بادآورنهدی و داداش‌زاده، ۱۳۹۴ و وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰).

۳-۱-۳- متغیرهای تعدیلگر پژوهش

به تبعیت از پژوهش‌های پیشین مانند وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) و پنگ و همکاران (۲۰۱۶) از دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات مالی به عنوان متغیر تعدیلگر استفاده شده است که نحوه عملیاتی شدن آن‌ها در ادامه ارائه شده است.

۳-۱-۳-۱- متغیر تعدیلگر اول: کیفیت اطلاعات مالی (FRQ)

برای عملیاتی کردن متغیر تعدیلگر اول از مدل کوتاری و همکاران با محوریت کیفیت ارقام تعهدی به شرح زیر استفاده شده است (کوتاری و همکاران^{۲۱}، ۲۰۰۵).
رابطه (۹)

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه (۹):

TA_{it} : مجموع ارقام تعهدی که حاصل تفاضل سود خالص از وجه نقد عملیاتی است (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

A_{it-1} : مجموع دارایی در دوره قبلی است.

ΔREV_{it} : تغییرات فروش دوره نسبت به دوره پیش است.

PPE_{it} : دارایی ثابت (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) شرکت است.

ROA_{it-1} : تقسیم سود خالص به دارایی کل در دوره قبل است.

ε_{it} : باقیمانده مدل است که نقش کیفیت اطلاعات مالی را بازی می‌کند و قدر مطلق آن در

منفی یک ضرب شده که نماینده مستقیمی برای کیفیت اطلاعات باشد.

۳-۱-۳-۲-متغیر تعدیلگر دوم: عدم تقارن اطلاعاتی (SPREAD)

عدم تقارن اطلاعاتی با پیروی از پژوهش فخاری و پیته نوعی (۱۳۹۶) استفاده شده است که به شرح زیر عملیاتی شده است:

$$SPREAD_{it} = \frac{1}{Dit} \sum_1^{Dit} \left(\frac{ASKt - BID}{(ASKt + BIDt)/2} \right) \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در رابطه (۱۰):

SPREAD: محدوده ارزش پیشنهاد شده خرید و فروش سهام است.

ASK: ارزش انتهایی پیشنهادی فروش سهام است.

BID: ارزش انتهایی پیشنهادی خرید سهام است.

DIT: تعداد روزهایی از سال که آخرین ارزش پیشنهادی خرید و آخرین ارزش پیشنهادی فروش قابل دسترسی است.

۳-۱-۴-متغیرهای کنترلی پژوهش

عوامل زیر به تبعیت از پژوهش‌هایی مانند وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) و بادآورنهدی و داداش زاده (۱۳۹۴) و پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳) برای کنترل اثرات ناخواسته تحقیق و مرتبط با ارزش‌گذاری نادرست به عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب شده است:

اندازه شرکت (SIZE): از مجموع دارایی‌ها در پایان سال لگاریتم طبیعی گرفته شده است.
بازده دارایی‌ها (ROA): برای محاسبه این عامل سود خالص پایان سال تقسیم بر دارایی کل شده است.

رشد فروش (Sale growth): برای محاسبه تغییرات فروش تفاسل درآمد دوره از دوره قبل محاسبه و بر درآمد دوره قبل تقسیم شده است.

اهرم مالی (LEV): عنصر حیاتی برای ادامه فعالیت شرکت است که از تقسیم شدن بدهی در پایان دوره به دارایی در پایان دوره حاصل شده است.

عمر شرکت (Age): لگاریتم طبیعی تفاضل سال تاسیس از سال مورد نظر است.

رشد شرکت (MB): برای محاسبه رشد شرکت از حاصل تقسیم ارزش بازار به دفتری صاحبان

سهام استفاده شده است.

روابط سیاسی (STATE): روابط ساسی موجب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی بازار و گاه‌ها

خدجه‌دار شدن کیفیت اطلاعات مالی و نهایتاً می‌تواند بر قیمت‌گذاری سهام تأثیرگذار باشد. روابط سیاسی به تبعیت از پژوهش وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) متغیر کیفی و به صورت (۱۰) است که اگر نهادی که بیشترین سهام شرکت را در دست دارد دولت یا شرکت‌های وابسته به دولت باشند کد (۱) وگرنه کد (۰) تعلق گرفته است (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰).

۲-۳-مدل‌های رگرسیونی پژوهش

به تبعیت از پژوهش‌های وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) و بادآورنده‌ی و داداش‌زاده (۱۳۹۴) مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر طراحی شده است:

۱-۲-۳-مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول پژوهش

$$\text{Int} - \text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABVOL}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{growth}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{Age}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲-۲-۳-مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$\text{Int} - \text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABVOL}_{it} + \beta_2 \text{SPREAD}_{it} + \beta_3 (\text{SPREAD}_{it} \times \text{ABVOL}_{it}) + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{growth}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \beta_8 \text{Age}_{it} + \beta_9 \text{MB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲-۲-۳-مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$\text{Int} - \text{Price}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABVOL}_{it} + \beta_2 \text{FRQ}_{it} + \beta_3 (\text{FRQ}_{it} \times \text{ABVOL}_{it}) + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{growth}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \beta_8 \text{Age}_{it} + \beta_9 \text{MB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۴-یافته‌های پژوهش

۱-۴-آمار توصیفی

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح متغیر	نماد	میانگین	بالاترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
قیمت‌گذاری نادرست سهام	Int-Price	۱۴/۶۵	۲۴/۰۰	۶/۰۰	۳/۲۸	۰/۱۴	۲/۶۲
واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران	ABVOL	-۰/۰۱۵	۱/۱۱	-۱/۰۸	۰/۴۱	۰/۵۰	۴/۴۶
کیفیت اطلاعات مالی	FRQ	-۰/۱۳	-۰/۰۰۱	-۰/۸۹	۰/۱۳	-۲/۵۷	۱۲/۱
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD	۰/۰۳۳	۰/۰۵۵	۰/۰۰۳	۰/۰۱۱	-۰/۶۳	۲/۸۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۵۱	۲۰/۱۴	۱۱/۰۷	۱/۵۷	۰/۸۹	۴/۱۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۳	۰/۶۵	-۰/۳۶	۰/۱۵	۰/۴۸	۳/۸۴

شرح متغیر	نماد	میانگین	بالاترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
رشد فروش	growth	۰/۳۱	۱/۲۸	-۰/۳۹	۰/۴۰	۰/۵۵	۲/۸۹
اهرم مالی	LEV	۰/۵۵	۱/۱۳	۰/۱۰	۰/۲۰	۰/۰۲	۲/۸۰
عمر شرکت	AGE	۳/۶۳	۴/۲۳	۲/۳۰	۰/۳۵	-۰/۶۶	۲/۶۶
رشد شرکت	MB	۴/۳۶	۱۵/۷۹	۱/۰۱	۳/۹۷	۱/۷۰	۴/۹۷
روابط سیاسی	STATE	۰/۴۴	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۹	۰/۲۱	۱/۰۴

آمار توصیفی به طور کلی کمیت و کیفیت داده‌های مورد استفاده در پژوهش را از نظر پراکندگی و بالاترین و پایین‌ترین را نشان می‌دهد که از شاخص‌های قابل اهمیت در آمار توصیفی می‌توان به انحراف معیار آن یا در واقع میزان پراکندگی داده‌ها اشاره کرد که در پژوهش حاضر بالاترین انحراف معیارها را به ترتیب رشد شرکت (۳/۹۷)، قیمت‌گذاری نادرست سهام (۳/۲۸) و اندازه شرکت (۱/۵۷) به خود اختصاص داده‌اند که این امر نشان می‌دهد که میزان پراکندگی در این موارد در نمونه پژوهش زیاد است. مقدار میانگین نیز معدلی از کمیت متغیر را به نمایش می‌گذارد که میانگین اهرم مالی در پژوهش حاضر (۰/۵۵) است که نشان دهنده این امر است که در بازار سرمایه ایران به طور میانگین نیمی از دارایی شرکت‌ها را بدهی تشکیل می‌دهد. همچنین به طور میانگین شرکت‌ها (۰/۳۱) رشد فروش را در سال تجربه می‌کنند. که رشد فروش منفی هم در نمونه به چشم می‌خورد، از عوامل اصلی دیگر و نشان دهنده میزان کیفیت عملیاتی شرکت می‌توان به بازده‌دارایی‌ها اشاره کرد که به طور میانگین شرکت‌های نمونه در پژوهش ۰/۱۳ درصد بازده دارایی را دارا بوده‌اند که به نظر این میزان کمی پایین می‌باشد با توجه به اینکه بازده منفی نیز به نمایش داده شده است و نشان از زیان‌ده بودن برخی شرکت‌ها در داخل نمونه پژوهش است. چولگی و کشیدگی داده‌ها دو آزمون آماری برای ارزیابی میزان پراکندگی فراوانی داده‌ها بوده و برای بررسی نرمال بودن توزیع استفاده می‌شوند. مقدار نرمال کشیدگی عدد (۳) و توزیع کشیدگی بین عدد ۲ تا ۲- در حد توزیع نرمال است. که توزیع چولگی و کشیدگی ارائه شده در نگاره به طور میانگین قابل قبول می‌باشد.

۲-۴- آزمون مانایی متغیرها

نگاره ۲: آزمون مانایی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
قیمت گذاری نادرست سهام	Int-Price	-۱۳/۲۷۱۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران	ABVOL	-۳/۳۳۹۴۳	۰/۰۰۰۴	مانا است
کیفیت اطلاعات مالی	FRQ	-۴/۱۳۸۲۰	۰/۰۰۰۰	مانا است
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD	-۱۲/۰۲۴۲	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	SIZE	-۹/۱۵۳۳۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	ROA	-۱۱/۶۱۳۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
رشد فروش	growth	-۶/۴۹۵۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	LEV	-۱۵/۱۳۹۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	AGE	-۸۲/۸۷۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا است
رشد شرکت	MB	-۶۸/۵۷۱۴	۰/۰۰۰۰	مانا است

نتایج حاصل شده در نگاره (۲) با سطوح معناداری زیر ۵ درصد نشان از مانایی کلیه متغیرهای کمی پژوهش دارد.

۳-۴- آزمون‌های فروش کلاسیک رگرسیون

آزمون‌های چاو و هاسمن و آزمون همخطی و ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در نگاره زیر ارائه شده است.

نگاره ۳: نتایج آزمون‌های فروش کلاسیک رگرسیون

متغیر/آزمون همخطی	فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم
واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران	۱/۰۳	۲/۷۳	۱/۴۶
عدم تقارن اطلاعاتی	-	۲/۷۲	-
کیفیت اطلاعات مالی	-	-	۱/۰۲
تعامل واگرایی عقاید و عدم تقارن اطلاعاتی	-	۱/۰۱	-
تعامل واگرایی عقاید و کیفیت اطلاعات مالی	-	۱/۱۹	۱/۴۸
اندازه شرکت	۱/۱۱	۱/۱۲	۱/۱۳

متغیر/آزمون همخطی	فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم
بازده دارایی‌ها	۱/۹۴	۱/۹۵	۱/۹۵
رشد فروش	۱/۰۹	۱/۰۹	۱/۱۳
اهرم مالی	۱/۸۲	۱/۸۲	۱/۸۲
عمر شرکت	۱/۰۴	۱/۰۴	۱/۰۴
رشد شرکت	۱/۰۰	۱/۰۰	۱/۰۰
روابط سیاسی	۱/۱۳	۱/۱۳	۱/۱۳
آزمون چاو	۲/۳۷(۰/۰۰۰۰)	۲/۳۷(۰/۰۰۰۰)	۲/۳۰(۰/۰۰۰۰)
آزمون هاسمن	۱۲/۱۲(۰/۱۴)	۱۲/۰۳(۰/۲۸)	۱۳/۰۵(۰/۲۲)
آزمون خودهمبستگی	۶۰/۰۸(۰/۰۰۰۰)	۳/۳۰(۰/۱۹)	۳/۱۲(۰/۲۰)
آزمون ناهمسانی واریانس	۳۵/۹۹(۰/۷۶)	۸۹/۱۴(۰/۰۱۳)	۹۴/۰۳(۰/۰۰۵)

نگاره (۳) ترکیبی از شاخص‌های فروش کلاسیک رگرسیون است که شامل (همخطی، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی سریالی، آزمون اف-لیمر و آزمون هاسمن) است، که جهت جمع کلیه شاخص‌ها همگی در یک نگاره ارائه شده است. به طور کلی آزمون چاو با سطح خطای زیر ۵ درصد تایید الگوی دیتای ترکیبی را نشان می‌دهد اما با آزمون هاسمن و سطح معنادار بالاتر از ۵ درصد داده‌های مشترک (تلفیقی) تایید شده است. در دو مدل دوم و سوم با سطح معناداری بالای پنج درصد خودهمبستگی سریالی دیده نشد اما در مدل اول با سطح زیر پنج درصد خودهمبستگی یافت شد که در مدل نهایی با اضافه شدن عامل مرتبه اول (AR1) به مدل پژوهش مرتفع گردید (افلاطونی، ۱۳۹۷). در مدل اول پژوهش با سطح بالای ۵ درصد ناهمسانی واریانس مشاهده نگردید. اما در مدل دوم و سوم با سطح زیر ۵ درصد و معنادار شدن آزمون، ناهمسانی واریانس مشاهده شده که این حالت در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور `gls` و همچنین استفاده از امکانات ابزار خطای استاندارد در نرم‌افزار ایویوز ۱۰، رفع شده است.

۴-۴- نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش جهت سنجش رابطه نهایی میان متغیرها با استفاده از مدل‌های رگرسیونی، در نگاره زیر ارائه شده است.

نگاره ۴: نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه سوم		آزمون فرضیه دوم		آزمون فرضیه اول		نام متغیر
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	
۰/۰۰۰۰	۰/۲۹	۰/۶۲	۰/۰۷۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۷	واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران
-	-	۰/۰۰۰۰	۰/۲۴	-	-	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۰۰۰۰	-۰/۷۰	-	-	-	-	کیفیت اطلاعات مالی
-	-	۰/۹۶	-۰/۰۰۰۲	-	-	تعامل واگرایی عقاید و عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۸۶	-۰/۰۱۴	-	-	-	-	تعامل واگرایی عقاید و کیفیت اطلاعات مالی
۰/۰۰۰۰	۰/۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۶۹	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۱/۹۳	۰/۰۰۰۹	۱/۶۳	۰/۰۰۰۱	۲/۳۹	بازده دارایی‌ها
۰/۷۴	-۰/۰۳۹	۰/۹۶	۰/۰۰۵	۰/۲۳	-۰/۱۴	رشد فروش
۰/۰۰۰۰	۲/۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۹۹	۰/۰۰۰۰	۲/۱۶	اهرم مالی
۰/۰۸۰	-۰/۳۸	۰/۱۵	-۰/۳۲	۰/۲۷	-۰/۳۴	عمر شرکت
۰/۶۴	-۰/۰۰۱	۰/۶۴	-۰/۰۰۱	۰/۴۸	-۰/۰۰۱	رشد شرکت
۰/۶۴	-۰/۰۵۱	۰/۳۱	۰/۱۲	۰/۰۸۷	۰/۲۴	روابط سیاسی
۰/۰۰۰۵	۴/۱۰	۰/۰۰۱	۳/۶۰	۰/۰۱۳	۴/۲۰	عرض از مبدأ
-	-	-	-	۰/۰۸۲	۰/۲۰	AR(1)
۰/۳۸		۰/۳۸		۰/۳۷		ضریب تعیین
۱/۷۱		۱/۶۹		۲/۰۹		دوربین واتسون
۶۹/۸۱		۶۹/۵۶		۶۵/۹۵۰		آماره F
۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		سطح معناداری

نگاره ۴ ارائه‌ای از کلیه آزمون‌های آماری است که هر سه فرضیه پژوهش را در خود جای داده است. در ستون اول که نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد، متغیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با ضریب مثبت (۰/۲۷) و معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) به طور همسو با قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد، با توجه به اینکه شرط آماری پذیرش فرض آماری سطح معناداری زیر ۵ درصد است، فرضیه اول در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. نهایتاً از متغیرهای کمکی بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم مالی با معناداری زیر ۵ درصد بر متغیر وابسته تاثیرگذار

هستند، همچنین روابط سیاسی نیز در سطح خطای ۱۰ درصد با قیمت‌گذاری نادرست سهام رابطه معناداری دارد که با توجه به شرایط دخالت‌های هدفمند دولت در بورس در طی چند سال اخیر و صعود و ریزش تاریخی بازار سرمایه همخوانی دارد. ضریب تعیین کار ۰/۳۷ است که متغیر وابسته ۰/۳۷ از متغیرهای در مدل تاثیر پذیرفته است که در داده‌های پنل ترکیبی حدوداً مقدار مناسبی می‌باشد. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲/۰۹ نشان از نبود خودهمبستگی در جملات باقیمانده مدل دارد. آماره کلی مدل (F) با معناداری زیر ۵ درصد مطلوبیت کلی برآزش مدل را نشان می‌دهد. ستون دوم نگراره (۵) آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد که متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب مثبت (۰/۲۴) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) رابطه مستقیم با قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد، اما تعامل عدم تقارن اطلاعاتی و واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۹۶) بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تاثیرگذار نمی‌باشد با توجه به اینکه شرط آماری پذیرش فروض آماری سطح معناداری زیر ۵ درصد است، فرضیه دوم رد می‌شود. نهایتاً از متغیرهای کمکی بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم مالی با معناداری زیر ۵ درصد بر متغیر وابسته تاثیرگذار هستند، ضریب تعیین کار ۰/۳۸ است که متغیر وابسته ۰/۳۸ از متغیرهای در مدل تاثیر پذیرفته است که در داده‌های پنل ترکیبی حدوداً مقدار مناسبی می‌باشد. آماره دوربین واتسون با مقدار ۱/۶۹ نشان از نبود خودهمبستگی در جملات باقیمانده مدل دارد. آماره کلی مدل (F) با معناداری زیر ۵ درصد مطلوبیت کلی برآزش مدل را نشان می‌دهد. ستون سوم نگراره (۵) متعلق به آزمون فرضیه سوم پژوهش است که نتایج نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات مالی با ضریب منفی (۰/۷۰-) و معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) به طور معکوس با قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد، اما تعامل کیفیت اطلاعات مالی و واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۸۶) بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تاثیرگذار نمی‌باشد. با توجه به اینکه شرط آماری پذیرش فروض آماری سطح معناداری زیر ۵ درصد است، نهایتاً فرضیه سوم رد می‌شود. نهایتاً از متغیرهای کمکی بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم مالی با معناداری زیر ۵ درصد بر متغیر وابسته تاثیرگذار هستند و عمر شرکت در سطح ۱۰ درصد معنادار است. ضریب تعیین کار ۰/۳۸ است که متغیر وابسته ۰/۳۸ از متغیرهای در مدل تاثیر پذیرفته است که در داده‌های پنل ترکیبی حدوداً مقدار مناسبی می‌باشد. آماره دوربین واتسون با مقدار ۱/۷۱ نشان از نبود خودهمبستگی در جملات باقیمانده مدل دارد. آماره کلی مدل (F) با معناداری زیر ۵ درصد مطلوبیت کلی برآزش مدل را نشان می‌دهد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری پژوهش

رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران برجسته‌ترین عامل تعیین‌کننده قیمت‌داری‌ها و سهام به ویژه در بازارهای نوظهور است. به دست آوردن یک ارزش‌گذاری منصفانه در شرایط عدم قطعیت بازار دشوار است، که در نتیجه همین امر ریشه ایجاد عقاید و نظرات گوناگون در بازار راجع به خرید و فروش سهام است. با ایجاد اختلاف بین عقاید سرمایه‌گذاران، یک سرمایه‌گذار خوش بین انتظار دارد چیزهای خوبی ببیند در حالی که یک سرمایه‌گذار بدبین انتظار دارد مشکلات را تجربه کند و از این رو توجه به حالت ذهنی (نظرات و عقاید) سرمایه‌گذاران دارای اهمیت می‌باشد. واگرایی عقاید نوعی ناهمگونی مرتبط با سرمایه‌گذار است که در آن برآورد سرمایه‌گذاران از ارزش‌داری متفاوت است و همین تفاوت در ترجیحات و نظرات سرمایه‌گذاران (واگرایی نظرات) منجر به رفتارهای متفاوت می‌شود. زمانی که ناهمگونی اعتقادات سرمایه‌گذار در ارزش سهام افزایش می‌یابد، سهام توسط سرمایه‌گذاران با ارزش بالاتری خریداری می‌شود، بنابراین به صورت هم‌زمان در یک سطح بالاتر قیمت‌گذاری می‌شود که اصطلاحاً ارزش‌گذاری سهام نادرست خواهد بود. همان‌طور که در آزمون فرضیه‌ها مشاهده شد، واگرایی عقاید و رفتار سرمایه‌گذاران رابطه همسو با ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد. در واقع زمانی که اختلاف نظر و عقاید میان سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه افزایش می‌یابد هم‌زمان با آن قیمت‌گذاری نادرست سهام افزایش خواهد یافت و سهام با قیمتی متفاوت با ارزش ذاتی سهام معامله خواهد شد، زیرا سرمایه‌گذاران با تکیه بر اطلاعات خود به خرید و فروش سهام خواهند پرداخت که قیمت سهام را می‌تواند دستخوش رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران نماید. نتایج فرضیه حاضر به نوعی با نتایج پژوهش محمود و همکاران (۲۰۲۰) و پنگ و همکاران (۲۰۱۶) و تقی‌زاده و همکاران (۱۴۰۰) همسو است که اذعان داشتند که اختلاف نظر سرمایه‌گذاران در بازار می‌تواند ریسک و بازده سهام را افزایش دهد.

عدم تقارن در اطلاعات زمانی بوجود می‌آید که خریدار از فروشنده یا بلعکس، اطلاعات بیشتری از محصول داشته که همین امر کیفیت معاملات را کاهش می‌دهد. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند منجر به ایجاد سرمایه‌گذاری و تصمیمات مالی اشتباه گردد. اطلاعات پایین خریدار و سرمایه‌گذار حقیقی در مقابل عوامل شرکتی و سازمان‌ها عامل تشدید قیمت‌گذاری ناصحیح و انحراف قیمت سهام است که از دلایل مهمی در قیمت‌گذاری سهام است که باید به آن توجه نمود. نتایج حاصل شده نشان داد که در واقع هر چه نابرابری اطلاعات ما بین مدیران داخلی و سرمایه‌گذاران بیرونی افزایش یابد این امر می‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را افزایش دهد. اما تعامل

عدم تقارن اطلاعاتی و واگرایی عقاید نمی‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید نماید. نتایج فرضیه حاضر به نوعی با نتایج پژوهش چی و گوپتا (۲۰۰۹)، کرمی و فرج‌زاده (۱۳۹۴) و وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) است که اذعان داشتند که عدم تقارن اطلاعاتی قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید می‌نماید.

بخش قابل توجهی از قیمت‌گذاری نادرست سهام را می‌توان به عدم شفافیت اطلاعاتی در سطح شرکت نسبت داد. برخی از محققان بررسی‌های کلی را در مورد حقایق مختلف پیرامون کیفیت اطلاعات مالی انجام داده‌اند همگرایی استانداردهای حسابداری، بحران‌های اقتصادی، رشد الزامات افشا و عوامل دیگر تمرکز بیش از حد بر گزارشگری مالی ایجاد کرده است. با توجه به نتایج حاصل شده مشاهده گردید که کیفیت اطلاعات مالی بالاتر قادر است قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد. در واقع رابطه معکوس بین کیفیت اطلاعات مالی و قیمت‌گذاری نادرست را بدین گونه می‌توان تبیین نمود که با ارتقای کیفیت اطلاعات صادر شده از سوی شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی میان داخل و خارج از شرکت کاهش یافته و نهایتاً سرمایه‌گذاران با تکیه بر اطلاعات صحیح به خرید و فروش سهام خواهند پرداخت که همین امر می‌تواند به نوعی قیمت‌گذاری سهام را به ارزش ذاتی خود نزدیک نماید. اما نهایتاً با تعامل کیفیت اطلاعات مالی و واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران مشاهده گردید که قیمت‌گذاری نادرست سهام تشدید نخواهد شد. نتایج فرضیه حاضر با پژوهش‌های بونایم و همکاران (۲۰۲۱) و آیایی (۲۰۱۷) و جودی و منصورفر (۱۳۹۹) همسو است که اذعان داشتند که شفافیت اطلاعات مالی بر قیمت سهام تاثیرگذار است. به پژوهشگران علاقه‌مند در این حیطه پیشنهاد می‌گردد که با تفکیک بندی صنایع میزان اختلاف نظر و عقاید سرمایه‌گذاران را در صنایع مختلف و تاثیر آن بر قیمت سهام را مورد بررسی قرار داده و نتایج را با نتایج پژوهش حاضر مقایسه نمایند. پیشنهاد می‌گردد که جهت جلوگیری از قیمت‌گذاری نادرست سهام و فاصله نگرفتن قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می‌بایست اختلاف نظر و عقاید میان سرمایه‌گذاران و معامله‌گران در بازار سرمایه کاهش یابد که یکی از راه‌های این امر می‌تواند به اطلاعات صادره از شرکت‌ها برگردد که با ارائه اطلاعات شفاف و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌توانند از اختلاف نظر سرمایه‌گذاران در زمان معاملات بکاهند. عوامل بازار سرمایه با نظارت بر شفافیت اطلاعات صادر شده از سوی شرکت‌ها و معرفی رتبه شفافیت اطلاعات شرکت‌ها می‌توانند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین ترویج بالا بردن شفافیت اطلاعات شرکت‌ها را ترغیب نموده و از اختلاف نظر سهامداران بکاهند. گاه‌ها اختلاف عقاید در بازار سرمایه در مباحث مالی رفتاری مفید

بوده و از رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران و رفتار گله‌ای آنان در معاملات ممانعت به عمل خواهد آورد که موجبات رونق معاملات را به وجود خواهد آورد. بنابراین متعادل نمودن اختلاف و عقاید می‌بایست مورد هدف قرار گیرد نه از بین بردن آن، زیرا گاهی همین اختلاف عقاید مفید خواهد بود. محدودیت‌های اعمال‌شده برای انتخاب نمونه آماری از بین اعضای جامعه آماری، تعمیم نتایج پژوهش به آن گروه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های متفاوتی با نمونه موردنظر هستند (شامل شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها) را دشوار می‌سازد. بسیاری از شرایط سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ایران (به‌ویژه شرایط تورمی کشور و عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل‌شده) بر یافته‌های پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌ها از حیثه توان پژوهشگر خارج بوده است.

یادداشت‌ها

- | | |
|----------------------|-------------------------|
| 1. Silva, Serqueira. | 2. Jensen |
| 3. Yong, Albada | 4. Doung et al. |
| 5. Albada et al. | 6. Mehmood et al. |
| 7. Khan, Khan. | 8. Rehman, Ghamar. |
| 9. Shen et al. | 10. Peng et al. |
| 11. Chen. | 12. Trung et al. |
| 13. Cheng et al. | 14. He et al. |
| 15. Chi, Gupta. | 16. Eviews. |
| 17. Pantzalis, Park. | 18. Dichow et al. |
| 19. Gordon. | 20. Rhodes-Kropf et al. |
| 21. Kothari et al. | 21. Bhattacharya et al. |

منابع

الف. فارسی

- ابراهیمی، سیدکاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ جعفری پور، خدیجه. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر کیفیت حسابداری بر عدم تقارن اطلاعاتی با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت‌ها. *دانش حسابداری مالی*، ۳(۱)، ۹۳-۱۱۰.
- بادآورندهی، یونس؛ سرافراز، الهه. (۱۳۹۷). ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. ۱۱(۳۷)، ۱۱۹-۱۳۷.

- بذرافشان، وجیهه؛ بذرافشان، آمنه؛ صالحی، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی اثرگذاری خودشیفتگی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۴)، ۴۵۷-۴۷۸.
- ترابی، ایرج؛ دستگیر، محسن؛ کیانی، غلامحسین. (۱۳۹۹). اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*. ۱۲(۲)، ۲۲-۱.
- تقی زاده، نفیسه؛ حمیدیان، محسن؛ نوراله زاده، نوروز. (۱۴۰۰). واگرایی نظران و اثر تعدیلی توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران به بازار عرضه اولیه سهام. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۴(۴۹)، ۴۱-۵۶.
- جودی، سمیرا؛ منصورفر، غلامرضا. (۱۳۹۹). نقش کیفیت حسابرسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ابعاد آگاهی‌دهندگی و فریبندگی مدیریت سود. *پژوهش‌های حسابداری مالی*. ۱۲(۱)، ۳۸-۱۹.
- خدادادی، ولی؛ نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). قیمت‌گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. شواهدی از نظریه ارضای سهامداران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۸(۲)، ۹۳-۱۲۲.
- رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۸). نقش کیفیت حسابرسی و کیفیت اطلاعات حسابداری در تغییر قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۳)، ۱۶۷-۱۸۷.
- رستمی، وهاب؛ مهرآور، مهدی؛ کارگر، حامد. (۱۴۰۱). تأثیر مدیریت ریسک بر سرعت تعدیل اهرم مالی در مراحل چرخه عمر شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۴(۱)، ۵۹-۸۸.
- کردستانی، غلامرضا؛ ابراهیمی، تهمینه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۵(۱۹)، ۳۸-۵۳.
- کرمی، غلامرضا؛ فرج زاده، مریم. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۸)، ۷۷-۱۰۴.
- مروی، راضیه؛ توانگر حمزه کلایی، افسانه؛ حیدر پور، فرزانه؛ روحی، علی. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان‌پذیری کوتاه مدت و بلند مدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۲(۴۸)، ۳۲۹-۳۶۰.
- مشایخی، بیتا؛ امینی، یاسین. (۱۴۰۱). آرایه مدل عوامل موثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۲(۲)، ۱۷۵-۲۱۴.

موسوی شیری، سید محمود؛ خلعت بری، حسن؛ فیروز بخت، مینا. (۱۳۹۴). اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش‌ارزشیابی سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۷)، ۷۳-۹۲. نوروزی، محمد؛ خدادادی، ولی. (۱۳۹۵). هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۸(۲)، ۸۵-۱۰۰.

نیکبخت، محمدرضا؛ احمدخان بیگی، مصطفی. (۱۳۹۷). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی: رویکرد یکپارچه. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳(۳)، ۴۳۳-۴۵۵. نیکو، هانیه؛ ابراهیمی، سید کاظم؛ جلالی، فاطمه. (۱۳۹۹). گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۸(۱)، ۸۵-۶۵.

نیکومرام، هاشم؛ انصاری، جواد. (۱۳۹۰). عدم تقارن اطلاعاتی و اهمیت ویژگی کیفی اطلاعات حسابداری مابین هر یک از استفاده‌کنندگان و تهیه‌کنندگان اطلاعات. مطالعات کمی در مدیریت، ۲(۷)، ۷-۳۹.

وقفی، سیدحسام؛ اشکوه، آزاده. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۳(۲)، ۳۲۵-۳۵۸.

ب. انگلیسی

Agarwal, S., Liu, C., & Rhee, S. G. (2008). Investor demand for IPOs and aftermarket performance: Evidence from the Hong Kong stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 18(2), 176-190.

Aiyabei, J. C. (2021). *Effect of Financial Statement Information on Idiosyncratic Volatility of Stock Returns among Listed Firms in Kenya* (Doctoral dissertation, JKUAT-COHRED).

Albada, A., Low, S. W., & Toh, M. Y. (2022). Divergence of beliefs and IPO initial return: the quasi-moderating role of investor demand. *Journal of Asian Business and Economic Studies*.

Badavar Nahandi, Y., & Sarafraz, E. (2018). The Relationship between Stock Mispricing and Corporate Investments with Emphasis on the Role of Financial Constraints and Time Horizon of Stockholders Investment. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 11(37), 119-132. (In persian).

- Bazrafshan, V., Bazrafshan, A., & Salehi, M. (2018). Investigating the Influence of Managers' Narcissism on Financial Reporting Quality. *Accounting and Auditing Review*, 25(4), 457-478. (In persian).
- Chen, L., Wang, J., Wu, C., & Zhu, H. (2022). Divergent opinion, trading information, and stock price co-movements. In *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*, 8(12), 1-21.
- Chen, L., Wang, J., Wu, C., & Zhu, H. (2020). Divergent opinion, trading information, and stock price co-movements. In *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance* (pp. 1-21). Emerald Publishing Limited.
- Chi, J. D., & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1652-1663.
- Duong, H. N., Kaley, P. S., & Tian, X. (2023). Short selling, divergence of opinion and volatility in the corporate bond market. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 147, 104592.
- Ebrahimi, S K; Bahrami Nasab, A; Jafaripour, Kh. (2016). Investigating the effect of accounting quality on information asymmetry considering the life cycle of companies. *Knowledge Of Financial Accounting*, (3)1, 93-110(In persian).
- He, M., Huang, J., & Zhu, H. (2021). Heterogeneous beliefs and idiosyncratic volatility puzzle: evidence from China. *China Finance Review International*, 11(1), 124-141.
- Joudi, S., & Mansourfar, G. (2020). The role of audit quality on the relationship between information asymmetry and both informative and deceptive dimensions of income smoothing. *Financial Accounting Research*, 12(1), 19-38. (In persian).
- karami, G., & farajzadeh, M. (2015). Examining Relationship between Information Asymmetry and Mispricing of Accruals. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 12(48), 77-104. (In persian).
- Khan, N. U., & Khan, S. (2016). Weak Form of Efficient Market Hypothesis â?? Evidence from Pakistan. *Business & Economic Review*, 8(1), 1-18.
- Khodadadi, V., & Norouzi, M. (2017). Stock mispricing and firms investment behavior: Evidence from stockholders catering theory. *Journal of Accounting Advances*, 8(2), 93-122. (In persian).
- Kordestani, G., & Ebrahimi, T. (2013). Disclosure Quality and Mispricing of Accruals and Cash Flows. *Accounting and Auditing Research*, 5(19), 38-53. (In persian).

- Low, S. W., & Yong, O. (2011). Initial public offerings and investor heterogeneity: Evidence from Malaysia. *American Journal of Finance and Accounting* 16, 3(1), 41-56.
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., Che-Yahya, N., & Ong, C. Z. (2020). Determinants of heterogeneity in investors' opinions on IPO valuation: evidence from the Pakistan stock market. *Review of Behavioral Finance*, 13(5), 631-646.
- Marvi, R., Tavangar Hamzekolaie, A., Heidarpoor, F., & Rohy, A. (2023). Investigating the effect of companies' political relations with the government and information asymmetry on short-term and long-term stock price volatility after initial public offering. *Journal of Investment Knowledge*, 12(48), 329-360. (In persian).
- Mashayekhi, B., & Amini, Y. (2022). A Model of Factors Affecting Underpricing in IPOs Focusing Accounting Information Role. *Empirical Research in Accounting*, 12(2), 175-214. (In persian).
- Mousavi Shiri, S. M., Khalat Bari, H., & Firoz Bakht, M. (2015). The effect of information asymmetry on stock overvaluation. *Financial Accounting and Auditing Research*, 7(27), 73-92. (In persian).
- Nikbakht, M. R., & Ahmadkhanbeigi, M. (2018). The Impact of Corporate Governance on Financial Reporting Quality: Integrated Approach. *Accounting and Auditing Review*, 25(3), 433-455. (In persian).
- Nikoo, H., Ebrahimi, K., & Jalali, F. (2020). The Relationship Between Investor Sentiment and Idiosyncratic Risk with Stock Mispricing: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 8(1), 65-85. (In persian).
- Nikumaram, H., Ansari, J. (2012). Information asymmetry and the importance of qualitative features of accounting information between each of the users and providers of information. *Quantitative Studies in Management*, 2(7), 7-39. (In persian).
- Norouzi, M., & Khodadadi, V. (2016). Agency Costs of Free Cash flow and Stock Mispricing in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 8(2), 85-100. (In persian).
- Peng, E. Y., Yan, A., & Yan, M. (2016). Accounting accruals, heterogeneous investor beliefs, and stock returns. *Journal of Financial Stability*, 24, 88-103.
- Rashidi baqhi, M. (2019). The role of audit quality and the quality of accounting information in changing the information asymmetry pricing. *Financial Accounting Knowledge*, 6(3), 167-187. (In persian).

- Rehman, S., & Qamar, M. R. (2014). Testing weak form efficiency of capital markets: A case of Pakistan. *International Journal of Research Studies in Management*, 3(1), 65-73.
- Rostami, V., Mehravar, M., & Kargar, H. (2022). The effect of risk management on the speed of adjusting financial leverage in the life cycle stages of companies. *Journal of Accounting Advances*, 14(1), 59-88. (In persian).
- Shen, F., Guo, Q., Liang, H. and Liu, Z. (2022). Responses in divergence of opinion to earnings announcements: evidence from American depository receipts, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2021-0375>
- Silva, D., & Cerqueira, A. (2021). Divergence of Opinion and Idiosyncratic Volatility. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 654-676.
- taghizade, N., hamidian, M., & Nourollahzadeh, N. (2021). The divergence of opinion and moderating effect of investor's attention and participation in IPO. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 14(49), 41-56. (In persian).
- Torabi, I., Dastgir, M., & Kiani, G. H. (2020). The Moderating Effect of Information Asymmetry and Imperfect Market on the Impact Severity of Comparability and Accounting Consistency on the Cost of Equity Capital in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 12(2), 1-22. (In persian).
- Vagfi, S. H., & Oshkooh, A. (2021). Investigating the effect of information asymmetry on incorrect stock pricing with emphasis on the role of corporate political communication. *Journal of Accounting Advances*, 13(2), 387-419. (In persian).
- Yong, O., & Albada, A. (2018). Under-pricing and listing board in explaining heterogeneity of opinion regarding values of Malaysian IPOs. *Jurnal Pengurusan*, 51(1), 63-72.