

## تأثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان

علی قاسمی \*

محمد رضا نیک بخت \*\*

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جهت سنجش بیش ارزشیابی سهام، پژوهش رودرزکروپف و همکاران (۲۰۰۵) و جهت سنجش بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان، مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۵) مبنای عمل بوده است. جامعه آماری مورد بررسی، مشتمل بر ۶۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که از طریق نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک، برای دوره زمانی ده ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۴ انتخاب و آزمون‌های آماری لازم بر روی آنان صورت گرفت. نتایج حاصله با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره، استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت، بیانگر این مطلب بود که بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان تأثیر مثبت و معناداری دارد. به عبارت دیگر، با افزایش ارزشیابی خلاف واقع و بیش از حد سهام در طول زمان، بازده غیر عادی و نوسان آنها بصورت معناداری افزایش می‌یابد. لذا به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد با فراهم آوردن زمینه‌های لازم در جهت ارزشیابی واقع بینانه سهام، تمهیدات لازم در جهت کاهش بازده غیر عادی سهام و نوسان آنها را در طول زمان فراهم آورند.

**واژگان کلیدی:** بیش ارزشیابی سهام، بازده غیر عادی سهام، نوسان بازده غیر عادی سهام.

\* کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی ناکستان، ایران (نویسنده مسئول) Alighasemi.acc@gmail.com

\*\* دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران، ایران

### مقدمه

پایه و اساس هر سرمایه‌گذاری، ارزشیابی صحیح و دقیق آن است. در بازار سهام نیز ارزشیابی سهم از همین درجه اهمیت برخوردار است. در کشورهای صنعتی و توسعه یافته که دارای تجارب طولانی در خصوص بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار هستند، شرکت‌هایی که قصد فروش و عرضه عمومی سهام خود را دارند، به موسسات تخصصی سرمایه‌گذاری یا به اصطلاح بانک‌های سرمایه‌گذاری که دارای تجارب طولانی در تعیین ارزش سهام شرکت‌ها هستند، مراجعه نموده و از خدمات تخصصی آنها بهره‌مند می‌گردند. این موسسات با در نظر گرفتن وضعیت سودآوری شرکت و دورنمای سودآوری آن، اوضاع عمومی بازار سرمایه و تجزیه و تحلیل‌های بنیادین به تعیین قیمت پایه سهام می‌پردازند. اما در ایران به علت فقدان موسسات تامین سرمایه و بانک‌های سرمایه‌گذاری، پایه و اساس ارزیابی سهم از طرف سرمایه‌گذار در بدو ورود شرکت به بازار سرمایه، صحیح و منطبق با ارزش ذاتی آن نیست. این موضع شاید قیمت سهم را از ابتدا دارای حباب مالی کرده و سرمایه‌گذار را با ریسک بالایی مواجه کند. در عین حال موضوع قیمت‌گذاری سهام بورسی یکی از مسائل با اهمیت روز کشور می‌باشد (بروجردی و امانی، ۱۳۸۸). از طرف دیگر، اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، بازده است؛ یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطر برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. شاید این معیار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد. چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶). حال با توجه به مبانی نظری مطرح شده، محققین در پژوهش حاضر به دنبال پاسخی برای این سوال خواهند بود که آیا بیش ارزشیابی سهام می‌تواند بر بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان تأثیر معناداری داشته باشد؟

## بیان مسئله، اهمیت و ضرورت آن

### بیش ارزشیابی سهام<sup>۱</sup>

ادبیات مالی به طور وسیعی حاکی است که ارزشیابی بازار مالی از هر شرکت، رفتارهای مدیریتی و اقدامات شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. قیمت سهم در هر شرکت، جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار را مبتنی بر اطلاعات موجود و آشکار منعکس می‌کند. پنهان کردن یا افشا نکردن اطلاعات مهم درباره جنبه‌های آینده شرکت، ممکن هنگامی که ارزش، است به قیمت‌های نادرستی از سهام منجر گردد (چی و گوپتا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بازار سهام، بیشتر از ارزش واقعی آن باشد، سهام، بیش ارزشیابی شده است. سهام بیش ارزشیابی شده، بدین معنی است که شرکت نخواهد توانست برای توجیه ارزش بازار سهامش دلیل عملکردی را عرضه کند؛ به عبارت دیگر، اگر شرکت بتواند ارزشش را توجیه کند، سهام بیش ارزشیابی نشده است (جنسن<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵). مدیران به علت دستیابی به اطلاعات بیشتر، قبل از دیگران (نظیر سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، بانک‌های سرمایه‌گذاری) به بیش ارزشیابی سهام پی خواهند برد. از نظر جنسن (۲۰۰۵) مدیران شرکت‌های بیش ارزشیابی شده با دو انتخاب روبه رو هستند: اول اینکه، می‌توانند با بازار ارتباط برقرار، و همه چیز را آشکارا بیان کنند و یا تا تاریخ گزارشگری بعدی منتظر بمانند و عملکردی منفی را گزارش کنند. این انتخاب می‌تواند تأثیرات بالقوه منفی بر حرفه و پاداش مدیران در برداشته باشد. انتخاب دوم مدیران، این است که اقداماتی را در جهت گزارش عملکرد خود به گونه‌ای فراتر از واقعیت انجام دهند و از این طریق، قیمت‌های متورم سهام را توجیه کنند.

### بازده سهام<sup>۴</sup>

بازده یک سرمایه‌گذاری<sup>۵</sup> بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را حداکثر کند. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند، زیرا نقدترین دارائی خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران بدون توجه به یک سری عوامل، اقدام

---

1. Stock Over Evaluation (SOE)  
2. Chi and Gupt  
3. Jensen  
4. Stock Return  
5. Investment Return

به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آنها نخواهد شد. اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد بازده است یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. شاید این معیار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد. چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶). بازده در فرآیند سرمایه‌گذاران، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد. مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است:

- ۱- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت)، ۲- سود نقدی ناخالص هر سهم، ۳- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام قابل تقویم به ارزش و ۴- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه (قاسمی، ۱۳۹۴).

#### بازده غیر عادی سهام ۱ و نوسان آنها در طول زمان

یکی از مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۲</sup> است. این مدل بر پایه فرض رقابت کامل و دسترسی یکسان معامله‌گران به اطلاعات (تقارن اطلاعاتی) تدوین شده است. به دلیل نقایض این مدل، فاما و فرنچ<sup>۳</sup> (۱۹۹۳) مدل سه‌عاملی را مطرح نمودند (آچاریا و پدرسون<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). تا به امروز، در مورد عوامل مختلف تأثیرگذار بر بازده مورد انتظار سهام، پژوهش‌های متعددی انجام پذیرفته است. در هر یک از این تحقیقات سعی شده است که به بررسی یک یا چند عامل موثر بر بازده مورد

---

1. Abnormal Stock Return  
 2. Capital Assets Pricing Model (CAPM)  
 3. Fama and French  
 4. Acharya and Pedersen

انتظار بپردازند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تنها عامل تبیین‌کننده اختلاف بازده سهام را ریسک سیستماتیک یا ضریب بتای آنها تعریف می‌کند و شواهد تجربی نشان می‌دهد که بتا به عنوان شاخص ریسک سیستماتیک به تنهایی قدرت تبیین اختلاف بازده سهام را ندارد (رباط میلی، ۱۳۸۶). نوسان‌پذیری بازده سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش، به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها و همچنین کل اقتصاد بر می‌گردد. از طرف دیگر، سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی‌مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). به اعتقاد یورک<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) بازارهای کارا از نوسان‌پذیری و غیرمنتظره تنفر دارند. زمانی که نوسان‌پذیری وجود داشته باشد، بازارها به علامت بالا بودن ریسک، واکنش نشان می‌دهند. صرف نظر از علت نوسان‌پذیری مدیران دو راه برای برخورد با آن دارند. یکی، مقابله با علل ریشه‌ای و استفاده از کنترل مدیریتی برای کاهش یا حذف آن می‌باشد، که با این کار ریسک واقعی کاهش می‌یابد و موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. راه حل دیگر، پنهان نمودن نوسان‌پذیری با استفاده از روش‌های مختلف حسابداری می‌باشد. حاصل این رویکرد، صرفاً ثبات ظاهری است و ریسک عملیاتی واقعی تغییر نمی‌یابد. در واقع، این رویه موجب افزایش ریسک کل می‌شود، زیرا بازار سرمایه، اطلاعات مورد نیاز خود را از صورت‌های مالی بدست نمی‌آورد. بنابراین، هزینه سرمایه رو به فزونی می‌گذارد و قیمت اوراق بهادار تنزل می‌یابد. اگر بازار کارا باشد، می‌توان بین دو رویکرد مذکور در ارتباط با نوسان‌پذیری و واکنش بر اساس آن تمایز قائل شد. از این رو، مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان‌پذیری بازده سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیم‌های بازار سرمایه مفید و راه‌گشا بوده، نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد (قربانی و خطیری<sup>۳</sup>، ۱۳۹۳). پژوهش‌های صورت گرفته توسط فینک و همکاران<sup>۳</sup> (2010)

1. Zafar et al

2. York

3. Fink et al

برندت و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) در مورد نوسان‌های بازده غیر متعارف نشان می‌دهد که این نوسان‌ها رفتارهایی متغیر دارند و از روند ثابتی پیروی نمی‌کنند. با توجه به اینکه نوسان بازده غیر متعارف کاربردهایی برای مواردی از قبیل تنوع بخشی و مدیریت پرتفوی، رابطه بین ریسک و پاداش و ارزشیابی حق تقدم دارد، و سرمایه‌گذاران از آن به عنوان معیاری برای ارزیابی ریسک و خط‌مشی‌گذاران بازار سرمایه از آن به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده می‌نمایند، از منظر محققین مختلف، تفسیرهایی بشرح زیر برای نوسان بازده غیر متعارف سهام صورت گرفته است:

- کیفیت سود و گزارشگری مالی (راجکوپال و ونکاتاچالام<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱)،
- خرید و فروش سهام به قیمتی کمتر نسبت به قیمت سایر سهام توسط سرمایه‌گذاران جزء و مالکیت محدود سرمایه‌گذاران نهادی (برندت و همکاران، ۲۰۱۰)،
- تغییر در نوسان سود (ژانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰)،
- تغییر در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (کاو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸)،
- عدم اطمینان به سود و رشد آتی سود (وی و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶)،
- مالکیت نهادی (بنت و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳).

### پیشینه پژوهش

بزرگ اصل و صاحبقرانی (۱۳۹۲) به بررسی پیش‌بینی بازده غیرعادی بر مبنای مدل مبتنی بر شتاب سود و صنعت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن بود که با بررسی نیروی حرکت سود بر حسب صنایع مختلف، می‌توان بازدهی اضافی کسب نمود. همچنین میزان ارتباط این پدیده‌ها با گذشت زمان کم رنگ گردیده و در یک بازه زمانی یکساله تقریباً از میان می‌روند. حساس یگانه و امید (۱۳۹۳) به بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی با تأخیر واکنش قیمت سهام رابطه

---

1. Brandt et al  
 2. Rajgopal and Venkatachalam  
 3. Zhang  
 4. Cao et al  
 5. Wei and Zhang  
 6. Bennett et al

مستقیم و مربوط بودن با تأخیر واکنش سهام رابطه معکوس دارند. در این پژوهش، بین پایداری سود و تأخیر واکنش سهام رابطه معناداری مشاهده نشد. همچنین، مشاهده گردید که تأخیر واکنش قیمت سهام قدرت تبیین بازده غیرعادی را ندارد. قربانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیری معکوس دارد. شریفی راد (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ارزشیابی نادرست سهامداران بر بازده آتی سهام پرداخت. یافته‌های وی حاکی از این امر بود که ارزشیابی نادرست سهامداران بر بازده آتی سهام تأثیر معناداری دارد. موسوی شیرینی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی اثر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سود پرداختند. نتایج پژوهش، نشان داد که بیش ارزشیابی سهام با مدیریت سودهای افزایشی دوره‌های بعد رابطه مثبت و معناداری دارد. در واقع در شرکت‌های مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران، هنگامی که سهام توسط بازار بیش ارزشیابی می‌گردد، مدیریت شرکتها به منظور دستیابی به منافع زیاد بودن قیمت سهام با دستکاری تعهدات اختیاری به حمایت از خطاهای ارزشیابی، تمایل دارند. کالیمپالی و نایاک<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «نوسان بازده غیر متعارف و نقدشوندگی» دنبال تعیین گستره‌ای بودند که سرمایه‌گذاران نگران تأثیر نوسان‌پذیری و نقدشوندگی بر انتشار اوراق قرضه شرکت‌ها هستند. نتایج این پژوهش نشان داد که نوسان‌پذیری و نقدشوندگی تأثیر بااهمیتی بر میزان انتشار اوراق قرضه شرکت‌ها دارد (قربانی و خطیری، ۱۳۹۳). چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین تغییرات بازده غیر متعارف و کیفیت اطلاعات تحت اعمال نظرهای مدیریتی پرداختند و طی آن به این نتیجه رسیدند که نوسان بازده غیر متعارف در اثر نوسان اقلام تعهدی اختیاری و همبستگی موجود بین سود قبل از اعمال نظرهای مدیریتی و اقلام تعهدی اختیاری که منعکس‌کننده کیفیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکت هاست، ایجاد شده است. راجکوپال و ونکاتاچالام<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان «کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف» به این نتیجه رسیدند که پایین آمدن کیفیت گزارشگری مالی با افزایش نوسان بازده غیر متعارف در ارتباط است. چی و گوپتا<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، ضمن بررسی رابطه بین اضافه ارزشیابی سهام و مدیریت سود به ارتباط بین بیش ارزشیابی سهام به صورت

1. Calimpaly and Nayak

2. Chen et al

3. Chi and Gupta

آماري و اقتصادي با مديريت سود هاي افزايشي در دوره هاي بعد پي بردند. مارسيو کي تيت و وارما<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشي به بررسي نقش بيش ارزشيابي سهام در دستکاري هاي سود پرداختند. يافته هاي آنها نشان داد که بيش ارزشيابي هاي سهام، سبب مي شود که مديران سودها را دستکاري کنند. اما زماني که سرمايه گذاران درمورد تجديد ارائه سود توسط شرکت بيش ارزشيابي شده آگاهي مي يابند، شرکت را دوباره ارزشيابي، و ضمن اصلاح بيش ارزشيابي هاي قبل از ارائه نادرست، زيان اطمينان به مديران شرکت را نيز تصحيح مي کنند. جنسن (۲۰۰۵) نشان داد که هر چه مقدار اضافه ارزشيابي سهام بيشتر شود، مقدار مديريت سودهاي افزايشي بيشتر مي شود.

### فرضيه هاي پژوهش

با توجه به اهميت مباني نظري و به منظور حصول اهداف پژوهش، فرضيه هاي زير مطرح مي شوند:

فرضيه اول: بيش ارزشيابي سهام بر بازده غير عادي آنها تاثير مثبت و معناداري دارد.  
فرضيه دوم: بيش ارزشيابي سهام بر نوسان بازده غير عادي آنها تاثير مثبت و معناداري دارد.

### مدل تحليلي پژوهش

در پژوهش حاضر، بازده غير عادي سهام و نوسان آنها به عنوان تابعي از بيش ارزشيابي سهام در نظر گرفته مي شوند. مدل رياضي فرضيه ها به صورت زير تدوين مي شود:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 \Delta SALES_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضيه اول

$$VAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 \Delta SALES_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضيه دوم

که در روابطه فوق: AR: بازده غير متعارف سهام، VAR: نوسان بازده غير متعارف سهام، SOE: ارزشيابي بيش از حد سهام، SIZE: اندازه شرکت، CFO: جريان وجوه نقد



عملیاتی، ROA: نرخ بازده دارایی‌ها،  $\Delta SALES$ : رشد فروش شرکت، LEV: اهرم مالی و AGE: عمر شرکت می‌باشد.

## متغیرها و شیوه ارزیابی آنها

### بیش ارزشیابی سهام

در ادبیات حسابداری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ( $\frac{M}{B}$ )، بعنوان نماینده‌ای برای ارزشیابی‌های نادرست سهام و فرصت‌های رشد استفاده شده است. رودرزکروپف و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که اگر معیار درستی برای ارزش واقعی شرکت ( $V$ ) باشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را می‌توان به دو بخش تجزیه نمود:

$$\frac{M}{B} = \frac{M}{V} + \frac{V}{B} \quad \text{الگوی (۱)}$$

در رابطه فوق، ارزش بازار به ارزش واقعی ( $\frac{M}{V}$ )، بیانگر ارزشیابی‌های نادرست و ارزش واقعی به ارزش دفتری ( $\frac{V}{B}$ )، بیانگر فرصت‌های رشد می‌باشد. شکل لگاریتمی الگوی (۱) را می‌توان بصورت زیر تبیین نمود.

$$m - b = (m - v) + (v - b) \quad \text{الگوی (۲)}$$

در رابطه فوق، حروف کوچک نشان دهنده لگاریتم طبیعی متغیرهای مربوط است. اگر بازار به درستی فرصت‌های رشد آینده، نرخ‌های تنزیل و جریان‌های نقدی را پیش‌بینی نماید، عبارت  $(m - v)$  مساوی با صفر خواهد بود و بخش ارزشیابی نادرست از ارزش بازار (عبارت  $(v - b)$ ) در تمامی زمان‌ها برابر با لگاریتم نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

$Ln(\frac{M}{B})$  خواهد بود. چنانچه بازار در برآورد جریان‌های نقدی آتی تنزیل شده اشتباه شود و یا بازار، تمام اطلاعاتی را نداشته باشد که مدیران در اختیار دارند. رودرزکروپف و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بخشی از  $(m - v)$  بین تمام شرکت‌های هر صنعت یا بازار، مشترک است. در حالی که بخش دیگر آن، مخصوص شرکت است. لذا آنان،

لگاریتم نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری  $Ln(\frac{M}{B})$ ، را به سه بخش تقسیم نمودند:

- بخش اول: تفاوت بین قیمت مشاهده شده بازار و معیار ارزشیابی که ارزش واقعی بلند مدت (خطای ویژه شرکت) را منعکس می‌نماید،

- بخش دوم: تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی سالانه و ارزشیابی که ارزش واقعی بلند مدت (خطای سری زمانی صنعت) را منعکس می‌نماید.
- بخش سوم: تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری (ارزش واقعی بلند مدت به ارزش دفتری).

آنان ارزش واقعی را یک تابع خطی از اطلاعات حسابداری ویژه شرکت در نقطه‌ای از زمان ( $q_{it}$ ) و برداری از مضارب حسابداری مشروط ( $\alpha$ ) بیان نموده‌اند. بنابراین، الگوی (۲) را می‌توان بصورت زیر توسعه داد.

$$m_{it} - b_{it} = m_{it} - v(q_{it}, a_{jt}) + v(q_{it}, a_{jt}) - v(q_{it}, a_j) + v(q_{it}, a_j) \quad (۳) \text{ الگوی}$$

در رابطه فوق، حروف  $i, j, t$  بیان کننده شرکت، سال و نوع صنعت می‌باشند. در الگوی فوق،  $m_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ;  $b_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\alpha_{jt}$  و  $v(q_{it}, a_j)$ : ارزش واقعی برآوردی شرکت  $i$  مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در بلند می‌باشند. تفاوت کلیدی در عبارات ارزش واقعی این است که مضارب سالانه بصورت ( $a_{jt}$ ) و ضرایب بلندمدت بصورت ( $a_j$ ) بیان می‌شوند. بخش اول از الگوی (۳) ( $m_{it} - v(q_{it}, a_{jt})$ )، اختلاف بین ارزش بازار و ارزش واقعی مربوط به شرکت  $i$  در زمان  $t$  می‌باشد. این بخش از خطای ارزشیابی خطای سری زمانی صنعت نامیده می‌شود. این اختلاف مقداری را نشان می‌دهد که کل صنعت ممکن است در سال مشخصی، نادرست ارزشیابی شده باشد. مجموع بخش اول و دوم در الگوی (۳) نشان دهنده کل خطاهای ارزشیابی است. بخش سوم از الگوی (۳) ( $v(q_{it}, a_{jt}) - b_{it}$ )، بیان کننده اختلاف بین ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری است. توجه به این نکته ضروری است که هر یک از سه بخش ذکر شده در عرض شرکت‌ها و سال‌ها تغییر می‌کنند؛ زیرا هر بخش ( $q_{it}$ ) را در بر می‌گیرد که اطلاعات حسابداری شرکت  $i$  برای سال  $t$  است. در پژوهش حاضر برای برآورد ارزش‌های واقعی ( $v(q_{it}, a_j), v(q_{it}, a_{jt})$ ) ارزش بازار به صورت تابعی خطی از متغیرهای ارزش دفتری، سود خالص و اهرم مالی بیان می‌گردد.

$$m_{it} = a_{0jt} + a_{1jt} + a_{2jt} * Ln | NI |_{it} + a_{3jt} * I_{[-<0]} Ln | NI |_{it} + a_{4jt} \quad (۴) \text{ الگوی}$$

در الگوی فوق،  $m_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،  $b_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام،  $Ln|NI|_{it}$ : لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود خالص،  $LEV_{it}$ : اهرم مالی بازار و  $\varepsilon_{it}$ : خطای الگو بوده و در واقع بیان کننده مقدار برآوردی خطای ویژه شرکت می‌باشد. از آنجایی که سود خالص گاهی اوقات منفی می‌باشد، بصورت ارزش قدر مطلق ( $|NI|$ ) به همراه متغیر مجازی  $I < 0$  بیان شده تا بتوان سودهای خالص منفی را نیز در این الگو حفظ نمود. حال اگر سود خالص برای شرکتی مثبت باشد، امتیاز یک و در غیر این صورت، امتیاز صفر برای آن تعیین می‌گردد. برای محاسبه مضارب ارزشیابی ( $a_{jt}$ ) شرکت‌ها در صنایع همگون طبقه بندی می‌شوند و رگرسیون مقطعی معادله فوق برای هر صنعت صورت می‌گیرد تا برآورد های مضارب حسابداری برای سال  $t$  بدست آید. ارزش برآورد شده ( $v(q_{it}, a_{jt})$ ) ارزش جور شده از معادله ارزش بازار است.

$$v(B_{it}, NI_{it}, LEV_{it}, a_{0it}^U, a_{1it}^U, a_{2it}^U, a_{3it}^U, a_{4it}^U) = a_{0it}^U + a_{1it}^U * b_{it} + a_{2it}^U * Ln | NI |_{it} + a_{3it}^U * I < 0 Ln | NI |_{it} + a_{4it}^U * LEV_{it}$$

برای محاسبه ضرایب بلند مدت در هر صنعت ( $a_j$ )، ( $a_{it}^U$ ) های بدست آمده از رگرسیون های سالیانه میانگین گرفته می‌شود. برای همه ( $a_j$ ) ها معادله زیر مطابق با الگوی (۶) صادق خواهد بود.

$$\bar{a} = \frac{1}{T} \hat{a} \quad K=1,2,\dots,10 \quad (۶) \text{ الگوی}$$

در رابطه فوق،  $K$ : تعداد سال‌های بررسی متغیرها می‌باشد. باید توجه داشت که ارزش برآورد شده ( $v(q_{it}, a_j)$ ) بصورت هم ارزش جور شده از معادله ارزش بازار بصورت الگوی (۷) تبیین خواهد شد.

$$v(B_{it}, NI_{it}, LEV_{it}, \bar{a}_{0it}, \bar{a}_{1it}, \bar{a}_{2it}, \bar{a}_{3it}, \bar{a}_{4it}) = \bar{a}_{0it} + \bar{a}_{1it} * b_{it} + \bar{a}_{2it} * Ln | NI |_{it} + \bar{a}_{3it} * I < 0 Ln | NI |_{it} + \bar{a}_{4it} * LEV_{it} \quad (۷) \text{ الگوی}$$

باید توجه داشت که  $\bar{a}_{it}$  های بکار برده شده در الگوی یاد شده، با نرخ‌های تنزیل و رشد مناسب خواهد بود که در طول زمان تغییر خواهند نمود. بر اساس نتایج پژوهش رودزکروپف و همکاران (۲۰۰۵)، برآورد از ارزش واقعی بلند مدت می‌تواند منعکس کننده اطلاعاتی باشد که در اختیار مدیران قرار دارد و برای بازار در زمان  $t$  ناشناخته است. این مطلب حاکی از این امر است که برآورد از خطای سری زمانی صنعت می‌تواند شکلی از ارزشیابی نادرست سهام باشد. بر اساس مبانی نظری مطروحه، متغیر مستقل الگوی اصلی پژوهش در جهت سنجش بیش‌ارزشیابی سهام، کل خطاهای ارزشیابی (خطاهای ارزشیابی ویژه شرکت بعلاوه خطای سری زمانی صنعت) می‌باشد (رودزکروپف و همکاران، ۲۰۰۵؛ موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۱).

#### بازده غیر متعارف سهام و نوسان آن

واریانس یا انحراف معیار بازده‌های واقعی یکی از فراگیرترین معیارهای ریسک است. چنین معیار آماری از پراکندگی بازده‌ها نسبت به امید ریاضی بازده‌ها، حاصل می‌آید به طوری که واریانس یا انحراف معیار بالاتر نشان دهنده پراکندگی بیشتر می‌باشد. در واقع هر چه بازده‌های واقعی پراکنده‌تر باشند، مخاطره بازده‌ها در دوره‌های آینده بیشتر خواهد بود. به این ترتیب فزونی گستره بازده‌های واقعی (تغییر فاصله کمترین بازده تا بیشترین بازده) به مفهوم آن است که ریسک با توجه به بازده‌های واقعی در آینده بیشتر خواهد بود (قربانی و خطیری، ۱۳۹۳). برای اندازه‌گیری بازده غیر متعارف سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به صورت الگوی (۸) استفاده شده است.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + e_{it} \quad \text{الگوی (۸)}$$

که در رابطه فوق  $R_{i,t} - R_{f,t}$ : صرف ریسک سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $R_{m,t} - R_{f,t}$ : صرف ریسک بازار در سال  $t$ ،  $SMB_t$ : عامل اندازه شرکت‌ها در سال  $t$ ،  $HML_t$ : عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در سال  $t$  و  $e_{i,t}$ : خطای پیش‌بینی بازده شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

برای اندازه‌گیری نوسان بازده غیر متعارف سهام از الگوی (۹) استفاده شده است، بدین نحو که پس از به‌کارگیری مدل سه عاملی و به دست آمدن پسماندهای ماهیانه،

واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه این مدل محاسبه گردیده و به عنوان شاخص نوسان بازده غیر متعارف سهام به کار گرفته شده است.

$$VAR_{i,t} = s^2 e_{i,t} \quad \text{الگوی (۹)}$$

اندازه شرکت: مطابق با پژوهش مارچیا و مورا (۲۰۱۰)، اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی دارایی‌های یک شرکت در پایان دوره مالی.

اهرم مالی: اهرم مالی عبارت است از نسبت کل بدهی‌های یک شرکت به کل دارایی‌هایش (هان و همکاران، ۲۰۱۵).

عمر شرکت: عمر یک شرکت عبارت است از سال پذیرش در بورس تا دوره مورد بررسی (دی جی امیل و همکاران، ۲۰۱۳).

نسبت سهامداران نهادی: نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی برابر است با نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهامداران شرکت در پایان سال. سهامداران نهادی آن دسته از سهامداران شرکت هستند که حداقل ۲۰ درصد سهام شرکت را دارا باشند (مادیتینوس و همکاران، ۲۰۱۲).

جریان‌های نقدی: منظور از جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های اصلی و مستمر واحد تجاری می‌باشد (لطیف و همکاران، ۲۰۱۳).

### روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-علّی بوده که به بررسی بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان می‌پردازد که طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و اطلاعات و داده‌های مورد نیاز جهت اثبات فرضیه پژوهش از طریق مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های موجود در جامعه آماری گردآوری و برای تحلیل آنها از نرم‌افزارهای اس.پی.اس.اس نسخه ۲۲، اکسل و ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را شامل می‌شود. با توجه به هدف تعمیم‌پذیری یافته‌های پژوهش به کلیه شرکت‌های بازار بورس ایران، روش نمونه‌گیری مناسب، بر مبنای هدفمند و حذف سیستماتیک می‌باشد که سعی شده است

نمونه‌گیری به طور مشخص از صنایعی انجام شود که اولاً تعداد نمونه کافی داشته باشند و ثانیاً ماهیت مشابه با فعالیت شرکت‌های کلی بورس داشته باشند. در نهایت نمونه آماری پژوهش در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۴ شامل شرکت‌هایی می‌باشد که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

- ۱- سهام آنها از ابتدای سال ۱۳۸۴ در بورس مورد معامله قرار گرفته و معاملاتی باشد.
  - ۲- دارای وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نباشند.
  - ۳- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  - ۴- تغییر سال مالی نداده و اطلاعات مورد نیاز به منظور استخراج داده‌ها در دسترس باشد.
  - ۵- جزء بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، هلدینگ و لیزینگ نباشد.
  - ۶- شرکت‌ها در طی قلمرو زمانی تحقیق، زیان‌ده نباشند.
- با توجه به محدودیت‌های عنوان شده تعداد ۶۴ شرکت به عنوان نمونه آماری به صورت هدفمند انتخاب شد که با توجه به قلمرو زمانی ۱۰ ساله تحقیق، در نهایت تعداد کل مشاهدات ۶۴۰ سال - شرکت می‌باشد.

## یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	بیشینه	کمینه	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بیش ارزشیابی سهام	۶۲۰	۲/۳۵	۰/۰۸	۱/۹۲	۱/۴۵	۳/۳۱	۰/۴۵	-۱/۶۶
بازده غیر متعارف سهام	۶۲۰	۲۵۵/۲۱	۲/۲۰	۱۵۷/۱۵	۱۵۰/۱۵	۹/۴۵	۱۰/۹۵	۱۱/۹۷
نوسان بازده غیر متعارف سهام	۶۲۰	۲۴۴۴/۱۲	۱/۸۵	۴۸۵/۴۵	۷۴۵/۷۴	۹/۵۴	۱۴/۸۵	-۱۳/۶۵
ریسک سقوط آتی قیمت سهام	۶۲۰	۱	۰	۰/۵	۱	۳/۵۴	۷/۴۵	۹/۹۵

تأثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی و نوسان آنها ... ۴۳

۱/۹۹	۲/۲۱	۱/۹۱	۱۷/۱۴	۱۶/۵۴	۷/۵۲	۲۷/۴۵	۶۲۰	اندازه شرکت
۱/۴۵	۲/۹۱	۲/۲۵	۱۷	۱۸	۱۱	۴۶	۶۲۰	عمر شرکت
۲/۶۵	۰/۵۵	۲/۴۵	۰/۵۱	۰/۴۵	۰/۱۱	۰/۹۱	۶۲۰	اهرم مالی
۲/۳۸	۲/۵۴	۲/۴۵	۰/۳۵	۰/۳۳	۰	۰/۶۶	۶۲۰	نسبت سهامداران نهادی
-۱/۲۱	۰/۹۹	۰/۲۷	۱/۸۷	۱/۹۹	۰/۳۷	۲/۴۵	۶۲۰	جریان های نقدی

× منبع: یافته های پژوهشگران

### آزمون نرمال بودن داده‌ها و نبود همخطی

به منظور بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون جاکرک براو به منظور بررسی هم خطی از معیارهای تلرانس و عامل تورم واریانس استفاده شده است. نتایج آزمون‌های مذکور در نگاره (۲) نشان داده شده است.

#### نگاره (۲) نتایج آزمون نرمال بودن و عدم وجود همخطی

آماره های همخطی		احتمال آماره جاکرک برا	آماره جاکرک برا	متغیر
عامل تورم واریانس	تلرانس			
۲/۰۷۹	۰/۴۸۱	۰/۴۱	۴۰/۳۲	بیش ارزشیابی سهام
۱/۴۵۰	۰/۶۸۹	۰/۹۷	۱۱/۵۷	اندازه شرکت
۱/۶۷۰	۰/۵۹۹	۰/۳۲	۱۲/۷۴	عمر شرکت
۱/۰۳۹	۰/۹۶۳	۰/۰۹	۱۵/۸۵	اهرم مالی
۱/۰۲۰	۰/۹۸۱	۰/۱۱	۱۲/۹۶	نسبت سهامداران نهادی
۱/۰۲۷	۰/۹۷۳	۰/۱۲	۱۳/۹۸	جریان های نقدی
		۰/۰۷	۲۰/۹۷	بازده غیر متعارف سهام
		۰/۰۶	۱۶/۵۲	نوسان بازده غیر متعارف سهام

منبع: یافته های پژوهشگران

به لحاظ آنکه احتمال آماره چارک - برا برای تمامی متغیرهای پژوهش، بیش از سطح خطای ۵٪ می باشد، نرمال بودن آنها مورد تأیید قرار می گیرد. همچنین بواسطه آنکه مقدار تلرانس و عامل تورم واریانس برای متغیرهای مستقل و کنترلی، به ترتیب بیش از ۰/۲ و کمتر از ۵ می باشد، این نتیجه حاصل می گردد که میان آنها، هم خطی وجود ندارد.

### آزمون واریانس ناهمسانی

به منظور بررسی واریانس ناهمسانی از آزمون وایت<sup>۱</sup> استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در نگاره (۳) نشان داده شده است.

نگاره (۳) نتایج آزمون واریانس ناهمسانی

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اول	۲/۹۵۲	۴ و ۲۱۴	۰/۲۵۸
	دوم	۳/۹۷۸	۴ و ۲۶۵	۰/۳۱۱

منبع: یافته های پژوهشگران

با توجه به آنکه احتمال آماره آزمون وایت بیشتر از سطح خطای ۵٪ می باشد، همسانی واریانس تأیید شده و مشاهده گردید که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

### آزمون تشخیص مدل (اف لیمر) و هاسمن

برای تعیین معنی دار بودن روش اثرات ثابت از آزمون اف لیمر استفاده می شود. در صورتی که نتایج این آزمون حاکی از استفاده از داده های تابلویی باشد، به منظور گزینش مناسب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود. نگاره شماره (۴) نتایج آزمون تشخیص مدل و انتخاب الگوی مناسب را نشان می دهد.



نگاره (۴) نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن برای تعیین نوع توزیع داده های پژوهش

فرضیه	نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه
اول	اف لیمر	۱۱/۵۴۱	۳۱۱ و ۶۵	۰/۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی
	هاسمن	۱۹/۱۵۲	۵	۰/۰۰۰	استفاده از اثرات ثابت
دوم	اف لیمر	۳۱/۵۴۱	۱۳۹ و ۱۲	۰/۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی
	هاسمن	۳۵/۵۲۲	۴	۰/۰۰۰	استفاده از اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهشگران

نتایج آزمون تشخیص مدل حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون اف لیمر کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا می توان نتیجه گرفت که نوع توزیع داده های پژوهش، از نوع تابلویی می باشد. با توجه به اینکه نتایج آزمون اف لیمر، استفاده از داده های تابلویی را نشان داد، در ادامه، تعیین روش تخمین (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) با کمک آزمون هاسمن صورت گرفت که با توجه به اینکه احتمال آماره خی دو، کمتر از سطح خطای ۵٪ بود، استفاده از روش اثرات ثابت تأیید شد.

آزمون فرضیه های پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه های پژوهش در نگاره (۵) نشان داده شده است.

نگاره (۵) نتایج برازش مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه های پژوهش

آزمون فرضیه دوم				آزمون فرضیه اول		
$VAR_{it} = b_0 + b_1 * SOE_{it} + b_2 * SIZE_{it} + b_3 * LEV_{it} + b_4 * AGE_{it} + b_5 * CFO_{it} + b_6 * ROA_{it} + b_7 * DSALES_{it} + e_{it}$				$AR_{it} = b_0 + b_1 * SOE_{it} + b_2 * SIZE_{it} + b_3 * LEV_{it} + b_4 * AGE_{it} + b_5 * CFO_{it} + b_6 * ROA_{it} + b_7 * DSALES_{it} + e_{it}$		
متغیر وابسته: نوسان بازده غیر متعارف سهام				متغیر وابسته: بازده غیر متعارف سهام		
احتمال آماره تی	ضرایب رگرسیونی	احتمال آماره تی	ضرایب رگرسیونی	احتمال آماره تی	ضرایب رگرسیونی	متغیر

۰/۰۰۰۰	۲/۴۵۹	۵/۶۴۵	۰/۰۰۰	۴/۶۵۸	۱۰/۶۲۵	مقدار ثابت
۰/۰۰۰۱	۴/۱۹۵	۵/۷۴۱	۰/۰۰۰۰	۴/۴۴۴	۵/۳۳۳	بیش ارزشیابی سهام
۰/۰۷۱۸	۰/۱۴۳	۰/۲۸۷	۰/۰۰۰۰	۷/۶۲۵	۱۲/۴۵۲	اندازه شرکت
۰/۱۱۳۷	-۴/۴۷۲	-۰/۰۶۲	۰/۰۷۵	۱/۳۱۵	۱۰/۸۲۴	عمر شرکت
۰/۱۱۸۳	-۲/۳۶۶	-۱/۰۶۶	۰/۱۱۷۴	-۱/۶۳۲	-۹/۲۱۵	اهرم مالی
۰/۰۰۹۵	۱۲/۷۰۶	۲۲/۰۷۶	۰/۰۰۳	۴/۱۲۴	۵/۵۲۱	نسبت سهامداران نهادی
۰/۰۰۰۶	۲/۲۰۶	۳/۱۶۱	۰/۰۰۴	۷/۷۵۴	۱۰/۶۳۲	جریانهای نقدی
آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	
۲/۰۰۴	۰/۵۰	۰/۵۲	۲/۰۱	%۴۱	%۴۵	
	احتمال آماره اف	آماره اف		احتمال آماره اف	آماره اف	
	۰/۰۰۰۰	۱۲۱/۲۳۵		۰/۰۰۰	۲۱۴/۲۳۹	

منبع: یافته های پژوهشگران

### تجزیه و تحلیل فرضیه اول

بر اساس اطلاعات نگاره (۵)، بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر عادی آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (۵/۳۳۳)، مقدار احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۰۰) کمتر از ۵٪ می باشد، لذا فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. بعبارت دیگر، بیش ارزشیابی سهام، منجر به افزایش بازده غیر عادی آنها می شود. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده، حدود ۴۱٪ تغییرات بازده غیر عادی سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات بیش ارزشیابی سهام توضیح داده می شود.

### تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

بر اساس اطلاعات نگاره (۵) محرز می‌گردد که بیش ارزشیابی سهام بر نوسان بازده غیر عادی آنها تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیون مربوطه (۵/۷۴۱)، مقدار احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۰۱)، کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا فرضیه دوم نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، بیش ارزشیابی سهام منجر به افزایش نوسان بازده غیر عادی آنها می‌شود. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده، حدود ۵۰٪ تغییرات نوسان بازده غیر عادی سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات بیش ارزشیابی سهام توضیح داده می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر متعارف و نوسان آنها در طول زمان پرداخته شد. بر اساس آزمون فرضیه‌های پژوهش، این نتیجه حاصل گردید که بیش ارزشیابی سهام بر بازده غیر متعارف و نوسان آنها در طول زمان، تأثیر مثبت و معناداری دارد. به عبارت دیگر، ارزشیابی‌های نادرست و خلاف واقع از سهام در طول زمان، موجبات بروز بازده غیر عادی و نوسان آن در طول زمان را فراهم می‌آورد. بر اساس نتایج حاصله به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد که با فراهم آوردن تمهیدات لازم جهت ارزیابی واقعی از قیمت سهام، اقدامات لازم جهت ارزشیابی صحیح را فراهم آورده تا از این طریق بازده غیر عادی سهام و نوسان آنها را در طول زمان کاهش دهند؛ چرا که در صورتیکه یک واحد تجاری دارای بازده غیر عادی کم و نوسان ناچیز در طول زمان باشند، تمهیدات لازم جهت بهبود وضعیت مالی واحد تجاری فراهم می‌آید که نتیجه این امر، بهبود وضعیت واحد تجاری از نظر عملکرد مالی می‌باشد. بدیهی است هر چه عملکرد یک واحد تجاری بیشتر باشد فرآیند جذب سرمایه‌گذاران و ترغیب آنها به انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری توسعه یافته و از این طریق بازده سرمایه‌گذاری بهبود یافته و در نهایت عملکرد واحد تجاری بهتر گردد. به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد که در انتخاب واحدهای تجاری جهت انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، واحدهایی را انتخاب نمایند که دارای سطح حداقلی بازده غیر متعارف بوده و ثانیاً ارزشیابی‌های مدیریت آنها، از سهام صحیح بوده باشد. زیرا هر چه ارزشیابی‌های مدیریت از قیمت‌های سهام، صحیح‌تر و واقع‌بینانه‌تر باشد، بازده غیر عادی و نوسان آنها در طول زمان کاهش

می‌یابد. در نهایت به محققین دانشگاهی پیشنهاد می‌گردد که در بررسی عوامل مؤثر بازده غیر عادی سهام و نوسان آنها در طول زمان، به فاکتور بیش‌ارزیابی سهام توجه لازم را داشته باشند؛ زیرا بر اساس نتایج حاصله، هر چه ارزشیابی خلاف واقع از قیمت سهام بیشتر باشد، زمینه‌های لازم جهت بروز بازده غیر عادی سهام و نوسان آنها در طول زمان فراهم می‌گردد. بر اساس این پژوهش، پیشنهادات لازم جهت مطالعات آتی، ارائه می‌گردد:

- ۱- بررسی تأثیر بیش‌ارزیابی سهام بر بازده آنها،
- ۲- بررسی تأثیر حجم معاملات با اشخاص وابسته بر بازده غیر عادی سهام و نوسان آنها در طول زمان.

## منابع

- بزرگ اصل، موسی و صاحبقرانی، امیرعباس (۱۳۹۲). "پیش بینی بازده غیرعادی بر مبنای مدل مبتنی بر شتاب سود و صنعت در بورس اوراق بهادار تهران". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص: ۵۳-۶۷.
- جهانخانی، علی و ظریف فرد، احمد. (۱۳۷۴). "آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟" *پژوهشهای مالی*، دانشگاه تهران، سال دوم.
- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۷۶). "مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار". انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.
- حساس یگانه، یحیی و امیدی، الهام. (۱۳۹۳). "رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۲، شماره ۴۲. صص: ۳۱-۵۸.
- شریفی راد، حسین. (۱۳۹۲). "تأثیر ارزشیابی نادرست سهامداران بر بازده آتی سهام". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- قاسمی، علی (۱۳۹۴). "تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی تاکستان.
- قربانی، بهزاد و خطیری، محمد. (۱۳۹۳). "روند بازده غیر متعارف سهام و نوسان آن در طول زمان". *حسابداری مالی*. سال ششم. شماره ۲۱. صص: ۱۱۰-۱۲۸.
- قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی و هاشمی، سیدعباس (۱۳۹۲). "کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیرمتعارف سهام". *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار* سال ششم، شماره هفدهم. صص: ۴۵-۶۱.
- رابط میلی، میترا. (۱۳۸۶). "مقایسه عملکرد مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای با مدل سه عاملی فاما و فرنچ در پیش بینی بازده مورد انتظار در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهرا.
- موسوی شیری، محمود، خلعت بری، حسن و وقفی، سید حسام وقفی. (۱۳۹۱). "اثر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سود". *دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۹، ۱۶۶-۱۴۳.
- Acharya, V. & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77, pp: 375-410.

- Bennett, J. A., Sias, R. W. L. & Starks, T. (2003). Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences. *Review of Financial Studies*, 16, pp1203-1238.
- Brandt, M., Brav, A., Graham, J., & Kumar, A.(2010). The idiosyncratic volatility puzzle: time trend or speculative episodes? *Review of Financial Studies*, 23 (2): pp 863-899.
- Callen, J. L. & Fang, X. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?
- Cao, C., Simin, T & Zhao, J. (2008) .Can Growth Options Explain the Trend in Idiosyncratic Risk? *Review of Financial Studies*, 21:pp 2599-2633.
- Chi, J. & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earning management, *Journal of Banking and Finance*, 33, No 9, pp:1652-1663.
- Djamil,A, Razafindrambinina, B. D., & Tandean, C. (2013). The Impact of Intellectual Capital on a Firm's Stock Return: Evidence from Indonesia. *Journal of Business Studies Quarterly*. 5, No 2, pp:176-183.
- Fama, E. & French, K. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 93, pp:153-194.
- Fink, J., K. Fink, G. Grullon, & Weston, J. (2010). What Drove the Increase in Idiosyncratic Volatility during the Internet Boom? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,45:pp 1253-1278.
- Haan, D., Terry Shevlin, N., and Jacob,T. (2015). Market (in) attention and the strategies cheduling an determining of earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, pp: 6036 - 55
- Jensen, M .(2005) .Agency cost of overvalued equity. *Financial Management*, 34, pp:5-19.
- Kothari, S., Loutskina. E., and Nikolaev, V. (2006). Agency cost of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly, *Working Paper.MIT,University of Virginia,Tilburg University*.
- Latif. M., Shoukat Malik, M., & Aslam, S. (2012). Intellectual Capital efficiency and corporate performance in developing countries: A Comparison between islamic and conventional banks of Pakistan . *Interdisciplinaty journal of contemporary research in business*,4, No,1,pp:405-420.

- Maditinos, D., Chatzoudes, D., & Tsairidis, C. (2012). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12, No. 1, pp:132-151
- Marchica, M. T. & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, pp:1339-1368.
- Marciukaityte, D., & Varma, R. (2007). Consequences of overvalued equity: Evidence from earnings manipulation, *Journal of Corporate Finance*, 14, pp:418-430.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51, pp:1-20.
- Rhodes-Kropf, M., Robinso, D., and Viswanathan, S., (2005), Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* Vol. 77, pp. 561-603
- Wei, S.X., & Zhang, C. (2006). Why did individual stocks become more volatile? *Journal of Business*, 79, pp: 259-292.
- Zafar, N., Urooj, S.F., & Durrani, T.K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, 14, pp: 1-6.
- Zhang, C. (2010). A Re-examination of the Causes of Time-Varying Stock Return Volatilities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, pp: 663-684.