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
Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran
h_bagheri1975@iau.ac.ir

Mohsen Dastgir*
Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran
dastmw@iau.ac.ir

Rahman Saedi
Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran
r.saedi@iau.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.

مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال پانزدهم، شماره اول، شماره پیاپی (۵۶)، ۱۴۰۶، ص ۱-۲۰
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۸/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۲/۳۰

مقاله پژوهشی

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

حسن باقری
گروه حسابداری، واحد اصفهان(خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
h_bagheri1975@iau.ac.ir

محسن دستگیر *
گروه حسابداری، واحد اصفهان(خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
dastmw@iau.ac.ir

رحمان ساعدی
گروه حسابداری، واحد اصفهان(خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران
r.saedi@iau.ac.ir

چکیده

مبانی نظری مالی بیان می‌کند که فرایند ارزش‌گذاری سهام در معرض تعامل میان ریسک‌های سیستماتیک و رفتارهای گزارشگری مدیران قرار دارد، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی که عدم‌اطمینان 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 ارزش‌گذاری نادرست سهام باتوجه‌به نقش تعدیلی مدیریت سود است. جامعهٔ آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونهٔ آماری متشکل از ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است که به‌روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری 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 سرمایهٔ ایران ارائه می‌دهد.

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

طبقه‌بندی JEL: G01, G12, G14, M41

---

* نویسندهٔ مسئول

باقری، حسن، دستگیر، محسن، ساعدی، رحمان. (۱۴۰۶). تأثیر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام: نقش تعدیلی مدیریت سود، *مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۵ (۱)، ۱-۲۰.*

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

مقدمه

فرایند ارزش‌گذاری سهام یکی از بنیادی‌ترین ارکان کارایی بازارهای سرمایه به شمار می‌رود و دقت آن نقش تعیین‌کننده‌ای در تخصیص بهینهٔ منابع، اعتماد سرمایه‌گذاران و ثبات مالی دارد. باوجود توسعهٔ گستردهٔ 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 پدیدهٔ ارزش‌گذاری نادرست به‌عنوان یکی از نشانه‌های ناکارایی بازار مطرح می‌شود. شواهد حاکی است که بخشی از خطای ارزش‌گذاری سهام، نه‌تنها 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 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، عدم‌شفافیت و ضعف نهادهای نظارتی، برجسته‌تر و پایدارتر است (Shiller, 2021). در سال‌های اخیر، ریسک بحران مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین منابع عدم‌اطمینان سیستماتیک، توجه فزایندهٔ 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 ازطریق 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). بااین‌حال، بخش درخورتوجهی از این ادبیات در بستر بازارهای توسعه‌یافته شکل گرفته و شواهد تجربی دربارهٔ بازارهای نوظهور، به‌ویژه بازار سرمایهٔ ایران، همچنان محدود و پراکنده است. بازار سرمایهٔ ایران به دلیل ویژگی‌هایی نظیر ساختار مالکیتی متمرکز (Sadeghilafmejani & Ramezani, 2022)، سطح متفاوت شفافیت اطلاعاتی (Gharchehmoghadam & Hemati, 2021)، نقش پررنگ اطلاعات حسابداری (Amini & Mashayekhi, 2022) و تأثیرپذیری از شوک‌های کلان اقتصادی (Mahboubi et al., 2023) بستری متمایز برای بررسی پدیدهٔ 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 اولیهٔ 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 ازطریق 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 پدیدهٔ حسابداری نیست، بلکه یک سازوکار اقتصادی و اطلاعاتی است که می‌تواند در شرایط عدم‌اطمینان بالا، تفسیر سرمایه‌گذاران از ریسک و عملکرد شرکت را تحت‌تأثیر 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 توسعهٔ چارچوبی جامع‌تر برای تبیین ناکارایی قیمت‌گذاری را فراهم می‌سازد. این پژوهش با پیونددادن ریسک بحران مالی و مدیریت سود تعهدی در قالب یک مدل تعاملی به توسعهٔ 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 سرمایهٔ 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 سرمایهٔ ایران است؛ دوم، تبیین نقش مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی نه به‌عنوان یک متغیر مستقل، بلکه به‌عنوان سازوکار تعدیل‌گر در رابطهٔ بین ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است؛ سوم، ارائهٔ 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 مسئلهٔ واقعی و روزآمد در بازار سرمایهٔ ایران است و می‌تواند مبنایی برای پژوهش‌های آتی و سیاست‌گذاری‌های مبتنی بر شواهد فراهم سازد.

مبانی نظری

بازار سرمایهٔ 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 تحت‌تأثیر عواملی نظیر ساختار مالکیتی متمرکز، عمق محدود بازار، محدودیت آربیتراژ، عدم‌تقارن 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 سنتی در توضیح کامل بازده‌های مشاهده‌شده در بازار سهام با محدودیت مواجه است و ناهنجاری‌های بازار نقش مهمی در این خلأ ایفا می‌کند.

شـواهد تجربی حاکی اسـت که لحاظ ناهنجاری‌های بازار در مدل‌های چندعاملی، قدرت توضـیحی 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 زمینهٔ تشدید ناهنجاری‌های قیمتی و ارزش‌گذاری نادرست سهام را فراهم آورد؛ موضوعی که پژوهش‌های بین‌المللی نیز آن را به‌عنوان یکی از پیامدهای کلیدی بحران‌ها و شـوک‌های مالی معرفی کرده اسـت (Khasawneh & Al Dwiry, 2025; Andreou et al., 2021; Yang et al., 2022). علاوه‌براین، در بازار سـرمایهٔ ایران که بخش دزخورتوجهی از تصـمیمات سرمایه‌گذاران بر پایهٔ اطلاعات حسابداری و سود گزارش‌شده اتخاذ می‌شود، کیفیت گزارشگری مالی و مدیریت سـود مبتنی بر اقلام تعهدی نقشـی تعیین‌کننده در شـکل‌دهی انتظارات بازار دارد. شـواهد حاکی اسـت که در شـرایط افزایش عدم‌اطمینان و ریسـک‌های کلان، انگیزهٔ مدیران برای اسـتفاده از رویه‌های مدیریت سـود 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 نه‌تنها از منظر ضرورت نظری و پرکردن خلأ موجود در ادبیات پژوهش اهمیت دارد، از جنبهٔ 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 توسعهٔ پایدار بازار سرمایهٔ ایران منجر می‌شود.

ادبیات مالی نیز تأکید می‌کند که قیمت دارایی‌ها در شرایط شوک‌های کلان اقتصادی الزاماً منعکس‌کنندهٔ ارزش‌های بنیادی نیسـت. افزایش عدم‌اطمینان کلان باعث می‌شـود سـازوکار کشـف قیمت با اختلال مواجه شـود و انحرافات قیمتی به‌صـورت 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., 2019; Fu et al., 2024). ریسـک بحران مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ریسـک‌های سـیسـتماتیک، 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 زمینهٔ بروز ناهنجاری در قیمت‌گذاری سهام را فراهم می‌کند (Yang et al., 2022). شـواهد حاکی اسـت که افزایش ریسـک بحران مالی، انتظارات سـرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی آتی را به‌شـدت متزلزل می‌کند. این تزلزل باعث افزایش پراکندگی پیش‌بینی‌ها و کاهش اجماع در بازار می‌شود. در چنین شـرایطی، قیمت‌ها بیشتر بازتاب ترس و بدبینی اسـت تا اطلاعات بنیادی. این سـازوکار به شـکل‌گیری ارزش‌گذاری نادرسـت سـهام منجر می‌شـود (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 سـهام، به‌ویژه در شـرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری‌شـده با تأخیر نسـبت‌به اخبار منفی تعدیل می‌شـود (Andreou et al., 2021)؛ علاوه‌براین، 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 نظریهٔ بازارهای ناقص، ریسـک بحران مالی هزینه‌های آربیتراژ را افزایش می‌دهد. محدودیت‌های نقدشـوندگی، افزایش نوسـان و افق

سرمایه‌گذاری کوتاه‌تر مانع اصلاح سریع قیمت‌های نادرست می‌شود. حتی سرمایه‌گذاران آگاه نیز ممکن است قادر به بهره‌برداری از ارزش‌گذاری نادرست سهام نباشند؛ درنتیجه، انحراف قیمت از ارزش ذاتی می‌تواند برای دوره‌های طولانی باقی بماند (Lambertides, 2022). باتوجه‌به تفاسیر بیان شده، فرضیهٔ اول به‌صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ اول: ناهنجاری ریسک بحران مالی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد.

ادبیات مالی رفتاری نیز نشان می‌دهد که در شرایط افزایش ریسک سیستماتیک، سوگیری‌های شناختی سرمایه‌گذاران تشدید می‌شود. پدیده‌هایی مانند بیش‌واکنشی به اخبار منفی و بدبینی افراطی، تصمیم‌گیری عقلایی را تضعیف می‌کند. این رفتارها باعث می‌شود واکنش بازار به شوک‌های کلان نامتقارن و اغراق‌آمیز باشد. چنین واکنش‌هایی یکی از منابع اصلی ارزش‌گذاری نادرست سهام محسوب می‌شود (Mrad et al., 2024). در این فضای پرریسک، اطلاعات حسابداری به یکی از مهم‌ترین منابع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تبدیل می‌شود. سود حسابداری به دلیل سادگی و قابلیت مقایسه، نقش لنگر ذهنی پیدا می‌کند؛ بااین‌حال، اتکای بیش‌ازحد به سود تنها زمانی کارا است که کیفیت گزارشگری بالا باشد. در غیر این صورت، اطلاعات حسابداری می‌تواند موجب تشدید خطای ارزش‌گذاری شود (He et al., 2022). مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی یکی از عوامل کلیدی تضعیف کیفیت سود گزارش‌شده است. این نوع مدیریت سود ازطریق برآوردها و قضاوت‌های حسابداری انجام می‌شود و کشف آن برای سرمایه‌گذاران دشوار است؛ درنتیجه، سود گزارش‌شده ممکن است تصویر دقیقی از عملکرد اقتصادی شرکت ارائه ندهد. این موضوع ریسک اطلاعاتی را در بازار افزایش می‌دهد (Lambertsen, 2024). شواهد حاکی است که در دوره‌های افزایش ریسک بحران مالی، انگیزهٔ مدیران برای استفاده از اقلام تعهدی اختیاری افزایش می‌یابد. فشار برای حفظ قیمت سهام و جلوگیری از واکنش منفی بازار، مدیران را به سمت هموارسازی سود سوق می‌دهد. این رفتار به‌ویژه در شرکت‌های وابسته به بازار سرمایه شدیدتر است؛ درنتیجه، کیفیت گزارشگری دقیقاً در زمان حساس کاهش می‌یابد (Permana et al., 2025). از منظر نظریهٔ نمایندگی، ریسک بحران مالی تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند. مدیران ممکن است به‌منظور حفاظت از موقعیت شغلی یا منافع شخصی، اطلاعات حسابداری را دستکاری کنند. این اقدام، عدم‌اطمینان اطلاعاتی را افزایش می‌دهد. چنین شرایطی، بازار را مستعد واکنش‌های قیمتی نادرست می‌سازد (Khasawneh & Al Dwiry, 2025; Wang et al., 2025).

شواهد حاکی است که مدیریت سود می‌تواند به بیش‌ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های در معرض بحران مالی دامن بزند و واکنش بازار به ریسک بحران را تشدید کند؛ به‌گونه‌ای که پس از کنترل اثرات ارزش‌گذاری نادرست، ناهنجاری ریسک بحران مالی تا حد زیادی تضعیف می‌شود (Andreou et al., 2021). در سطح بازار ایران نیز، هرچند نتایج درخصوص اثر مستقیم مدیریت سود یکسان نیست، شواهد نشان می‌دهد سازوکارهای گزارشگری مالی می‌تواند زمینه‌ساز 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 می‌کند. ریسک بحران، محیط تصمیم‌گیری را مبهم می‌سازد و مدیریت سود، محتوای اطلاعاتی گزارش‌ها را تحریف می‌کند. این دو عامل به‌صورت هم‌زمان توان تحلیل بنیادی سرمایه‌گذاران را تضعیف می‌کند. نتیجهٔ این تعامل، افزایش شدت ارزش‌گذاری نادرست سهام در بازار سهام است؛ بر این اساس، مدیریت سود تعهدی می‌تواند نقش تقویت کننده‌ای در رابطهٔ بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام ایفا کند؛ به این معنا که اثر منفی ریسک بحران بر دقت قیمت‌گذاری در شرکت‌هایی با سطح بالاتر مدیریت سود، قوی‌تر خواهد بود. این نقش تعدیلی ازطریق افزایش عدم‌اطمینان اطلاعاتی اعمال می‌شود. چنین برداشتی با ادبیات جدید حسابداری مالی سازگار است (Andreou et al., 2021). نظریهٔ پردازش محدود اطلاعات نیز این دیدگاه را تأیید می‌کند. طبق این نظریه، سرمایه‌گذاران در شرایط استرس شناختی، به اطلاعات ساده و برجسته توجه بیشتری نشان می‌دهند. سود حسابداری یکی از مهم‌ترین این اطلاعات است. اگر این سود تحت‌تأثیر اقلام تعهدی دستکاری شده باشد، احتمال ارزش‌گذاری نادرست سهام افزایش می‌یابد (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 نشان‌دهندهٔ اتکای بیش‌ازحد به اطلاعات تحریف‌شده باشد. این وضعیت، نوسانات قیمتی و انحراف از ارزش ذاتی را تشدید می‌کند (Cao et al., 2021).

از منظر نظریهٔ سیگنال‌دهی، افزایش ریسک بحران مالی هزینهٔ ارسال سیگنال‌های گمراه‌کننده را کاهش می‌دهد. مدیران می‌دانند که در شرایط بحرانی، توان بازار برای تشخیص کیفیت واقعی عملکرد محدودتر است؛ درنتیجه، 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 نشانهٔ 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). باتوجه‌به تفاسیر بیان شده، فرضیهٔ دوم به‌صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ دوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل‌کنندهٔ مثبت بر رابطهٔ بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است.

چارچوب نظری حاضر نشان می‌دهد که ارزش‌گذاری نادرست سهام نتیجهٔ 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., 2022; Barth et al, 2021; Francis et al., 2020) بر این نکته تأکید دارد که اثر ریسک بحران مالی بر قیمت سهام در همهٔ شرکت‌ها یکسان نیست. کیفیت گزارشگری مالی یکی از عوامل تمایزدهندهٔ اصلی است. شرکت‌هایی با مدیریت سود بالاتر، بیشتر در معرض ارزش‌گذاری نادرست سهام قرار دارند. این موضوع اهمیت نقش اقلام تعهدی را برجسته می‌سازد؛ ازاین‌رو، 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 نخستین‌بار مدیریت سود تعهدی نه صرفاً به‌عنوان یک متغیر توضیحی یا کنترلی، بلکه به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر در رابطهٔ 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 ارائهٔ 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 ــ رفتاری و حسابداری محسوب می‌شود. افزون بر این، انجام مطالعه در بستر بازار سرمایهٔ ایران، به‌عنوان بازاری با محدودیت‌های آربیتراژ، عدم‌تقارن اطلاعاتی بالا و حساسیت شدید به شوک‌های کلان به غنای بیرونی و کاربردی نتایج می‌افزاید. درمجموع، این پژوهش با توسعهٔ یک منطق نظری منسجم و آزمون تجربی آن، دانش موجود دربارهٔ تعامل ریسک‌های کلان و رفتارهای حسابداری در شکل‌گیری ارزش‌گذاری نادرست سهام را به‌طور معناداری گسترش می‌دهد. باتوجه‌به مبانی مطرح‌شده، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر

ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام و ارائهٔ تحلیل از نقش تعدیل‌کنندهٔ مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است. بر بنیاد مبانی نظری و تجربی مطرح‌شده، پرسش اصلی پژوهش چنین طرح می‌شود:

آیا با در نظر گرفتن اثر تعدیل‌کنندهٔ مدیریت سود، ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار است؟

مرور یکپارچهٔ مطالعات داخلی و خارجی نشان می‌دهد که بیشتر پژوهش‌ها، خطای قیمت‌گذاری سهام را یا از منظر رفتار سرمایه‌گذاران و معاملات نویزی یا از زاویهٔ پیچیدگی اطلاعاتی و ناهنجاری‌های حسابداری بررسی کرده‌اند. در مطالعات داخلی تمرکز عمدتاً بر نقش اقلام تعهدی، پیچیدگی اطلاعاتی و ناهنجاری‌های بازار در تضعیف کارایی قیمت‌ها بوده، اما این متغیرها غالباً به‌صورت مستقل و غیرتعاملی تحلیل شده است. در پیشینهٔ خارجی نیز اگرچه پژوهش‌هایی به ارتباط میان ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام یا نقش بالقوهٔ مدیریت سود اشاره کرده است، غالباً یا بر پیامدهای ارزش‌گذاری نادرست سهام تمرکز داشته یا مدیریت سود را صرفاً به‌عنوان یک متغیر توضیحی جانبی در نظر گرفته است؛ درنتیجه، خلأ اصلی ادبیات موجود، فقدان یک چارچوب منسجم است که ریسک بحران مالی، رفتار گزارشگری مدیریتی و ارزش‌گذاری نادرست سهام را به‌طور هم‌زمان و تعاملی تحلیل کند، به‌ویژه در بستر بازارهای نوظهور با عدم‌تقارن اطلاعاتی بالا. پژوهش حاضر این خلأ را با ارائهٔ رویکرد تلفیقی پر می‌کند و نشان می‌دهد که ریسک بحران مالی به‌عنوان یک ناهنجاری ریسک می‌تواند مستقیماً موجب تشدید ارزش‌گذاری نادرست سهام شود و این اثر در حضور مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی به‌طور معناداری تقویت می‌گردد. نوآوری اصلی پژوهش در آن است که مدیریت سود تعهدی نه به‌عنوان یک عامل مستقل، به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر مثبت در رابطهٔ میان ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام وارد مدل می‌شود و مکانیسمی روشن برای تبیین ناکارایی قیمت‌ها در شرایط بحران ارائه می‌دهد. آزمون این چارچوب در بورس اوراق بهادار تهران با ویژگی‌هایی نظیر محدودیت آربیتراژ و شفافیت اطلاعاتی پایین موجب می‌شود یافته‌های پژوهش علاوه‌بر پرکردن شکاف ادبیات داخلی، شواهد مکمل و معناداری برای ادبیات بین‌المللی در زمینهٔ بازارهای نوظهور فراهم آورد.

روش پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه‌وتحلیل اطلاعات از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌ها در نرم‌افزار اکسل مرتب و طبقه‌بندی و سپس با نرم‌افزار ایویوز و استاتا تجزیه‌وتحلیل شد. پس از اعمال محدودیت‌هایی همچون حذف شرکت‌هایی که تاریخ پایان سال مالی آنها با پایان اسفندماه هم‌زمان نبود و در دورهٔ زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ، بانک، بیمه، شرکت‌هایی که وقفهٔ معاملاتی بیش از سه ماه داشته‌اند و شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات بودند، از مجموعهٔ نمونه‌ها حذف شدند؛ بنابراین، جامعهٔ آماری پژوهش تعداد ۱۰۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه‌های مناسب برای انجام پژوهش در بازهٔ زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۱ انتخاب شدند. برای آزمون فرضیهٔ اول از مدل (۱) استفاده شده است. در این مدل درصورتی‌که ضریب β_1 معنادار باشد، فرضیهٔ اول تأیید می‌شود:

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 ارزش‌گذاری نادرست سهام[1] متغیر وابسته است که برای اندازه‌گیری این متغیر و به‌منظور مقایسهٔ نتایج از دو رویکرد استفاده شده است. رویکرد مبتنی بر اطلاعات حسابداری[2] و رویکرد مبتنی بر بازدهٔ سهام[3]. در رویکرد مبتنی بر

[1] MIS
[2] Mispricing
[3] Absalpha

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

رابطهٔ (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 $(MB_{j,t})$ میانهٔ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام صنعت است. در رویکرد مبتنی بر بازدهٔ سهام، قیمت‌گذاری نادرست سهام از قدرمطلق پسماند مدل (۲) استفاده شده است. در این مدل مقادیر بالاتر پسماند نشان‌دهندهٔ قیمت‌گذاری نادرست بالاتر است (Moradizaniani & Hajiannejad, 2022).

مدل (۲):

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 SMB_{\ i,t} + \beta_3 HML_{\ i,t} + e_{i,t}$$

$r_{i,t}$ بازدهٔ سهام شرکت؛ $r_{m,t}$ بازدهٔ بازار؛ $SMB_{i,t}$ عامل اندازه که برابر است با تفاوت بین بازدهٔ سهام شرکت‌های با اندازهٔ کوچک با شرکت‌های با اندازهٔ بزرگ؛ $HML_{i,t}$ 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.

رابطهٔ منفی بین ریسک بحران مالی و بازدهٔ سهام نشان‌دهندهٔ ناهنجاری ریسک بحران مالی[1] است؛ به‌عبارت‌دیگر برای محاسبهٔ ناهنجاری ریسک بحران مالی به پیروی از پژوهش آندریو و همکاران (Andreou et al., 2021) از ضریب تأثیرگذاری ریسک بحران مالی بر مازاد بازدهٔ سهام به شرح مدل (۳) استفاده شده است. درصورتی‌که علامت ضریب متغیر ریسک بحران مالی (β_1) منفی باشد، نشان‌دهندهٔ ناهنجاری ریسک بحران مالی است:

مدل (۳):

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_0 + \beta_1 DD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ بازدهٔ سهام شرکت، $R_{f,t}$ نرخ بازدهٔ بدون ریسک و $DD_{i,t}$ ریسک بحران مالی شرکت است. برای محاسبهٔ 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 نه‌تنها 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 بازدهٔ دارایی توجه می‌کند (Abinzano et al., 2013)؛ بر این اساس، در ابتدا ریسک نکول بدهی به‌صورت زیر محاسبه شده است:

رابطهٔ (۲):

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

$DD_{i,t}$ 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 ۵۰درصد بدهی‌های بلندمدت در نظر گرفته شده است)؛ D ارزش اسمی بدهی‌ها، AR_{t-1} بازدهٔ سالانهٔ سهام شرکت، T دورهٔ سررسید (که برابر با یک سال در نظر گرفته می‌شود) و σ_{BS} نوسان‌پذیری تقریبی ارزش شرکت است.

[1] DRA

برای محاسبهٔ نوسان‌پذیری تقریبی ارزش شرکت از رابطهٔ (۳) به شرح زیر استفاده شده است:

رابطهٔ (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 هرسهم در پایان سال مالی)، F_{it} ارزش اسمی بدهی‌های شرکت (مجموع بدهی کوتاه‌مدت و ۵۰درصد بدهی‌های بلندمدت) و σ_{Eit} نوسان‌پذیری بازدهٔ سهام شرکت که با استفاده از انحراف معیار بازدهٔ ماهانهٔ (دوازده ماه) سهام محاسبه شده است.

مطابق با پژوهش دیچو و همکاران (Dechow et al., 1995) از مدل تعدیل‌شدهٔ جونز (Jones, 1991) برای اندازه‌گیری مدیریت سود[1] استفاده شده است. در مدل (۴) قدرمطلق باقی‌ماندهٔ مدل نشان‌دهندهٔ 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 فعالیت‌های عملیاتی، $\Delta SALES_{it}$ تغییرات فروش سال جاری نسبت‌به فروش سال گذشته، PPE_{it} دارایی‌های ثابت مشهود شرکت و $ASSETS_{it-1}$ ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

متغیرهای کنترلی این پژوهش نیز شامل:

بتا[2]: در این پژوهش برای محاسبهٔ بتا از مدل فاما و فرنچ (Fama & French, 1992) یا همان مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به شرح مدل (۵) استفاده شده است. پس از برازش مدل، از مقادیر به‌دست‌آمده $\beta_{i,t}$ برای محاسبهٔ بتا استفاده شده است:

مدل (۵):

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

$R_{i,t}$ بازدهٔ سهام شرکت، $R_{f,t}$ نرخ بازدهٔ بدون ریسک، $R_{m,t}$ بازدهٔ پرتفوی بازار و $\beta_{i,t}$ بتای شرکت است. اندازهٔ شرکت[3] 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[4] 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[5] برابر است با نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها. مومنتوم[6] بازدهٔ تجمعی یک سهام در دورهٔ ۱۱ماهه است که یک ماه قبل از ماه تشکیل پرتفوی به پایان می‌رسد.

اهرم مالی[7]: برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها. مخارج سرمایه‌ای[8] برابر است با نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها. برای محاسبهٔ نقدشوندگی سهام[9] از معیار آمیهود به شرح رابطهٔ (۴) استفاده شده است. باتوجه‌به اینکه مقدار

---

[1] EM
[2] BETA
[3] SIZE
[4] BM
[5] Profitability
[6] MOM
[7] Leverage
[8] CapEx
[9] ILLIQ

بالاتر این معیار نشان‌دهندهٔ نقدشوندگی سهام کمتر و مقدار پایین‌تر این معیار نشان‌دهندهٔ نقدشوندگی سهام بالاتر است، بنابراین مقادیر به‌دست‌آمده از این معیار در منفی یک (۱-) ضرب شده است.

رابطهٔ (۴):

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

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

برای آزمون فرضیهٔ دوم از مدل (۶) استفاده شده است. در این مدل درصورتی‌که ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیهٔ دوم تأیید می‌شود:

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 ضربی ناهنجاری ریسک بحران مالی و مدیریت سود شرکت است.

یافته‌ها

در جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مدل ارائه شده است که شامل اطلاعاتی دربارهٔ میانگین، میانه، حداقل و حداکثر، چولگی و کشیدگی، و سایر شاخص‌های مرتبط است. این جدول تصویری کلی را از رفتار توزیع متغیرهای پژوهش در نمونهٔ آماری فراهم می‌سازد.

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 سه‌عاملی 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	۵۷/۳۲۲۰	۱/۵۵۹۸
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۵۷۶	۰/۰۲۶۷	۰/۸۱۴۶۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۸۲	۲۰/۰۰۱۸	۳/۵۱۳۱
ناهنجاری ریسک بحران مالی	-۰/۰۸۹۶	-۰/۰۶۰۴	۰/۳۸۴۹۱	-۰/۵۴۸۵	۰/۱۵۱۴	۴/۱۳۱۲	-۰/۶۰۲۲
مدیریت سود	۰/۱۸۵۹	۰/۱۱۰۵	۵/۹۹۶۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۴۸	۱۳۵/۷۰۰۱	۹/۶۸۹۶
نقدشوندگی سهام	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	-۰/۰۴۷۲	۰/۰۰۱۴	۸۸۸/۹۱۱۴	-۲۸/۰۹۳۲
اهرم مالی	۰/۷۲۸۸	۰/۶۱۷۵	۰/۹۹۶۷	۰/۰۳۱۴	۰/۵۸۴۳	۲۰/۱۵۱۸	۳/۷۰۲۰
ارزش‌گذاری نادرست سهام	۰/۷۰۳۷	۰/۴۷۳۹	۵/۰۴۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۷۵۶۶	۸/۸۷۱۲	۲/۰۷۲۵
مومنتوم شرکت	۰/۵۶۸۴	۰/۳۹۶۹	۳/۳۵۶۶	-۰/۴۰۱۲	۰/۶۴۱۴	۴/۵۶۶۶	۱/۲۵۵۳
سودآوری	۰/۱۲۷۵	۰/۱۰۷۴	۰/۸۴۲۲	-۰/۷۸۰۹	۰/۱۶۷۴	۵/۳۲۷۷	-۰/۱۷۳۶
اندازهٔ شرکت	۱۴/۶۵۷۴	۱۴/۴۴۵۲	۲۱/۹۷۳۶	۹/۵۴۳۲	۲/۰۴۲۴	۲/۶۸۱۴	۰/۱۳۱۸

مقدار میانگین برای متغیرهای «قدر مطلق ارزش مدل سه‌عاملی بازار» و «ارزش‌گذاری نادرست سهام» به‌ترتیب 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 به‌ترتیب 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 به‌منظور 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 به‌کار 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 مواجه نیستند؛ افزون بر این، به‌منظور ارزیابی ناهسانی واریانس، آزمون والد استفاده شد که نتایج آن حاکی از وجود ناهمسانی در واریانس باقی‌ملنده‌ها بود؛ بر این اساس، برای رفع این اختلال و افزایش دقت برآوردها، رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته[1] برای برازش نهایی مدل‌ها به کار گرفته شد.

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

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیهٔ 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 تعدیل‌شده		۰/۲۷۲۲	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰

براساس نتایج مندرج در جدول (۲)، فرضیهٔ اول تأیید می‌شود. متغیر ناهنجاری ریسک بحران مالی[2] دارای ضریب مثبت برابر با ۰/۲۵۱۲ و آمارهٔ 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 ارزش‌گذاری نادرست سهام ازنظر آماری در سطح اطمینان ۹۹درصد معنادار بوده و افزایش ناهنجاری ریسک بحران مالی به افزایش معنادار ارزش‌گذاری نادرست سهام منجر شده است؛ بنابراین، شواهد تجربی

[1] GLS
[2] DRA

حاصل از مدل برآوردی از فرضیهٔ اول مبنی بر وجود رابطهٔ مثبت و معنادار بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام در بورس اوراق بهادار تهران حمایت می‌کند؛ علاوه‌براین، معناداری آمارهٔ اف و مقدار بالای آن (۲۳/۷۲۴۷) همراه با احتمال صفر، نشان‌دهندهٔ برازش مناسب مدل رگرسیونی است و ضریب تعیین تعدیل‌شده ۰/۲۷۲ نیز بیانگر آن است که حدود ۲۷درصد از تغییرات ارزش‌گذاری نادرست سهام توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود که از قدرت توضیحی قابل‌قبول مدل حکایت دارد.

فرضیهٔ دوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل‌کنندهٔ مثبت بر رابطه بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام است. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیهٔ 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-	۰/۰۰۰۶
C	۲/۶۱۰۱	۰/۳۷۱۰	۷/۰۳۵۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۹۱۱	آماره اف	۲۲/۱۵۸۳
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۲۷۷۹	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰

براساس نتایج ارائه‌شده در جدول (۳)، فرضیهٔ دوم پژوهش به‌طور معنادار تأیید می‌شود. همان‌گونه 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 آمارهٔ تی معادل ۲/۴۳۵۶ است که مقدار احتمال متناظر با آن ۰/۰۱۵۰ است. ازآنجاکه مقدار احتمال این متغیر کمتر از سطح خطای ۹۹درصد است، می‌توان نتیجه گرفت که اثر متغیر تعاملی ازنظر آماری معنادار بوده و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی نقش تعدیل‌کنندهٔ مثبت (تشدیدکننده) در رابطهٔ بین ناهنجاری ریسک بحران مالی و ارزش‌گذاری نادرست سهام ایفا می‌کند؛ بنابراین، شواهد تجربی حاصل از مدل برآوردی به‌روشنی از فرضیهٔ دوم مبنی بر تقویت اثر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در حضور سطوح بالاتر مدیریت سود تعهدی حمایت می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج فرضیهٔ اول نشان می‌دهد که ناهنجاری ریسک بحران مالی اثر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد و بدین‌ترتیب این فرضیه تأیید می‌شود. افزایش احتمال بروز بحران‌های مالی با تشدید عدم‌اطمینان 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 درنتیجه 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 سرمایهٔ 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 عدم‌تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران تشدید می‌شود که این امر به شکل‌گیری برداشت‌های نادرست از ارزش واقعی شرکت‌ها دامن می‌زند؛ درنتیجه، ترکیب نااطمینانی اقتصادی، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران و محدودیت‌های ساختاری بازار، زمینهٔ تقویت ارزش‌گذاری 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 فرضیهٔ دوم نشان می‌دهد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اثر ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام را تقویت می‌کند و بدین‌ترتیب فرضیهٔ مدنظر تأیید می‌شود. در دوره‌هایی که ریسک بحران مالی افزایش می‌یابد، سطح عدم‌اطمینان سرمایه‌گذاران به آیندهٔ اقتصاد و عملکرد شرکت‌ها بیشتر می‌شود و اتکای آنان به اطلاعات حسابداری گزارش‌شده افزایش می‌یابد. بهره‌گیری مدیران از اقلام تعهدی اختیاری در چنین شرایطی موجب می‌شود سود گزارش‌شده از واقعیت اقتصادی شرکت فاصله بگیرد و کیفیت اطلاعات مالی کاهش یابد؛ وضعیتی که توان سرمایه‌گذاران را در تشخیص ارزش ذاتی تضعیف کرده و زمینهٔ 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 ایجادشده به‌سرعت تعدیل نمی‌شود و در بسیاری موارد تداوم می‌یابد. ویژگی‌های ساختاری بازار سرمایهٔ ایران، ازجمله 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 تحریف‌شده شکل گیرد. از این منظر، مدیریت سود تعهدی با تشدید عدم‌تقارن اطلاعاتی و تضعیف فرایند کشف قیمت، نقش یک عامل تقویت‌کننده در اثرگذاری ناهنجاری ریسک بحران مالی بر ارزش‌گذاری 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 فرضیهٔ اول نشان می‌دهد که افزایش ناهنجاری ریسک بحران مالی می‌تواند به‌طورمستقیم موجب انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی شود و ازاین‌رو، توجه به این ریسک برای تمامی فعالان بازار سرمایه ضروری است. این نتیجه برای سرمایه‌گذاران حاکی‌ازآن 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 ارزش‌گذاری مدنظر قرار گیرد. برای مدیران شرکت‌ها، این یافته تأکید می‌کند که محیط‌های پرریسک می‌تواند برداشت بازار را از ارزش شرکت مخدوش سازد و درنتیجه، شفافیت اطلاعاتی و افشای به‌موقع و قابل‌اتکا 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 ارزش‌گذاری 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.

فرضیهٔ دوم پژوهش نشان داد مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی دارای اثر تعدیل‌کنندهٔ مثبت بر رابطهٔ 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 هشداری جدی است که در شرایط پرریسک 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 توسعهٔ 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 تحت‌تأثیر قرار دهد. بررسی هم‌زمان ریسک‌های کلان اقتصادی و رفتارهای فرصت‌طلبانهٔ مدیریتی نیز می‌تواند درک دقیق‌تری از چگونگی اثرگذاری این عوامل بر کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه فراهم سازد؛ علاوه‌براین، تحلیل نقش عدم‌تقارن اطلاعاتی در تشدید اثر شوک‌های مالی بر انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی می‌تواند ابعاد جدیدی از سازوکارهای شکل‌گیری خطاهای قیمتی را آشکار کند. مطالعهٔ تعامل مدیریت سود و عدم‌اطمینان 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 زمینهٔ شناخت دقیق‌تر تفاوت‌های ساختاری این بازارها با بازارهای توسعه‌یافته و پیامدهای آن را بر فرایند کشف قیمت فراهم آورد.

باتوجه‌به دامنهٔ زمانی پژوهش، یکی از محدودیت‌های اصلی پژوهش به بازهٔ 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 بازتاب‌دهندهٔ شرایط اقتصادی، مالی و نهادی حاکم بر بازار سرمایهٔ 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 دورهٔ 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 مورداستفاده از بابت تورم تعدیل نشده است؛ درنتیجه، 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 قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه با تاکید بر نقش اطلاعات حسابداری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۲(۲)، ۱۷۵-۲۱۴.
https://www.doi.org/10.22051/JERA.2021.32655.2716

حیدری، حمیدرضا، و فرزانگان، الهام (۱۴۰۲). بررسی تأثیر محدودیت‌های آربیتراژ و آربیتراژ نامتقارن بر صرف بازدهٔ نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۶(۱)، ۱۳۸-۱۲۵.

خدادادی موسیری، امید، و طاهری‌نیا، مسعود (۱۴۰۴) *تأثیر مدیریت سود بر رابطه بین توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. دومین کنفرانس بین‌المللی جهش علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ساری.

رضوی خسروشاهی، سیدمهدی، برادران حسن‌زاده، رسول، و زینالی، مهدی (۱۴۰۱). تأثیر مؤلفه‌های پیچیدگی اطلاعاتی، عملیاتی و راهبری شرکت بر قیمت‌گذاری 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 عدم‌قطعیت سرمایه‌گذاران سهام براساس عدم‌اطمینان عوامل کلان اقتصادی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۶(۶۳)، ۱۰۰-۸۵.

شجاعی، مرضیه، و عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید (۱۴۰۲). تحلیل آناتومیک معاملات نویزی و خطای قیمت‌گذاری. *قضاوت و تصمیم‌گیری 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 قیمت‌گذاری نادرست: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۴)، ۱۰۰-۷۹.

صادقی لفمجانی، محمدعلی، و رمضانی، جواد (۱۴۰۱). تأثیر ساختار مالکیت و تغییر استراتژی بر نوسانات قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کارایی اطلاعات و افق‌های سرمایه‌گذاری. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴۲)، ۷۳- ۹۲.

عرب‌زاده، میثم، فروغی، داریوش، و امیری، هادی (۱۳۹۷). تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری چندعاملی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۳)، ۳۰۵-۳۲۶.
https://doi.org/10.22059/frj.2018.261339.1006690

قرچه‌مقدم، آذر، و همتی، داود (۱۴۰۰). بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر رابطه بین باورهای ناهمگن سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۴۸)، ۱۱۳-۱۲۵.

کیامهر، علی، جنانی، محمدحسن، و همت‌فر، محمود (۱۳۹۹). تبیین نقش ناهنجاری‌های بازار سهام در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۴(۵۳)، ۱۹۳-۲۱۲.

محبوبی، هادی، دامن‌کشیده، مرجان، مومنی، هوشنگ، و شهریار نصابیان، وصالیان (۱۴۰۲). تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر نوسانات بازده سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۵(۵۹)، ۱۹۹-۲۱۸.
https://www.doi.org/10.30495/faar.2023.705564

مرادی زانیانی، امیر، و حاجیان‌نژاد، امین (۱۴۰۱). بررسی تأثیر قیمت‌گذاری 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., Cordoni, F., Livieri, G., & Marmi, S. (2023). Uncertainty in firm valuation and a cross-sectional misevaluation 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/sifrwp/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 &Amp; 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