

عنوان:

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام

هادی غفاری ۱

دنیا احدیان پور پروین ۲

خدیدجه خدابخشی پاریجان ۳

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

Email: hadighafari@ut.ac.ir

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: donyaahadiyan@yahoo.com

۳- استادیار گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Email: Parijan.Kh@gmail.com

Authors:

Hadi Ghafari

Donya Ahadian Pour Parvin * (Corresponding Author)

Khadijeh Khodabakhshi Parijan

Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام

چکیده

ارزشیابی سهام شرکت‌ها از مهم‌ترین و در عین حال پیچیده‌ترین مفاهیم اقتصادی در هر بازار مالی به شمار می‌رود که عوامل متعددی در آن تاثیر گذار می باشد. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل گر مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام بوده است. این پژوهش، پژوهشی پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) به روش کتابخانه ای می باشد، از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی، تحلیلی- همبستگی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ می‌باشد که براساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید و جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج این پژوهش بیانگر این امر است که توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر معناداری دارد و همچنین مدیریت سود تأثیر توجه سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌نماید.

کلمات کلیدی: توجهات سهامداران، مدیریت سود، کم‌ارزشیابی سهام

مقدمه

ارزشیابی سهام شرکت‌ها از مهم‌ترین و در عین حال پیچیده‌ترین مفاهیم اقتصادی در هر کشور به شمار می‌رود. ولی متأسفانه ارزشیابی‌ها در ایران در بیشتر موارد با اشکالاتی همراه بوده است. با توجه به افزایش روند خصوصی‌سازی و واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی اهمیت ارزش‌گذاری و استفاده از مدل‌های مناسب بیش از پیش حائز اهمیت می‌باشد. قیمت‌گذاری نادرست و کم‌ارزشیابی طولانی مدت در بازار سرمایه می‌تواند پیامدهای منفی اقتصادی متعددی را به دنبال داشته و منجر به بازی باخت - باخت برای فعالان بازار سرمایه و در نهایت باعث زیان اقتصادی کشور شود (میرزا خانی، ۱۴۰۰).

در بازار سرمایه، تنها اطلاعاتی که بتواند توجه سرمایه‌گذار را به خود جلب کند، می‌تواند بطور کافی از طریق رفتارهای معاملاتی در قیمت سهام منعکس شود. با این حال، "توجه" یک منبع شناختی کمیاب است که پس از اشغال، نمی‌تواند برای اهداف دیگری مورد استفاده قرار گیرد (کانمن^۱ ۱۹۷۳). زمانی که سهامداران توجه کمتری به یک شرکت دارند ممکن است ارزش سهام آن شرکت کاهش یابد، این موضوع می‌تواند به دلیل عدم توجه سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش تقاضا برای سهام شرکت باشد. همچنین هنگامی که یک سرمایه‌گذار توجهی بیش از حد معمول به یک سهام نشان می‌دهد، در معرض خطر از دست دادن یا به تأخیر انداختن پاسخ به اطلاعات مهم دیگر قرار می‌گیرد که منجر به انحراف در پیش‌بینی‌های ارزش سهام می‌گردد (لی و همکاران^۲، ۲۰۲۳). این وضعیت به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران خرد صادق است که بیشتر تحت تأثیر عوامل شناختی هستند زیرا فقدان دانش مالی و تجربه سرمایه‌گذاری آن‌ها تفسیر اطلاعات را برای آن‌ها دشوار می‌کند، بنابراین توجهات سهامداران یکی از عوامل مهمی است که می‌تواند از طریق تأثیر بر انتظارات سرمایه‌گذاران، بر قیمت و ارزشیابی سهام اثرگذار باشد (هسیه و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

ارزشیابی نادرست و سنجش اشتباه سرمایه، انحراف طولانی مدت قیمت سهام یک شرکت از ارزش ذاتی آن به دلیل عقلانیت محدود سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعات می‌باشد (لیو و همکاران^۴، ۲۰۱۶). این پدیده به‌طور نامطلوبی بر کارایی تخصیص منابع در بازار سرمایه تأثیر گذاشته و باعث می‌شود مدیران برای حفظ قیمت سهام بیش از حد ارزش‌گذاری شده، در رفتارهای فرصت طلبانه و تقلب مالی مشارکت کنند (لامبرتیدها^۵، ۲۰۲۲).

مدیریت سود به عنوان یکی از تصمیم‌های مدیریتی است که با دستکاری سود در گزارش‌های مالی به منظور تأثیرگذاری بر نتایج مالی و ارزش سهام می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر توجهات سهامداران و

ارزش‌گذاری سهام داشته باشد. اولین تأثیر مدیریت سود بر توجهات سهامداران این است که ممکن است اطلاعات مالی تهیه شده به وسیله مدیریت سود، وضعیت واقعی شرکت را نادیده گرفته یا تاریخچه عملکرد واقعی شرکت را مخفی نگه دارد. این امر ممکن است باعث ارزشیابی نادرست سهام شود، زیرا سهامداران بر اساس اطلاعات نادرست یا از بین برده شده و یا پنهان شده، تصمیم‌گیری می‌کنند. همچنین، مدیریت سود ممکن است تأثیر منفی بر اعتماد سهامداران و بازار مالی داشته باشد. زیرا وقتی که سهامداران متوجه می‌شوند که اطلاعات مالی ممکن است مورد دستکاری قرار گرفته باشند، عدم اطمینان و عدم اعتماد به ارزش‌گذاری و گزارش‌های مالی شرکت افزایش یافته و می‌تواند به ارزشیابی نادرست سهام منجر شود. (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۹۳، لی و همکاران، ۲۰۲۳).

با توجه به موارد ذکر شده، پژوهش نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام، می‌تواند به توسعه دانش آکادمیک و بهبود وضعیت بازار سرمایه در ایران کمک نماید. همچنین این تحقیق می‌تواند با کمک به درک بهتر این رابطه منجر به ارتقای دانش مدیران، قانون‌گذاران، اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و محققان گردیده و آن‌ها را در تصمیم‌گیری‌های خود راهنمایی کند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش (مروری بر ادبیات تحقیق)

یکی از عملکردهای مهم بازار سرمایه این است که واسطه‌ای برای دستیابی به منابع و جوهی است که شرکت‌ها به آن نیاز دارند. وقتی وضعیت بازار مناسب باشد، قیمت سهام اجزای بنیادی شرکت را منعکس می‌سازد. از طرفی عوامل غیربنیادی دیگر همانند تورش رفتاری سرمایه‌گذاران، نبود تقارن اطلاعاتی و خطاهای سیستماتیک هنگام ارزیابی سهام می‌تواند موجب انحراف قیمت سهام از ارزش اولیه یا واقعی آن شود (قیمت‌گذاری نادرست). این وضعیت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت نظیر میزان سرمایه‌گذاری در مخارج تحقیق و توسعه و فعالیت‌های نوآورانه تأثیرگذار است. به نحوی که مدیر می‌تواند از سهام بیش قیمت‌گذاری شده به منزله منبع تأمین وجه برای سرمایه‌گذاری (به دلیل پایین بودن هزینه سرمایه) بهره‌برد و در مقابل از فروش سهامی که کم قیمت‌گذاری شده امتناع ورزد، زیرا هزینه سرمایه بیشتر است. شرکت‌هایی که بیش ارزش‌گذاری شده‌اند، به سرمایه‌گذاری تمایل بیشتری دارند و به دلیل برخورداری از منابع وجه مازاد، حتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی منفی را هم می‌پذیرند که در غیر این وضعیت پذیرفته نمی‌شد. درحالی‌که شرکت‌های کم‌ارزش‌گذاری شده به دلیل مشکلات تأمین منابع ارزان و هزینه سرمایه زیاد از قبول پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت هم خودداری نموده و در فعالیت‌های نوآورانه کمتری مشارکت می‌کنند. مدیران شرکت‌هایی که کم

ارزش‌گذاری شده‌اند حتی در صورت داشتن نیاز مبرم، از انتشار سهام به دلیل هزینه سرمایه زیاد امتناع می‌ورزند (دونگ^۶، ۲۰۱۸، ترینوگرهو و راینوفاه^۷، ۲۰۱۳).

طبق نظریه تئوری نمایندگی، در صورت قیمت‌گذاری بیش از ارزش سهام، اگر شرکت‌ها رشد سریعی داشته باشند مدیریت شرکت تمایل دارد که اخبار خوش بینانه را به بازار مخابره کند. یعنی مدیریت تمایل دارد که سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پربازده و پروژه‌های پرریسک را مخابره نماید که انتظارات زیاد بازار از سودآوری آینده شرکت را به منظور حفظ ارزش‌گذاری بالای سهام تأمین کند و سرمایه‌گذاران را نسبت به آینده شرکت خوشبین نماید. علاوه بر این، محققان تأثیر گردش سهام را در مورد سرمایه‌گذاری نوآوری از منظر مخابره اطلاعات خوش بینانه به بازار تحلیل نموده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که هر چه گردش سهام شرکت بیشتر باشد نقدشوندگی بیشتر بوده و مدیریت به قصد تأمین انتظارات خوش بینانه بازار، سرمایه را بیشتر در پروژه‌هایی مانند مخارج تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری خواهد کرد. به عبارتی وقتی گردش سهام یک شرکت زیاد است، تأثیر قیمت‌گذاری مثبت سهام بر نوآوری شرکت قوی‌تر خواهد بود (شن و همکاران^۸، ۲۰۲۰).

کم‌ارزشیابی سهام به معنای قیمت پایین سهام نسبت به ارزش ذاتی آن است که می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت، عدم کارایی بازار سهام و وجود هزینه‌های معاملاتی باشد. مدیریت سود، دستکاری گزارش‌های مالی شرکت به منظور دستیابی به اهداف مدیریتی تعریف می‌شود که می‌تواند از طریق عواملی مانند انتخاب رویه‌های حسابداری، ثبت زودهنگام یا دیرهنگام درآمدها و کاهش هزینه‌ها انجام شود و با تأثیرگذاری بر توجهات و تصمیم‌گیری سهامداران به ارزشیابی نادرست سهام منجر شود. یکی از نقش‌های مدیریت سود در رابطه بین توجهات سهامداران و ارزشیابی نادرست سهام این است که اگر مدیریت سود به شکلی صورت گیرد که نتایج مالی در ظاهر بهبود یافته باشد، با تحت تأثیر قرار دادن سهامداران ممکن است بازتعریفی از واقعیت شرکت ایجاد شود و سرمایه‌گذاران متوجه شوند که گزارش‌های مالی ارائه شده با استفاده از تکنیک‌های مدیریت سود تهیه شده است در نتیجه اعتماد به اطلاعات مالی کاهش یافته و منجر به عدم اطمینان در بازارهای مالی می‌شود. در مقابل، سرمایه‌گذاران ممکن است عدم رضایت خود را با پیامدهای نامناسب برای ارزش سهام ابراز کنند. بنابراین، مدیریت سود می‌تواند تأثیر شگرفی بر توجهات سهامداران و بازارهای مالی در ارتباط با ارزش شرکت و در نتیجه ارزشیابی سهام داشته باشد (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۹۳، لی و همکاران، ۲۰۲۳).

با توجه به توانایی شناختی محدود افراد، فقط سهامی می‌تواند وارد مجموعه ملاحظه انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذار شود که توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب کند. تحقیقات نشان داده است که اثر نامتقارن

این توجه محدود به تصمیم‌گیری برای خرید و فروش، سرمایه‌گذاران را به سمت ایجاد رفتار خالص خرید برای سهام‌های جلب توجه کننده، سوق می‌دهد. این تجزیه و تحلیل‌ها نشان می‌دهد که توجه سرمایه‌گذار ممکن است محرک مهمی برای سرمایه‌گذاران در ایجاد رفتارهای معاملاتی باشد (دا و گائو^۹، ۲۰۱۱، ابودی و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۰، باربر و اودن^{۱۱}، ۲۰۰۸). ذکر این نکته نیز حائز اهمیت است که سرمایه‌گذاران نهادی از نظر مهارت‌های حرفه‌ای و توانایی دسترسی به اطلاعات نسبت به سرمایه‌گذاران خرد، از مزایای آشکاری برخوردار هستند. بنابراین، رفتار معاملاتی آن‌ها که تحت تأثیر «توجه محدود» قرار دارد ضعیف‌تر از رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران خرد و منفرد است. همچنین، سرمایه‌گذاران خرد بیشتر از سرمایه‌گذاران نهادی به سهام با ویژگی‌های بارز قمار جذب می‌شوند و ترجیحات تجاری آشکارتری را برای سهام قرعه‌کشی از خود نشان می‌دهند (زیانگ و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۰).

تحقیقات مالی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حقوقی، در قبال هزینه‌های بلندمدت برای دستیابی به اهداف کوتاه‌مدت سود بر مدیران فشار می‌آورند. این امر منجر به مدیریت سود بیشتر در بنگاه‌های با مالکیت حقوقی‌تر می‌شود. از آنجاییکه سرمایه‌گذاران حقوقی اغلب آگاه‌تر از سرمایه‌گذاران حقیقی هستند و نیز با توجه به دسترسی بهتر آن‌ها به پایگاه‌های داده و ابزارهای تحلیلی، تجزیه و تحلیل عمیق‌تر شرکت‌ها برای آن‌ها هزینه کمتری در بر دارد. علاوه بر این، به دلیل اینکه بخش بزرگی از سهام شرکت‌ها در اختیار سرمایه‌گذاران حقوقی قرار دارد، نظارت بهتری بر مدیران دارند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به طور فعال با مدیریت ارتباط برقرار کنند تا اولویت‌های خود را به مدیران بیان نموده یا با فروش سهام خود در زمان مناسب از شرکت خارج شوند (ژانگ و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۷).

در ارتباط با اطلاعات حسابداری، علی‌رغم اینکه کلیه بخش‌های موجود در صورت‌های مالی برای تصمیم‌گیری با اهمیت هستند، با این حال اکثر کاربران، بیشتر بر اطلاعات مربوط به سود موجود در صورت‌های مالی تمرکز می‌کنند. در واقع کاربران بیشتر بر رویه‌هایی که برای تولید سود و زیان استفاده می‌شود تمرکز دارند. به همین دلیل، تمرکز بر سود اساس رفتار مدیر در دستکاری اطلاعاتی صورت‌های مالی و انجام شیوه‌های مدیریت سود می‌شود. (ایرن سوکما و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۹).

همانطور که اشاره شد، مدیریت سود در ادبیات حسابداری از موضوعات با اهمیت می‌باشد و عبارت است از گزارشگری مالی جانبدارانه که بر اساس آن مدیران از روی تعامل و با تصمیم قبلی در فرآیند تصمیم‌گیری مالی مداخله می‌کنند (یگانگی و محمدلو، ۱۴۰۱). در واقع مدیریت سود به شرکت‌ها کمک

می‌کند تا با دستکاری اطلاعات صورت‌های مالی انتظارات تحلیلگران مالی و سهامداران خارجی را برآورده کرده و قیمت سهام خود را در سطح مطلوب حفظ کنند. بخشی از مزایای مربوط به مدیریت سود، افزایش قیمت سهام و ارزش بالاتر آن است که همه سهامداران می‌توانند از آن بهره ببرند. بخش دیگر مزایای مدیریت سود، مزیت اختصاصی کنترل است که فقط سهامداران بلوکی از مزایای خصوصی کنترل بهره‌مند می‌شوند. لازم به ذکر است که در کنار مزایای احتمالی، مدیریت سود ممکن است پس از آشکار شدن هزینه‌هایی را در پی داشته باشد. ممکن است دستکاری در سود، احتمال دعاوی حقوقی و اقدامات اجرایی را افزایش دهد که معمولاً با هزینه‌های حقوقی شدید، جریمه‌های نقدی و اخطارها و انتقادات عمومی همراه است و موجب مجازات شرکت‌ها، مدیران و هیئت مدیره می‌شود (جیانگ و همکاران^{۱۵}، ۲۰۲۰).

ادبیات موجود نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که توسط تحلیلگران مالی بیشتری دنبال می‌شوند، مدیریت سود کمتر صورت می‌گیرد. در واقع تحلیلگران به شرطی که به وظایف خود با دقت عمل نمایند، فرصت زیادی برای بررسی حساب‌های یک شرکت دارند تا ببینند آیا تصویری منصفانه از وضعیت واقعی شرکت ارائه شده است یا خیر. این واقعیت که آن‌ها مراقب هستند، به‌خودی خود می‌تواند یک عامل بازدارنده برای مدیریت سود باشد. مدیران در صورت ترس از تلافی سرمایه‌گذاران، ممکن است اطلاعات منفی در مورد چشم انداز شرکت را، پنهان نمایند. حتی ممکن است نتوانند اطلاعات مثبت در مورد شرکت را برای سرمایه‌گذاران افشا کنند. در نتیجه اگر پوشش بیشتر تحلیلگر منجر به کاهش مدیریت سود شود، می‌توان گفت تحلیلگران ناظر مفیدی بر اقدامات مدیران هستند (جیانگ و همکاران، ۲۰۲۰).

مدیران شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی دارند برای رسیدن به اهداف نامناسب خود، فعالیت‌های پرهزینه مدیریت سود را انجام می‌دهند که منجر به ایجاد اثر منفی بالقوه بر ارزش شرکت می‌شود. از دید یک سهامدار، کنترلی که مدیران بر تخصیص منابع دارند، توجه سهامداران به این مورد را جلب می‌کند که آیا جوهی که در شرکت نگهداری می‌شود می‌تواند در پروژه‌هایی که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند سرمایه‌گذاری شود. مدیریت سود، ارزش‌گذاری شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری را مختل می‌کند، بنابراین می‌تواند پیامدهای اقتصادی منفی داشته باشد. در نقطه مقابل، محافظه کاری پیامد حسابداری است که اخبار بد را زودتر و کامل‌تر از اخبار خوب منعکس می‌کند و انگیزه‌ها و فرصت‌های مدیریت سود را با تحمیل آستانه‌های تأیید بالاتر برای شناسایی سود، نسبت به زیان، محدود می‌نماید که این منجر به شناسایی به موقع و کامل زیان می‌شود (لارا و همکاران^{۱۶}، ۲۰۲۰).

زارع و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهش خود با عنوان تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران به این موضوع پرداختند. به این منظور، ابتدا از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) برای محاسبه قیمت‌گذاری نادرست سهام استفاده نموده، سپس ارتباط بین کیفیت اطلاعات

مالی و قیمت‌گذاری نادرست سهام در یک الگوی رگرسیونی پنل دیتا آزمون نمودند. در آن پژوهش از ۱۱۴ شرکت که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشتند، استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. همچنین، شناوری سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، دارای تأثیر منفی و معنی‌دار و مالکیت نهادی دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام بود. اهرم مالی، نقدشوندگی، نسبت قیمت به درآمد و اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام نداشتند. بنابراین ارائه اطلاعات با کیفیت زیاد توسط شرکت‌ها می‌تواند تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تأثیر قرار داده و قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش دهد. همچنین با کاهش منافع مدیریت و افزایش شفافیت اطلاعاتی می‌توان از انحراف قیمتی سهام کاست.

رستمی جاز و همکاران (۱۴۰۰) نیز در پژوهشی به بررسی اثرات گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزشیابی سهام پرداختند. هدف آن‌ها، بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات سود بر قیمت سهام شرکت‌ها بود. در پژوهش آن‌ها، با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات سود بر نرخ رشد سودهای موردانتظار و نرخ بازده موردنیاز، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شد. نتایج آن پژوهش نشان داد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سودهای موردانتظار و نرخ بازده مورد نیاز آتی تأثیر می‌گذارد. همچنین متغیر نوسانات سود به عنوان عامل عدم اطمینان اطلاعاتی، دارای اثر تعدیل‌کنندگی نبوده و بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تأثیر نمی‌گذارد.

لی و همکاران (۲۰۲۳) نیز در پژوهشی به بررسی نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام پرداختند. مطالعه آن‌ها رابطه بین توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد و قیمت‌گذاری نادرست سهام را بررسی نمود. آن‌ها با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های چینی فهرست شده از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۲۱، متوجه شدند که توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد تأثیر مثبت قابل‌توجهی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد و مدیریت سود نقش واسطه‌ای در این اثرات بازی می‌کند. در مطالعه آن‌ها تأثیر مثبت توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد بر قیمت‌گذاری نادرست تنها برای شرکت‌های غیردولتی‌ای وجود داشت که دارای انگیزه‌های سهام اجرایی بالایی بوده و با ممیزی‌های خارجی ضعیف مواجه بودند. در مطالعه سادوک و همکاران^{۱۷} (۲۰۲۲) نیز مشخص گردید که بی‌توجهی سرمایه‌گذار، در ناهنجاری‌های زیربنایی برجسته در بازار سهام نقش دارد به طوری که این ناهنجاری‌ها در میان شرکت‌های با پوشش رسانه‌ای کم، آشکارتر است.

با توجه به اهمیت مطالب پیش گفته و مبانی نظری پژوهش، جهت انجام تحقیق حاضر و روشن شدن نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فرضیه‌هایی به شرح زیر مطرح گردید:

فرضیه اول: توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار است.

فرضیه دوم: مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش و جمع‌آوری اطلاعات

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی و با تأکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید. علاوه بر این، تحقیق حاضر در حوزه مطالعات پس‌رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و روش گردآوری اطلاعات در این تحقیق به روش کتابخانه‌ای است. مباحث تئوریک پژوهش در بخش مبانی نظری و پیشینه تحقیق از مسیر مطالعه کتاب‌ها، نشریات، مقالات داخلی و خارجی، پایان‌نامه‌های تحصیلی، استفاده از مجلات الکترونیکی و سایت‌های تخصصی جمع‌آوری شده است. همچنین، اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و با مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت‌های مالی اساسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۴۰۱ بدست آمده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ می‌باشد و برای تعیین نمونه آماری ابتدا شرکت‌ها با اعمال محدودیت‌های ذیل به روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری پژوهش حذف شده و مابقی شرکت‌ها به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند:

- ۱- شرکت‌هایی که در سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ در بورس حضور داشته‌اند.
- ۲- شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ماه ختم شود و در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی و تغییر فعالیت نداده باشند.
- ۳- شرکت‌هایی که فعالیت آن‌ها در گروه واسطه‌گری مالی نباشد.
- ۴- شرکت‌هایی که نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیررسمی منتقل نشده باشد و نماد معاملاتی آن‌ها فعال باشد.

۵- شرکت‌هایی که اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه برای آن‌ها در دسترس محقق باشد. با اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۰ شرکت و ۹۱۰ سال- شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

مدل‌های آماری و متغیرهای پژوهش

به پیروی از پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۳) جهت اظهارنظر درباره فرضیه اول پژوهش مدل زیر برآورد می‌گردد:

$$Devitation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIAAI_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Levi_{i,t} + \beta_4 ROAI_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 SOE_{i,t} + \beta_7 Top1_{i,t} + \beta_8 FERRORI_{i,t} + \beta_9 Big4_{i,t} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{i,t}$$

و جهت اظهارنظر درباره فرضیه دوم پژوهش مدل زیر برآورد می‌گردد:

$$Devitation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIAAI_{i,t} + \beta_2 AbsDA_{i,t} + \beta_3 SIAAI_{i,t} * AbsDA_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Levi_{i,t} + \beta_6 ROAI_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 SOE_{i,t} + \beta_9 Top1_{i,t} + \beta_{10} FERRORI_{i,t} + \beta_{11} Big4_{i,t} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های مذکور مقادیر به شرح ذیل می‌باشند:

Devitation: کم‌ارزشیابی سهام، SIAAI: توجهات سهامداران، AbsDA: مدیریت سود، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، ROA: بازده دارایی‌ها، Growth: رشد فروش، SOE: مالکیت دولتی، Top1: مالکیت عمده، FERROR: خطای پیش‌بینی سود، Big4: اندازه موسسه حسابرسی، Year: اثرات ثابت سال و Industry: اثرات ثابت صنعت می‌باشد.

متغیر وابسته:

$$Devitation = \text{کم‌ارزشیابی سهام}$$

براساس تحقیقات رودز - کرووف و همکاران (۲۰۰۵) برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی از اطلاعات حسابداری مالی استفاده می‌شود. آنان در تحقیقات خود بیان نموده‌اند که ارزش دفتری، سود خالص و نسبت اهرم مالی می‌توانند بیشتر از ۸۰ درصد ارزش بازار شرکت‌ها را تبیین کنند و خطای قیمت‌گذاری در داخل صنایع مختلف به صفر می‌رسد. لذا برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی هر شرکت i از رگرسیون مقطعی رابطه ۱ در داخل هر صنعت j براساس اطلاعات سالانه استفاده می‌شود:

$$M_{jt} = \beta_{0jt} + \beta_{1jt} BV_{i,t-1} + \beta_{2jt} NI^+_{i,t-1} + \beta_{3jt} I_{(<0)} \times NI^+_{i,t-1} + \beta_{4jt} Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در این رابطه:

M_{jt} : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت i در پایان سال t

$BV_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی شرکت i در پایان سال $t-1$

$NI^+_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی قدرمطلق سود و زیان خالص شرکت i در پایان سال $t-1$

$I_{i,t-1}$: به عنوان یک متغیر مجازی، چنانچه شرکت i در پایان سال $t-1$ زیان داشته باشد مقدار یک در غیر این صورت مقدار صفر خواهد بود.

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

برای اجرای رگرسیون فوق حداقل باید ۱۲ مشاهده در هر صنعت موجود باشد. به نحوی که اطلاعات حسابداری مالی پایان سال $t-1$ با ارزش بازار شرکت در پایان سال t تطبیق داده می‌شود و مقدار تعدیل شده $\hat{M}_{i,t}$ به دست آمده براساس رابطه ۱ بیانگر ارزش ذاتی شرکت i است. در نتیجه، اختلاف بین $M_{i,t}$ و $\hat{M}_{i,t}$ به عنوان معیاری برای ارزش‌گذاری نادرست سهام شرکت i در پایان سال t می‌باشد که با استفاده از نماد Deviation نمایش داده شده و به شرح رابطه ۲ محاسبه می‌شود:

$$Deviation_{i,t} = M_{i,t} - \hat{M}_{i,t}$$

رابطه (۲)

اگر مقدار Deviation سهامی مثبت باشد بیانگر بیش ارزش‌گذاری و اگر مقدار Deviation سهامی منفی باشد بیانگر کم ارزش‌گذاری سهام است. بنابراین مقدار Deviation (کم‌ارزشیابی سهام) برابر است با مقادیر منفی به دست آمده از رابطه ۲ و به جای مقادیر مثبت عدد صفر قرار می‌گیرد. (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر مستقل:

SIAAI: توجهات سهامداران

در این پژوهش برای اندازه‌گیری توجهات سرمایه‌گذاران از تعداد سهامدارانی که سفارش خرید سهام در یک روز داشته‌اند استفاده می‌کنیم؛ بنابراین به منظور محاسبه توجهات سرمایه‌گذاران (SIAAI) "تعداد سهامدارانی که در یک روز خاص سفارش خرید داده‌اند بر میانگین تعداد سهامدارانی که در ماه قبل سفارش خرید داشته‌اند تقسیم می‌کنیم و سپس از آن لگاریتم طبیعی می‌گیریم" (باربر و اودن، ۲۰۰۸).

متغیر تعدیل گر:

AbsDA: مدیریت سود

در پژوهش حاضر به منظور اندازه‌گیری مدیریت سود؛ "اقدام تعهدی اختیاری" با استفاده از مدل تعدیل شده جونز محاسبه می‌گردد. بدین منظور ابتدا کل اقدام تعهدی به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - DEP_{i,t}$$

که طبق رابطه فوق: TA = کل اقلام تعهدی شرکت، ΔCA = تغییر در دارایی‌های جاری شرکت، ΔCL = تغییر در بدهی‌های جاری شرکت، $\Delta CASH$ = تغییر در وجه نقد شرکت، ΔSTD = تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلند مدت شرکت i ، DEP = هزینه استهلاک شرکت، می‌باشد.

پس از محاسبه کل اقلام تعهدی، پارامترهای $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ به منظور تعیین اقلام تعهدی غیراختیاری، از طریق فرمول زیر برآورد می‌شوند:

$$TA_{i,t} / A_{i,t-1} = \alpha_1 (1 / A_{i,t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC) / A_{i,t-1}] + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

که در آن: TA = کل اقلام تعهدی، A = کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت، ΔREV = تغییرات درآمد فروش، ΔREC = تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتنی، PPE = مبلغ ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، $A_{i,t-1}$ = کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ ، و $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = پارامترهای برآوردشده شرکت i ، و همچنین ε = مجموع خطای رگرسیون است و فرض بر این است که به صورت مقطعی ناهمبسته و دارای توزیع نرمال با میانگین صفر می‌باشد.

پس از محاسبه پارامترهای $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ از طریق روش حداقل مربعات طبق فرمول ذیل "اقلام تعهدی غیراختیاری" (NDA) به شرح زیر تعیین می‌شود:

$$NDA = \alpha_1 (1 / A_{i,t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC) / A_{i,t-1}] + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{i,t-1})$$

و در نهایت اقلام تعهدی اختیاری (DA) پس از تعیین NDA به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$DA_{i,t} = (TA_{i,t} / A_{i,t-1}) - NDA_{i,t}$$

(فغانی ماکرانی و همکاران، ۱۳۹۵)

متغیرهای کنترلی:

Size = اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

Lev = اهرم مالی که برابر است با نسبت کل بدهی بر کل دارایی

ROA = بازده دارایی‌ها که برابر است با نسبت سود خالص بر کل دارایی

Growth = رشد فروش که برابر است با تفاوت درآمد فروش دوره جاری از دوره قبل بر فروش دوره قبل

SOE = مالکیت دولتی که یک متغیر دومی است و در صورت مالکیت دولتی (اگر شرکتی بیش از ۵۰ درصد

سهام آن متعلق به دولت باشند) برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر

Top1 = مالکیت عمده که برابر است با نسبت سهام در دست بزرگترین سهامدار
 FERROR = خطای پیش‌بینی سود که برای اندازه‌گیری خطای پیش‌بینی سود هر سهم از شاخص زیر
 استفاده می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۲۳):

$$FERROR = \frac{A_t - F_t}{F_t} \times 100$$

که در رابطه فوق: A_t = سود واقعی شرکت در زمان t و F_t = سود پیش‌بینی شده شرکت در زمان t می‌باشد.

Big4 = اندازه موسسه حسابرسی که این متغیر کنترلی، یک متغیر مجازی (دو وجهی) است؛ به این صورت که اگر سازمان حسابرسی شرکت مورد بررسی را حسابرسی کرده باشد، مقدار آن ۱ (مؤسسه بزرگ حسابرسی) و اگر سایر مؤسسات حسابرسی، شرکت نمونه را حسابرسی کرده باشند، مقدار این متغیر صفر (مؤسسه کوچک حسابرسی) فرض می‌گردد (عثمانی و حسینی، ۱۳۹۵).

روش تحلیل و آزمون فرضیه پژوهش

در پژوهش حاضر برای انجام تحلیل‌های مناسب از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده گردید. آماره‌های توصیفی به توصیف داده‌ها در سه حوزه شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و توزیع اشاره دارند. شاخص‌های مرکزی شامل میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی شامل بیشترین، کمترین، انحراف معیار و واریانس و شاخص‌های توزیع شامل چولگی و کشیدگی می‌باشند. قبل از برآورد مدل برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش از آماره آزمون جاک - برا^{۱۸} استفاده شد. برای بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آماره تی آزمون ریشه واحد^{۱۹} (آزمون لوین، لین و چو^{۲۰}) استفاده شد. فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها نیز از طریق آزمون LR^{۲۱} بررسی شد و از معیار ضریب همبستگی خطی پیرسون نیز به منظور سنجش استقلال خطی متغیرهای مستقل مدل استفاده گردید. جهت انتخاب مدل رگرسیونی مناسب از بین روش داده‌های ترکیبی یا تلفیقی^{۲۲} از آزمون چاو^{۲۳} (آماره F لیمر) استفاده شد. به نحوی که اگر احتمال آماره کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، استفاده از مدل ترکیبی^{۲۴} با اثرات و در غیر این صورت مدل تلفیقی^{۲۵} بدون اثرات استفاده می‌شود. همچنین برای بررسی این که کدام روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی جهت برآورد مدل

مناسب‌تر است، از آزمون‌های هاسمن^{۲۶} استفاده گردید. برای بررسی معنی‌دار بودن رگرسیون از آماره اف فیشر^{۲۷} و برای بررسی معنی‌دار بودن ضرایب متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون از آماره تی^{۲۸} استفاده شد. همچنین جهت بررسی استقلال پسماندهای مدل‌های برازش‌شده از آماره آزمون دورین- واتسون^{۲۹} استفاده گردید. در تحقیق حاضر برای تحلیل و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ای ویوز^{۳۰} استفاده گردید و تصمیم‌گیری براساس مقایسه آماره‌های بدست آمده با مقادیر بحرانی در سطح خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) صورت گرفت.

یافته‌های پژوهش

شاخص‌های توصیفی متغیرها

قبل از این که به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول ۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد.

جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

نام متغیرها	کم‌ارزشیابی سهام	توجهات سهامداران	مدیریت سود	مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	اندازه شرکت	اهرم مالی	بازده دارایی‌ها	رشد فروش	مالکیت دولتی	مالکیت عمده	خطای پیش‌بینی سود	اندازه موسسه حسابرسی
نماد متغیرها	Devitation	SIAAI	AbsDA	AbsDA *SIAAI	Size	Lev	ROA	Growth	SOE	Top1	FERRO R	Big4
میانگین	۱۵/۱۰۴	-۰/۱۲۶۹	۰/۰۲۷۳	-۰/۰۰۵۵	۱۵/۲۱۰	۰/۵۳۵۳	۰/۲۹۳۴	۱۲/۴۶۵	۰/۰۳۸۴	۵۴/۳۷۸	۱/۴۵۲۲	۰/۲۱۶۴
میانه	۱۵/۰۵۲	-۰/۱۰۱۵	۰/۰۱۰۵	-۰/۰۰۰۳	۱۵/۰۲۱	۰/۵۳۳۱	۰/۱۲۶۴	۰/۱۱۱۰	۰/۰۰۰۰	۵۳/۵۴۰	-۰/۰۱۱۳	۰/۰۰۰۰
ماکسیمم	۱۹/۲۸۷	۶/۰۶۱۴	۰/۷۶۰۸	۰/۶۷۶۹	۲۱/۵۷۱	۱/۳۴۵۵	۶۴/۱۲۱	۸۵۰/۶	۱/۰۰۰۰	۹۹/۴۵۰	۶۶۷/۱۴	۱/۰۰۰۰
مینیمم	۱۱/۴۸۱	-۷/۵۳۲۰	-۰/۷۰۰۰	-۰/۹۲۵۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۲۰/۰۷۶	-۳۷۶/۷۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۷۳/۸۳۷	۰/۰۰۰۰
انحراف معیار	۱/۲۸۱۱	۰/۹۴۹۴	۰/۰۵۹۹	۰/۰۶۱۳	۱/۷۴۶۸	۰/۲۱۲۳	۲/۶۷۰۲	۲۸۳/۰۵	۰/۱۹۲۴	۲۰/۷۲۱	۲۴/۰۰۱	۰/۴۱۲۰
چولگی	۰/۰۹۵۶	۰/۰۸۹۶	۲/۶۸۶۹	-۲/۷۵۲۶	۰/۱۴۴۸	۰/۱۶۹۸	۱/۸۰۴۱	۲/۹۶۸۶	۱/۸۰۰۰	-۰/۱۹۴۶	۲/۳۹۹۱	۱/۳۷۶۸
کشیدگی	۳/۱۶۹۰	۲/۳۰۰۴	۶/۵۹۳۷	۸/۷۵۵۶	۹/۶۰۸۷	۲/۹۳۳۴	۴/۰۹۲۹	۸/۹۰۵۸	۴/۴۰۴۰	۲/۶۷۸۴	۶/۵۴۷۱	۲/۸۹۵۵
مشاهدات	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰

جدول ۱ دربردارنده اصلی‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. میانگین که نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست و برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر

۱۵/۱۰۴ است. میانه نیز یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی و بیانگر آن است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن متغیر وابسته می‌باشد که برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر ۱۵/۰۵۲ است. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. انحراف معیار از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر ۱/۲۸ می‌باشد. عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است. چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع این متغیر نرمال و خیلی کم‌چوله به راست است. شاخص پراکندگی میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد. در این پژوهش برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد.

بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

در این پژوهش با استفاده از آزمون جبارک - برا نرمال بودن متغیر وابسته مورد آزمون قرار گرفت. از آنجاییکه نرمال بودن متغیر وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های الگو می‌انجامد، لازم است قبل از برازش الگو، نرمال بودن آن کنترل شود.

جدول ۲ - نرمال بودن متغیر وابسته

عنوان متغیرها شاخص‌های توصیفی	کم‌ارزشیابی سهام (Devitation)
آزمون جبارک - برا	۲/۴۷۰۹
سطح معنی‌داری	۰/۲۹۰۷
مشاهدات	۹۱۰

براساس مقادیر ارائه شده در جدول ۲ از آنجایی که مقادیر سطح معناداری متغیر کم‌ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است، بنابراین فرض صفر که حاکی از نرمال بودن متغیر می‌باشد تأیید می‌شود و متغیر کم‌ارزشیابی سهام از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

اگر توزیع مقادیر یک سری داده با گذشت زمان ثابت باقی بماند اصطلاحاً گفته می‌شود سری داده‌ها مانا (پایا) است. به عبارت دیگر اگر داده‌ها مانا باشد نتایج تحقیق نیز در طول زمان قابل تعمیم است. اما اگر متغیرها ناپایا باشند با وجود آماره F و t در حد مناسب، نتایج قابل اتکا نیستند. برای آزمون پایایی از آزمون لوین، لوین و چو استفاده شد (افلاطونی، ۱۳۹۲). لوین و لوین نشان دادند که در داده‌های ترکیبی استفاده از آزمون ریشه واحد برای ترکیب داده‌ها، دارای قدرت بیشتری نسبت به استفاده از آزمون ریشه واحد برای هر مقطع به صورت جداگانه است. نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش به شرح جدول ۳ است.

جدول ۳ - نتایج آماره آزمون لوین، لوین و چو

نام متغیرها	نماد متغیرها	آماره آزمون لوین، لوین و چو	سطح معناداری	نتیجه
کم‌ارزشیابی سهام	Devitation	-۷/۵۳۱۷۹	۰/۰۰۰۰	مانا
توجهات سهامداران	SIAAI	-۳۶/۱۱۲۱	۰/۰۰۰۰	مانا
مدیریت سود	AbsDA	-۱۱/۸۵۲۵	۰/۰۰۰۰	مانا
مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	AbsDA *SIAAI	-۶۷/۶۴۴۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	Size	-۴۴/۶۸۶۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	Lev	-۱۸/۰۸۸۰	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده دارایی‌ها	ROA	-۱۹/۴۳۵۶	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	Growth	-۳۱/۸۰۶۷	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت دولتی	SOE	-۳/۳۱۳۴۹	۰/۰۰۰۵	مانا
مالکیت عمده	Top۱	-۲۶۹۰/۳۷	۰/۰۰۰۰	مانا
خطای پیش‌بینی سود	FERROR	-۱۶۷/۲۹۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه موسسه حسابرسی	Big۴	-۱/۶۶۲۸۳	۰/۰۴۸۲	مانا

نتایج آزمون نشان از آن دارد که کلیه متغیرها در سطح پایا می‌باشند. بنابراین برآیند آن‌ها نیز انباشته بوده و می‌توان مدل‌های رگرسیونی را برآورد نمود.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها) یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی است که باید تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در این مطالعه فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون LR مورد بررسی قرار گرفت که نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴ - آزمون LR

مدل	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
۱	آماره F	۷۰۱/۲۵۱۷	۰/۰۰۰۰
۲	آماره F	۶۳۱/۴۰۹۵	۰/۰۰۰۰

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F کمتر از ۵٪ است در نتیجه فرض ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل فرضیه ۱ و ۲ رد می‌شود. بنابراین برای مدل فرضیه ۱ و ۲ از روش GLS^{۳۱} جهت تخمین آزمون استفاده می‌گردد.

آزمون همبستگی

جدول ۵ خلاصه نتایج ارزیابی همبستگی را نشان می‌دهد. اعداد موجود در هر خانه از جدول، تنها مشتمل بر ضریب همبستگی پیرسون می‌باشد. عناصر قطر اصلی در ماتریس همبستگی معادل یک و این ماتریس نسبت به قطر اصلی متقارن است. عدد اول در خانه‌های ماتریس یا ضرایب همبستگی محاسبه شده، تأثیرات خطی متقابل متغیرهای مستقل بر یکدیگر را بر مبنای مقایسه دودویی آن‌ها اندازه‌گیری نموده که در صورت به سمت صفر میل کردن این ضرایب می‌توان نسبت به استقلال خطی متغیرهای مستقل از یکدیگر قضاوت کرد.

جدول ۵ - نتایج همبستگی الگو مدل

Bif ^۴	FERROR	Top ^۱	SOE	Growth	ROA	Lev	Size	SIAAI	Deviation	Correlation
									۱	Deviation
								۱	۰/۰۴۱۴	SIAAI
							۱	-۰/۱۱۲۰	۰/۸۴۲۴	Size
						۱	-۰/۰۶۱۳	-۰/۰۷۲۸	-۰/۰۳۱۸	Lev
					۱	-۰/۰۳۰۷	-۰/۰۲۹۸	-۰/۰۱۴۱	-۰/۰۴۱۳	ROA
				۱	-۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۲۷	۰/۰۴۴۲	۰/۰۰۵۲	۰/۰۷۳۷	Growth
			۱	-۰/۰۰۸۵	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۴۳۴	۰/۰۰۲۷	۰/۱۱۴۰	SOE
		۱	۰/۱۰۷۵	-۰/۰۴۱۷	۰/۰۳۲۰	۰/۱۸۹۸	-۰/۰۰۴۵	-۰/۰۴۳۳	-۰/۰۹۹۴	Top ^۱
	۱	۰/۰۱۷۴	۰/۰۱۳۶	-۰/۰۴۲۳	-۰/۰۰۵۷	۰/۰۴۲۴	-۰/۰۴۲۳	-۰/۰۱۷۰	۰/۰۴۱۷	FERROR
۱	-۰/۰۱۷۰	۰/۰۵۱۱	-۰/۰۷۷۳	-۰/۰۱۷۳	۰/۰۳۷۶	۰/۱۳۱۲	۰/۲۰۱۸	۰/۰۱۰۰	-۰/۱۹۸۱	Big ^۴

جدول شماره ۵ نشان می‌دهد هرگاه ضریب همبستگی کمتر از ۰/۵ باشد بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود ندارد.

تعیین روش برآورد مدل ها

در این مرحله با توجه به ماهیت داده‌ها بهترین مدل رگرسیونی برای هر مدل تعیین می‌گردد. لذا از بین روش‌های برآورد تلفیقی و تابلویی (روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی) برای هر مدل یک روش برآورد انتخاب گردید به نحوی که در ابتدا آزمون F - Limer برای تعیین تابلویی یا تلفیقی بودن برآورد، استفاده شد.

چنانچه شیوه برآورد مدل بر اساس آزمون F - Limer، تابلویی باشد آنگاه باید از بین روش‌های اثرات ثابت یا تصادفی یکی را انتخاب کرد که بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده گردید. تفاوت روش اثرات ثابت با تصادفی در آن است که در مدل اثرات ثابت فرض می‌شود که تفاوت های فردی یا گروهی در جمله ثابت منعکس می‌شود و هر عرض از مبدأ یک ضریب مجهول است که بایستی برآورد گردد و بیانگر اثر تمام عواملی است که به صورت مقطعی بر متغیر وابسته تأثیر می‌گذارند. به عبارت دیگر منظور از اثرات ثابت این است که عرض از مبدأها با متغیرهای توضیحی مدل، همبستگی معناداری دارند و به صورت تصادفی تعیین نمی‌شوند. ولی منظور از اثرات تصادفی این است که عرض از مبدأها با متغیرهای توضیحی مدل، همبستگی معناداری ندارند و به صورت تصادفی تعیین می‌شوند. نتایج تعیین شیوه برآورد مدل پژوهش به شرح جدول زیر است:

جدول ۶ - نتایج آزمون F - Limer

مدل	آزمون اف لیمر	سطح معنی داری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معنی داری	نتیجه
۱	۱۵/۳۴۴۷۳۴	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۸۶/۸۸۶۰۵۳	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
۲	۶۳۱/۴۰۹۵	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۳۴۴/۳۷۱۰۲۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

براساس نتایج بدست آمده، مدل ۱ و ۲ به روش تابلویی برآورد شده و با توجه به نتایج آزمون هاسمن از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود.

نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه ها

فرضیه اول: توجهات سهامداران بر کم ارزشیابی سهام تأثیر گذار است.

به پیروی از پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۳) جهت اظهارنظر درباره فرضیه اول پژوهش مدل زیر برآورد می‌گردد:

$$\text{Deviation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAA}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Growth}_{i,t} + \beta_6 \text{SOE}_{i,t} + \beta_7 \text{Top1}_{i,t} + \beta_8 \text{FERROR}_{i,t} + \beta_9 \text{Big4}_{i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۷ - نتایج مدل پژوهش با استفاده از روش پنل طی سال های ۱۴۰۱-۱۳۹۵

نام متغیر	علامت اختصاصی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معناداری	نتیجه
عرض از مبدأ	α	۱۰/۱۷۱۸۱	۰/۱۲۸۳۰۵	۷۹/۲۷۸۵۳	۰/۰۰۰۰	مثبت
توجهات سهامداران	SIAAI	-۰/۰۲۲۲۲۷	۰/۰۰۵۱۳۴	-۴/۳۲۹۲۸۹	۰/۰۰۰۰	منفی
اندازه شرکت	Size	۰/۳۳۵۰۱۸	۰/۰۰۷۲۹۲	۴۵/۹۴۳۰۴	۰/۰۰۰۰	مثبت
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۲۴۱۲۵	۰/۰۰۵۸۱۰۷	-۲/۱۳۶۱۴۴	۰/۰۳۳۰	منفی
بازده دارایی ها	ROA	-۰/۰۰۵۵۱۳	۰/۰۰۵۹۱۱	-۰/۹۳۲۷۲۹	۰/۳۵۱۳	بی معنی
رشد فروش	Growth	۰/۰۰۰۱۲۳	۷/۰۹E-۰۵	۱/۷۲۸۲۶۱	۰/۰۸۴۳	بی معنی
مالکیت دولتی	SOE	۰/۰۵۵۰۶۴	۰/۰۵۳۱۸۱	۱/۰۳۵۴۰۴	۰/۳۰۰۸	بی معنی
مالکیت عمده	Top۱	-۰/۰۰۱۱۷۷	۰/۰۰۰۵۹۴	-۱/۹۸۰۹۵۷	۰/۰۴۸۰	منفی
خطای پیش بینی سود	FERROR	۰/۰۰۰۲۱۲	۰/۰۰۰۵۱۳	۰/۴۱۲۸۰۲	۰/۶۷۹۹	بی معنی
اندازه موسسه حسابرسی	Big۴	-۰/۱۴۵۶۸۲	۰/۰۵۱۰۳۳	-۲/۸۵۴۶۵۰	۰/۰۰۴۴	منفی
ضریب تعیین		۰/۷۳۱۰۱۰				
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۲۸۳۲۰				
آماره-F		۲۴۴/۵۹۱۷				
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰				
دوربین واتسون		۲/۱۵۹۶۴۶				

نتایج حاصل از تخمین نشان می دهد که احتمال آماره t برای متغیر توجهات سهامداران بر کم ارزشیابی سهام منفی و معنی دار بوده و ضرایب متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، مالکیت عمده و اندازه موسسه حسابرسی بر کم ارزشیابی سهام نیز کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباطات از لحاظ آماری معنی دار می باشد. احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای بازده دارایی ها، رشد فروش، مالکیت دولتی و خطای پیش بینی سود بر کم ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی هستند. ضریب تعیین تعدیل شده، قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۷۳٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر معنی دار بودن کل مدل به لحاظ آماری می باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برازش شده نیز از آماره آزمون دوربین- واتسون استفاده گردیده است که اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است. در جدول ۴-۷ مقدار دوربین واتسون ۲/۱۶ است، بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. با توجه به فرضیه، چون تأثیر متغیر توجهات سهامداران بر کم ارزشیابی سهام، منفی و معنی دار می باشد بنابراین فرض H_۰ رد می شود و می توان گفت توجهات سهامداران اثری معکوس بر کم ارزشیابی سهام دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند.
به پیروی از پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۳) جهت اظهار نظر درباره فرضیه دوم پژوهش مدل زیر برآورد می‌گردد:

$$\text{Deviation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAAI}_{i,t} + \beta_2 \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIAAI}_{i,t} * \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{SOE}_{i,t} + \beta_9 \text{Top1}_{i,t} + \beta_{10} \text{FERROR}_{i,t} + \beta_{11} \text{Big4}_{i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۸ - نتایج مدل ۲ با استفاده از روش پنل طی سال های ۱۴۰۱-۱۳۹۵

نام متغیر	علامت اختصاصی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	نتیجه
عرض از مبدأ	α_0	۱۰/۰۱۲۲۴	۰/۱۵۳۷۴۵	۶۵/۱۲۲۴۸	۰/۰۰۰۰	مثبت
توجهات سهامداران	SIAAI	۱/۰۱۳۵۶۰	۰/۴۰۷۱۶۴	۲/۴۸۹۳۱۶	۰/۰۱۸۷	مثبت
مدیریت سود	AbsDA	۱/۰۸۷۲۹۷	۰/۲۱۷۲۹۶	۵/۰۳۷۵۵	۰/۰۰۰۰	مثبت
مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	AbsDA * SIAAI	-۰/۰۱۰۵۹۲	۰/۲۰۷۴۶۱	-۲/۷۹۸۵۵۳	۰/۰۰۵۳	منفی
اندازه شرکت	Size	۰/۳۴۶۸۷۷	۰/۰۰۸۶۲۷	۴۰/۲۰۸۰۲	۰/۰۰۰۰	مثبت
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۷۱۶۰۸	۰/۰۶۳۰۹۷	-۲/۷۱۹۷۴۶	۰/۰۰۶۷	منفی
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۰۵۳۱۰	۰/۰۰۴۴۵۶	-۱/۱۹۱۸۴۱	۰/۲۳۳۷	بی‌معنی
رشد فروش	Growth	۰/۰۰۰۱۱۰	۷/۴۹E-۰۵	۱/۴۷۳۴۸۸	۰/۱۴۱۰	بی‌معنی
مالکیت دولتی	SOE	۰/۰۳۸۱۴۴	۰/۰۷۰۸۳۳	۰/۵۳۸۵۱۰	۰/۵۹۰۴	بی‌معنی
مالکیت عمده	Top1	-۰/۰۰۰۵۱۶	۰/۰۰۰۶۸۶	-۰/۷۵۱۸۴۸	۰/۴۵۲۴	بی‌معنی
خطای پیش‌بینی سود	FERROR	۰/۰۰۰۲۸۴	۰/۰۰۰۵۰۵	۰/۵۶۲۳۷۵	۰/۵۷۴۰	بی‌معنی
اندازه موسسه حسابرسی	Big4	-۰/۱۴۰۳۸۸	۰/۰۵۲۴۱۹	-۲/۶۷۸۱۸۰	۰/۰۰۷۶	منفی
ضریب تعیین		۰/۸۲۳۴۳۷				
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۸۲۱۲۷۴				
آماره-F		۲۰۳/۴۲۲۴				
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰				
دوربین واتسون		۲/۲۱۵۳۳۳				

منبع: یافته‌های محقق

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توجهات سهامداران، مدیریت سود، مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران، اندازه شرکت، اهرم مالی و اندازه موسسه حسابرسی بر کم‌ارزشیابی سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. از طرفی ضریب برآورد شده توسط نرم‌افزار برای متغیرهای توجهات سهامداران و مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام به ترتیب ۱/۰۱ و ۰/۰۱ - که هر دو معنی‌دار می‌باشد. با توجه به اینکه ضریب برآوردی متغیر مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام کمتر از متغیر توجهات سهامداران است نشان از نقش تعدیل‌گری متغیر مدیریت سود در رابطه بین توجهات

سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام دارد. احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای بازده دارایی‌ها، رشد فروش، مالکیت دولتی، مالکیت عمده و خطای پیش‌بینی سود بر کم‌ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی‌معنی هستند. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در این مدل قادرند به میزان ۸۲٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. میزان احتمال آماره F نیز بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. بررسی استقلال پسماندهای مدل‌های برازش‌شده با استفاده از آماره آزمون دوربین- واتسون که مقدار آن ۲/۲۲ شده است نیز نشان می‌دهد استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید می‌باشد. بنابراین با توجه به یافته‌های پژوهش، مقدار ضرایب متغیرهای توجهات سهامداران و مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام به ترتیب ۱/۰۱ و ۰/۰۱ - و معنی‌دار می‌باشد، پس فرض H_0 رد می‌شود و می‌توان گفت مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌نماید. خلاصه نتایج بررسی فرضیه‌های پژوهش در جدول ۹ نشان داده شده است.

جدول ۹ - خلاصه یافته‌های حاصل از بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش

فرضیه	آزمون روابط بین متغیرها	تغییل شده ضرب تعیین	متغیر ضرایب	آماره t	سطح معنی داری	نتیجه آزمون فرضیه
۱	توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار است.	۰/۷۳	-۰/۰۲۲۲	-۴/۳۲۹۲	۰/۰۰۰۰	تائید فرضیه
۲	مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می کند.	۰/۸۲	-۰/۰۱۸۰	-۲/۷۹۸۵	۰/۰۰۵۳	تائید فرضیه

نتیجه‌گیری و بحث

در پژوهش حاضر با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌های صورت گرفته، این نتایج حاصل گردید که توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر معنادار دارد و با توجه به ضریب منفی متغیر توجهات سهامداران، وجود رابطه معکوس بین توجهات سهامداران با کم‌ارزشیابی سهام شرکت استنتاج می‌شود. بر همین اساس به نظر می‌آید توجه سهامداران با تأثیر بر رفتارهای معاملاتی یا پردازش اطلاعات بر کم‌ارزشیابی سهام یا انحراف منفی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن اثر گذار است. یعنی افزایش توجه سهامداران و سرمایه‌گذاران به یک شرکت و افزایش تقاضا برای خرید سهام آن، از انحراف منفی سهام از ارزش ذاتی آن جلوگیری کرده و مانع از کم‌ارزشیابی سهام می‌شود، در نتیجه ارزش سهام آن شرکت افزایش می‌یابد. بالعکس، عدم توجه به سهام یک شرکت یا اطلاعات مرتبط با آن، احتمالاً منجر به نادیده گرفتن عوامل مهم در

ارزش‌گذاری شرکت گردیده و منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام می‌شود که به نوبه خود عامل ایجاد اخلاق در بازار، کاهش دسترسی به سرمایه و افزایش هزینه سرمایه خواهد بود. در نتیجه، بر اساس یافته‌های پژوهش، افزایش توجهات سهامداران و تقاضا برای سهام می‌تواند از کم‌ارزشیابی‌های طولانی مدت ارزش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه جلوگیری نموده و منجر به بهبود دسترسی به سرمایه گردد. یوان (۲۰۱۵) نیز هم‌راستا با پژوهش حاضر، نشان داد جلب توجه در سطح بازار باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران فعالیت معاملاتی و تقاضای خرید و فروش را افزایش داده و به نوبه خود بر قیمت سهام تأثیر بگذارند. در واقع آن مطالعه نشان داد که توجه زیاد در سطح بازار باعث ایجاد تغییرات قابل توجهی در معاملات و قیمت سهام می‌شود. یوان نشان داد با افزایش توجه، سرمایه‌گذاران در پردازش اطلاعات و تصمیم‌گیری تجاری فعال‌تر می‌شوند. یعنی زمانی که شاخص بازار بالا است سرمایه‌گذاران با فروش سهام موقعیت و قیمت سهام خود را کاهش داده، و زمانی که شاخص بازار پایین است توجه سرمایه‌گذار به‌طور متوسط منجر به افزایش قیمت و موقعیت سهام می‌شود.

به طور کلی نتایج بدست آمده در پژوهش حاضر، همسو با مفاهیم تئوری کارایی بازار است. زیرا هنگامی که توجهات سهامداران کم است ممکن است بازار سهام نتواند اطلاعات موجود را به طور کامل پردازش کند، در نتیجه منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام می‌شود. بنابراین متغیر توجهات سهامداران می‌تواند بر کارایی بازار تأثیر بسزائی داشته باشد. در این راستا تالانه و همکاران (۱۳۹۳) گزارش نمودند که می‌توان از داده‌های حجم معاملات (تقاضا برای سهام) برای پیش‌بینی تغییرات قیمت سهم در روزهای آتی استفاده نمود؛ یافته‌های آن‌ها به‌طور مستقیم بر محتوای اطلاعاتی حجم معاملات (تقاضا برای سهام) و به‌طور غیرمستقیم بر ناکارایی اطلاعاتی بورس تهران دلالت دارد که هم‌راستا با نتایج پژوهش حاضر است.

در ارتباط با بررسی اثر تعدیل‌گری مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام، این نتیجه حاصل گردید که توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر معنادار دارد و با توجه به ضریب منفی متغیر توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود، وجود رابطه معکوس بین توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود با کم‌ارزشیابی سهام استنتاج می‌شود؛ لذا با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر می‌توان گفت مدیریت سود که به معنای کنترل گزارش‌های مالی به منظور تأثیرگذاری بر نتایج مالی و ارزش سهام است، می‌تواند به عنوان یک عامل تعدیل‌گر تأثیر با اهمیتی بر رابطه بین توجهات سهامداران و ارزش‌گذاری سهام داشته باشد. در همین راستا، مطالعه لی و همکاران (۲۰۲۳) نقش مدیریت سود بر توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام را مورد بررسی قرار داده است. در آن مطالعه توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد تأثیر مثبتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، به‌ویژه قیمت‌گذاری بیش از حد داشته و مدیریت سود در کاهش این اثر نقش ایفا می‌کند. تأثیر مدیریت سود بر توجهات سهامداران در پژوهش حاضر ممکن است از این منظر باشد که اطلاعات مالی تهیه شده در جهت مدیریت سود، وضعیت

عملکرد واقعی شرکت را مخفی نگه می‌دارد. بنابراین سهامداران بر اساس اطلاعات نادرست، تصمیم‌گیری می‌کنند که نتیجه آن ارزشیابی نادرست سهام خواهد بود. از طرفی، مدیریت سود ممکن است تأثیر منفی بر اعتماد سهامداران داشته باشد. زیرا وقتی که سهامداران متوجه احتمال دستکاری در اطلاعات مالی می‌شوند، عدم اطمینان و عدم اعتماد به ارزش‌گذاری و گزارش‌های مالی شرکت افزایش یافته و خود می‌تواند منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام شود. با توجه به موارد ذکر شده و نتایج پژوهش حاضر، مدیریت سود می‌تواند نقش کاهنده توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تضعیف کند. از دیدگاه تئوری اطلاعات، توجهات سهامداران بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت تأثیر گذار است. در واقع، در زمان‌هایی که توجه سهامداران کم است، به نظر می‌آید مدیران با دستکاری سود تمایل بیشتری به ارائه اطلاعات مالی گمراه‌کننده دارند. همین امر سبب کاهش شفافیت اطلاعات مالی شده و با ایجاد محدودیت در ارزیابی صحیح ارزش شرکت زمینه را برای کم‌ارزشیابی سهام محیا می‌سازد.

نتایج بدست آمده از این پژوهش در تطابق با مبانی نظری تحقیق و ادبیات مالی موجود است و می‌تواند ضمن پر کردن خلأ تحقیقاتی، درک و دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را افزایش دهد. همچنین، در پرتو چنین مطالعاتی شاید بتوان به شناسایی عوامل موثری دست یافت که توانایی توضیح دادن تغییرات در کم‌ارزشیابی سهام را دارند.

نتایج کاربردی این پژوهش می‌تواند مورد توجه دو گروه کلی قرار گیرد. گروه اول استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی هستند، این گروه شامل سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان، مدیران و شرکت‌های حسابرسی می‌باشند، که مستقیماً با آثار مالی و نتایج حاصل از کم‌ارزشیابی سهام شرکت‌ها در ارتباط هستند. گروه دوم نیز پژوهشگران، سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و یا موسساتی همانند بورس اوراق بهادار می‌باشند که به مسائل اقتصادی و مالی علاقمند هستند.

در نتیجه با توجه به یافته‌های حاصل از تحقیق حاضر، مدیران می‌توانند با برآورد صحیح میزان توجهات سهامداران و عوامل موثر بر آن، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و برنامه ریزی مناسب در جهت شفاف‌سازی اطلاعات، واکنش‌های افراطی سهامداران و حساسیت سرمایه‌گذاری آن‌ها را کنترل نموده و بدین طریق حداکثر کردن ارزش شرکت و جذب سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه تسهیل نمایند. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی سهام شرکت‌ها، به دقت صورت‌های مالی آن‌ها را بررسی کرده و تمامی جوانب وضعیت مالی شرکت‌ها از جمله احتمال دستکاری سود و تأثیر توجه سرمایه‌گذاران را در انجام معاملات خود مدنظر قرار دهند. همچنین با دقت بیشتر در رفتارهای معاملاتی خود، از معاملات ذهنی پرهیز نمایند.

در پایان، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی با الزامات قانونی و استانداردگذاری، شرکت‌ها را ملزم به افشای کافی و ارائه اطلاعات کامل و شفاف نمایند تا در حد امکان از اختیارات مدیران برای مدیریت کردن سود کاسته شود.

منابع

۱. افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. انتشارات ترمه، چاپ اول.
۲. افلاطونی، عباس، نیکبخت، نادر. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر اخبار خوب و بد بر درک سرمایه‌گذاران از میزان پایداری اقلام تعهدی، حسابداری و حسابرسی، ۱ (۳)، ۱-۳۴.
۳. باد آور نهندي، یونس؛ خجسته، هیوا؛ شریف زاده، غفور. (۱۳۹۷). نقش تعدیل گری ارزش‌گذاری نادرست سهام بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰ (۳۷)، ۵۳-۸۳.
۴. تالانه، عبدالرضا؛ محمودی، محمد؛ شرفی، کاوه. (۱۳۹۲). محتوای اطلاعاتی حجم غیرعادی معاملات سهام شرکت‌های بورس تهران. تحقیقات مالی، ۱۵ (۱)، ۱-۱۶.
۵. رستمی جاز، حمید؛ یعقوب نژاد، احمد؛ تاری وردی، یداله. (۱۴۰۰). بررسی اثرات گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزشیابی سهام. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰ (۳۹)، ۲۸۳-۳۰۳.
۶. زارع، محمد حسن؛ انصاری سامانی، حبیب؛ امینیان، مریم. (۱۴۰۱). تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی مسائل اقتصاد ایران. ۹ (۲)، ۱۰۵-۱۲۹.
۷. عثمانی، محمد قسیم؛ حسینی، سید محسن. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اندازه حسابرس بر بار ارزشی سود و حقوق صاحبان سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی، ۱۶ (۶۵)، ۲۴-۵.
۸. فغانی ماکرانی، خسرو؛ صالح نژاد، سیدحسن؛ امین، وحید. (۱۳۹۵). پیش‌بینی مدیریت سود مبتنی بر مدل جونز تعدیل‌شده با استفاده از مدل شبکه عصبی مصنوعی و الگوریتم ژنتیک. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۷ (۲۸)، ۱۱۷-۱۳۶.
۹. یگانگی، سیدکامران؛ محمدلو، علیرضا. (۱۴۰۱). مروری بر مفاهیم مدیریت سود. کنفرانس ملی تحقیقات میان رشته ای در علوم انسانی و فرهنگ ایرانی اسلامی، اردبیل.
۱۰. میرزاخانی، فاطمه. (۱۴۰۰). مقایسه مدل‌های نوین قیمت‌گذاری سهام. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اراک.

1. Aboody, D. et al. (2010). *Limited Attention and the Earning Announcement Returns of Past Stock Market Winners*. Review of Accounting Studies, 10, 317-344.
2. Barber, B.M. and T. Odean (2008). *All that Glitters: The Effect of Attention on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*. Review of Financial Studies, 21: 780-818.
3. Da, Z., Engelberg, J., Gao, P., 2011. *In search of attention*. Journal of Finance 66, 1471-1499.
4. Dong, M., Hirshleifer, D, Teoh, S. H. (2018). *Stock Market Overvaluation, Moon Shots, and Corporate Innovation*. National Bureau of Economic Research, No. w24142.
5. Hsieh, S.F., Chan, C.Y., Wang, M.C. (2010). Retail investor attention and herding behavior. Journal of Empirical Finance, 09 (2), 109-132.
6. Irene Sukma Lestari Barus, Tetty Lasniroha Sarumpaet, Acep Edison, Renny Maisyarah, Edrida Pulungan. (2019). *Relationship between Leverage and Firm Size Toward to Real Earning Management (Unit Analysis of Mining Company Indonesia Exchange Stock Period 2012 Until 2019)*. Journal of Reviews on Global Economics, Lifescience Global, vol. 8, 672-687.
7. Jiang, F., Ma Y., Wang, X. (2020). *Multiple blockholders and earnings management*, Journal of Corporate Finance, 64, 101689.
8. Kahneman, D. (1973). *Attention & Effect*. New Jersey: Engelwood Cliffs, Prentice Hall. Doi: 10.2307/1421603.
9. Lambertides, N. (2022). *Misvaluation and the asset growth anomaly*. Abacus Accounting Foundation, 08 (1), 100-141.
10. Lara, J. M. G., Osmá, B. G., Penalva, F. (2020). *Conditional conservatism and the limits to earnings management*. Journal of Accounting and Public Policy, 39 (4), 106738.
11. Li, C., Liu, X., Hou, Z, Li, Y. (2023). *Retail investor attention and equity mispricing: The mediating role of earnings management*. Finance Research Letters, 03, 103621.
12. Liu, D. H., Gu, H. M., Lung, P. (2016). *The equity mispricing: evidence from china's stock market*. Pacific-Basin Finance Journal, 39 (12), 211-223.
13. Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., Viswanathan, S. (2000). *Valuation waves and merger activity: The empirical evidence*. Journal of Financial Economics, 57 (3), 561-603.
14. Sadok, El, Ghoul., Omrane, Guedhami., Sattar, Mansi., Hyo, Jin, Yoon. (2022). *Institutional Investor Attention, Agency Conflicts, and the Cost of Debt*. Management Science, 69 (9), 5096-5117.
15. Shen ,Huayu, Shaofeng Zheng, Hao, Xiong, Wenjie, Tang, Jiachun Dou, Henry Silverman. (2020). *Stock market mispricing and firm innovation based on path analysis*. Economic Modelling, 90, 330-343.
16. Trinugroho, I, Rinofah, R. (2013). *The Effect of Mispricing on Investment of Indonesian Firms: Do Financial Constraints Matter?* Middle Eastern Finance and Economics, 9 (1), 14-23.
17. Xiang, Cheng., Chen, Fengwen., Wang, Qian. (2020). *Institutional investor inattention and stock price crash risk*. Finance Research Letters, 33, 101184.
18. Yuan, Y. (2010). *Market-wide attention, trading and stock returns*. Journal of Financial Economics, 116 (3), 548-564. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1100032>.

۱۹. Zhong Ligang, Lamia Chouroub, Yang Nic. (۲۰۱۷). *On the association between strategic institutional ownership and earnings quality: Does investor protection strength matter?* Journal of Accounting and Public Policy, ۳۶ (۶), ۴۲۹-۴۵۰.

The role of earnings management on the relationship between shareholder attention and stock undervaluation

Abstract

Valuation of company shares is one of the most important and the most complex economic concepts in any financial market, which is influenced by several factors. The aim of this research was to investigate the moderating role of earnings management on the relationship between shareholders' attention and stock undervaluation. This research is a post-event research (use of past information) in the library method, it is applied in terms of purpose and descriptive, analytical-correlative in terms of nature. The statistical population of this research is the companies listed in the Tehran Stock Exchange between ۲۰۱۶-۲۰۲۲. Based on the systematic elimination method, ۱۳۰ companies were selected as a statistical sample, and a multivariate regression model was used to test the hypotheses. The results of the research have shown that the attention of shareholders has a significant effect on the stock undervaluation. Also, according to the obtained results, earnings management moderates the effect of attention of shareholders on stock undervaluation.

Keywords: shareholders' attention, earnings management, stock undervaluation

یادداشت‌ها

- ۱ - Kahneman
- ۲ - Li et al
- ۳ - Hsieh et al
- ۴ - Liu et al
- ۵ - Lambertides
- ۶ - Dong
- ۷ - Trinugroho & Rinofah
- ۸ - Shen et al
- ۹ - Da and Gao
- ۱۰ - Aboody et al
- ۱۱ - Barber and Odean
- ۱۲ - Xiang et al
- ۱۳ - Zhong et al
- ۱۴ - Irene Sukma et al
- ۱۵ - Jiang et al
- ۱۶ - Lara et al
- ۱۷ - Sadok et al
- ۱۸ - Jarque-Bera
- ۱۹ - Unit Root Test
- ۲۰ - Levin, Lin & Chu
- ۲۱ - Likelihood Ratio (LR) Test
- ۲۲ - Panel or Pooled
- ۲۳ - Chow Test (F Stat.)
- ۲۴ - Panel
- ۲۵ - Pooled
- ۲۶ - Hausman Test (X^۲ Stat.)

Ƴ Ƴ - Fisher

Ƴ ƛ - T Student

Ƴ Ɔ - Durbin-Watson

Ƴ • - E. Views

Ƴ ˆ - Generalized Least Squares