



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing

E-ISSN: 2383-1189

Vol. 15, Issue 1, No. 56, 2027, p 1-20

Received: 09/11/2025

Accepted: 20/05/2026

Research Paper

The Impact of the Financial Crisis Risk Anomaly on Stock Mispricing: The Moderating Role of Earnings Management

Hasan Bagheri

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Isfahan Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran
h_bagheri1975@yahoo.com

Mohsen Dastgir* 

Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Isfahan Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran
dastmw@yahoo.com

Rahman Saedi

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Isfahan Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran
r.saedi@khuif.ac.ir

Abstract

Financial theory posits that stock valuation is shaped by the interplay between systematic risks and managerial reporting behavior, a dynamic that becomes particularly pronounced during crisis periods, when uncertainty and investors' behavioral responses intensify. Within this framework, financial crisis risk has been recognized as a contributing anomaly to pricing inefficiency. Nevertheless, the moderating role of accounting mechanisms in this relationship has received limited scholarly attention in the domestic literature. To address this gap, the present study investigates the effect of financial crisis risk anomaly on stock mispricing, explicitly considering the moderating influence of earnings management. The sample comprises 105 firms listed on the Tehran Stock Exchange, selected via systematic elimination over the 2012–2022 period. Hypothesis testing is conducted using a multivariate regression model estimated on panel data. The empirical results reveal that the financial crisis risk anomaly exerts a positive and statistically significant effect on stock mispricing, and that accrual-based earnings management intensifies this association. Specifically, firms with higher levels of earnings management demonstrate more pronounced market reactions to financial crisis risk shocks, resulting in greater pricing errors. These findings underscore the interactive effect of financial crisis risk and accounting practices, offering important implications for enhancing transparency and market efficiency within the Iran's capital market.

Keywords: Earnings Management, Financial Crisis Risk Anomaly, Stock Mispricing

JEL Classification: G01, G12, G14, M41.

Introduction

The efficiency of capital markets largely depends on their ability to accurately reflect information in stock prices. Nevertheless, evidence indicates that in many markets, particularly emerging ones, stock prices periodically deviate from their fundamental values, giving rise to mispricing. In such an environment, rising systemic risks, especially financial crisis risk, can heighten market uncertainty and disrupt the price discovery process. Alongside this factor, firms' financial reporting practices may also contribute to the formation of these distortions. Accrual-based earnings management, by altering the quality of accounting information, affects investors' ability to accurately assess firms' intrinsic value. This issue is especially critical in the Iranian capital market due to informational constraints, limited market depth, and high sensitivity to economic shocks. Despite its importance, little attention has been paid to the interaction between the financial crisis risk anomaly and earnings management in explaining stock mispricing. Accordingly, the central question of this study is whether the financial crisis risk anomaly influences stock mispricing, and whether accrual-based earnings management

*Corresponding author

Bagheri, H., Dastgir, M., Saedi, R. (2027). Examining the moderating effect of earnings management on the relationship between financial crisis risk anomaly and stock misvaluation.. *Journal of Asset Management and Financing*, 15(1), 1-20.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2026.147265.2020

can moderate this relationship. In this context, drawing upon theoretical foundations related to market inefficiency, systemic risks, and the quality of accounting information, two main hypotheses were formulated: first, the financial crisis risk anomaly has a positive and significant effect on stock mispricing; and second, accrual-based earnings management positively moderates the relationship between the financial crisis risk anomaly and stock mispricing.

Materials & Methods

This study is applied in purpose and employs a descriptive–correlational research design using panel data. The sample consists of 105 companies listed on the Tehran Stock Exchange selected by a systematic elimination method. The study period covers 2012–2022. The data were collected from companies' financial statements and capital market databases. Panel regression models were employed to test the research hypotheses. Prior to model estimation, the F-Limer test and the Hausman test were conducted to determine the appropriate panel data specification, and the results supported the fixed-effects model. The Wooldridge test was used to examine autocorrelation and showed no evidence of serial correlation. To assess heteroskedasticity, the Wald test was applied, which indicated the presence of heteroskedasticity in the residuals. Therefore, the Generalized Least Squares (GLS) method was used to obtain efficient estimators.

Research findings

The empirical results indicate that the financial crisis risk anomaly exerts a significant effect on stock mispricing, suggesting that higher levels of crisis-related risk are associated with greater deviations of market prices from fundamental values. This finding implies that increased uncertainty stemming from systemic risks can disrupt the price discovery process and intensify extreme price reactions in the market. Furthermore, the results show that accrual-based earnings management plays a significant moderating role in the relationship between the financial crisis risk anomaly and stock mispricing. Specifically, in firms with higher levels of accrual-based earnings management, the impact of financial crisis risk on stock mispricing becomes stronger. This evidence suggests that lower accounting information quality may amplify the effects of financial shocks in capital markets.

Discussion of Results & Conclusion

The findings suggest that stock mispricing is not solely the result of macroeconomic volatility or systemic risks; rather, it emerges from the interaction between such risks and the quality of financial reporting and managerial reporting behavior. When financial crisis risk increases, investor uncertainty rises and reliance on accounting information becomes stronger. In such conditions, accrual-based earnings management can reduce the reliability of financial information and intensify information asymmetry between managers and investors. This situation weakens the price discovery mechanism and increases the persistence of deviations between market prices and intrinsic values. Accordingly, improving financial reporting transparency and strengthening regulatory oversight mechanisms can play an important role in reducing pricing errors and enhancing the informational efficiency of capital markets. The results provide useful insights for investors, financial analysts, and market regulators seeking to better understand the mechanisms underlying stock mispricing and financial risk management.

مقاله پژوهشی

تأثیر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام: نقش تعدیلی مدیریت سود

حسن باقری

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

h_bagheri1975@yahoo.com

محسن دستگیر 

استاد، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

dastmw@yahoo.com

رحمان ساعدی

دانشیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

r.saedi@khuisf.ac.ir

چکیده

مبانی نظری مالی بیان می‌کند که فرایند ارزش گذاری سهام در معرض تعامل میان ریسک‌های سیستماتیک و رفتارهای گزارشگری مدیران قرار دارد، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی که عدم اطمینان و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران شدت می‌یابد. در این زمینه، ریسک بحران مالی به‌عنوان یکی از ناهنجاری‌های مؤثر بر ناکارایی قیمت‌گذاری شناخته شده است؛ باوجود این، نقش سازوکارهای حسابداری در تعدیل این اثر، در ادبیات داخلی کمتر بررسی شده است؛ بر این اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام با توجه به نقش تعدیلی مدیریت سود است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری متشکل از ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام اثر مثبت و معنادار دارد و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی این رابطه را تقویت می‌کند؛ به‌گونه‌ای که شرکت‌های دارای سطح بالاتر مدیریت سود، واکنش‌های افراطی‌تری به شوک‌های بحران مالی تجربه می‌کنند. یافته‌ها با تأکید بر نقش تعاملی ریسک بحران مالی و رفتارهای حسابداری، راهبردی برای ارتقای شفافیت و کارایی بازار سرمایه ایران ارائه می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود، ناهنجاری ریسک بحران مالی، ارزش گذاری نادرست سهام.

طبقه‌بندی JEL: G01, G12, G14, M41

* نویسنده مسئول

باقری، حسن، دستگیر، محسن، ساعدی، رحمان. (۱۴۰۶). تأثیر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام: نقش تعدیلی

مدیریت سود، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۵ (۱)، ۱-۲۰.



مقدمه

فرایند ارزش‌گذاری سهام یکی از بنیادی‌ترین ارکان کارایی بازارهای سرمایه به شمار می‌رود و دقت آن نقش تعیین‌کننده‌ای در تخصیص بهینه منابع، اعتماد سرمایه‌گذاران و ثبات مالی دارد. باوجود توسعه گسترده مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر اطلاعات مالی و فرض عقلانیت سرمایه‌گذاران، شواهد نوین نشان می‌دهد که قیمت‌های بازار در بسیاری از مواقع از ارزش‌های بنیادی فاصله می‌گیرد و پدیده ارزش‌گذاری نادرست به‌عنوان یکی از نشانه‌های ناکارایی بازار مطرح می‌شود. شواهد حاکی است که بخشی از خطای ارزش‌گذاری سهام، نه تنها از عوامل بنیادین، از رفتارهای نویزی، توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران و تفسیر نادرست اطلاعات حسابداری ناشی می‌شود. در این چارچوب، افزایش توجه سرمایه‌گذاران خرد به برخی سهام خاص می‌تواند به فشار تقاضای موقتی و انحراف قیمت از ارزش ذاتی منجر شود؛ پدیده‌ای که ریشه در بیش‌واکنشی و رفتارهای غیرعقلایی بازار دارد (Khodadadi, 2025; Mousiri & Taherinia, 2025)؛ افزون بر این، ورود معامله‌گران ناآگاه و افزایش معاملات نویزی، سازوکار کشف قیمت را مختل می‌کند و موجب تشدید خطای قیمت‌گذاری می‌شود (Shojaei & Abdolbaghi Ataabadi, 2023). از منظر اطلاعات حسابداری نیز، شواهد نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در ارزیابی اقلام تعهدی دچار خطا شده‌اند و این سوءبرداشت، زمینه‌ساز شکل‌گیری ناهنجاری‌های قیمتی در بازار سهام می‌شود (Arabzadeh et al., 2018).

مطالعات اخیر تأکید دارد که این انحراف‌ها به‌ویژه در بازارهای نوظهور به دلیل محدودیت‌های اطلاعاتی، عدم شفافیت و ضعف نهادهای نظارتی، برجسته‌تر و پایدارتر است (Shiller, 2021). در سال‌های اخیر، ریسک بحران مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین منابع عدم اطمینان سیستماتیک، توجه فزاینده پژوهشگران مالی را به خود جلب کرده است. برخلاف ریسک‌های سنتی که به‌طور مستقیم در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی لحاظ می‌شود، ریسک بحران مالی ماهیتی ناهنجار دارد و از طریق کانال‌هایی نظیر انتظارات بدبینانه، رفتارهای هیجانی و شوک‌های نقدشوندگی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. شواهد حاکی است که این نوع ریسک می‌تواند زمینه‌ساز تشدید نوسانات قیمتی و انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی شود، بدون آنکه لزوماً با تغییرات بنیادهای اقتصادی شرکت‌ها همراه باشد (Andreou et al., 2021; Gao et al., 2018)؛ در همین راستا، مفهوم «ناهنجاری ریسک بحران مالی» به‌عنوان یک متغیر توضیحی نوین در ادبیات مالی مطرح شده است که به ضعف بازار در قیمت‌گذاری صحیح ریسک‌های شدید و کم‌احتمال اشاره دارد. شواهد پس از بحران‌های مالی اخیر نشان می‌دهد که بازارها در مواجهه با این نوع ریسک‌ها واکنش‌های بیش‌واکنشی یا کم‌واکنشی از خود نشان می‌دهند که پیامد آن شکل‌گیری خطای قیمت‌گذاری است (Barro et al., 2022). باین‌حال، بخش درخور توجهی از این ادبیات در بستر بازارهای توسعه‌یافته شکل گرفته و شواهد تجربی درباره بازارهای نوظهور، به‌ویژه بازار سرمایه ایران، همچنان محدود و پراکنده است. بازار سرمایه ایران به دلیل ویژگی‌هایی نظیر ساختار مالکیتی متمرکز (Sadeghilafmejani & Ramezani, 2022)، سطح متفاوت شفافیت اطلاعاتی (Gharchehmoghdam & Hemati, 2021)، نقش پررنگ اطلاعات حسابداری (Amini & Mashayekhi, 2022) و تأثیرپذیری از شوک‌های کلان اقتصادی (Mahboubi et al., 2023) بستری متمایز برای بررسی پدیده ارزش‌گذاری نادرست فراهم می‌کند.

پژوهش‌ها حاکی است افزایش پیچیدگی اطلاعاتی و ابهام در گزارشگری مالی، توان سرمایه‌گذاران در برآورد صحیح ارزش ذاتی سهام را تضعیف می‌کند. عواملی نظیر واگرایی اطلاعاتی، نوسان جریان‌های نقدی، اقلام تعهدی و ساختارهای پیچیده گزارشگری با افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام همراه است (Razavikhosroshahi et al., 2022). شواهد بین‌المللی نیز تأیید می‌کند که کیفیت و دسترسی به اطلاعات، نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری شکاف قیمتی و نوسانات بازار دارد و خطای قیمت‌گذاری می‌تواند به شاخص‌های کلان اقتصادی سرایت کند (Kanga & Ryu, 2019)؛ در همین راستا، پژوهش‌ها حاکی است بخشی از حباب‌های قیمتی از خطاهای اولیه ارزش‌گذاری ناشی می‌شود و در مراحل بعدی، افت ارزش حقوق صاحبان سهام را تشدید می‌کند (Peter et al., 2018). در چنین بازارهای کمتر توسعه‌یافته، اطلاعات مالی منتشرشده توسط

شرکت‌ها نقش محوری در شکل‌دهی انتظارات سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند و هرگونه دستکاری یا انعطاف‌پذیری در گزارشگری مالی می‌تواند پیامدهای چشمگیری برای فرایند قیمت‌گذاری سهام داشته باشد (Habib et al., 2021; Kothari et al., 2022). یکی از مهم‌ترین ابزارهایی که مدیران از طریق آن می‌توانند بر اطلاعات مالی اثر بگذارند، مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است. ادبیات جدید مدیریت سود نشان می‌دهد که این رفتار صرفاً یک پدیده حسابداری نیست، بلکه یک سازوکار اقتصادی و اطلاعاتی است که می‌تواند در شرایط عدم اطمینان بالا، تفسیر سرمایه‌گذاران از ریسک و عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (Dechow et al., 2020; McNichols & Stubben, 2021).

با این وجود، نقش مدیریت سود در شرایط بروز ریسک‌های ناهنجار، به‌ویژه ریسک بحران مالی، هنوز به‌صورت نظام‌مند تبیین نشده است. پژوهش‌های اخیر عمدتاً مدیریت سود را یا به‌عنوان عامل مستقل مؤثر بر ارزش شرکت بررسی کرده‌اند یا آن را پیامدی از فشارهای اقتصادی و مالی دانسته‌اند (Francis et al., 2022). این در حالی است که خلأ مهمی در ادبیات وجود دارد و آن، بررسی مدیریت سود به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر است؛ متغیری که می‌تواند شدت و جهت اثر ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام را تغییر دهد. این شکاف پژوهشی، به‌ویژه در بازارهایی مانند ایران که اتکای سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری زیاد است، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. از منظر نظری، ترکیب ادبیات ناهنجاری‌های مالی با نظریه‌های گزارشگری مالی و رفتار مدیران، امکان توسعه چارچوبی جامع‌تر برای تبیین ناکارایی قیمت‌گذاری را فراهم می‌سازد. این پژوهش با پیوند دادن ریسک بحران مالی و مدیریت سود تعهدی در قالب یک مدل تعاملی به توسعه ادبیات مالی رفتاری و حسابداری مالی کمک می‌کند و نشان می‌دهد که چگونه عوامل برون‌شرکتی و درون‌شرکتی می‌تواند هم‌زمان بر فرایند ارزش‌گذاری اثرگذار باشد. از منظر عملی، شناخت این روابط برای سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی و نهادهای ناظر بازار سرمایه ایران از اهمیت زیادی برخوردار است. در شرایطی که بازار با شوک‌های ریسک بحران مواجه می‌شود، درک نقش رفتارهای حسابداری مدیران می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، ارزیابی دقیق‌تر ریسک و طراحی سیاست‌های نظارتی مؤثرتر کمک کند. این موضوع به‌ویژه برای سازمان بورس و اوراق بهادار در مسیر ارتقای شفافیت اطلاعاتی و کاهش نوسانات غیرمنطقی قیمت‌ها اهمیت دارد. نوآوری اصلی این پژوهش در چند بُعد تبیین‌پذیر است: نخست، تمرکز بر ناهنجاری ریسک بحران مالی به‌عنوان یک متغیر نوظهور در ادبیات مالی و بررسی پیامدهای آن در بازار سرمایه ایران است؛ دوم، تبیین نقش مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی نه به‌عنوان یک متغیر مستقل، بلکه به‌عنوان سازوکار تعدیل‌گر در رابطه بین ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است؛ سوم، ارائه شواهد تجربی از یک بازار نوظهور با ویژگی‌های نهادی خاص که می‌تولند به تعمیم‌پذیری و غنای ادبیات بین‌المللی کمک کند. در این چارچوب، پژوهش حاضر تلاشی در جهت پاسخ به یک مسئله واقعی و روزآمد در بازار سرمایه ایران است و می‌تواند مبنایی برای پژوهش‌های آتی و سیاست‌گذاری‌های مبتنی بر شواهد فراهم سازد.

مبانی نظری

بازار سرمایه ایران به‌عنوان یک بازار نوظهور در بستری فعالیت می‌کند که هم‌زمان با ضعف‌های نهادی، محدودیت‌های ساختاری و نوسانات شدید متغیرهای کلان اقتصادی همراه است؛ شرایطی که به‌طور ذاتی فرایند کشف قیمت و کارایی اطلاعاتی بازار را با چالش مواجه می‌سازد. بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر عواملی نظیر ساختار مالکیتی متمرکز، عمق محدود بازار، محدودیت آربیتراژ، عدم تقارن اطلاعاتی بالا، وابستگی شدید به تحولات سیاسی و شوک‌های ارزی و مداخلات سیاست‌گذارانه بیش از بسیاری از بازارهای توسعه‌یافته در معرض انحراف قیمت سهام از ارزش‌های بنیادی قرار دارد (Heidari & Farzanegan, 2023; Samaei et al., 2025). ادبیات قیمت‌گذاری دارایی‌ها نشان می‌دهد که مدل‌های سستی در توضیح کامل بازده‌های مشاهده‌شده در بازار سهام با محدودیت مواجه است و ناهنجاری‌های بازار نقش مهمی در این خلأ ایفا می‌کند.

شواهد تجربی حاکی است که لحاظ ناهنجاری‌های بازار در مدل‌های چندعاملی، قدرت توضیحی این مدل‌ها را افزایش می‌دهد (Kiamher et al., 2020). همچنین نااطمینانی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها و تفاوت در توزیع‌های ارزش منصفانه، بازده‌های غیرعادی آتی را پیش‌بینی می‌کند (Bottazzi et al., 2023). این یافته‌ها نشان می‌دهد بخشی از بازده‌های غیرعادی ریشه در اختلالات رفتاری و ساختاری بازار دارد و در محیط پرریسک و پرنوسان بازار ایران، شدت و فراگیری بیشتری پیدا می‌کند.

در چنین محیطی، افزایش ریسک‌های سیستماتیک و به‌ویژه ریسک بحران مالی می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران را از الگوهای عقلایی دور کند و زمینه تشدید ناهنجاری‌های قیمتی و ارزش‌گذاری نادرست سهام را فراهم آورد؛ موضوعی که پژوهش‌های بین‌المللی نیز آن را به‌عنوان یکی از پیامدهای کلیدی بحران‌ها و شوک‌های مالی معرفی کرده است (Khasawneh & Al Dwiry, 2025; Andreou et al., 2021; Yang et al., 2022). علاوه بر این، در بازار سرمایه ایران که بخش دزخورتوجهی از تصمیمات سرمایه‌گذاران بر پایه اطلاعات حسابداری و سود گزارش‌شده اتخاذ می‌شود، کیفیت گزارشگری مالی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی نقشی تعیین‌کننده در شکل‌دهی انتظارات بازار دارد. شواهد حاکی است که در شرایط افزایش عدم‌اطمینان و ریسک‌های کلان، انگیزه مدیران برای استفاده از رویه‌های مدیریت سود افزایش می‌یابد و این رفتار می‌تواند اثر شوک‌های سیستماتیک را بر قیمت سهام تشدید کند (Habib et al., 2022; Ertimur et al., 2022). باوجود این، در ادبیات مالی و حسابداری ایران به بررسی هم‌زمان تعامل ناهنجاری ریسک بحران مالی و مدیریت سود تعهدی در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام کمتر توجه شده و اغلب مطالعات این عوامل را به‌صورت مجزا تحلیل کرده‌اند؛ ازاین‌رو، پرداختن به این موضوع در بستر بورس اوراق بهادار تهران نه تنها از منظر ضرورت نظری و پرکردن خلأ موجود در ادبیات پژوهش اهمیت دارد، از جنبه کاربردی نیز می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، نهادهای ناظر و سیاست‌گذاران بازار سرمایه بینش‌های ارزشمندی درخصوص شرایط شکل‌گیری ارزش‌گذاری نادرست سهام و راهکارهای ارتقای شفافیت، بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش کارایی بازار فراهم آورد؛ امری که درنهایت به تقویت اعتماد عمومی و توسعه پایدار بازار سرمایه ایران منجر می‌شود.

ادبیات مالی نیز تأکید می‌کند که قیمت دارایی‌ها در شرایط شوک‌های کلان اقتصادی الزاماً منعکس‌کننده ارزش‌های بنیادی نیست. افزایش عدم‌اطمینان کلان باعث می‌شود سازوکار کشف قیمت با اختلال مواجه شود و انحرافات قیمتی به‌صورت سیستماتیک شکل بگیرد. این موضوع به‌ویژه در دوره‌هایی که ریسک‌های نادر و فراگیر افزایش می‌یابد، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. شواهد حاکی است که این انحرافات می‌تواند پایدار باشد و به ارزش‌گذاری نادرست سهام منجر شود (Eisdorfer et al., 2024; Fu et al., 2019). ریسک بحران مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ریسک‌های سیستماتیک، به احتمال وقوع فروپاشی‌های گسترده در نظام مالی اشاره دارد. این ریسک، برخلاف ریسک‌های متعارف، دارای پیامدهای غیرخطی و اثرات سرایتی است. سرمایه‌گذاران معمولاً در برآورد احتمال وقوع و شدت این بحران‌ها دچار خطا می‌شوند. همین خطاهای ادراکی زمینه بروز ناهنجاری در قیمت‌گذاری سهام را فراهم می‌کند (Yang et al., 2022). شواهد حاکی است که افزایش ریسک بحران مالی، انتظارات سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی آتی را به‌شدت متزلزل می‌کند. این تزلزل باعث افزایش پراکندگی پیش‌بینی‌ها و کاهش اجماع در بازار می‌شود. در چنین شرایطی، قیمت‌ها بیشتر بازتاب ترس و بدبینی است تا اطلاعات بنیادی. این سازوکار به شکل‌گیری ارزش‌گذاری نادرست سهام منجر می‌شود (Andreou et al., 2021; Khasawneh & Al Dwiry, 2025). پژوهش‌ها حاکی است که ناهنجاری ریسک بحران مالی زمانی شدیدتر است که بازار به سیگنال‌های بحران واکنش کمتر از حد دارد و قیمت سهام، به‌ویژه در شرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری‌شده با تأخیر نسبت به اخبار منفی تعدیل می‌شود (Andreou et al., 2021)؛ علاوه بر این، سوگیری‌های رفتاری، آربیتراژ پرهزینه و گزارشگری مبهم موجب می‌شود بازار با تأخیر محتوای اطلاعاتی اخبار منفی را در قیمت‌ها منعکس کند و این امر تداوم خطاهای ارزش‌گذاری را در پی دارد (Khasawneh & Al Dwiry, 2025). از منظر نظریه بازارهای ناقص، ریسک بحران مالی هزینه‌های آربیتراژ را افزایش می‌دهد. محدودیت‌های نقدشوندگی، افزایش نوسان و افق

سرمایه گذاری کوتاه تر مانع اصلاح سریع قیمت های نادرست می شود. حتی سرمایه گذاران آگاه نیز ممکن است قادر به بهره برداری از ارزش گذاری نادرست سهام نباشند؛ در نتیجه، انحراف قیمت از ارزش ذاتی می تواند برای دوره های طولانی باقی بماند (Lambertides, 2022). باتوجه به تفاسیر بیان شده، فرضیه اول به صورت زیر بیان می شود:

فرضیه اول: ناهنجاری ریسک بحران مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش گذاری نادرست سهام دارد.

ادبیات مالی رفتاری نیز نشان می دهد که در شرایط افزایش ریسک سیستماتیک، سوگیری های شناختی سرمایه گذاران تشدید می شود. پدیده هایی مانند بیش واکنشی به اخبار منفی و بدبینی افراطی، تصمیم گیری عقلایی را تضعیف می کند. این رفتارها باعث می شود واکنش بازار به شوک های کلان نامتقارن و اغراق آمیز باشد. چنین واکنش هایی یکی از منابع اصلی ارزش گذاری نادرست سهام محسوب می شود (Mrad et al., 2024). در این فضای پرریسک، اطلاعات حسابداری به یکی از مهم ترین منابع تصمیم گیری سرمایه گذاران تبدیل می شود. سود حسابداری به دلیل سادگی و قابلیت مقایسه، نقش لنگر ذهنی پیدا می کند؛ باین حال، اتکای بیش از حد به سود تنها زمانی کارا است که کیفیت گزارشگری بالا باشد. در غیر این صورت، اطلاعات حسابداری می تواند موجب تشدید خطای ارزش گذاری شود (He et al., 2022). مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی یکی از عوامل کلیدی تضعیف کیفیت سود گزارش شده است. این نوع مدیریت سود از طریق برآوردها و قضاوت های حسابداری انجام می شود و کشف آن برای سرمایه گذاران دشوار است؛ در نتیجه، سود گزارش شده ممکن است تصویر دقیقی از عملکرد اقتصادی شرکت ارائه ندهد. این موضوع ریسک اطلاعاتی را در بازار افزایش می دهد (Lambertsen, 2024). شواهد حاکی است که در دوره های افزایش ریسک بحران مالی، انگیزه مدیران برای استفاده از اقلام تعهدی اختیاری افزایش می یابد. فشار برای حفظ قیمت سهام و جلوگیری از واکنش منفی بازار، مدیران را به سمت هموارسازی سود سوق می دهد. این رفتار به ویژه در شرکت های وابسته به بازار سرمایه شدیدتر است؛ در نتیجه، کیفیت گزارشگری دقیقاً در زمان حساس کاهش می یابد (Permana et al., 2025). از منظر نظریه نمایندگی، ریسک بحران مالی تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران را تشدید می کند. مدیران ممکن است به منظور حفاظت از موقعیت شغلی یا منافع شخصی، اطلاعات حسابداری را دستکاری کنند. این اقدام، عدم اطمینان اطلاعاتی را افزایش می دهد. چنین شرایطی، بازار را مستعد واکنش های قیمتی نادرست می سازد (Khasawneh & Al Dwiry, 2025; Wang et al., 2025).

شواهد حاکی است که مدیریت سود می تواند به بیش ارزش گذاری سهام شرکت های در معرض بحران مالی دامن بزند و واکنش بازار به ریسک بحران را تشدید کند؛ به گونه ای که پس از کنترل اثرات ارزش گذاری نادرست، ناهنجاری ریسک بحران مالی تا حد زیادی تضعیف می شود (Andreou et al., 2021). در سطح بازار ایران نیز، هرچند نتایج درخصوص اثر مستقیم مدیریت سود یکسان نیست، شواهد نشان می دهد سازوکارهای گزارشگری مالی می تواند زمینه ساز تشدید انحراف قیمت از ارزش ذاتی باشد (Razavikhosroshahi et al., 2022; Khodadadimousiri & Taherinia, 2025). تعامل ریسک بحران مالی و مدیریت سود تعهدی، سازوکاری تقویتی ایجاد می کند. ریسک بحران، محیط تصمیم گیری را مبهم می سازد و مدیریت سود، محتوای اطلاعاتی گزارش ها را تحریف می کند. این دو عامل به صورت هم زمان توان تحلیل بنیادی سرمایه گذاران را تضعیف می کند. نتیجه این تعامل، افزایش شدت ارزش گذاری نادرست سهام در بازار سهام است؛ بر این اساس، مدیریت سود تعهدی می تواند نقش تقویت کننده ای در رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام ایفا کند؛ به این معنا که اثر منفی ریسک بحران بر دقت قیمت گذاری در شرکت هایی با سطح بالاتر مدیریت سود، قوی تر خواهد بود. این نقش تعدیلی از طریق افزایش عدم اطمینان اطلاعاتی اعمال می شود. چنین برداشتی با ادبیات جدید حسابداری مالی سازگار است (Andreou et al., 2021). نظریه پردازان محدود اطلاعات نیز این دیدگاه را تأیید می کند. طبق این نظریه، سرمایه گذاران در شرایط استرس شناختی، به اطلاعات ساده و برجسته توجه بیشتری نشان می دهند. سود حسابداری یکی از مهم ترین این اطلاعات است. اگر این سود تحت تأثیر اقلام تعهدی دستکاری شده باشد، احتمال ارزش گذاری نادرست سهام افزایش می یابد (Hirshleifer & Teoh, 2021). شواهد حاکی است

که بازارها در دوره‌های بحران، حساسیت بیشتری به اجزای تعهدی سود دارند. این حساسیت، لزوماً به معنای قیمت‌گذاری صحیح نیست، بلکه می‌تواند نشان‌دهنده اتکای بیش‌ازحد به اطلاعات تحریف‌شده باشد. این وضعیت، نوسانات قیمتی و انحراف از ارزش ذاتی را تشدید می‌کند (Cao et al., 2021).

از منظر نظریه سیگنال‌دهی، افزایش ریسک بحران مالی هزینه ارسال سیگنال‌های گمراه‌کننده را کاهش می‌دهد. مدیران می‌دانند که در شرایط بحرانی، توان بازار برای تشخیص کیفیت واقعی عملکرد محدودتر است؛ در نتیجه، مدیریت سود تعهدی با احتمال کشف کمتری انجام می‌شود. این امر اعتبار سیگنال‌های حسابداری را تضعیف می‌کند (Spence, 2022). در بازارهایی با شفافیت اطلاعاتی پایین‌تر، نقش مدیریت سود قوی‌تر است. ضعف نظارت نهادی و محدودیت تحلیل‌گران، وابستگی سرمایه‌گذاران به سود گزارش‌شده را افزایش می‌دهد. این وابستگی، اثر ریسک بحران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام را تشدید می‌کند؛ بنابراین، ویژگی‌های نهادی بازار نیز در این رابطه نقش دارد (Andreou et al., 2021). پژوهش‌های جدید پیشنهاد می‌کند که کیفیت اقلام تعهدی می‌تواند شدت واکنش بازار به شوک‌های کلان را تعیین کند. شرکت‌هایی با اقلام تعهدی با کیفیت پایین، واکنش‌های افراطی‌تری تجربه می‌کنند. این واکنش‌ها بیشتر با بازگشت قیمتی همراه است. چنین الگوهایی نشانه بارز ارزش‌گذاری نادرست است (Ertimur et al., 2022). از این منظر، مدیریت سود تعهدی تنها یک پدیده درون‌شرکتی نیست، بلکه عاملی مؤثر بر کارایی کل بازار سرمایه است. در شرایط افزایش ریسک بحران مالی، این نقش پررنگ‌تر می‌شود. مدیریت سود، مسیر انتقال شوک‌های کلان به قیمت سهام را هموار می‌سازد. این دیدگاه، پیوند بین حسابداری و مالی را تقویت می‌کند (Christensen et al., 2021). باتوجه به تفاسیر بیان شده، فرضیه دوم به‌صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه دوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل‌کننده مثبت بر رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است.

چارچوب نظری حاضر نشان می‌دهد که ارزش‌گذاری نادرست سهام نتیجه تعامل ریسک‌های سیستماتیک و رفتارهای گزارشگری است. رویکردهای تک‌بعدی قادر به تبیین کامل این پدیده نیست؛ به‌ویژه در دوره‌های پرتنش اقتصادی، بررسی هم‌زمان این عوامل ضروری است. این تعامل یکی از خلأهای مهم ادبیات موجود را پوشش می‌دهد. ادبیات پیشین (Acharya et al., 2020; Barth et al., 2021; Francis et al., 2022) بر این نکته تأکید دارد که اثر ریسک بحران مالی بر قیمت سهام در همه شرکت‌ها یکسان نیست. کیفیت گزارشگری مالی یکی از عوامل تمایزدهنده اصلی است. شرکت‌هایی با مدیریت سود بالاتر، بیشتر در معرض ارزش‌گذاری نادرست سهام قرار دارند. این موضوع اهمیت نقش اقلام تعهدی را برجسته می‌سازد؛ از این رو، نوآوری اصلی این پژوهش در تلفیق هم‌زمان سه جریان نظری و تجربی نسبتاً مستقل شامل ناهنجاری ریسک بحران مالی، ارزش‌گذاری نادرست سهام و مدیریت سود تعهدی نهفته است؛ به‌گونه‌ای که برای نخستین بار مدیریت سود تعهدی نه صرفاً به‌عنوان یک متغیر توضیحی یا کنترلی، بلکه به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر در رابطه بین ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام مدل‌سازی می‌شود. برخلاف مطالعات پیشین که عمدتاً اثرات مستقیم ریسک‌های کلان یا کیفیت گزارشگری مالی را به‌صورت جداگانه بررسی کرده است، این پژوهش با ارائه یک چارچوب تعاملی نشان می‌دهد که چگونه رفتارهای گزارشگری مدیران می‌تواند اثر ناهنجاری‌های سیستماتیک را بر قیمت‌گذاری سهام تشدید کند. نوآوری دیگر پژوهش، تمرکز بر کانال اقلام تعهدی اختیاری به‌عنوان سازوکار انتقال شوک‌های بحران مالی به بازار سرمایه است که شکاف مهمی در ادبیات مالی - رفتاری و حسابداری محسوب می‌شود. افزون بر این، انجام مطالعه در بستر بازار سرمایه ایران، به‌عنوان بازاری با محدودیت‌های آربیتراژ، عدم تقارن اطلاعاتی بالا و حساسیت شدید به شوک‌های کلان به غنای بیرونی و کاربردی نتایج می‌افزاید. درمجموع، این پژوهش با توسعه یک منطق نظری منسجم و آزمون تجربی آن، دانش موجود درباره تعامل ریسک‌های کلان و رفتارهای حسابداری در شکل‌گیری ارزش‌گذاری نادرست سهام را به‌طور معناداری گسترش می‌دهد. باتوجه به مبانی مطرح‌شده، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر

ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام و ارائه تحلیل از نقش تعدیل کننده مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی است. بر بنیاد مبانی نظری و تجربی مطرح شده، پرسش اصلی پژوهش چنین طرح می شود:

آیا با در نظر گرفتن اثر تعدیل کننده مدیریت سود، ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام تأثیر گذار است؟ مرور یکپارچه مطالعات داخلی و خارجی نشان می دهد که بیشتر پژوهش ها، خطای قیمت گذاری سهام را یا از منظر رفتار سرمایه گذاران و معاملات نویزی یا از زاویه پیچیدگی اطلاعاتی و ناهنجاری های حسابداری بررسی کرده اند. در مطالعات داخلی تمرکز عمدتاً بر نقش ارقام تعهدی، پیچیدگی اطلاعاتی و ناهنجاری های بازار در تضعیف کارایی قیمت ها بوده، اما این متغیرها غالباً به صورت مستقل و غیرتعاملی تحلیل شده است. در پیشینه خارجی نیز اگرچه پژوهش هایی به ارتباط میان ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام یا نقش بالقوه مدیریت سود اشاره کرده است، غالباً یا بر پیامدهای ارزش گذاری نادرست سهام تمرکز داشته یا مدیریت سود را صرفاً به عنوان یک متغیر توضیحی جانبی در نظر گرفته است؛ در نتیجه، خلأ اصلی ادبیات موجود، فقدان یک چارچوب منسجم است که ریسک بحران مالی، رفتار گزارشگری مدیریتی و ارزش گذاری نادرست سهام را به طور هم زمان و تعاملی تحلیل کند، به ویژه در بستر بازارهای نوظهور با عدم تقارن اطلاعاتی بالا. پژوهش حاضر این خلأ را با ارائه رویکرد تلفیقی پر می کند و نشان می دهد که ریسک بحران مالی به عنوان یک ناهنجاری ریسک می تواند مستقیماً موجب تشدید ارزش گذاری نادرست سهام شود و این اثر در حضور مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی به طور معناداری تقویت می گردد. نوآوری اصلی پژوهش در آن است که مدیریت سود تعهدی نه به عنوان یک عامل مستقل، به عنوان متغیر تعدیل گر مثبت در رابطه میان ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام وارد مدل می شود و مکانیسمی روشن برای تبیین ناکارایی قیمت ها در شرایط بحران ارائه می دهد. آزمون این چارچوب در بورس اوراق بهادار تهران با ویژگی هایی نظیر محدودیت آربیتراژ و شفافیت اطلاعاتی پایین موجب می شود یافته های پژوهش علاوه بر پرکردن شکاف ادبیات داخلی، شواهد مکمل و معناداری برای ادبیات بین المللی در زمینه بازارهای نوظهور فراهم آورد.

روش پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل های رگرسیون چندمتغیره به روش داده های ترکیبی استفاده شده است. داده ها در نرم افزار اکسل مرتب و طبقه بندی و سپس با نرم افزار ایویوز و استاتا تجزیه و تحلیل شد. پس از اعمال محدودیت هایی همچون حذف شرکت هایی که تاریخ پایان سال مالی آنها با پایان اسفندماه هم زمان نبود و در دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده اند، شرکت های سرمایه گذاری هلدینگ، بانک، بیمه، شرکت هایی که وقفه معاملاتی بیش از سه ماه داشته اند و شرکت هایی که فاقد اطلاعات بودند، از مجموعه نمونه ها حذف شدند؛ بنابراین، جامعه آماری پژوهش تعداد ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه های مناسب برای انجام پژوهش در بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۱ انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) استفاده شده است. در این مدل در صورتی که ضریب β_1 معنادار باشد، فرضیه اول تأیید می شود:

مدل (۱):

$$MIS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DRA_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 Profitability_{it} + \beta_6 MOM_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 CapEx_{it} + \beta_9 ILLIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

در پژوهش حاضر ارزش گذاری نادرست سهام^۱ متغیر وابسته است که برای اندازه گیری این متغیر و به منظور مقایسه نتایج از دو رویکرد استفاده شده است. رویکرد مبتنی بر اطلاعات حسابداری^۲ و رویکرد مبتنی بر بازده سهام^۳. در رویکرد مبتنی بر

^۱ MIS

^۲ Mispricing

^۳ Absalpha

اطلاعات حسابداری، قیمت‌گذاری نادرست سهام براساس رابطه (۱) برآورد شده است. در این رابطه مقادیر بالاتر نشان‌دهنده قیمت‌گذاری نادرست بالاتر است (Shojaei et al., 2021).
رابطه (۱):

$$\text{Mispricing}_{i,t} = \text{Abs} \{ \ln [MB_{i,t} / \text{Median} (MB)_{j,t}] \}$$

Mispricing قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت است؛ MB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است؛ Median (MB)_{j,t} میانه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام صنعت است. در رویکرد مبتنی بر بازده سهام، قیمت‌گذاری نادرست سهام از قدرمطلق پسماند مدل (۲) استفاده شده است. در این مدل مقادیر بالاتر پسماند نشان‌دهنده قیمت‌گذاری نادرست بالاتر است (Moradizani & Hajiannejad, 2022).
مدل (۲):

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 \text{SMB}_{i,t} + \beta_3 \text{HML}_{i,t} + e_{i,t}$$

$r_{i,t}$ بازده سهام شرکت؛ $r_{m,t}$ بازده بازار؛ $\text{SMB}_{i,t}$ عامل اندازه که برابر است با تفاوت بین بازده سهام شرکت‌های با اندازه کوچک با شرکت‌های با اندازه بزرگ؛ $\text{HML}_{i,t}$ عامل ارزش که برابر است با تفاوت بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بالا با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام کم.
رابطه منفی بین ریسک بحران مالی و بازده سهام نشان‌دهنده ناهنجاری ریسک بحران مالی^۱ است؛ به عبارت دیگر برای محاسبه ناهنجاری ریسک بحران مالی به پیروی از پژوهش آندریو و همکاران (Andreou et al., 2021) از ضریب تأثیرگذاری ریسک بحران مالی بر مازاد بازده سهام به شرح مدل (۳) استفاده شده است. در صورتی که علامت ضریب متغیر ریسک بحران مالی (β_1) منفی باشد، نشان‌دهنده ناهنجاری ریسک بحران مالی است.
مدل (۳):

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DD}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ بازده سهام شرکت، $R_{f,t}$ نرخ بازده بدون ریسک و $\text{DD}_{i,t}$ ریسک بحران مالی شرکت است. برای محاسبه ریسک بحران مالی به پیروی از پژوهش آندریو و همکاران (Andreou et al., 2021) از ریسک نکول بدهی و براساس شاخص مرتون استفاده شده است. استفاده از این رویکرد دقت پیش‌بینی‌ها را بهبود می‌بخشد. مزیت این معیار در مقایسه با مدل‌های مبتنی بر داده‌های حسابداری این است که نه تنها اطلاعات گذشته را مدنظر قرار می‌دهد، با استفاده از قیمت بازاری سهام، انتظارات سرمایه‌گذاران را راجع به عملکرد سهام در آینده نیز لحاظ می‌کند. این معیار به نوسان‌پذیری بازده دارایی توجه می‌کند (Abinzano et al., 2013)؛ بر این اساس، در ابتدا ریسک نکول بدهی به صورت زیر محاسبه شده است:
رابطه (۲):

$$\text{DD}_{i,t} = \frac{\ln \left(\frac{V}{D} \right) + (AR_{t-1} - 0.5\sigma_{BS}^2)T}{\sigma_{BS}\sqrt{T}}$$

$\text{DD}_{i,t}$ ریسک نکول بدهی، V مجموع ارزش بازار سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی) و ارزش اسمی بدهی‌ها (ارزش اسمی بدهی‌ها برابر با مجموع بدهی کوتاه‌مدت و ۵۰ درصد بدهی‌های بلندمدت در نظر گرفته شده است)؛ D ارزش اسمی بدهی‌ها، AR_{t-1} بازده سالانه سهام شرکت، T دوره سررسید (که برابر با یک سال در نظر گرفته می‌شود) و σ_{BS} نوسان‌پذیری تقریبی ارزش شرکت است.

¹ DRA

برای محاسبه نوسان پذیری تقریبی ارزش شرکت از رابطه (۳) به شرح زیر استفاده شده است:
رابطه (۳):

$$\sigma_{BS} = \frac{E_{it}}{E_{it} + F_{it}} \sigma_{Eit} + \frac{F_{it}}{E_{it} + F_{it}} (0.05 + 0.25 \sigma_{Eit})$$

E_{it} ارزش بازار سهام شرکت (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی)، F_{it} ارزش اسمی بدهی های شرکت (مجموع بدهی کوتاه مدت و ۵۰ درصد بدهی های بلند مدت) و σ_{Eit} نوسان پذیری بازده سهام شرکت که با استفاده از انحراف معیار بازده ماهانه (دوازده ماه) سهام محاسبه شده است.

مطابق با پژوهش دیچو و همکاران (Dechow et al., 1995) از مدل تعدیل شده جونز (Jones, 1991) برای اندازه گیری مدیریت سود^۱ استفاده شده است. در مدل (۴) قدر مطلق باقی مانده مدل نشان دهنده اقلام تعهدی اختیاری است که معیاری برای برآورد مدیریت سود محسوب شده است. این مدل به شرح زیر است:
مدل (۴):

$$\frac{TA_{it}}{ASSETS_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{ASSETS_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{it}}{ASSETS_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{ASSETS_{it-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

TA_{it} کل اقلام تعهدی که برابر است با سود خالص منهای جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی، $\Delta SALES_{it}$ تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال گذشته، PPE_{it} دارایی های ثابت مشهود شرکت و $ASSETS_{it-1}$ ارزش دفتری کل دارایی های شرکت است.

متغیرهای کنترلی این پژوهش نیز شامل:

بتا^۲: در این پژوهش برای محاسبه بتا از مدل فاما و فرنچ (Fama & French, 1992) یا همان مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای به شرح مدل (۵) استفاده شده است. پس از برازش مدل، از مقادیر به دست آمده $\beta_{i,t}$ برای محاسبه بتا استفاده شده است:
مدل (۵):

$$E(R_{i,t}) = R_{f,t} + \beta_{i,t} E(R_{m,t} - R_{f,t})$$

$R_{i,t}$ بازده سهام شرکت، $R_{f,t}$ نرخ بازده بدون ریسک، $R_{m,t}$ بازده پرتفوی بازار و $\beta_{i,t}$ بتای شرکت است. اندازه شرکت^۳ برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی). نسبت ارزش دفتری به بازار^۴ برابر است با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (تعداد سهام شرکت ضربدر ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی). سودآوری^۵ برابر است با نسبت سود عملیاتی به کل دارایی ها. مومنتوم^۶ بازده تجمعی یک سهام در دوره ۱۱ ماهه است که یک ماه قبل از ماه تشکیل پرتفوی به پایان می رسد. اهرم مالی^۷: برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها. مخارج سرمایه ای^۸ برابر است با نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی ها. برای محاسبه نقدشوندگی سهام^۹ از معیار آمیهود به شرح رابطه (۴) استفاده شده است. باتوجه به اینکه مقدار

^۱ EM

^۲ BETA

^۳ SIZE

^۴ BM

^۵ Profitability

^۶ MOM

^۷ Leverage

^۸ CapEx

^۹ ILLIQ

بالا تر این معیار نشان دهنده نقدشوندگی سهام کمتر و مقدار پایین تر این معیار نشان دهنده نقدشوندگی سهام بالاتر است، بنابراین مقادیر به دست آمده از این معیار در منفی یک (۱-) ضرب شده است.
رابطه (۴):

$$ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} \frac{|R_{iyt}|}{DVOL_{iyt}}$$

$ILLIQ_{it}$ نقدینگی سهام شرکت، R_{iyt} قدر مطلق بازده سهام شرکت، V_{iyt} حجم ریالی معاملات سهام شرکت و D_{iy} تعداد روزهایی که سهم معامله شده است.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۶) استفاده شده است. در این مدل در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیه دوم تأیید می شود:
مدل (۶):

$$MIS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DRA_{it} + \beta_2 EM_{it} + \beta_3 DRA_{it} * EM_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 Profitability_{it} + \beta_8 MOM_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} CapEx_{it} + \beta_{11} ILLIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

EM_{it} مدیریت سود شرکت، $DRA_{it} * EM_{it}$ اثر ضریبی ناهنجاری ریسک بحران مالی و مدیریت سود شرکت است.

یافته ها

در جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مدل ارائه شده است که شامل اطلاعاتی درباره میانگین، میانه، حداقل و حداکثر، چولگی و کشیدگی، و سایر شاخص های مرتبط است. این جدول تصویری کلی را از رفتار توزیع متغیرهای پژوهش در نمونه آماری فراهم می سازد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای مدل

Table (1): Descriptive statistics of research variables

نام	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
قدر مطلق ارزش مدل سه عاملی بازار	۰/۸۲۴۷	۰/۵۳۲۰	۷/۱۹۶۸۳	۰/۰۰۱۸	۰/۹۵۲۶	۲/۸۵۲۵	۱۳/۳۸۳۸
بتای شرکت	۰/۹۸۱۰	۰/۹۹۷۹	۲/۷۹۹۱۹	-۰/۶۲۳۰	۰/۷۸۷۰	۰/۱۸۵۵	۲/۱۳۳۹
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۴۷۶۸	۰/۲۹۹۴	۳/۶۶۱۲۵	-۰/۵۸۷۹	۲/۳۲۰۵	۱/۵۵۹۸	۵۷/۳۲۲۰
مخارج سرمایه ای	۰/۰۵۷۶	۰/۰۲۶۷	۰/۸۱۴۶۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۸۲	۳/۵۱۳۱	۲۰/۰۰۱۸
ناهنجاری ریسک بحران مالی	-۰/۰۸۹۶	-۰/۰۶۰۴	۰/۳۸۴۹۱	-۰/۵۴۸۵	۰/۱۵۱۴	-۰/۶۰۲۲	۴/۱۳۱۲
مدیریت سود	۰/۱۸۵۹	۰/۱۱۰۵	۵/۹۹۶۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۴۸	۹/۶۸۹۶	۱۳۵/۷۰۰۱
نقدشوندگی سهام	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	-۰/۰۴۷۲	۰/۰۰۱۴	-۲۸/۰۹۳۲	۸۸/۹۱۱۴
اهرم مالی	۰/۷۲۸۸	۰/۶۱۷۵	۰/۹۹۶۷	۰/۰۳۱۴	۰/۵۸۴۳	۳/۷۰۲۰	۲۰/۱۵۱۸
ارزش گذاری نادرست سهام	۰/۷۰۳۷	۰/۴۷۳۹	۵/۰۴۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۷۵۶۶	۲/۰۷۲۵	۸/۸۷۱۲
مومتوم شرکت	۰/۵۶۸۴	۰/۳۹۶۹	۳/۳۵۶۶	-۰/۴۰۱۲	۰/۶۴۱۴	۱/۲۵۵۳	۴/۵۶۶۶
سودآوری	۰/۱۲۷۵	۰/۱۰۷۴	۰/۸۴۲۲	-۰/۷۸۰۹	۰/۱۶۷۴	-۰/۱۷۳۶	۵/۳۲۷۷
اندازه شرکت	۱۴/۶۵۷۴	۱۴/۴۴۵۲	۲۱/۹۷۳۶	۹/۵۴۳۲	۲/۰۴۲۴	۰/۱۳۱۸	۲/۶۸۱۴

مقدار میانگین برای متغیرهای «قدر مطلق ارزش مدل سه‌عاملی بازار» و «ارزش گذاری نادرست سهام» به ترتیب برابر با ۰/۸۲۴۷ و ۰/۷۰۳۷ است؛ این ارقام بیانگر آن است که بیشتر مشاهدات پیرامون این نقاط متمرکز شده‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقدار میانه برای این متغیرها به ترتیب ۰/۵۳۲۰ و ۰/۴۷۳۹ بوده که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر و نیم دیگر بیشتر از این مقادیر قرار دارد.

پیش از تحلیل مدل‌های پژوهش، مجموعه‌ای از آزمون‌های تشخیصی به منظور تعیین نوع داده، انتخاب الگوی برازش مناسب و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون انجام شد. نتایج آزمون اف لیمر نشان داد که الگوی داده‌ها از نوع داده‌های تابلویی است و استفاده از مدل تلفیقی صحیح نیست. سپس آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی به کار رفت که نتایج آن مؤید برازش مدل با اثرات ثابت بود. برای بررسی خودهمبستگی سریالی نیز از آزمون وولدریج استفاده شد و یافته‌ها نشان داد مدل‌های پژوهش با مشکل خودهمبستگی مواجهه نیستند؛ افزون بر این، به منظور ارزیابی ناهمسانی واریانس، آزمون والد استفاده شد که نتایج آن حاکی از وجود ناهمسانی در واریانس باقی‌مانده‌ها بود؛ بر این اساس، برای رفع این اختلال و افزایش دقت برآوردها، رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ برای برازش نهایی مدل‌ها به کار گرفته شد.

فرضیه اول: ناهنجاری ریسک بحران مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش گذاری نادرست سهام دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه اول
Table (2): The results of the first hypothesis test

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
DRA	۰/۲۵۱۲	۰/۰۲۰۱	۱۲/۴۴۲۴	۰/۰۰۰۰
BETA	۰/۰۹۰۶-	۰/۰۲۸۵	۳/۱۷۶۹-	۰/۰۰۱۵
SIZE	۰/۱۴۷۰-	۰/۰۲۱۸	۶/۷۲۶۳-	۰/۰۰۰۰
BM	۰/۰۶۸۰	۰/۰۲۹۴	۲/۳۰۹۴	۰/۰۲۱۱
PROFITABILITY	۰/۱۰۲۲-	۰/۱۵۹۴	۰/۶۴۰۸-	۰/۵۲۱۷
MOM	۰/۰۰۹۷	۰/۰۴۵۲	۰/۲۱۵۴	۰/۸۲۹۵
LEV	۰/۳۶۵۹	۰/۰۶۴۳	۵/۶۸۶۸	۰/۰۰۰۰
CAPEX	۰/۵۷۵۶-	۰/۲۰۱۴	۲/۸۵۷۶-	۰/۰۰۴۳
ILLIQ	۲۱/۲۸۸۲-	۷/۴۷۹۸	۲/۸۴۶۰-	۰/۰۰۴۵
C	۲/۶۶۹۸	۰/۳۵۶۴	۷/۴۹۰۴	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۸۴۲		آماره اف	۲۳/۷۲۴۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۲۲		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰

براساس نتایج مندرج در جدول (۲)، فرضیه اول تأیید می‌شود. متغیر ناهنجاری ریسک بحران مالی^۲ دارای ضریب مثبت برابر با ۰/۲۵۱۲ و آماره تی معادل ۱۲/۴۴۲۴ است که مقدار احتمال متناظر با آن ۰/۰۰۰ است. این نتیجه نشان می‌دهد که اثر متغیر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار بوده و افزایش ناهنجاری ریسک بحران مالی به افزایش معنادار ارزش گذاری نادرست سهام منجر شده است؛ بنابراین، شواهد تجربی

^۱ GLS

^۲ DRA

حاصل از مدل برآوردی از فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران حمایت می‌کند؛ علاوه بر این، معناداری آماره اف و مقدار بالای آن (۲۳/۷۲۴۷) همراه با احتمال صفر، نشان‌دهنده برازش مناسب مدل رگرسیونی است و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۷۲ نیز بیانگر آن است که حدود ۲۷ درصد از تغییرات ارزش گذاری نادرست سهام توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود که از قدرت توضیحی قابل قبول مدل حکایت دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل کننده مثبت بر رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام است. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم

Table (3): The results of the second hypothesis test

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
DRA	۰/۱۷۹۲	۰/۰۲۷۴	۶/۵۱۷۵	۰/۰۰۰۰
EM	۰/۲۱۹۱	۰/۰۵۲۵	۴/۱۶۹۱	۰/۰۰۰۰
DRA*EM	۰/۱۱۳۷	۰/۰۴۶۷	۲/۴۳۵۶	۰/۰۱۵۰
BETA	۰/۰۸۶۳-	۰/۰۲۰۴	۴/۲۱۳۴-	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۱۴۵۴-	۰/۰۲۲۰	۶/۵۸۲۳-	۰/۰۰۰۰
BM	۰/۰۶۷۹	۰/۰۲۹۲	۲/۳۲۵۳	۰/۰۲۰۲
PROFITABILITY	۰/۰۷۵۴-	۰/۱۹۳۸	۰/۳۸۹۲-	۰/۶۹۷۲
MOM	۰/۰۰۵۱	۰/۰۵۲۳	۰/۰۹۷۷	۰/۹۲۲۱
LEV	۰/۳۵۷۵	۰/۰۷۷۷	۴/۶۰۰۳	۰/۰۰۰۰
CAPEX	۰/۶۵۴۰-	۰/۲۰۹۳	۳/۱۲۴۹-	۰/۰۰۱۸
ILLIQ	۲۲/۰۱۴۳-	۶/۴۰۴۹	۳/۴۳۷۰-	۰/۰۰۰۰۶
C	۲/۶۱۰۱	۰/۳۷۱۰	۷/۰۳۵۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۹۱۱		آماره اف	۲۲/۱۵۸۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷۷۹		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۳)، فرضیه دوم پژوهش به طور معنادار تأیید می‌شود. همان گونه که مشاهده می‌شود، اثر تعاملی متغیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی در ناهنجاری ریسک بحران مالی (EM*DRA) دارای ضریب مثبت برابر با ۰/۱۱۳۷ و آماره تی معادل ۲/۴۳۵۶ است که مقدار احتمال متناظر با آن ۰/۰۱۵۰ است. از آنجاکه مقدار احتمال این متغیر کمتر از سطح خطای ۹۹ درصد است، می‌توان نتیجه گرفت که اثر متغیر تعاملی از نظر آماری معنادار بوده و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی نقش تعدیل کننده مثبت (تشدید کننده) در رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش گذاری نادرست سهام ایفا می‌کند؛ بنابراین، شواهد تجربی حاصل از مدل برآوردی به روشنی از فرضیه دوم مبنی بر تقویت اثر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام در حضور سطوح بالاتر مدیریت سود تعهدی حمایت می‌کند.

بحث و نتیجه گیری

نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد که ناهنجاری ریسک بحران مالی اثر مثبت و معناداری بر ارزش گذاری نادرست سهام دارد و بدین ترتیب این فرضیه تأیید می‌شود. افزایش احتمال بروز بحران های مالی با تشدید عدم اطمینان از شرایط آتی اقتصاد و

عملکرد شرکت‌ها همراه است و این وضعیت فرایند تصمیم‌گیری عقلایی سرمایه‌گذاران را تضعیف می‌کند. در چنین فضایی توجه فعالان بازار از تحلیل اطلاعات بنیادی بلندمدت به سیگنال‌های کوتاه‌مدت، شایعات و رفتارهای جمعی معطوف می‌شود و در نتیجه فاصله میان قیمت بازار و ارزش ذاتی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. همچنین افزایش ریسک بحران مالی اغلب با کاهش نقدشوندگی بازار، گسترش محدودیت‌های آربیتراژ و افزایش هزینه‌های معامله همراه است؛ عواملی که سرعت تعدیل قیمت‌ها را کاهش می‌دهد و امکان اصلاح انحراف‌های قیمتی را محدود می‌سازد. در بازار سرمایه ایران نیز وابستگی زیاد به متغیرهای کلان اقتصادی، شوک‌های سیاسی و محدودیت‌های نهادی موجب می‌شود اثر این ریسک‌ها بر فرایند کشف قیمت تشدید شود و انحراف قیمت‌ها از ارزش بنیادی تداوم بیشتری یابد. در چنین شرایطی سطح ابهام اطلاعاتی افزایش می‌یابد و عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران تشدید می‌شود که این امر به شکل‌گیری برداشت‌های نادرست از ارزش واقعی شرکت‌ها دامن می‌زند؛ در نتیجه، ترکیب ناطمینانی اقتصادی، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران و محدودیت‌های ساختاری بازار، زمینه تقویت ارزش گذاری نادرست سهام را فراهم می‌آورد. این نتیجه از منظر سطح معناداری با مطالعات کیامهر و همکاران (Kiamher et al., 2020) و آندریو و همکاران (Andreou et al., 2021) همسو است.

نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اثر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام را تقویت می‌کند و بدین ترتیب فرضیه مدنظر تأیید می‌شود. در دوره‌هایی که ریسک بحران مالی افزایش می‌یابد، سطح عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به آینده اقتصاد و عملکرد شرکت‌ها بیشتر می‌شود و اتکای آنان به اطلاعات حسابداری گزارش شده افزایش می‌یابد. بهره‌گیری مدیران از اقلام تعهدی اختیاری در چنین شرایطی موجب می‌شود سود گزارش شده از واقعیت اقتصادی شرکت فاصله بگیرد و کیفیت اطلاعات مالی کاهش یابد؛ وضعیتی که توان سرمایه‌گذاران را در تشخیص ارزش ذاتی تضعیف کرده و زمینه واکنش‌های قیمتی مبتنی بر اطلاعات ناقص یا مخدوش را فراهم می‌کند. این اختلال اطلاعاتی زمانی تشدید می‌شود که افزایش ریسک بحران مالی با محدودیت آربیتراژ، کاهش نقدشوندگی و ضعف سازوکارهای اصلاح قیمت همراه باشد؛ زیرا انحراف‌های قیمتی ایجاد شده به سرعت تعدیل نمی‌شود و در بسیاری موارد تداوم می‌یابد. ویژگی‌های ساختاری بازار سرمایه ایران، از جمله شفافیت محدود اطلاعاتی، عمق پایین بازار و حساسیت بالا به شوک‌های کلان اقتصادی، شدت این اثر را افزایش می‌دهد و موجب می‌شود قیمت سهام بیش‌ازپیش بر مبنای اطلاعات تحریف شده شکل گیرد. از این منظر، مدیریت سود تعهدی با تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و تضعیف فرایند کشف قیمت، نقش یک عامل تقویت‌کننده در اثرگذاری ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش گذاری نادرست سهام ایفا می‌کند. این نتیجه از منظر سطح معناداری با مطالعات کیامهر و همکاران (Kiamher et al., 2020) و آندریو و همکاران (Andreou et al., 2021) همسو است.

نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد که افزایش ناهنجاری ریسک بحران مالی می‌تواند به‌طور مستقیم موجب انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی شود و از این رو، توجه به این ریسک برای تمامی فعالان بازار سرمایه ضروری است. این نتیجه برای سرمایه‌گذاران حاکی از آن است که در دوره‌های تشدید ریسک‌های بحران مالی، اتکای صرف به قیمت‌های بازار می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری نادرستی را به همراه داشته باشد و لازم است شاخص‌های ریسک کلان و شرایط اقتصاد کلان به‌عنوان بخشی از فرایند ارزش گذاری مدنظر قرار گیرد. برای مدیران شرکت‌ها، این یافته تأکید می‌کند که محیط‌های پرریسک می‌تواند برداشت بازار را از ارزش شرکت مخدوش سازد و در نتیجه، شفافیت اطلاعاتی و افشای به‌موقع و قابل اتکا اهمیت دوچندانی پیدا می‌کند. همچنین نهادهای ناظر بازار سرمایه می‌توانند از این نتیجه برای طراحی سیاست‌ها و ابزارهای کنترلی استفاده کنند تا در دوره‌های افزایش ریسک بحران مالی، با تقویت نظارت و ارتقای کارایی اطلاعاتی بازار، از تشدید ارزش گذاری نادرست سهام جلوگیری شود؛ افزون بر این، تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری می‌توانند با در نظر گرفتن اثر ناهنجاری ریسک بحران مالی در مدل‌های تحلیلی خود، ارزیابی دقیق‌تری از ارزش واقعی شرکت‌ها ارائه داده و خطاهای ناشی از قیمت‌گذاری نادرست را کاهش دهند.

فرضیه دوم پژوهش نشان داد مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل‌کننده مثبت بر رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است؛ این نتیجه نشان می‌دهد در دوره‌های افزایش ناهنجاری ریسک بحران مالی، اتکای بازار به سودهای گزارش‌شده بدون توجه به کیفیت آنها می‌تواند گمراه‌کننده باشد و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی قادر است انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی را تشدید کند. برای سرمایه‌گذاران، این یافته هشدار جدی است که در شرایط پریسک اقتصادی، تحلیل سود حسابداری به‌تنهایی کافی نبوده و لازم است شاخص‌های کیفیت سود، پایداری اقلام تعهدی و احتمال دستکاری سود نیز در تصمیمات سرمایه‌گذاری لحاظ شود. برای مدیران شرکت‌ها، این نتیجه بیانگر آن است که استفاده از اقلام تعهدی اختیاری در محیط‌های بحرانی ممکن است در کوتاه‌مدت تصویر بهتری از عملکرد شرکت ارائه دهد؛ اما درنهایت به کاهش اعتماد بازار و افزایش نوسان و بی‌ثباتی قیمت سهام منجر می‌شود. از منظر نهادهای ناظر بازار سرمایه، این یافته بر ضرورت تشدید نظارت بر کیفیت گزارشگری مالی، به‌ویژه در دوره‌های افزایش ریسک‌های سیستماتیک تأکید دارد تا از تقویت ناکارایی اطلاعاتی و تشدید ارزش‌گذاری نادرست سهام جلوگیری شود. همچنین برای تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، این نتیجه کاربردی مهم دارد؛ زیرا نشان می‌دهد مدل‌های ارزش‌گذاری سهام در شرایط بحران باید اثر هم‌زمان ریسک‌های کلان و رفتارهای مدیریت سود را در نظر بگیرد تا برآورد دقیق‌تری از ارزش واقعی شرکت‌ها حاصل شود.

در راستای توسعه ادبیات مرتبط با ارزش‌گذاری نادرست سهام و عوامل مؤثر بر آن، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی نقش کیفیت سود حسابداری در تداوم ارزش‌گذاری نادرست سهام در شرایط افزایش ریسک‌های سیستماتیک بررسی گردد تا مشخص شود تغییرات در قابلیت اتکای اطلاعات مالی چگونه می‌تواند پایداری انحراف قیمت‌ها را از ارزش ذاتی تحت تأثیر قرار دهد. بررسی هم‌زمان ریسک‌های کلان اقتصادی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی نیز می‌تواند درک دقیق‌تری از چگونگی اثرگذاری این عوامل بر کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه فراهم سازد؛ علاوه‌براین، تحلیل نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تشدید اثر شوک‌های مالی بر انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی می‌تواند ابعاد جدیدی از سازوکارهای شکل‌گیری خطاهای قیمتی را آشکار کند. مطالعه تعامل مدیریت سود و عدم اطمینان محیطی در شکل‌گیری نوسانات غیرعادی قیمت سهام نیز می‌تواند به تبیین بهتر رفتار قیمت‌ها در دوره‌های بی‌ثباتی اقتصادی کمک کند؛ درنهایت، بررسی عوامل نهادی مؤثر بر تشدید ارزش‌گذاری نادرست سهام در بازارهای نوظهور می‌تواند زمینه شناخت دقیق‌تر تفاوت‌های ساختاری این بازارها با بازارهای توسعه‌یافته و پیامدهای آن را بر فرایند کشف قیمت فراهم آورد.

باتوجه به دامنه زمانی پژوهش، یکی از محدودیت‌های اصلی پژوهش به بازه زمانی داده‌ها مربوط می‌شود. اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه صرفاً تا پایان سال ۱۴۰۱ استفاده شده است؛ زیرا انجام و ارزیابی در همان سال صورت پذیرفته و در زمان اجرای مطالعه، داده‌های سال‌های بعد در دسترس و نهایی نشده بودند؛ ازاین‌رو، نتایج بازتاب‌دهنده شرایط اقتصادی، مالی و نهادی حاکم بر بازار سرمایه ایران تا سال ۱۴۰۱ است و ممکن است تحولات بعدی بازار، به‌ویژه تغییرات کلان اقتصادی، مقرراتی یا شوک‌های مالی پس از این دوره، موجب تفاوت در شدت یا جهت روابط موردبررسی شود. تغییرات ناگهانی در شرایط اقتصادی، سیاسی و مقرراتی کشور می‌تواند بر ارزش‌گذاری سهام و رفتار مدیران اثرگذار باشد؛ درحالی‌که تفکیک کامل اثر این شوک‌ها از متغیرهای اصلی پژوهش امکان‌پذیر نیست. نتایج وابسته به دوره زمانی موردبررسی است و شرایط خاص اقتصادی یا مالی آن دوره می‌تواند بر شدت روابط مشاهده‌شده اثر گذاشته باشد؛ ازاین‌رو تکرار پژوهش در دوره‌های زمانی متفاوت ممکن است به نتایج متفاوتی منجر شود؛ افزون بر این، داده‌های مالی مورد استفاده از بابت تورم تعدیل نشده است؛ در نتیجه، انجام تحلیل مشابه با داده‌های تورم‌زدایی‌شده می‌تواند نتایج متفاوتی را آشکار کند و افق جدیدی برای پژوهش‌های آینده فراهم سازد.

منابع

- امینی، یاسین، و مشایخی، بیتا (۱۴۰۱). ارائه مدل عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه های اولیه با تاکید بر نقش اطلاعات حسابداری. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۱۲(۲)، ۱۷۵-۲۱۴.
- <https://www.doi.org/10.22051/JERA.2021.32655.2716>
- حیدری، حمیدرضا، و فرزندگان، الهام (۱۴۰۲). بررسی تأثیر محدودیت های آربیتراژ و آربیتراژ نامتقارن بر صرف بازده نوسان پذیری غیرسیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۶(۱)، ۱۳۸-۱۲۵.
- خدادادی موسیری، امید، و طاهری نیا، مسعود (۱۴۰۴). تأثیر مدیریت سود بر رابطه بین توجه غیرعادی سرمایه گذاران خرد بر قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دومین کنفرانس بین المللی جهش علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ساری*.
- رضوی خسروشاهی، سیدمهدی، برادران حسن زاده، رسول، و زینالی، مهدی (۱۴۰۱). تأثیر مؤلفه های پیچیدگی اطلاعاتی، عملیاتی و راهبری شرکت بر قیمت گذاری نادرست سهام. *تحقیقات مالی*، ۲۴(۳)، ۴۳۱-۴۵۲.
- <https://www.doi.org/10.22059/FRJ.2022.333626.1007258>
- سماعی باغبادرانی، محمدرضا، دستگیر، محسن، و ساعدی، رحمان (۱۴۰۴). بررسی عوامل مؤثر بر عدم قطعیت سرمایه گذاران سهام براساس عدم اطمینان عوامل کلان اقتصادی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۶(۶۳)، ۸۵-۱۰۰.
- شجاعی، مرضیه، و عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید (۱۴۰۲). تحلیل آناتومیک معاملات نویزی و خطای قیمت گذاری. *قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲(۲)، ۴۳-۷۴.
- <https://www.doi.org/10.30495/jdaa.2023.702086>
- شجاعی، مرضیه، عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید، و شیروانی، علیرضا (۱۳۹۹). بررسی تأثیر نوسانات غیرسیستماتیک بر قیمت گذاری نادرست: شواهدی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۱۲(۴)، ۷۹-۱۰۰.
- صادقی لغمجانی، محمدعلی، و رضانی، جواد (۱۴۰۱). تأثیر ساختار مالکیت و تغییر استراتژی بر نوسانات قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل کننده کارایی اطلاعات و افق های سرمایه گذاری. *دانش سرمایه گذاری*، ۱۱(۴۲)، ۷۳-۹۲.
- عربزاده، میثم، فروغی، داریوش، و امیری، هادی (۱۳۹۷). تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی با استفاده از مدل قیمت گذاری چندعاملی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۳)، ۳۰۵-۳۲۶.
- <https://doi.org/10.22059/frj.2018.261339.1006690>
- قرچه مقدم، آذر، و همتی، داود (۱۴۰۰). بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر رابطه بین باورهای ناهمگن سرمایه گذاران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۴۸)، ۱۱۳-۱۲۵.
- کیامهر، علی، جنانی، محمدحسن، و همت فر، محمود (۱۳۹۹). تبیین نقش ناهنجاری های بازار سهام در قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۴(۵۳)، ۱۹۳-۲۱۲.
- محبوبی، هادی، دامن کشیده، مرجان، مومنی، هوشنگ، و شهریار نصایان، وصالیان (۱۴۰۲). تأثیر شاخص های کلان اقتصادی بر نوسانات بازده سهام. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۵(۵۹)، ۱۹۹-۲۱۸.
- <https://www.doi.org/10.30495/faar.2023.705564>
- مرادی زانیانی، امیر، و حاجیان نژاد، امین (۱۴۰۱). بررسی تأثیر قیمت گذاری اشتباه سهام بر کسب بازده مازاد آتی. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۲۱)، ۶۳۱-۶۴۳.

References

- Abinzano, I., Muga, L., & Santamaria, R. (2013). Is default risk the hidden factor in momentum returns? Some empirical results. *Accounting & Finance*, 20, 150–175. <https://www.doi.org/10.1111/acfi.12021>
- Acharya, V. V., Engle, R., & Pierret, D. (2022). Testing macroprudential stress tests: A crisis risk perspective. *Journal of Financial Economics*, 144(3), 739–763. <https://www.doi.org/10.22108/far.2020.121201.1586>
- Amini, Y., & Mashayekhi, B. (2022). A model of factors affecting underpricing in IPOs focusing accounting information role. *Empirical Research in Accounting*, 12(2), 175–214. <https://www.doi.org/10.22051/JERA.2021.32655.2716> [In Persian]
- Andreou, C. K., Andreou, P. C., & Lambertides, N. (2021). Financial distress risk and stock price crashes. *Journal of Corporate Finance*, 67, 1–29. <https://www.doi.org/a/eee/corfin/v67y2021ics092911992030314x.html>
- Arabzadeh, M., Foroghi, D., & Amiri, H. (2018). Explaining accrual anomaly using multi-factor pricing model in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(3), 305–326. <https://doi.org/10.22059/frj.2018.261339.1006690> [In Persian]
- Barro, R. J., Ursúa, J. F., & Weng, J. (2022). Macroeconomic crises since 1870. *Quarterly Journal of Economics*, 137(1), 1–68. <https://www.doi.org/papers/w13940>
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2021). The role of accounting information in uncertain times. *The Accounting Review*, 96(6), 27–55. <https://www.doi.org/net/publication/375158412>
- Bottazzi, G., Cordon, F., Livieri, G., & Marmi, S. (2023). Uncertainty in firm valuation and a cross-sectional misvaluation measure. *Annals of Finance*, 19, 63–93. <https://www.doi.org/article/10.1007/s10436-022-00423>
- Cao, J., Simin, T., & Zhao, J. (2021). Risk mispricing and the role of accruals quality. *Journal of Banking & Finance*, 131, 106263. <https://www.doi.org/10.1111/jifm.12136>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Accounting standards and market stability: Evidence through economic crises. *Review of Accounting Studies*, 26(2), 753–790. <https://www.doi.org/a/wly/econjl/v127y2017i605pf545-f562>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <https://www.doi.org/stable/pdf/248303>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Zha, J. (2020). Stock prices and earnings: A history of research. *Journal of Accounting Research*, 58(S1), 1–53. <https://www.doi.org/a/anr/refeco/v6y2014p343-363>
- Eisdorfer, A., Goyal, A., & Zhdanov, A. (2019). Equity misvaluation and default options. *The Journal of Finance*, 74(4), 845–898. <https://www.doi.org/abs/10.1111/jofi.12748>
- Ertimur, Y., Livnat, J., & Martikainen, M. (2022). Accruals quality, investor reactions, and post-crisis reversals. *European Accounting Review*, 31(5), 847–872. <https://www.doi.org/a/taf/euract/v33y2024i3p1051-1074>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56. <https://www.doi.org/a/eee/jfinec/v33y1993i1p3-56>
- Francis, J., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2020). Financial mispricing and the informativeness of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 70(2–3), 101365. <https://www.doi.org/jfr/article/4/1/141/9594>
- Francis, J., Hasan, I., & Li, L. (2022). Abnormal accruals and information uncertainty. *Journal of Business Finance & Accounting*, 49(5–6), 754–789. <https://www.doi.org/p/hhs/sifwp/0013>
- Fu, C., Hu, X., & Lin, N. (2024). Implied Asset Volatility and Stock Misvaluation: A Mertonian Perspective. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4859312>
- Gao, P., Parsons, C. A., & Shen, J. (2018). Global relation between financial distress and equity returns. *Review of Financial Studies*, 31(1), 239–277. <https://www.doi.org/stable/48616751>
- Gharchehmoghadam, A., & Hemati, D. (2021). Investigating the effect of accruals quality on the relationship between heterogeneous beliefs of investors and stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Perspective*, 4(48), 113–125. [In Persian]
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2021). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 61(S1), 201–259. <https://www.doi.org/10.1111/acfi.12278>
- Habib, A., Hasan, M. M., & Al-Hadi, A. (2022). Financial statement comparability, earnings management, and stock price efficiency. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 18(1), 100286. https://www.doi.org/jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1191

- He, G., Li, A. Z., & Shen, D. (2022). The role of earnings management in equity valuation. In: C. F. Lee, & A. C. Lee, (Eds.), *Encyclopedia of Finance*. Springer, Cham.
https://www.doi.org/10.1007/978-3-030-91231-4_90
- Heidari, H., & Farzanegan, E. (2023). Investigating the limits-of-arbitrage and arbitrage asymmetry on the idiosyncratic volatility return premium in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, 16(1), 125-138. [In Persian]
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2021). Limited attention and informational efficiency in financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 13, 23–50. <https://www.doi.org/S0264999318311519>
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://www.doi.org/stable/2491047>
- Kanga, H., & Ryu, D. (2019). Information in mispricing factors for future investment opportunities. *North American Journal of Economics and Finance*, 47, 657–668. <https://www.doi.org/S1062940818301177>
- Khasawneh, M., & Al Dwiry, M. (2025). *Financial Distress Anomaly, Misvaluation and the Behavioural Biases: Evidence from the UK Stock Market*.
- Khodadadi, M. O., & Taherinia, M. (2025). *The impact of earnings management on the relationship between abnormal retail investor attention and stock mispricing in companies listed on the Tehran Stock Exchange*. The 2nd International Conference on the Leap in Management Sciences, Economics, and Accounting, Sari. [In Persian].
- Kiamher, A., Jenani, M. H., & Hemmatfar, M. (2020). Explaining the role of stock market anomalies in the pricing of capital assets. *Financial Economics (Financial Economics and Development)*, 14(53), 193–212. [In Persian]
- Kothari, S. P., Loutskina, E., & Nikolaev, V. (2022). Agency theory of overvalued equity as an explanation for accrual anomaly. *The Accounting Review*, 97(3), 289–322.
<https://www.doi.org/p/tiu/tiutis/3f380fcf-b0ca-4198-86f8-92123e717>
- Lambertides, N. (2022). Misvaluation and the asset growth anomaly. *Abacus, Accounting Foundation, University of Sydney*, 58(1), 105-141. <https://www.doi.org/10.1111/abac.12241>
- Lambertsen, N. N. (2024). Manipulation and obfuscation of financial reports. *Journal of Business Finance and Accounting*, 51(1-2), 276–296. <https://www.doi.org/10.1111/jbfa.12693>
- Mahboubi, H., Damankeshideh, M., Momeni, H., & Nessabian, S. (2023). The impact of macroeconomic indicators on stock returns fluctuations. *Financial Accounting and Auditing Researches*, 15(59), 199-218.
<https://www.doi.org/10.30495/faar.2023.705564> [In Persian]
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2021). Accruals quality and the pricing of accruals. *Review of Accounting Studies*, 26(2), 731–775. https://www.doi.org/ID1919868_code561274
- Moradizaniani, A., & Hajiannejad, A. (2022). The effect of stock mispricing earn excess returns on future. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 6(21), 631–643. [In Persian]
- Mrad, S., Hamza, T., & Manita, R. (2024). Corporate investment sensitivity to equity market misevaluation. *Review of Accounting and Finance*, 23(1), 1–38. <https://www.doi.org/a/eme/rafpps/raf-01-2023-0027>
- Permana, N., Qalbia, F., & Kusnanto, E. (2025). Complexity, Clarity, and Earnings Management: The Impact of Financial Report Obfuscation on Investor Perception and Stock Valuation. *International Journal of Management, Accounting & Finance*, 2(2).
<https://www.doi.org/a034d9c8-1b52-40e3-87b0-62cd428faaf5>
- Peter, L., Liu, D., & Gu, H. (2018). Equity mispricing: Evidence from China's Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 211–223. <https://www.doi.org/S0927538X16300853>
- Razavikhosroshahi, S. M., Baradaran, H. R., & Zeynali, M. (2022). Impact of informational, operational, and corporate governance complexity components of companies on mispricing of stocks. *Financial Research Journal*, 24(3), 431-452. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.333626.1007258> [In Persian]
- Sadeghilafmejani, M. A., & Ramezani, J. (2022). The impact of ownership structure and strategy change on stock price volatility with emphasis on the moderating role of information efficiency and investment horizons. *Financial Economics*, 11(42), 73-92. [In Persian]
- Samaei, B. M., Dastgir, M., & Saedi, R. (2025). Investigating the factors affecting the uncertainty of stock investors based on the uncertainty of macroeconomic factors. *Management Accounting & Auditing Knowledge*, 16(63), 85-100. [In Persian]

- Shiller, R. J. (2021). Narrative economics. *American Economic Review*, 111(4), 967–1004. <https://www.doi.org/hardcover/9780691182292/narrative-economics>
- Shojaei. M., Abdolbaghiataabadi, A., & Shirvani, A. (2021). Investigating the effect of non-systematic fluctuations on mispricing: Evidence of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 12(4), 79-100. <https://www.doi.org/10.22108/far.2020.121201.1586> [In Persian]
- Shojaei. M., & Abdolbaghiataabadi, A. (2023). Anatomical analysis of noise transactions and pricing error. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 2(2), 43-74. [In Persian]
- Spence, M. (2022). Information signaling and the economics of crisis-period reporting. *Economic Journal*, 132(645), 2918–2944. https://www.doi.org/259132676_Signaling_strategies
- Wang, X., Shen, S., Xie, J., Fujii, H., Keeley, A., & Managi, S. (2025). Environmental, social, and governance factors as tools for improving market efficiency: A study on equity misvaluation. *Business Strategy and the Environment*, 1-26. <https://www.doi.org/10.1002/bse.70486>
- Yang, B., Ye, T., & Ma, Y. (2022). Financing anomaly, mispricing and cross-sectional return predictability. *International Review of Economics and Finance*, 79, 579–598. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.062>