



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دوازدهم، شماره چهل و هفتم، زمستان ۱۴۰۳

صفحات ۹۶-۶۷



مقاله پژوهشی

ریسک درماندگی و بازده سهام: نقش تعدیل‌گری قیمت‌گذاری اشتباه سهام<sup>۱</sup>

مرضیه حسین‌زاده<sup>۲</sup>، غلامرضا منصورفر<sup>۳</sup>، فرزاد غیور<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۲۵

### چکیده

مدیر رابطه منفی ریسک درماندگی و بازده سهام به عنوان ناهنجاری ریسک درماندگی شناخته شده و پژوهش‌های اخیر یکی از عوامل ایجاد کننده این ناهنجاری را قیمت‌گذاری اشتباه سهام می‌دانند. به همین منظور هدف پژوهش حاضر در وهله اول بررسی تاثیر ریسک درماندگی بر بازده سهام به منظور شناسایی ناهنجاری ریسک درماندگی بوده و در مرحله بعد، پژوهش حاضر اثر تعدیلی قیمت‌گذاری اشتباه سهام را بر رابطه بین ریسک درماندگی و بازده سهام، بررسی می‌کند. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، تعداد ۱۰۶ شرکت در طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۱ به عنوان نمونه منتخب انتخاب شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌های آن از الگوی رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های پنل استفاده شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که ریسک درماندگی مالی بر بازده سهام تاثیر منفی و معنی‌دار داشته اما اثر تعدیلی قیمت‌گذاری اشتباه بر رابطه منفی بین ریسک درماندگی مالی و بازده سهام مورد تایید قرار نگرفته است. به عبارت دیگر، بر اساس نتایج پژوهش که اثرگذاری منفی ریسک درماندگی بر بازده سهام، وابسته به قیمت‌گذاری اشتباه سهام نمی‌باشد.

**واژگان کلیدی:** بازده سهام، ریسک درماندگی، ناهنجاری ریسک درماندگی، قیمت‌گذاری اشتباه سهام.

**طبقه‌بندی موضوعی:** E22, E42, G12

۱. کد doi مقاله: 10.22051/JFM.2024.46680.2913

۲. کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.

Email: marziyeh.hosseinzade24@gmail.com

۳. دانشیار، گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. (نویسنده

مسئول). Email: g.mansourfar@urmia.ac.ir

۴. استادیار، گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. Email: F.ghayour@urmia.ac.ir

## مقدمه

بررسی رابطه بین ریسک درماندگی و بازده سهام، موضوع مهمی است که در سال‌های اخیر توجه پژوهشگران مختلف را به خود جلب نموده است. به طوری که اکثر پژوهش‌های انجام شده در این زمینه بیانگر آن است که شرکت‌هایی با درماندگی مالی بالا، دارای بازده کمتری هستند که به آن "معمای ریسک درماندگی مالی" گفته می‌شود (لمبرتیدیس<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲ و جورج و وانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). رابطه بین ریسک درماندگی و بازده سهام به عنوان یک معما مطرح بوده، به دلیل اینکه شدت بالای درماندگی مالی نشان می‌دهد که شرکت برای صدور اوراق بدهی با ریسک کم توانایی خود را از دست داده و چنین شرکت‌هایی باید جزو شرکت‌هایی طبقه‌بندی شوند که حقوق صاحبان سهام آن به طور قابل توجهی در معرض ریسک قرار دارد (ایسدوفر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹ و جورج و وانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹). این معمای ریسک درماندگی مالی به یک اثر مقطعی گیج‌کننده اشاره دارد که به آن اختلال و یا ناهنجاری ریسک درماندگی مالی گفته می‌شود. ناهنجاری در لغت به معنای انحراف از قواعد رایج (هورنبی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵) بوده و در حوزه مالی به الگویی در متوسط بازده سهام اطلاق شده که با مدل‌های مرسوم در ادبیات قیمت‌گذاری دارایی‌ها سازگاری ندارد (سدربرگ و دوهرتی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵)، به طوری که در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی منطبق بر نظریه مدرن سبد سرمایه‌گذاری، پاداشی برای پذیرش ریسک‌هایی که منشأ آن ریسک سیستماتیک نیست، در نظر گرفته نشده و بازده مورد انتظار صرفاً با ریسک سیستماتیک ارتباط دارد. با این حال مدل مذکور تمام بازده سهام و تغییرات آن را توضیح نمی‌دهد و این موضوع ضمن اینکه زمینه تلاش پژوهشگران برای ارائه مدل‌های کارا تر را فراهم نموده، دستمایه تلاش پژوهشگران برای بررسی عوامل مؤثر بر بازده در قالب ناهنجاری‌ها شده است (جعفری و همکاران، ۱۴۰۰).

در شرایط ناهنجاری ریسک درماندگی مالی، اوراق بهادار با ریسک اعتباری بالا، بازده غیرعادی پایینی را دریافت می‌کنند، حتی زمانی که به طور قابل توجهی از اوراق بهادار با ریسک اعتباری کم، ریسک بیشتری دارند. این پارادایم اساسی ریسک-بازده در امور مالی یک چالش اساسی را بیان می‌کند (اندربو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). با این حال، هنوز تصویری متناقض در مورد ماهیت ریسک مالی و ارزش آن برای بازده سهام وجود دارد. بنابراین ارزیابی رابطه بین درماندگی مالی شرکت‌ها و بازده و عامل ایجاد کننده این ناهنجاری از اهمیت بسیاری برخوردار می‌گردد. برای درک بهتر موضوع ناهنجاری ریسک درماندگی مالی و رسیدن به سوال پژوهش حاضر، می‌توان مطالب را کمی بیشتر بسط داد.

1. Lambertides
2. George and Wang
3. Eisdoffer et al
4. Hornby
5. Cederburg & Doherty
6. Andrew et al



زمانی که شرکتی دچار درماندگی مالی می‌شود، این‌گونه شرکت‌ها در صورت مواجهه با کمبود نقدینگی یا انباشت بدهی در ترازنامه خود، پیامدهای یکسانی را تجربه می‌کنند. این وضعیت به معنای عدم کفایت جریان نقدی برای ایفای تعهدات مالی است و شرکت‌ها را مجبور به مذاکره با اعتباردهندگان برای به تعویق انداختن بازپرداخت بدهی‌ها می‌کند. (اندراده و کاپلان<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). این مذاکرات بخشی از تلاش شرکت برای رهایی از مشکلات مالی و بازسازی ساختار مالی خود است. موفقیت در این مذاکرات به قدرت چانه‌زنی شرکت بستگی دارد (اوتوچوا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). زمانی که شرکتی درگیر مشکلات مالی می‌شود، معمای پیچیده‌ای پیش روی خود می‌بیند. از یک سو نیازمند افزایش سرمایه برای تأمین مالی فرایند بازسازی است، اما از سوی دیگر، ریسک عدم ایفای تعهدات مالی در چنین شرکت‌هایی بسیار بالاست. این شرایط باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران کمی حاضر به پذیرش این ریسک شوند، به ویژه زمانی که راه‌حل‌های مالی ارائه شده، پایداری لازم برای حل مشکلات بلندمدت را ارائه نکنند. (براون و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۳).

به طور کلی، رابطه درماندگی-بازدهی منفی شایع‌تر بوده (اندریو و همکاران، ۲۰۲۱) و اکثر مطالعات ناهنجاری را به قیمت‌گذاری اشتباه سهام نسبت می‌دهند. ایسدوفر و همکاران (۲۰۱۹) شواهدی از رابطه بین ریسک نکول و ارزیابی اشتباه ارائه می‌دهند. مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که ارزش‌گذاری نادرست سهام با ناتوانی سرمایه‌گذاران در گنجاندن مناسب ارزش گزینه نکول در قیمت‌های سهام مرتبط است. برخی مطالعات دیگر به طور ضمنی قیمت‌گذاری نادرست را با درماندگی مرتبط می‌دانند. برای مثال، گائو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) قیمت‌گذاری نادرست را با ریسک درماندگی از طریق واکنش ناکافی سرمایه‌گذاران به اخبار بد اخیر در مورد سهام بسیار پرمخاطره مرتبط می‌کنند. با توسعه دو شاخص از اخبار بد دریافت قیمت‌گذاری نادرست سهام (نسبی) به دلیل واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، آنها نشان می‌دهند که واکنش کم سرمایه‌گذاران به اخبار بد اخیر، شرکت‌های درمانده را به طور موقت به سطوح نامناسب (بیش از حد ارزش‌گذاری شده) سوق می‌دهد. از منظری دیگر، جانسون<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) از پراکندگی تحلیلگران به عنوان نماینده برای قیمت‌گذاری اشتباه استفاده می‌کند و استدلال می‌کند که رابطه منفی بین پراکندگی تحلیلگران و بازده زمانی که شرکت‌ها دارای سطوح بالایی از بدهی هستند، آشکارتر است، در حالی که کمپبل و همکاران (۲۰۰۸)، در میان دیگران، نشان می‌دهند که اهرم شرکت‌ها عامل تعیین‌کننده مهمی در درماندگی مالی است.

ناهنجاری ریسک درماندگی مالی از جمله موضوعات بحث‌برانگیز در حوزه مالی است. طبق نظریه معمول ریسک-بازده، با افزایش ریسک، بازده انتظاری نیز باید افزایش یابد تا سرمایه‌گذاران تمایل به پذیرش آن ریسک را داشته باشند. اما مطالعات زیادی رابطه منفی میان ریسک درماندگی و بازده سهام را نشان می‌دهند که به آن «ناهنجاری ریسک درماندگی» معروف است. این یافته تناقضی ظاهری با نظریه مزبور دارد. پژوهش‌های متعددی

1. Andrade and Kaplan
2. Otocheva
3. Brown et al
4. Gao et al.
5. Johnson



دلایل احتمالی این ناهنجاری را بررسی کرده‌اند که از جمله مهم‌ترین آنها قیمت‌گذاری اشتباه سهام شرکت‌هاست. با این حال شواهدی مبنی بر اثر تعدیل‌گری قیمت‌گذاری اشتباه در این رابطه وجود ندارد. لذا مسئله اصلی پژوهش حاضر بررسی آیا قیمت‌گذاری اشتباه می‌تواند به عنوان عاملی در توضیح ناهنجاری ریسک درماندگی مورد قبول باشد یا خیر؟ آیا اثر منفی ریسک درماندگی وابسته به قیمت‌گذاری اشتباه است؟

یکی از موارد ضرورت بررسی ناهنجاری ریسک درماندگی مالی و عامل‌های ایجاد آن، تأثیر آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. بر اساس نظریه ریسک-بازده، سرمایه‌گذاران در صورت درک درست از ریسک‌ها، باید انتظار بازده بیشتری از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای ریسک بالاتر داشته باشند. اما وقوع ناهنجاری ریسک درماندگی و ارتباط منفی آن با بازده، می‌تواند سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها منصرف کند. بنابراین شناخت دقیق علل این ناهنجاری و نقش عواملی مانند قیمت‌گذاری اشتباه، می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند. علاوه بر این، شناخت عوامل این ناهنجاری برای مدیران شرکت‌ها، سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی بازار سرمایه نیز اهمیت دارد تا بتوانند با اقدامات مناسب شرایط مساعدتری را برای عملکرد صحیح بازار فراهم آورند.

یکی دیگر از اهمیت‌های بررسی ناهنجاری ریسک درماندگی مالی، تأثیر آن بر کارایی بازار سرمایه است. طبق نظریه بازارهای کارا، قیمت‌ها باید تمام اطلاعات موجود را منعکس کند تا سرمایه‌گذاران تصمیم‌های منطقی و بهینه‌ای اتخاذ کنند. اما وقوع ناهنجاری مورد مطالعه می‌تواند قیمت‌گذاری کارآمد را تحت تأثیر قرار دهد و به کارایی بازار آسیب بزند. همچنین شناخت دقیق علل ایجاد این ناهنجاری می‌تواند به سازمان بورس و سایر نهادهای مرتبط کمک کند تا با اقدامات مناسب کیفیت اطلاعات و شفافیت بیشتری را در بازار ایجاد کنند. علاوه بر این، بررسی عوامل این ناهنجاری برای محققان نیز اهمیت دارد تا بتوانند مدل‌ها و الگوهای کارآمدتری را برای تبیین رفتار بازار ارائه دهند و زمینه‌ساز تکامل تئوری‌های مالی باشند.

یکی دیگر از دلایل ضروری انجام این پژوهش، کمبود پژوهش مستقیم و آزمایشی در خصوص نقش قیمت‌گذاری اشتباه سهام در بازار سرمایه ایران است. با وجود اینکه تعدادی از مطالعات خارجی قیمت‌گذاری اشتباه را درگیر ناهنجاری ریسک درماندگی دانسته‌اند، در بازار سرمایه ایران تاکنون پژوهش جامع و تجربی‌ای به منظور بررسی مستقیم اثر تعدیل‌گری قیمت‌گذاری اشتباه بر رابطه موردنظر انجام نشده است. علاوه بر این، طبیعت خاص بازار مالی ایران به دلیل شرایط متفاوت اقتصادی، فرهنگی و نهادی نسبت به بازارهای پیشرفته ممکن است نتایج متفاوتی را نشان دهد. لذا بررسی این مسئله بر اساس داده‌های واقعی بازار بورس ایران، می‌تواند دیدگاه جدیدی را در خصوص نقش قیمت‌گذاری اشتباه ارائه دهد.

یکی از نوآوری‌های مهم این پژوهش نسبت به پژوهش‌های پیشین، استفاده از شاخص‌های مستقیم و دقیق‌تر قیمت‌گذاری اشتباه برای تحلیل اثر تعدیل‌گری آن است. در حالی که بسیاری از مطالعات قبلی به طور غیرمستقیم از متغیرهایی مانند پراکندگی تحلیل‌گران یا نرخ سود استفاده کرده‌اند، این مطالعه برای اندازه‌گیری مستقیم قیمت‌گذاری اشتباه از شاخص<sup>1</sup> MTB که نسبت قیمت بازار به ارزش ذاتی را

اندازه‌گیری می‌کند، استفاده خواهد کرد. در نتیجه انتظار می‌رود نتایج حاصل از این روش اندازه‌گیری مستقیم‌تر بتواند روشن‌تر موضع‌گیری کند.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

#### مفهوم بازده سهام

سرمایه‌گذاران همواره در پی حداکثر کردن بازده مورد انتظار خود هستند و بازده، نیروی محرکه‌ای است که انگیزه سرمایه‌گذاری را ایجاد می‌کند و پاداشی برای تلاش‌های آنان محسوب می‌شود. تهرانی و نوربخش (۱۳۸۲) بر این باورند که بازده سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و اغلب، تلاش آنان در این حوزه با هدف کسب بازده صورت می‌گیرد. همانطور که هوانگ و سانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) اشاره کرده‌اند، ارزیابی بازده، پیش از ارزیابی ریسک، تنها راه منطقی برای مقایسه فرصت‌های سرمایه‌گذاری جایگزین است. برای درک بهتر عملکرد سرمایه‌گذاری، اندازه‌گیری بازده واقعی گذشته ضروری است، چرا که این اطلاعات نقش مهمی در پیش‌بینی بازده‌های آتی ایفا می‌کند. این بدین معناست که سرمایه‌گذاران علاقمند به کاهش ریسک اولیه هستند، اما بازده همچنان نیروی محرکه اصلی باقی می‌ماند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۱).

#### ریسک درماندگی مالی

ریسک درماندگی مالی شرکت‌ها به دلیل تاثیر آن بر بازده سرمایه و تصمیمات ذینفعان موضوع مهمی در مباحث مالی می‌باشد (لودو<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). بنگاه‌های اقتصادی از جمله شرکتهای دارای سهام در برابر مشکلات مالی آسیب پذیر هستند و ممکن است دچار درماندگی مالی یا مشکل عدم بازپرداخت تعهدات مالی بشوند به عقیده چن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳)، ریسک درماندگی مالی زمانی اتفاق می‌افتد که شرکت‌ها نتوانند از وجوه موجود برای پوشش هزینه‌ها و بدهی‌های ناشی از تولید و عملیات استفاده کنند به عنوان مثال یک شرکت زمانی که نه کمک‌های دولتی و نه رهن‌دارایی‌ها اجازه پوشش زیان را به آن نمی‌دهند در وضعیت ریسک درماندگی مالی قرار می‌گیرد (چن و همکاران، ۲۰۲۳).

اهمیت درماندگی مالی در این است که عوارض و آثار منفی آن نه تنها بر تجارت و شرکت درمانده تأثیر می‌گذارد بلکه بسته به حیطة کاری این تجارت یا شرکت، اشخاص ثالث و طلبکاران و طرفین معامله با شرکت نیز درگیر آن می‌شوند. گاهاً اگر فعالیت شرکت گسترش یابد، منجر به ناتوانی مالی و بیکاری کارگران و کارکنان آن‌ها شده و این امر عواقب ناگواری را برای اقتصاد کشور به دنبال دارد (شقایق نژاد، ۱۳۷۲). مسئله درماندگی مالی و کسب و کارهای ناموفق همیشه مشکلی است که قابل تامل است. با توجه به اهمیت این موضوع، متفکران حسابداری و مالی در سراسر جهان پژوهش‌های زیادی در این زمینه انجام

1. Huang and Song
2. Ludo
3. Chen et al.

داده‌اند. وضعیت نامناسب مالی شرکت برای اقسار مختلف جامعه و به ویژه سرمایه‌گذاران مشکل ساز است. ارائه تعریف دقیق از گروه‌های درگیر در معضل درماندگی مالی بسیار دشوار است، اما می‌توان تأیید کرد که مدیران، سرمایه‌گذاران، طلبکاران و نهادهای قضایی بیش از سایرین تحت تأثیر پدیده درماندگی مالی قرار دارند. بنابراین، آگاهی سرمایه‌گذاران از ریسک ناتوانی مالی بسیار مهم است زیرا نه تنها ریسک از دست دادن سرمایه آن‌ها به حداقل می‌رسد، بلکه به عنوان ابزاری برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز استفاده می‌شود. اگر مدیریت به موقع از خطر ناتوانی مالی آگاه باشد، می‌تواند اقدامات پیشگیرانه‌های را برای جلوگیری از ناتوانی مالی انجام دهد، زیرا ناتوانی مالی هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی سنگینی را بر جامعه تحمیل می‌کند و از دیدگاه کلان نیز حائز اهمیت است. زیرا سود از دست رفته در یک واحد اقتصادی بحران زده می‌تواند به فرصت‌های سودآور دیگر تخصیص یابد (سعیدی و آقایی، ۱۳۸۷).

ناتوانی شرکت‌ها عموماً بر نقدینگی بازار سرمایه و توسعه اقتصاد تأثیر می‌گذارد. در مواقع درماندگی، بانک‌ها معمولاً وام‌های کسب و کارهای درمانده را قطع می‌کنند و در ازای وام‌هایی که به کسب و کارهای درمانده می‌دهند، نرخ بهره بالاتری برای جبران ریسک اضافی دریافت می‌کنند. به همین ترتیب، موسسات سرمایه‌گذاری مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه خرید سهام خود را کاهش داده و تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و خرید اوراق از بانک‌ها یا بازارهای مشابه دارند. همه اینها باعث کاهش وجه نقد در بازار سرمایه، افزایش هزینه سرمایه برای شرکت‌ها و کاهش رشد اقتصادی می‌شود (نیکبخت و شریفی، ۱۳۸۸).

ریسک درماندگی مالی به معنای احتمال عدم پرداخت بدهی‌های یک شرکت یا شخص حقوقی است. به طور کلی، درماندگی مالی به دلیل عدم توانایی شرکت یا شخص حقوقی در پرداخت بدهی‌های خود به زمان، میتواند رخ دهد. این امر می‌تواند به نوعی باعث افت قیمت سهام یا افزایش نرخ بهای اوراق قرضه شود و پذیرفتن این ریسک برای سرمایه‌گذاران باعث افزایش بازده سرمایه شده در صورت موفقیت شرکت یا شخص حقوقی می‌شود. در مورد خلق نقدینگی، گاهی اوقات گفته می‌شود که این امر به معنای تبدیل دارایی‌های غیرنقدی به نقدینگی است. به عنوان مثال، فروش دارایی‌های سرمایه‌ای همچون سهام، اوراق قرضه، املاک و مستغلات و غیره با هدف تبدیل آنها به پول نقد است. این کار به منظور افزایش نقدینگی شرکت یا شخص حقوقی به منظور پرداخت بدهی‌ها، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیگر یا تأمین هزینه‌های روزانه استفاده می‌شود. مهم است که در هر دو مورد، ریسک‌هایی مانند عدم پرداخت بدهی‌ها و عدم موفقیت در خلق نقدینگی وجود دارد. برای کاهش این ریسک‌ها، شرکت‌ها و شخصیت‌های حقوقی می‌توانند به استفاده از روش‌های مدیریت ریسک، مانند تنوع سرمایه‌گذاری، بودجه‌ریزی موثر، تحلیل و ارزیابی دقیق قبل از سرمایه‌گذاری و غیره روی بیاورند.

خلق نقدینگی از طریق درآمد و فروش کالاها و خدمات، یکی از روش‌های اصلی تأمین نقدینگی شرکت‌ها و شخصیت‌های حقوقی است. با این حال، در صورتی که درآمد و فروش کافی به دست نیاید، ممکن است شرکت یا شخص حقوقی نتواند بدهی‌های خود را به موقع پرداخت کند و در معرض ریسک درماندگی مالی قرار گیرد. به علاوه، اگر شرکت یا شخص حقوقی به دلیل دشواری در فروش کالاها و



خدمات، نتواند به موقع نقدینگی لازم را تأمین کند، ممکن است برای تأمین نیازهای روزانه، به تسهیلات بانکی وام بگیرد. این نیز می‌تواند به معنای افزایش ریسک درماندگی مالی باشد.

بنابراین، برای جلوگیری از ریسک درماندگی مالی، شرکت‌ها و شخصیت‌های حقوقی باید توانایی خلق نقدینگی خود را به طور موثری مدیریت کنند. برای این منظور، آنها می‌توانند از روش‌هایی مانند تنوع سرمایه‌گذاری، بودجه‌ریزی موثر، تحلیل و ارزیابی دقیق قبل از سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه‌های غیرضروری، افزایش فروش و درآمد، بهبود روند نقدینگی و تسهیل دریافت بدهی‌ها و مدیریت بهینه یکپارچه دارایی‌های شرکت و غیره استفاده کنند. با این کار، آنها می‌توانند ریسک درماندگی مالی را به حداقل رسانده و عملکرد مالی بهتری داشته باشند.

### قیمت‌گذاری نادرست سهام

قیمت‌گذاری نادرست سهام به شرایطی نسبت داده می‌شود که در آن قیمت سهام شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه، با قیمت ذاتی آنها متفاوت است. قیمت‌گذاری نادرست سهام از ضعف‌های بازار سرمایه نشات می‌گیرد. از مصادیق عمده بازار ناقص می‌توان به اثر رفتاری سرمایه‌گذاران و عدم کیفیت و عدم تقارن اطلاعاتی اشاره کرد که از عوامل اساسی قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه است. جنسن<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) چنین استدلال می‌کند که قیمت‌گذاری نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌تواند باعث مشکلات نمایندگی برای شرکت‌ها شود، به گونه‌ای که مدیران شرکت‌ها، هنگامی که سهام آنها در بازار سرمایه قیمت‌گذاری بیشتر از واقعیت می‌شوند مدیران شرکت‌ها برای حفظ قیمت سهام در بازار سرمایه دست به اقداماتی می‌زنند. آنها یا سود را مدیریت می‌کنند یا سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهند، این رویداد اغلب در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی رخ میدهد. مدیران به دلیل ترس از دست دادن شغل و پاداش خود، مخالف قیمت پایین سهام شرکت هستند. به همین دلیل، آنها ترجیح می‌دهند قیمت سهام شرکت را در سطح بالایی حفظ کنند، حتی اگر این قیمت حبابی و غیرواقعی باشد (جنسن، ۲۰۰۵).

بورس اوراق بهادار حجم سرمایه‌گذاری در جامعه را با جذب و به کارگیری سرمایه‌های راكد بالا برده، ارتباط میان عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان را برقرار نموده، معاملات بازار سرمایه را تنظیم و به تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی کمک می‌کند. در شرایطی که رونق اقتصادی وجود دارد سرمایه‌گذاران انتظار افزایش سود سهام و به دنبال آن افزایش سود تقسیمی را دارند. همچنین در صورت یکسان بودن شرایط نیز انتظار افزایش قیمت سهام را دارند. بر این اساس قیمت سهام در واکنشی به پیش بینی سودهای آتی تعیین می‌شود و در صورتی که پایداری اجزای سود به درستی برآورد نشود، سهام شرکت بیشتر از واقع یا کمتر از واقع ارزش گذاری می‌شود که به آن قیمت‌گذاری اشتباه می‌گویند (کردستانی و ابراهیمی، ۱۳۹۰). در صورتی که دارایی مالی قیمت‌گذاری اشتباه شده باشد و قیمت یک سهم بسیار بیشتر

از ارزش کاهش یافته جریان نقدی مورد انتظار آن سهم، افزایش یابد حباب قیمتی رخ می‌دهد (اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). چنانچه سهمی به قیمت گذاری اشتباه دچار باشد با نزدیک شدن به دوره پیش بینی و افزایش اطلاعات، انتظارات از قیمت سهم تعدیل شده با فشار عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان، قیمت بازار به سمت بنیادی حرکت خواهد کرد. لذا انتظار می‌رود با شفافیت اطلاعات و با نزدیک شدن به دوره پیش‌بینی شده، چنانچه سهم به قیمت گذاری اشتباه دچار شده باشد قیمت سهم کاهش یابد. در حقیقت زمانی که فاصله گرفتن قیمت بازاری از قیمت بنیادی شروع می‌شود، همراه با افزایش فشار خرید، افزایش شدید و پیوسته در قیمت یک دارایی باعث انتظارات افزایشی قیمت و در نهایت جذب خریداران جدید می‌شود. اغلب این افزایش قیمت با یک سری انتظارات معکوس و کاهش شدید قیمت‌ها همراه بوده است که اغلب سبب ایجاد بحران های مالی می‌گردد (چنگ و لو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). در بازار کارا، قیمت‌گذاری نادرست سهام پدیده‌ای گذرا است که یا از طریق آربیتراژ ساده توضیح داده می‌شود یا نشان‌دهنده پاداشی برای ریسک‌هایی است که در مدل‌های قیمت‌گذاری در نظر گرفته نشده‌اند. با این حال، نظریه‌پردازان مالی رفتاری بر این باورند که قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند پدیده‌ای پایدار باشد که ناشی از وجود مؤلفه‌ای غیرمنطقی در قیمت سهام یا عدم تقارن اطلاعاتی بین مشارکت‌کنندگان است (نوروزی و خدادادی، ۱۳۹۵).

موفقیت طولانی مدت و توسعه اقتصادی، مستلزم تامین و توزیع بهتر منابع در سطح اقتصاد ملی است و این امر بدون کمک بازار مالی به ویژه بازار بزرگ و مصرف امکان پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم، وجود یک سیستم مالی کارآمد نقش مهمی در توزیع عادلانه سرمایه و منابع مالی دارد. بازار مالی اغلب به عنوان یک سیستم پیچیده از افراد و موسسات، ابزارها و فرآیندهایی تعریف می‌شود که پس انداز کنندگان و وام‌گیرندگان را گرد هم می‌آورد. بهترین تخصیص منابع مالی یکی از مهمترین اقدامات در حوزه سرمایه گذاری است و به جرات می‌توان گفت که نتایج نهایی تمامی تلاش های مدیریت سرمایه گذاری در این مرحله نشان داده می‌شود.

سرمایه گذاران، اعم از کوچک و نهادی، همیشه به دنبال تخصیص بهتر منابع مالی محدود خود برای انتخاب بین گزینه های مختلف با رعایت اصول مدیریت سرمایه گذاری هستند. بورس اوراق بهادار در حکم یک بازار مالی نقش مهمی در این راستا ایفا می‌نماید. از جمله پدیده‌های مهمی که در بازار سهام وجود دارد قیمت‌گذاری سهام می‌باشد که درست یا نادرست بودن آن می‌تواند نقش بسزایی بر عملکرد بورس و ارزش شرکت‌ها داشته باشد. قیمت سهام در بورس اوراق بهادار نشان‌دهنده ارزش بازار سهام است و معمولاً نشان‌دهنده ارزش سرمایه‌گذاری سهامداران می‌باشد. خطای قیمت‌گذاری سهام یکی از کلیدی‌ترین و حساس‌ترین مراحل واگذاری در بورس است. قیمت‌گذاری بالای سهم می‌تواند با کاهش تقاضا برای سهام در دست واگذاری، فرآیند خصوصی‌سازی را با شکست مواجه سازد و قیمت‌گذاری پایین سهم نیز شکست بلندمدت سیاست واگذاری را به دنبال دارد. در این راستا نظریات مختلفی جهت قیمت‌گذاری دارایی‌های

1. Smith
2. Cheng, Lu





سرمایه‌ای مطرح شده‌اند. اساس و پایه مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای برگرفته از مدل پرتفوی «هری مارکوویتز» است و به دنبال آن مدل‌های دیگر مانند مدل فاما و فرنچ، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)<sup>۱</sup> و یا مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT)<sup>۲</sup> و... ارائه شد. این مدل‌ها در عمل به موفقیت نرسیدن چون به همه عوامل در قیمت‌گذاری توجه نداشته و انسان مورد نظر آنان انسان عقلایی و به دور از هرگونه احساس بود. به عنوان مثال، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای یک مدل تعادلی برای نشان دادن رابطه بین ریسک و بازده یک دارایی خاص است. به عبارت دیگر، این مدل نشان می‌دهد که دارایی‌ها با توجه به ریسک‌شان چگونه ارزش گذاری می‌شوند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران نظریه پرتفوی را می‌دانند و به آن عمل می‌کنند و اینکه ریسک سیستماتیک را می‌توان از طریق تنوع بخشی برای به دست آوردن پرتفوی کارآمد کاهش داد، هر کدام سرمایه‌گذاران یکی از پرتفوی‌های کارآمد را با توجه به سطح ریسک انتخاب می‌کنند. در نتیجه اثر ریسک ویژه بر قیمت صفر در نظر گرفته می‌شود که منجر به قیمت اشتباه سهام می‌شود (شجاعی و همکاران، ۱۴۰۲).

#### قیمت‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد

ادبیات مالی به طور گسترده نشان می‌دهد که رفتار مدیران و اقدامات شرکت‌ها بر ارزش بازار شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. قیمت سهام شرکت‌ها منعکس‌کننده جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی بر اساس اطلاعات موجود و قابل توجه است. پنهان کردن یا افشای اطلاعات مهم در مورد چشم‌انداز آینده یک شرکت منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌شود (چی و گوپتا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). در بازار سرمایه، ارزش‌گذاری نادرست شرکت‌ها می‌تواند به شکل بیش‌ارزش‌گذاری و کم‌ارزش‌گذاری باشد. اگر قیمت سهام شرکت‌ها از ارزش ذاتی آنها بیشتر باشد، شرکت‌ها در بازار سرمایه بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شوند و اگر قیمت سهام کمتر از ارزش ذاتی آنها باشد، شرکت‌ها کمتر از حد ارزش‌گذاری شوند. (جنسن، ۲۰۰۵).

#### تئوری پذیرایی<sup>۴</sup>

انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی شرکت می‌تواند به عنوان عامل مهمی در تشریح رفتارهای مدیران شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. ارزشیابی نادرست شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌تواند از طریق مجراهای مختلفی تصمیمات مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. در این حین پولک و سپینزا<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) با طرح کردن تئوری پذیرایی ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تفسیر کردند. بر اساس این نظریه، قیمت‌گذاری نادرست تأثیر مستقیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. زمانی که سهام

1. Capital Asset Pricing Model
2. Arbitrage Pricing Theory
3. Chi and Gupta
4. Accommodation Theory
5. Poolk, Sepintaz



شرکت‌ها بالاتر از قیمت واقعی در بازار سرمایه باشد، مدیران شرکت‌ها سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهند تا از سقوط قیمت سهام جلوگیری کنند. این امر بر حقوق و مزایای آنها تأثیر منفی می‌گذارد. افزایش مخارج سرمایه‌ای یک شرکت حاوی اطلاعات ارزشمندی است که گزارشی را درباره درآمدهای آتی شرکت به بازارها ارسال می‌کند و بازار سرمایه ممکن است مستقیماً منعکس کننده قیمت‌گذاری نادرست شرکت باشد (الزهراتی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

### نظریه علامت‌دهی<sup>۲</sup>

طبق نظریه علامت‌دهی آنچه در قیمت سهام منعکس می‌شود ارزیابی سرمایه‌گذاران از شرایط آینده اقتصاد و انتظارات آنها درباره عملکرد شرکت می‌باشد. چنانچه سرمایه‌گذاران شرکت رفتار عقلایی داشته باشند و شرایط آینده اقتصاد و شرایط عملکرد شرکت را به صورت صحیح پیش‌بینی نمایند، بازار سرمایه نباید بیشتر از ارزش ذاتی شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار باشند. برعکس، اگر بازار ناکارآمد و سرمایه‌گذاران دارای رفتار غیر عقلایی باشند، ممکن است در مورد پیش‌بینی شرایط آینده اقتصاد خطاهایی رخ دهد. چنانچه مدیران شرکت به علامت بازار گوش دهند و توانایی تشخیص بخش‌های پیش‌بینی منطقی از غیرمنطقی را نداشته باشند در این صورت تأثیر بازار بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به خاطر احساسات سرمایه‌گذاری شرکت است (الزهراتی، ۲۰۰۶).

### قیمت‌گذاری اشتباه سهام در بازار سرمایه<sup>۳</sup>

قیمت‌گذاری اشتباه سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه فرضیه‌ای را مطرح نمود که به فرضیه کارایی بازار در خصوص ارزشیابی شرکت در سال ۱۹۷۰ شهرت یافت. مطابق فرضیه کارایی بازار که از سوی فاما<sup>۴</sup> مطرح گردید، فرض می‌شود:

۱. سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه دارای رفتاری منطقی می‌باشند.
۲. افشای اطلاعات در بازار سرمایه به صورت کامل می‌باشند.
۳. تمامی سرمایه‌گذاران در دسترسی به اطلاعات نسبت به هم در شرایط یکسانی قرار دارند. قیمت‌های اوراق بهادار در چنین بازاری منعکس‌کننده تمامی اطلاعات موجود است و بازار سرمایه به موقع و به دور از تورش‌های روانی، تأثیر اطلاعات جدید را در قیمت سهام منعکس می‌نماید. به عبارت دیگر، قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش ذاتی آن می‌باشند که اخبار اساسی منجر به تغییرات در قیمت اوراق بهادار می‌گردد و وقتی سرمایه‌گذاران اطلاعات جدیدی درباره ارزش ذاتی اوراق بهادار به دست می‌آورند، سریعاً نسبت به آن واکنش می‌دهند و تمامی اطلاعات جدید به سرعت در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌گردد (راعی و فلاحپور، ۱۳۸۳).

1. Alzahrani  
 2. Signaling Theory  
 3. Stock Mispricing in the Capital Market  
 4. Fama



در اواخر دهه ۱۹۸۰، پژوهش‌های مالی در مورد سازگاری فرضیه بازار کارآمد با شواهد اقتصادی سری‌های زمانی قیمت سهام، بازده و بازده، تردیدهایی را در مورد اینکه آیا قیمت سهام از مدل‌های بازار منطبق است یا خیر، ایجاد کرد.

مطالعات گسترده در زمینه بازارهای کارآمد و شواهد تجربی نشان دهنده هدایت نادرست بازار و رفتار غیرمنطقی بازار است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران همیشه به صورت منطقی و پیش‌بینی شده رفتار نمی‌کنند (شیفر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). با افزایش ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه و به چالش کشیده شدن تئوری‌های مالی استاندارد به دلیل ناتوانی آنها در تبیین ناهنجاری‌های موجود، گرایش جدیدی از علوم مالی تحت عنوان پارادایم مالی رفتاری شکوفا گردید. مالی رفتاری مطالعه نحوه تفسیر افراد از اطلاعات برای تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران است. به عبارت دیگر، امور مالی رفتاری سعی در بررسی تأثیر فرآیندهای روانی بر تصمیم‌گیری دارد. علاوه بر این، مالی رفتاری را می‌توان به عنوان پارادایمی در نظر گرفت که بر اساس آن بازارهای مالی با مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که هم مفروضات اصلی و هم مفروضات محدود کننده پارادایم سنتی را کنار می‌گذارند و در عین حال مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را به حداکثر می‌رسانند (پاکیزه و بشیریمنش، ۱۳۹۲). مالی رفتاری یکی از علل اصلی نقص بازار است که بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران تمرکز دارد و بررسی می‌کند که چگونه سرمایه‌گذاران و مدیران در قضاوت‌های خود دچار اشتباهات سیستماتیک و ذهنی می‌شوند. نمونه‌های مالی رفتاری که به عنوان ناهنجاری‌های بازار نامیده می‌شوند، عدم وجود رفتار منطقی را به عنوان تفاوت قیمت سهام از ارزش ذاتی آن نشان می‌دهد (شیفر، ۲۰۰۶). انحراف قیمت سهام شرکت از ارزش ذاتی باعث بروز پدیده ارزش‌گذاری اشتباه شرکت در بازار سرمایه می‌شود. ارزش‌گذاری نادرست شرکت در بازار سرمایه می‌تواند به صورت ارزش‌گذاری بیش از حد و کم ارزشی رخ دهد. اگر قیمت سهام شرکت بالاتر از ارزش واقعی آن باشد، ارزش‌گذاری بیش از حد اتفاق می‌افتد و اگر کمتر از ارزش واقعی آن باشد، کاهش ارزش‌گذاری رخ می‌دهد (جنسن، ۲۰۰۵).

### مروری بر پیشینه پژوهش

کوی دوونگ<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) اثر ارزش و رشد در بازار سهام ویتنام را با در نظر گرفتن قیمت‌گذاری اشتباه بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که قیمت‌گذاری نادرست سهام نقش اساسی در توضیح بازده رشد و ارزش سهام ویتنامی، مطابق با دیدگاه رفتاری دارد.

وانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۴) در پژوهشی ارتباط بین نوسانات بازده سهام و ریسک درماندگی را با نقش‌های تعدیل‌کننده ساختار مالکیت، توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با نوسانات ریسک بیشتر، با ریسک درماندگی بیشتری مواجه می‌شوند.

1. Schaefer
2. Kuei Duong
3. Wang et al.

لمبرتیدیس (۲۰۲۲) با استفاده از رویکرد ارزشیابی چندگانه برای محاسبه یک نماینده مستقیم از قیمت‌گذاری اشتباه (به عنوان مثال، یک سطح اشتباه ارزیابی خاص شرکت نسبت به همتایان)، نشان می‌دهد که رابطه منفی بین رشد دارایی و بازده بعدی در سهام کم ارزش‌گذاری شده رخ می‌دهد، در حالی که در سهام بیش از ارزش‌گذاری شده وجود ندارد. یافته‌ها نشان می‌دهند که ناهنجاری رشد دارایی توسط مؤلفه گزینه‌های واقعی، به‌ویژه برای شرکت‌های کم‌ارزش‌شده، هدایت می‌شود.

گیمهان و آنورادها<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) به بررسی وجود تفاوت معنی‌دار بین بازده سهام یک شرکت دارای مشکل درماندگی مالی و شرکت غیردرمانده پرداختند. آنان برای اندازه‌گیری شرکت‌های درمانده مالی و دسته‌بندی شرکت‌ها علاوه بر تکنیک تحلیل تفکیک چند متغیره، از مدل Z-score آلتمن استفاده نمودند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که ریسک درماندگی مالی بر بازده سهام شرکت‌های منتخب تأثیری نداشته، با این نتیجه که تفاوت معنی‌دار بین بازده سهام شرکت‌های درمانده نسبت به شرکت‌های غیردرمانده وجود ندارد.

ایسدوفر و همکاران (۲۰۱۹)، شواهدی از رابطه بین ریسک نکول و قیمت‌گذاری اشتباه ارائه نمودند. مطالعه آنها نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اشتباه سهام با ناتوانی سرمایه‌گذاران در گنجاندن مناسب ارزش ریسک نکول در قیمت‌های سهام مرتبط است. این یافته پشتیبانی بیشتری از توضیحات مبتنی بر گزینه‌های واقعی مربوط به ناهنجاری ریسک درماندگی ارائه شده توسط مطالعات قبلی ارائه می‌کند.

گائو و همکاران (۲۰۱۸) درماندگی غیرعادی را با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۳۸ کشور برای مقایسه دو علت مقابل هم، بررسی کردند؛ اول، علتی نزدیک اما غیرمستقیم به قیمت‌گذاری اشتباه و دوم، علت مربوط به سلب مالکیت سهامداران. بطور خاص مطالعه آن‌ها از تنوع در سطح کشور با توجه به اعتماد به نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار استفاده می‌کند تا نشان دهد که درماندگی غیرعادی توسط سرمایه‌گذارانی که بیش‌ازحد اعتماد به نفس دارند با قیمت‌گذاری بیش‌ازحد سهام در نزدیکی ورشکستگی، اتفاق می‌افتد. بنابراین، مجدداً یک آزمون غیرمستقیم برای قیمت‌گذاری اشتباه تحت این فرضیه ایجاد می‌شود که اعتماد به نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار با واکنش بیش‌ازحد او و در نتیجه، قیمت‌گذاری اشتباه ارتباط نزدیکی دارد. آرتز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) با استفاده از یک نمونه ورشکستگی جدید برای شرکت‌های غیرآمریکایی در ۱۴ بازار توسعه یافته، یک رابطه مثبت بین درماندگی و بازده پیدا می‌کنند. به علاوه، نشان می‌دهند که این رابطه مثبت توسط مؤلفه خاص ریسک درماندگی هدایت می‌شود و در کشورهای با چارچوب حمایتی قوی‌تر از اعتباردهندگان و قدرت چانه‌زنی پایین‌تر سهامداران، بارزتر است.

اسکندری و کردستانی (۱۴۰۳) در بررسی هزینه‌های نمایندگی و ارتباط ریسک درماندگی مالی با ریسک سقوط قیمت سهام، دریافتند ریسک درماندگی مالی (معیار مبتنی بر اطلاعات بازاری) موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام نمی‌شود. همچنین وجود هزینه‌های نمایندگی، ارتباط بین ریسک درماندگی مالی و ریسک سقوط قیمت سهام را تشدید نمی‌کند.

1. Gimhan and Anuradha
2. Artz et al.



شجاعی و عبدالباقی (۱۴۰۲) به تحلیل آناتومیک معاملات نویزی و خطای قیمت‌گذاری ناشی از ورود معامله‌گران ناآگاه پرداختند. آنها با استفاده از نمونه آماری آنان شامل داده‌های ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران بوده و روش رگرسیون چند متغیره با الگوی داده‌های ترکیبی، نشان دادند معاملات نویزی بر سطح خطای قیمت‌گذاری سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. همچنین خطای قیمت‌گذاری در سطوح مختلف معاملات نویزی متفاوت است. این بدین معناست هر چه نویز بیشتر شود، خطای قیمت‌گذاری بیشتر می‌شود. این در حالی است که علاوه بر نوسانات معاملات نویزی، نسبت  $B/M$  نیز بر آن تأثیرگذار است. به عبارت دیگر، خطای قیمت‌گذاری در سطوح مختلف نسبت  $B/M$  متفاوت است. در نتیجه، با توجه به نتایج پژوهش ورود معامله‌گران ناآگاه در بورس ایجاد نویز می‌کند و سبب انحراف قیمت ذاتی سهام می‌شود. زانیانی و حاجیان‌نژاد (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر سود مازاد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و برای آزمون فرضیه پژوهش از نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۸-۱۳۹۷ استفاده کردند. مدل‌های رگرسیون چند متغیره با روش‌های داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اشتباه سهام تأثیر مثبت قابل توجهی بر سودهای آتی دارد. به عبارت دیگر می‌توان گفت که قیمت اشتباه سهام منجر به افزایش بازده سهام در آینده می‌شود. ایزدخواه و همکاران (۱۴۰۱) تأثیر ریسک درماندگی مالی بر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. در این پژوهش با استفاده از داده‌های آماری ۱۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ تجزیه و تحلیل داده‌ها از طریق رگرسیون چندگانه به روش داده‌های پانل، دریافتند بین درماندگی مالی و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

جعفری و همکاران (۱۴۰۰) با استفاده از خواص آماری حاکم بر گشتاور مرتبه سوم تابع توزیع بازده و با جداسازی چولگی ویژه مورد انتظار ناشی از فرصتهای رشد، به تحلیل تأثیر ناهنجاری‌های بازار و فرصت‌های رشد بر بازده سهام پرداختند. آنان با استفاده از داده‌های ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد حذف سیستماتیک، بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد بین سودآوری، درماندگی مالی، بخت‌آزمایی و ریسک غیرسیستماتیک با بازده آتی رابطه وجود دارد، اما مدل‌های مرسوم قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای صرف ناشی از ناهنجاری‌های مذکور را تبیین نمی‌کند. منصورفر و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان "رفتار بازگشت‌پذیری بتا بر اساس سطوح مختلف ریسک سبد سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، با استفاده از الگوی چهارعاملی فاما و فرنچ و عامل مومنتوم معرفی شده کارهارت، رفتار بازگشت‌پذیری بتا بر اساس درجات مختلف ریسک سبد سهام در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بازگشت بتا در بورس اوراق بهادار تهران برای سبدهای پریسک بازار رخ داده است و با حذف سبدهای پریسک از بازار، رفتار بازگشت‌پذیری بتا کنترل می‌شود.

فروغی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر درماندگی مالی بر اثرگذاری اقلام تعهدی بر بازده آتی دارایی‌ها و بازده آتی سهام پرداخته‌اند. نتایج ایشان نشان می‌دهد در شرکت‌های درمانده مالی اثرگذاری اقلام تعهدی بر بازده آتی دارایی‌ها کمتر بوده و این امر ناشی از پایداری بیشتر اقلام تعهدی (برآوردهای واقعی‌تر) در شرکت‌های درمانده مالی است. همچنین در شرکت‌های درمانده مالی اثرگذاری اقلام تعهدی بر بازده آتی سهام کمتر بوده، که ناشی از ناپهنجاری کمتر اقلام تعهدی (قیمت‌گذاری نادرست کمتر) در شرکت‌های درمانده مالی نسبت به شرکت‌های غیر درمانده مالی است.

### فرضیه‌ها یا سئوالات پژوهش:

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:  
 فرضیه اول: ریسک درماندگی بر بازده سهام اثر منفی و معنی‌دار دارد.  
 فرضیه دوم: قیمت‌گذاری اشتباه، رابطه منفی بین ریسک درماندگی مالی و بازده سهام را تعدیل می‌کند.

### روش شناسی پژوهش

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات نیز دو مرحله به شرح ذیل انجام شده است؛ در مرحله اول، برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر از سایت بورس اوراق بهادار، داده‌های بدست آمده از شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و کتابخانه بورس اوراق بهادار، نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها و صورت‌های مالی حسابرسی شده آنها استفاده شده است. پس از آن فرآیند آماده سازی داده‌ها در محیط اکسل انجام شده و در نهایت نیز، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم افزار Stata و Eviews انجام شده است. محدوده و فضای موردنیاز برای پژوهشگران توسط جامعه آماری تعیین می‌شود. جامعه آماری را می‌توان به صورت زیر تعریف کرد: جامعه آماری عبارت است از همه افراد و عناصری که در یک مقیاس جغرافیایی خاص (جهانی، منطقه‌ای، همسایگی یا محلی) یک یا چند ویژگی مشترک دارند (حافظ‌نیا، ۱۳۹۸).  
 جامعه آماری مورد مطالعه شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. کیفیت اطلاعات و سهولت دسترسی به صورت‌های مالی و سایر اطلاعات یکی از مهمترین دلایل انتخاب این جامعه بوده است.

به پیروی از اندریو و همکاران (۲۰۲۱) برای بررسی فرضیه اول پژوهش که بیان می‌کند ریسک درماندگی بر بازده سهام اثر منفی و معنی‌دار دارد، از مدل (۱) و برای بررسی فرضیه دوم پژوهش که بیان می‌کند قیمت‌گذاری اشتباه اثر منفی ریسک درماندگی مالی بر بازده سهام را تعدیل می‌کند از مدل (۲) استفاده شده است.

مدل (۱)

$$SR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



مدل (۲)

$$SR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 MiV_{i,t} + \beta_3 (DR * MiV)_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

بازده سهام<sup>۱</sup> (SR): برای اندازه گیری متغیر بازده سهام از بازده سالانه هر شرکت در نرم افزار ره آورد نوین استفاده گردیده است.

#### متغیر مستقل

۱- ریسک درماندگی بر اساس مدل Z آلتمن: امتیاز کل که به امتیاز Z آلتمن شناخته می شود، با استفاده از یک تابع تفکیکی قابل محاسبه است. برای مدل فوق، از سوی تحلیلگران انتقاداتی از قبیل قابلیت کاربرد انحصاری این مدل برای موسسات عمومی مطرح شد که آلتمن برای رفع این انتقادات اقدام به رفع اشکالات مدل اولیه و ارائه مدل جدیدتری در سال ۱۹۸۳ به نام Z' به شرح زیر نمود:

رابطه (۱)

$$Z' = 0/717X_1 + 0/847X_2 + 3/107X_3 + 0/420X_4 + 0/998X_5$$

Z': امتیاز کل

X<sub>1</sub>: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی هاX<sub>2</sub>: نسبت سود انباشته به کل دارایی هاX<sub>3</sub>: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی هاX<sub>4</sub>: نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کلX<sub>5</sub>: نسبت فروش به کل دارایی ها

در این مدل هرچه Z' پایین تر باشد، درجه ریسک درماندگی شرکت بیشتر است. شرکت هایی با امتیاز بالاتر ۲/۹ در طبقه شرکت های سالم و شرکت هایی با امتیاز کمتر از ۱/۲۳ در طبقه شرکت های ورشکسته قرار می گیرند و ناحیه ی بین این دو امتیاز ناحیه تردید است.

۲- ریسک درماندگی بر اساس امتیاز O-اولسون: یکی دیگر از مدل های محبوب پیش بینی درماندگی مالی مدل امتیاز O اولسون است. اولسون، یکی از اولین محققانی بود که آلتمن و دیگر محققانی را که از روش آنالیز تشخیصی چندگانه استفاده کردند، مورد انتقاد قرار داد و مدل خود را بر اساس یک روش آماری به نام «رگرسیون لجستیک» ارائه داد. ممکن است رگرسیون لجستیک برای موقعیت هایی که متغیرهای وابسته دو بخشی دارند از جمله درمانده / غیردرمانده بهتر باشد. اولسون (۱۹۸۰) روش شناسی آنالیز لجستیک

شرطی را برای جلوگیری از برخی مشکلات نسبتاً شناخته‌شده مرتب با آنالیز تشخیصی چندگانه انتخاب کرد. وی یک روش اقتصادسنجی جایگزین بر اساس مدل لاجیت معرفی کرد که مشابه آنالیز تفکیک‌کننده است، این روش به متغیرهای مستقل وزن و امتیاز اختصاص می‌دهد. با این حال، برخلاف تجزیه و تحلیل جداگانه، این روش احتمال ریسک غیرعادی را برای هر یک از شرکت‌های نمونه تخمین می‌زند. روش لاجیت اثرات غیرمستقیم را وارد مدل می‌کند و از تابع توزیع لجستیک تجمعی برای به حداکثر رساندن احتمال مشترک ورشکستگی برای شرکت‌های آسیب دیده و احتمال عدم ورشکستگی برای شرکت‌های سالم در نمونه استفاده می‌کند.

کار اولسون جامع‌ترین پژوهش انجام شده تا آن زمان بود و مدل پیش‌بینی وی به شرح زیر توانست ورشکستگی شرکت‌ها را برای سال‌های اول تا سوم با دقت خوب پیش‌بینی نماید.

رابطه (۲)

$$O = -1/32 - 0/407X_1 + 6/03X_2 - 1/43X_3 + 0/0757X_4 - 2/37X_5 - 1/83X_6 + 0/285X_7 - 1/72X_8 - 0/521X_9$$

در این مدل:

- O: امتیاز نسبی برای محاسبه‌ی تابع احتمال،  
 $X_1$ : لگاریتم (نسبت کل دارایی‌ها به شاخص ریالی تولید ناخالص داخلی)،  
 $X_2$ : نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها،  
 $X_3$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها،  
 $X_4$ : نسبت بدهی‌های جاری به دارایی‌های جاری،  
 $X_5$ : متغیر مجازی که اگر کل بدهی‌ها بزرگتر یا مساوی کل دارایی‌ها باشد، عدد یک و در غیر آن صورت صفر می‌گیرد،  
 $X_6$ : نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها،  
 $X_7$ : نسبت وجوه حاصل از عملیات به کل بدهی‌ها،  
 $X_8$ : متغیر مجازی که اگر سود خالص برای دو سال متوالی قبل منفی باشد، عدد یک و در غیر آن صورت صفر می‌گیرد و  
 $X_9$ : تغییرات در سود خالص که به شرح زیر محاسبه خواهد شد:

رابطه (۳)

$$(NI_T - NI_{T-1} \div |NI_T| + |NI_{T-1}|) = \text{تغییرات در سود خالص}$$

NI: سود خالص

T: ارقام سال جاری

T-1: ارقام سال قبل





طبق مدل لاجیت، مقدار  $O$  بدست آمده در معادله  $P(O) = \frac{1}{1+e^{-O}}$  قرار داده شده و احتمال شرطی ورشکستگی محاسبه می‌شود. در صورتی که  $P(O)$  کمتر از  $0/5$  باشد، شرکت سالم و در صورتی که بزرگتر از  $0/5$  باشد، در مانده تلقی می‌شود. بنابراین نقطه  $P(O)=5/0$  نقطه بحرانی است.

### متغیر تعدیلگر

قیمت‌گذاری اشتباه ( $MiV$ ): برای محاسبه قیمت‌گذاری اشتباه از روشی که رودز-کروف و همکاران (۲۰۰۵) ارائه نموده‌اند استفاده شده است. آنها از تجزیه نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری برای محاسبه شکاف قیمت‌گذاری استفاده کرده و این نسبت را در ارزش ذاتی سهام شرکت ضرب و تقسیم نمودند تا رابطه (۱) بدست بیاید:

$$MTB = \frac{M}{V} \times \frac{V}{B} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در تحلیل انجام شده، کسر اول متغیر قیمت‌گذاری نادرست است. این مقوله نتیجه رفتار بی‌قائده سهامداران یا وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد آگاه و سایر ذینفعان خارج از شرکت است. دومین کسر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است که فرصت‌های رشد را فقط برای خطاهای حسابداری در ارزش اندازه‌گیری می‌کند. رودز-کروف و همکاران (۲۰۰۵) برای محاسبه ارزش ذاتی از مدل زیر استفاده نمودند:

رابطه (۵)

$$\ln(M)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BV)_{it} + \alpha_2 \ln(|NI|)_{it} + \alpha_3 \ln(|NI|)_{it} * D_{NI_{it} < 0} + \alpha_4 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

در رابطه (۲) متغیرها عبارتند از،  $M$  ارزش بازار سهام،  $BV$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام،  $NI$  سود خالص سالانه و  $Lev$  نیز اهرم مالی است که از تقسیم جمع بدهی بر جمع دارایی محاسبه شده است.  $D$  نیز متغیر مجازی زیان‌دهی است و برای سال شرکت‌های زیان‌ده مقدار یک و در غیر این صورت، مقدار صفر را به خود اختصاص می‌دهد. برای محاسبه ارزش ذاتی ابتدا رابطه (۲) برآورد می‌شود. سپس، مقادیر برآورد شده ( $Fitted Value$ ) مدل ارزش ذاتی می‌باشد. در نهایت، برای محاسبه قیمت‌گذاری نادرست، قیمت بازار سهام بر قیمت ذاتی تقسیم می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

**SIZE**: اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی ارزش روز شرکت در صورت حساب سود و زیان.  
**M/B**: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، عبارت است از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

**LEV**: اهرم مالی، عبارت است از نسبت ارزش دفتر کل بدهی‌های شرکت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که شامل پارامترهایی مانند میانگین، میانه، حداقل و حداکثر مشاهدات می‌باشد. ارقام مرتبط با متغیر بازده سهام شرکت نشان دهنده آن است که تقریباً اکثر داده‌های این متغیر در بازه کمتر از میانگین آن قرار دارند چرا که میانه داده‌های این متغیر برابر (۰/۱۵۱) و میانگین آن نیز برابر (۰/۵۰۷) است. از طرف دیگر میزان چولگی این شاخص نیز بر این موضوع صحنه گذاشته و گواه آن است که تعداد بیشتری از مشاهدات، میزان بازده سهام کمتری را به خود اختصاص داده‌اند، چرا که توزیع این شاخص، چولگی مثبت دارد. اطلاعات مرتبط با شاخص قیمت‌گذاری اشتباه نیز با میانگین ۱/۰۰۰۲ و میانه ۰/۹۹۱ نشان دهنده قیمت‌گذاری کمتر از واقع اکثر شرکت‌های مورد بررسی، از ارزش واقعی آن است. میانگین و میانه متغیر درماندگی مالی بر اساس شاخص Z-آلتمن نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌های مورد بررسی این پژوهش در منطقه سلامت مالی قرار دارند. زیرا مقدار بحرانی در این شاخص ۱/۲۳ است. مقادیر بالاتر از این حد نشان دهنده قرار گرفتن شرکت در منطقه سلامت مالی می‌باشد. مقدار بحرانی شاخص O-السون نیز ۰/۵ بوده که مقادیر کمتر از این حد نشان دهنده قرار گرفتن شرکت در محدوده سلامت مالی و بیشتر از آن، نشان دهنده منطقه درماندگی مالی می‌باشد. لذا با توجه به میانگین و میانه این شاخص که نشان می‌دهد اکثر شرکت‌های مورد بررسی مقادیر کمتری از حد بحرانی را به خود اختصاص داده‌اند، بنابراین بر اساس این شاخص نیز تعداد کمتری از شرکت‌های مورد بررسی در منطقه درماندگی قرار می‌گیرند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
بازده سهام	SR	۰/۵۰۷	۰/۱۵۱	۳/۱۳۲	-۰/۸۲۴	۱/۱۰۳
قیمت‌گذاری اشتباه	MIV	۱/۰۰۰۲	۰/۹۹۱	۱/۴۰۹	۰/۷۱۸	۰/۱۰۶
O-السون	DRO	۰/۴۱۸۴	۰/۳۸۵	۰/۹۹۷	۰/۰۰۳	۰/۲۶۶
Z-آلتمن	DRZ	۲/۱۰۲	۲/۰۲۹	۴/۶۷۱	-۰/۰۷۶	۰/۹۲۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	BTM	۵/۴۶۷	۴/۱۷۶	۱۳/۶۷۹	۰/۹۷۱	۳/۹۷۶
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۱	۰/۵۳۴	۰/۹۰۵	۰/۱۷۶	۰/۱۸۴
اندازه شرکت	SIZE	۲۹/۵۱۸	۲۹/۵۵۴	۳۵/۹۹۲	۲۵/۱۵۸	۱/۸۸۰

منبع: محاسبات پژوهش

### آزمون مانایی متغیرها

برای انجام آزمون‌های اقتصادسنجی، بررسی مانایی متغیرها که بر اساس آن‌ها تحلیل‌های رگرسیونی را انجام می‌دهند، ضروری است. بدون بررسی مانایی متغیرها، تجزیه و تحلیل آماری انجام شده ناقص بوده و پژوهشگر ممکن است به نتایج اشتباه دست یابد. مانایی متغیرهای مطالعه حاضر با بهره‌گیری از آزمون‌های لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین وای دی اف فیشر ارزیابی گردیده است. در این آزمون‌ها، اگر احتمال

آماره آن‌ها کمتر از ۵ درصد باشد، متغیر مورد نظر در سطح مانا بوده و از طرف دیگر، اگر احتمال آمار آزمون بیش از ۵ درصد باشد، آن متغیر در سطح نامانا است. استفاده از سطح غیرمانای متغیرها منجر به نتایج نادرست می‌شود. خلاصه‌ی نتایج مانایی برای هر متغیر در جدول ۴ ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح مانا قرار دارند. بنابراین مشکلی با رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت و نیازی به بررسی پایایی بلندمدت متغیرهای پژوهش نیست.

جدول ۲. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	لوین، لین و چو		ایم، پسران و شین		ای دی اف فیشر	
	آماره آزمون	معنی‌دار	آماره آزمون	معنی‌دار	آماره آزمون	معنی‌دار
بازده سهام	-۲۶/۲۴۳۵	۰/۰۰۰۱	-۱۶/۳۲۵	۰/۰۰۰۱	۶۱۴/۱۳	۰/۰۰۰۱
قیمت‌گذاری اشتباه	-۸/۸۷۲۹۸	۰/۰۰۰۱	-۲/۹۲۶	۰/۰۰۰۱	۲۴۰/۵۷	۰/۰۰۰۱
Z-آلتمن	-۴/۹۸۳۵۰	۰/۰۰۰۱	-۱/۹۲۵	۰/۰۰۰۱	۲۳۵/۹۰۹	۰/۰۰۰۱
O-اولسون	-۱۰/۷۳۳۴	۰/۰۰۰۱	-۵/۷۰۱	۰/۰۰۰۱	۳۳۶/۲۵	۰/۰۰۰۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۲۵/۶۹۴۱	۰/۰۰۰۱	۵۸۸/۵۷	۰/۰۰۰۱	-۱۴/۰۸۵	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	-۷/۵۷۱۹۷	۰/۰۰۰۱	۲۵/۵۸	۰/۰۰۰۱	-۲/۸۵۳	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	-۱۹/۴۲۸۱	۰/۰۰۰۱	۳۹۱/۶۵	۰/۰۰۰۱	-۸/۰۰۳	۰/۰۰۰۱

منبع: محاسبات پژوهش

برای اطمینان از وجود رابطه خطی بلندمدت بین متغیرهای موجود در مدل‌های پژوهش حاضر، آزمون هم‌انباشتگی کائو<sup>۱</sup> اجرا شد. با توجه به نتایج آزمون کائو فرض صفر آزمون رد شده و ترکیب خطی متغیرهای مورد بررسی دارای هم‌انباشتگی است. بنابراین، می‌توان با اطمینان از عدم ایجاد رگرسیون کاذب مدل‌های مورد نظر را در سطح مقادیر برآورد کرد. نتایج حاصل از آزمون کائو در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. آزمون هم‌انباشتگی بین متغیرهای پژوهش

احتمال آماره	آماره t	
۰.۰۰۰۰	۱۳/۲۶۳۱۹	ADF
۰.۰۰۰۰	۰/۲۲۶۶۱۲	Residual variance
۰.۰۰۰۰	۰/۳۷۱۹۱۹	HAC variance

منبع: محاسبات پژوهش



### بررسی هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش

هم‌خطی بالا در معادله رگرسیون به این معنی است که بین متغیرهای توضیحی همبستگی بالایی وجود دارد و با وجود این شرایط ممکن است ضریب تعیین چندان معتبر نباشد، بنابراین برای اطمینان از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها از آزمون VIF استفاده شده است. نتیجه این آزمون برای فرضیات پژوهش حاضر در جداول (۴) و (۵) نشان داده شده است. نتایج نشان می‌دهد که در تمامی فرضیه‌ها، میزان تورم واریانس برای متغیرهای مستقل و کنترلی، کمتر از ۵ بوده و این موضوع بیانگر عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی می‌باشد.

جدول ۴. آزمون VIF فرضیه اول

نام متغیر	تولرانس	تورم واریانس
Z-آلتمن	۰/۰۰۱	۱/۳۳۲
اهرم مالی	۰/۰۴۳	۱/۳۹۱
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۴	۱/۳۰۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۳۸۹	۱/۳۶۶

منبع: محاسبات پژوهش

جدول ۵. آزمون VIF فرضیه دوم

نام متغیر	تولرانس	تورم واریانس
O-اولسون	۰/۰۱۱	۳/۶۰۹
اهرم مالی	۰/۰۸۱	۲/۵۶۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۶	۲/۰۴۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۳۷	۱/۳۱۱

منبع: محاسبات پژوهش

### آزمون‌های پیش‌فرض الگوهای رگرسیونی

قبل از تخمین مدل، بررسی مفروضات کلاسیک رگرسیون خطی مهم است. در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از فرض کلاسیک رگرسیون، فرض برابری واریانس‌ها و وجود یا عدم وجود خود همبستگی (هاشمی و مشعشایی، ۱۳۹۷) و همچنین عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها مطرح می‌شود. بنابراین ابتدا فرض برابری واریانس‌ها بررسی شد و در این پژوهش از آزمون وایت استفاده شد. اگر مدل دارای ناهمگونی واریانس باشد، برای حل آن از روش حداقل مربع تعمیم یافته (GLS) و از طرف دیگر برای برآورد مدل از حداقل مربع معمولی (OLS) استفاده می‌شود (سوری، ۱۳۹۳). همچنین برای بررسی خودهمبستگی از آزمون دوربین واتسون و برای بررسی همبستگی بین متغیرها از ضریب تورم واریانس (VIF) استفاده شد. سپس، برای انتخاب روش تخمین مدل به صورت ترکیبی یا ترکیبی از آزمون F لیمر و برای انتخاب روش اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. در نهایت، فرضیه‌ها از طریق

مدل‌های اقتصادسنجی و نتایج رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند. همچنین برای تعیین معنی‌دار مدل رگرسیون از آماره F فیشر و برای بررسی معنی‌دار متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استیودنت استفاده شد (فلاتونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

### آمار استنباطی

#### آزمون فرضیه اول پژوهش:

با توجه به مقدار آماره آزمون فیشر در جدول (۶) که دارای سطح معنی‌دار کمتر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان اظهار نمود که مدل‌های برازش شده از اعتبار بالایی برخوردار می‌باشند. نتایج نشان می‌دهد ضریب متناظر با متغیر Z- آلتمن منفی بوده و سطح معنی‌دار آن (۰/۰۰۰۱) کمتر از ۵ درصد می‌باشد. از سوی دیگر ضریب متناظر با شاخص O- اولسون منفی بوده و سطح معنی‌دار آن (۰/۰۰۰۶) کمتر از ۵ درصد می‌باشد. از این رو می‌توان بیان نمود که رابطه‌ی منفی و معنی‌دار بین ریسک درماندگی مالی و بازده سهام برقرار می‌باشد. بنابراین فرضیه اول پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین متغیر ریسک درماندگی مالی و بازده سهام در سطح اطمینان بالای ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز به ترتیب برای مدل اول و دوم برابر با ۴۲ و ۴۳ درصد است و نمایانگر این نکته می‌باشد که متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی معنی‌دار موجود در مدل رگرسیونی اول و دوم توانسته‌اند به ترتیب ۴۲ و ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین نمایند. آماره دوربین واتسون نیز برای دو مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد که توسط پارامتر AR(1) برطرف شده است. اطلاعات مربوط به سایر متغیرهای پژوهش نیز در جدول (۶) آورده شده است.

جدول ۶. آزمون نهایی فرضیه اول

متغیرها	مدل	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
Z- آلتمن	مدل ۱	-۰/۳۰۷	۰/۰۴۵	-۶/۷۰۱	۰/۰۰۰۱
O- اولسون	مدل ۲	-۰/۴۸۳	۰/۱۷۷	-۲/۷۱۸	۰/۰۰۰۶
اندازه شرکت	مدل ۱	-۰/۱۵۵	۰/۰۲۸	-۵/۴۶۴	۰/۰۰۰۱
	مدل ۲	-۰/۲۷۱	۰/۰۳۴	-۷/۷۸	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	مدل ۱	-۰/۴۲۵	۰/۳۲۵	-۲/۲۶۱	۰/۰۲۴
	مدل ۲	۰/۶۴۷	۰/۳۲۱	۲/۰۱۲	۰/۰۴۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	مدل ۱	۰/۲۲۹	۰/۰۰۹	۲۳/۷۹۹	۰/۰۰۰۱
	مدل ۲	۰/۲۳۸	۰/۰۱۱	۲۰/۷۲	۰/۰۰۰۱
عرض از مبدأ (C)	مدل ۱	۴/۸۴۷	۰/۸۸۱	۵/۴۹۸	۰/۰۰۰۱

متغیرها	مدل	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
اتورگرسیو مرتبه اول (AR1)	مدل ۲	۶/۹۷۸	۱/۰۵۸	۶/۵۹	۰/۰۰۰۱
	مدل ۱	-۰/۰۵۱	۰/۰۲۹	-۱/۷۲۵	۰/۰۸۴
	مدل ۲	-۰/۰۷۸	۰/۰۲۱	-۲/۵۳۶	۰/۰۱۱
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل‌شده	مدل ۱	۰/۴۳۶			
	مدل ۲	۰/۴۳۲			
آماره فیشر - سطح معنی‌دار آن	مدل ۱	۸/۱۵۳			
	مدل ۲	۷/۵۶۶			
دوربین واتسون	مدل ۱	۲/۱۱			
	مدل ۲	۲/۱۵			

منبع: محاسبات پژوهش

همچنین، بر اساس آماره F که برابر با ۸/۱۵۳ و ۷/۵۶۶ برای مدل‌های اول و دوم بود و سطح معنی‌دار آن کمتر از یک درصد، می‌توان گفت که مدل‌های برازش شده معتبر هستند. همچنین مقادیر ضریب تعیین تعدیل‌شده به ترتیب برابر با ۴۲ و ۴۳ درصد نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل وارد شده توانسته‌اند تا حدودی به توضیح واریانس متغیر وابسته بپردازند.

#### آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول (۷) برازش مدل‌های آماری سوم و چهارم پژوهش حاضر با شاخص‌های جداگانه‌ای از ریسک درماندگی مالی را نشان می‌دهد. با توجه به مقدار آماره آزمون فیشر برای هر دو مدل آماری در جدول (۵) که دارای سطح معنی‌دار کمتر از ۵ درصد می‌باشند، می‌توان اظهار نمود که مدل‌های آماری برازش شده از اعتبار بسیار بالایی برخوردار می‌باشند. نتایج نشان می‌دهد ضریب متناظر با متغیر تعدیلگر ( $DR * MiV$ ) در مدل سوم پژوهش، منفی بوده و سطح معنی‌دار آن (۰/۱۸) بیشتر از ۵ درصد است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ضریب متناظر با متغیر تعدیلگر ( $DR * MiV$ ) در مدل چهارم پژوهش نیز منفی و سطح معنی‌دار آن (۰/۷۵) بیشتر از ۵ درصد است. این موضوع بیانگر این نکته می‌باشد که دلیلی برای عدم رد اثر تعدیلی قیمت‌گذاری اشتباه سهام بر رابطه بین ریسک درماندگی مالی و بازده سهام وجود نداشته و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌گردد. آماره دوربین واتسون نیز برای هر دو مدل آماری مابین ۱/۵ و ۲/۵ است و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد که توسط پارامتر  $AR(1)$  برطرف شده است. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز به ترتیب برابر با ۴۵ و ۴۱ درصد بوده و نمایانگر این نکته می‌باشد که متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی معنی‌دار موجود در مدل‌های آماری فرضیه دوم به ترتیب توانسته‌اند ۴۵ و ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین نمایند. اطلاعات مربوط به سایر متغیرهای پژوهش نیز در جدول (۷) آورده شده است.



**جدول ۷. تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم**

متغیرها	مدل	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی دار
Z- آلتمن	مدل ۳	-۰/۳۴۳	۰/۱۱۶	-۲/۹۳۳	۰/۰۱۶
O- اولسون	مدل ۴	۰/۱۳۴	۰/۲۸۱	-۰/۴۷۷	۰/۶۳۳
قیمت‌گذاری اشتباه	مدل ۳	۳/۴۱۱	۰/۵۵۲	۶/۱۷۸	۰/۰۰۰۲
	مدل ۴	۳/۰۶۶	۰/۴۴۵	۶/۸۸۱	۰/۰۰۰۱
Z- آلتمن و قیمت‌گذاری اشتباه	مدل ۳	-۰/۶۲۴	۰/۴۳۱	-۱/۴۴۹	۰/۱۸۱
O- السون و قیمت‌گذاری اشتباه	مدل ۴	-۰/۳۰۱	۰/۹۷۸	-۰/۳۰۶	۰/۷۵۹
اندازه شرکت	مدل ۳	-۰/۱۹۲	۰/۰۸۶	-۲/۲۳۴	۰/۰۵۲
	مدل ۴	-۰/۲۱۲	۰/۰۲۹	-۷/۲۵۷	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	مدل ۳	-۰/۷۱۸	۰/۶۵۴	-۱/۰۹۸	۰/۳۱
	مدل ۴	۰/۳۱۱	۰/۵۰۲	-۰/۶۱۹	۰/۵۳۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	مدل ۳	۰/۱۷۳	۰/۰۵۷	۲/۹۹۲	۰/۰۱۵
	مدل ۴	۰/۱۶۸	۰/۰۱۱	۱۴/۲۵۵	۰/۰۰۰۱
عرض از مبدأ (C)	مدل ۳	۲/۹۱۸	۲/۲۹۸	۱/۲۶۹	۰/۲۳۶
	مدل ۴	۲/۵۶۱	۰/۹۱۱	۲/۸۰۸	۰/۰۰۵
اتورگرسیو مرتبه اول (AR1)	مدل ۳	-۰/۰۲۹	۰/۱۱۴	-۰/۲۵۷	۰/۸۰۲
	مدل ۴	-۰/۰۲۲	۰/۰۳۱	-۰/۷۳۹	۰/۴۵۹
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده	مدل ۳	۰/۴۵۴			
	مدل ۴	۰/۴۱۱			
آماره فیشر - سطح معنی دار آن	مدل ۳	۸/۸۷۲			
	مدل ۴	۷/۶۰۳			
دوربین واتسون	مدل ۳	۲/۰۷۲			
	مدل ۴	۲/۰۲۳			

منبع: محاسبات پژوهش

همچنین، بر اساس آماره F که برابر با ۸/۸۷ ۷/۶۰۳ برای مدل‌های اول و دوم بود و سطح معنی‌دار آن کمتر از یک درصد، می‌توان گفت که مدل‌های برازش شده معتبر هستند. همچنین مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب برابر با ۴۵ و ۴۱ درصد نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل وارد شده توانسته‌اند تا حدودی به توضیح واریانس متغیر وابسته بپردازند.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین ریسک درماندگی مالی و بازده سهام با توجه به نقش تعدیل‌گری قیمت‌گذاری اشتباه پرداخت. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، تعداد ۱۰۶ شرکت در طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۱ به عنوان نمونه منتخب انتخاب شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌های آن از الگوی رگرسیونی



چند متغیره با استفاده از داده‌های پنل استفاده شد. تجزیه و تحلیل ریسک درماندگی شرکت و ارزیابی رفتار ریسک، از اهمیت بسیاری برخوردار است زیرا باعث می‌شود توجه به ریسک‌های متنوع شرکت و اهمیت آنها در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری در بورس را به خود جلب کند. همچنین، داشتن دانش کافی در زمینه تفاوت‌های درماندگی مالی و تأثیرات آن بر رفتار سرمایه‌گذاری، برای انتخاب بهتر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، به ویژه در صورت درماندگی شرکت‌ها، حائز اهمیت است. همچنین درک صحیح ریسک بحران مالی و تاثیر آن بر بازده سهام شرکت می‌تواند کمک کند تا عملکرد بد شرکت‌های مشکل دار قبل از ورشکستگی را بهتر درک نموده و این امر، در بهبود مدیریت مشکلات شرکت‌ها مفید است.

### نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش

سرمایه‌گذاران باید اطلاعاتی درباره اثرات درماندگی بر روی ارزش یک شرکت و نحوه تاثیرگذاری این ریسک بر عملکرد آن داشته باشند. آنها باید به نشانه‌های زود هنگام مالی که به وجود می‌آید، توجه کنند تا از ورود به شرایط نامساعد مالی و از وقوع ورشکستگی جلوگیری کنند. با داشتن آگاهی از روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های درمانده در بازار، آنها می‌توانند استراتژی سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند. این پژوهش‌ها به نوعی با شرایط شرکت‌های درمانده در بورس اوراق بهادار تهران تطابق دارد. در حالی که بسیاری از شرکت‌ها در بورس در شرایط مالی نامساعد قرار می‌گیرند و حتی بعضی از آنها تحت ماده ۱۴۱ قانون تجارت قرار می‌گیرند، اما برخی از آنها سال‌هاست که در شرایط همان وضعیت فعالیت خود را ادامه می‌دهند و به طور رسمی اعلام ورشکستگی نمی‌کنند. در حالی که هزینه‌های غیرمستقیم (از جمله از دست رفتن اعتماد مشتریان و فرصت فروش، از دست دادن عرضه‌کنندگان اصلی، از دست دادن کارکنان کلیدی و عدم قدرت پاسخ به فرصت‌ها و تهدیدات آینده) و گاهی هم هزینه‌های مستقیم درماندگی ممکن است بر شرکت‌های مذکور تحمیل شود و بر عملکرد و سوددهی آنها تاثیر بگذارد، بنابراین، منطقی است که بازده این شرکت‌ها کمتر از شرکت‌های سالم باشد. از سوی دیگر سهامداران چنین شرکت‌های نیز برای مدت طولانی پس از درماندگی شرکت، امیدی به باز یافت بخشی از دارایی‌ها شرکت در نتیجه انحلال و تصفیه نیز ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که ریسک درماندگی مالی بر اساس هر دو شاخص Z-آلتمن و O-السون بر بازده سهام تأثیر معنی‌دار و منفی داشته است. رابطه منفی ریسک درماندگی و بازده سهام در تضاد مستقیم با رابطه‌ی ریسک و بازده در بازارهای مالی است، یعنی با افزایش ریسک، نمی‌توان انتظار افزایش بازده را داشت. به همین علت سرمایه‌گذاران برای تحمل این نوع ریسک نیاز به صرف ریسک دارند، یعنی به ازای ریسکی که تحمل می‌کنند انتظار بازده بیشتری دارند، مثل نگهداری شرکت‌هایی که از نظر مالی دچار مشکل هستند (فاما و فرنچ، ۱۹۹۵). در شرایط ناهنجاری ریسک درماندگی مالی، اوراق بهادار با ریسک اعتباری بالا، بازده غیرعادی پایینی را دریافت می‌کنند، حتی زمانی که به طور قابل توجهی از اوراق بهادار با ریسک اعتباری کم، ریسک بیشتری دارند. این پارادایم اساسی ریسک-بازده در امور مالی یک چالش اساسی را پیش می‌کشد (اندریو و همکاران، ۲۰۲۱). این یافته مؤید وجود ناهنجاری



ریسک درماندگی در بازار سرمایه ایران است که نتایج به دست آمده هم‌راستا با پژوهش‌های دیچف<sup>۱</sup> (۱۹۹۸)، کمپبل و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، گائو و همکاران (۲۰۱۸)، گارلاپی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۸)، گارلاپی و یان<sup>۴</sup> (۲۰۱۱)، بالی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۹) و کنراد و همکاران (۲۰۱۴) بوده و مخالف با پژوهش آرترز و همکاران (۲۰۱۸) است.

### نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش

قیمت‌گذاری اشتباه به این معناست که قیمت سهام شرکت به دلایل مختلف درست ارزشیابی نگردد. این عوامل ممکن است از پدیده عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی، درست نبودن ساختار حاکمیت شرکتی و غیره ناشی شود که می‌تواند معطلاتی را برای شرکت در دوره‌های آتی به همراه داشته باشد. قیمت‌گذاری نامناسب سهام و تأثیر آن بر تصمیمات و رفتار مدیران و سرمایه‌گذاران یکی از زمینه‌های جدید پژوهشی در علوم مالی است. مدیران شرکت‌ها می‌دانند که تصمیمات آن‌ها در بازار سرمایه تأثیری بر قیمت سهام شرکت تحت مدیریتشان دارد. همچنین، برخی تغییرات در بازار سرمایه نیز تأثیر قابل توجهی بر تصمیماتی که مدیران می‌گیرند، دارد. قیمت سهام شرکت‌ها به دلیل ارزش ذاتی آن‌ها، می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری نامناسب شرکت‌ها در بازار سرمایه شود. تئوری‌های مالی سنتی و مالی رفتاری برای توضیح این پدیده، تفسیرهایی ارائه کرده‌اند. بخشی از دلیل قیمت‌گذاری نادرست ممکن است به دلیل عدم شفافیت در شرکت باشد. وقتی که سرمایه‌گذاران خارج از شرکت دسترسی محدودی به اطلاعات جریان نقدی آتی شرکت داشته باشند یا اطلاعات سهامداران با کیفیت پایین‌تری نسبت به اشخاص داخل شرکت باشد، ابهام افزایش می‌یابد. بنابراین، هر چه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران درباره جریان‌های آتی شرکت مبهم‌تر باشد، انحراف قیمت بازار از قیمت ذاتی بیشتر خواهد بود (پانتزالیس و پارک<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴). در مورد تحلیل نتایج مدل دوم می‌توان گفت که ضریب مربوط به اثر تعدیلی قیمت‌گذاری اشتباه بر رابطه منفی ریسک درماندگی و بازده سهام منفی بوده اما غیرمعنی‌دار است. این یافته نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اشتباه تأثیر تعدیل‌گر معنی‌دار بر روابط مذکور نداشته و نتوانسته است رابطه منفی را توضیح دهد. ناهنجاری ریسک درماندگی مالی در پژوهش‌های تجربی موضوعات بحث‌برانگیزی را به وجود آورده، به طوری که عوامل مختلفی از جمله قیمت‌گذاری اشتباه را در این ناهنجاری دخیل می‌دانند. این مطالعه نیز در راستای بررسی این مورد همانند پژوهش‌های خارجی انجام شده به دنبال بررسی این مورد بود که آیا قیمت‌گذاری اشتباه می‌تواند موجب ناهنجاری ریسک درماندگی مالی در محیط داخلی ایران شود. به عنوان

1. Dichev
2. Campbell et al.
3. Garlapi et al.
4. Garlapi and Ian
5. Bali et al.
6. Pantzalis and the park



مثال، دیچف (۱۹۹۸) با استفاده از امتیازات احتمال نکول آلتمن<sup>۱</sup> (۱۹۶۸) و اولسون<sup>۲</sup> (۱۹۸۰) رابطه منفی بین ریسک نکول (ریسک ناتوانی در پرداخت) و بازده سهام را نشان می‌دهد. او این ناهنجاری را به ناتوانی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری دقیق ریسک درماندگی نسبت می‌دهد. با این حال، وی آزمون مستقیمی در مورد توضیح قیمت‌گذاری نادرست ارائه نمی‌دهد. بعد از آن گریفین و لمون<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با ریسک درماندگی بالا تمایل دارند که بیشترین معکوس‌های بازده را در مورد اعلان‌های سود داشته باشند، که توجیهی ضمنی برای فرضیه قیمت‌گذاری نادرست است. این یافته با پژوهش‌هایی مانند کمپبل و همکاران (۲۰۰۸) و گائو و همکاران (۲۰۱۸) که قیمت‌گذاری اشتباه را در ناهنجاری ریسک درماندگی نقش‌آفرین می‌دانند، متفاوت بوده و دلیل آن را می‌توان در شرایط متفاوت بازارها ملاحظه کرد.

### پیشنهادها برای کاربردی پژوهش

تجزیه و تحلیل شرکت در معرض ریسک درماندگی مالی و ارزیابی رفتار ریسک به این دلیل از اهمیت برخوردار است که تغییر در هزینه سرمایه شرکت که تابع فزاینده‌ای از ریسک شرکت است، هنگام تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار قابل مقایسه برای سرمایه‌گذاران بسیار اهمیت دارد. لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در خصوص سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ریسک درماندگی بالا دقت لازم را داشته باشند. همچنین رفتار ریسک درماندگی مالی و تأثیر آن بر بازدهی سهام شرکت برای درک فرآیندهای ناسازگار در شرکت‌های درمانده پیش از ورشکستگی مفید است که می‌تواند برای اصلاح مدیریت بحران در شرکت‌ها بکار رود، لذا به شرکت‌های مختلف پیشنهاد می‌شود که در خصوص تصمیم‌گیری‌های خود در مواقع بحرانی، ناهنجاری ریسک درماندگی را در نظر داشته باشند. شرکت‌ها می‌توانند با بهبود عملکرد مالی و کاهش نسبت‌های مرتبط با ریسک درماندگی، از جذب سرمایه‌های بیشتر بهره ببرند. سرمایه‌گذاران می‌توانند از شاخص‌هایی مانند Z-اسکور و O-اسکور برای ارزیابی ریسک درماندگی شرکت‌ها استفاده کنند تا در انتخاب سید سرمایه‌گذاری خود دقت بیشتری داشته باشند. سازمان بورس باید از طریق بررسی شاخص‌های مالی و نظارت منظم تلاش کند قیمت‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد را تشخیص و مدیریت نماید. مدیران شرکت‌ها باید الگوهای مدیریت نقدینگی موثر را جهت کاهش ریسک درماندگی در پیش بگیرند.

### پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که تاثیر سایر عوامل تاثیرگذار بر ناهنجاری درماندگی مالی، از جمله گزینه‌های مذاکره مجدد در دسترس سهامداران نزدیک به رویداد ورشکستگی، گزینه‌های سازمان‌دهی مجدد و بازده بخت آزمایی شرکت‌های درمانده را مورد بررسی قرار دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود که به

1. Altman
2. Olson
3. Griffin and Lemon



بررسی عوامل دیگری همچون عدم تقارن اطلاعاتی که می‌توانند این رابطه بین درماندگی مالی و بازده سهام را توضیح دهند، پرداخته شود.

### محدودیت‌های پژوهش

گام برداشتن در راه رسیدن به هدف همواره با محدودیت‌هایی همراه است که دستیابی به هدف مورد نظر را کندتر می‌سازد. پژوهش نیز، به عنوان فرآیند دستیابی به هدف، از این قاعده مستثنی نیست. از این رو در این بخش با ارائه محدودیت‌هایی سعی در رساندن این پیام به خواننده داریم تا با آگاهی بیشتری نسبت به تعمیم نتایج پژوهش و ارزیابی منصفانه از روند پژوهش اقدام کند.

- ۱- در این پژوهش داده‌های مربوط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه به دلیل ماهیت فعالیت‌های خاص آنها از جامعه آماری حذف شدند و بنابراین نمی‌توان نتایج را به همه شرکت‌ها تعمیم داد.
- ۲- داده‌های مربوط به گزارش‌های مالی شرکت‌ها برای تورم تعدیل نشده است. اگر این اطلاعات تعدیل شود، نتایج ممکن است با نتایج فعلی متفاوت باشد.



## References

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis & the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589.
- Alzahrani, M. (2006). Stock mispricing & corporate investment decisions, phd thesis. Faculty of the graduate college of the Oklahoma state university.
- &reou, C. K; Lambertides, N; & Panayides, P. M. (2021). Distress risk anomaly & misvaluation. *The British Accounting Review*, 53(5), 100972.
- Aretz, K; Florackis, C; & Kostakis, A. (2018). Do stock returns really decrease with default risk? New international evidence. *Management Science*, 64(8), 3821–3842.
- Bali, T. G; Del Viva, L; Lambertides, N; & Trigeorgis, L. (2019). Growth Options & Related Stock Market Anomalies: Profitability, Distress, Lottery, & Volatility. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 1–31.
- Brown, D; James, C; Mooradian, R. (1993). The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public & Private Debt Claims. *Journal of Financial Economics*, 33, 93-118.
- Campbell, J. Y; Hilscher, J; & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939.
- Campbell, J. Y; Hilscher, J; & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939.
- Chen, X; Liu, C; Liu, Z; & Huang, Y. (2023). Corporate Financial Portfolio & Distress Risk: Forewarned is Forearmed. *Emerging Markets Finance & Trade*, 59(6), 1852-1864.
- Cheng, k; & Lu, c. (2009). Identifying the Stock Bubble Period from Long Term S&P 500 Index. *International Conference on Business Management & Information Technology Application*
- Conrad, J; Kapadia, N; & Xing, Y. (2014). Death & jackpot: Why do individual investors hold overpriced stocks? *Journal of Financial Economics*, 113(3), 455–475.
- Dichev, I. D. (1998). Is the Risk of Bankruptcy a Systematic Risk? *The Journal of Finance*, 53(3), 1131–1147.
- Eisdorfer, A; Goyal, A; & Zhdanov, A. (2019, April 1). Equity Misvaluation & Default Options. *The Journal of Finance*, pp. 845–898.
- Esk&ari, R; & Kordestani, G. (2024). Agency Costs & the Relationship between Financial Distress Risk & the Stock Prices Crash Risk. *Financial Management Strategy*, 12(2), 87-112. (in Persian).
- Fama, E. F; & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55–84.
- Fama, E. F; & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55–84.
- Financial distress risk of Vietnamese companies. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2183657.
- Foroughi, D; Amiri, H; & Alsharif, S. M. (2017). Outcome of Financial Distress on Accruals Influencing Future Returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(55), 93-123. (In Persian).

- Foroughi, D; Amiri, Hadi; S. M, Al-Sharif. (2017). The effect of financial helplessness on the impact of accruals on future returns. *Empirical studies of financial accounting*, 14(55), 123-93. (In Persian).
- Gao, P; Parsons, C. A; & Shen, J. (2018). Global relation between financial distress & equity returns. *Review of Financial Studies*, 31(1), 239-277.
- Garlappi, L, Shu, T; & Yan, H. (2008). Default Risk, Shareholder Advantage, & Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2743-2778.
- Garlappi, Lorenzo, & Yan, H. (2011). Financial Distress & the Cross-section of Equity Returns. *The Journal of Finance*, 66(3), 789-822.
- George, T; Hwang, C; (2009). Leverage, Financial Distress & the Cross Section of Stock Returns, *Journal of Financial Economics*.
- Griffin, J. J. M; & Lemmon, M. L. M. (2002). Book-to-market equity, distress risk, & stock returns. *The Journal of Finance*, 57(5), 2317-2336.
- Huang, Samuel G. H. & Frank M. Song. (2011). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*. 17, pp.14-35.
- Izadkhah, M, Raei, R, Fallahpour, S. (1401). Investigating the effect of financial distress risk on stock price collapse. *Financial Engineering & Securities Management*. 141-122. 14 (56) (in Persian).
- Izadkhah, M, Rai, R, Fallahpour, S. (1401). Investigating the effect of financial distress risk on stock price fall. *Financial engineering & securities management*. Articles in Press. (In Persian).
- Jafari, A; Arabsalehi, M; & Samadi, S. (2021). Analysis the effect of market anomalies & growth options on stock return. *Journal of Asset Management & Financing*, 9(1), 63-92. (In Persian).
- Jafari, A; Arabsalehi, M; Samadi, S. (1401). Analyzing the impact of market anomalies & growth opportunities on stock returns. *Asset Management & Financing*, 9(1), 63 92. (In Persian).
- Jensen, M. C. (2005, March). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*. Wiley/Blackwell (10.1111).
- Johnson, T. C. (2004). Forecast dispersion & the cross section of expected returns. *The Journal of Finance*, 59(5), 1957-1978.
- Lambertides, N. (2022). Misvaluation & the Asset Growth Anomaly. *Abacus*, 58(1), 105-141.
- Luu Thu, Q. (2023). Impact of earning management & business strategy on
- Mansourfar, Gh, Heydari, M, & Farhadi Sharifabad, M. (2017). Beta return behavior based on different levels of portfolio risk in Tehran Stock Exchange. *Asset Management & Financing*, 6(3 (22)), 37-50. (In Persian).
- Mansourfar, G; Heidari, M; & Farhadi Sharif Abad, M. (2018). The Beta Reversal Behavior through Different Levels of Portfolio Risk in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management & Financing*, 6(3), 37-50. (In Persian).
- Norouzi, M. & Khodadadi, V. (2016) Agency Cost of Free Cash Flow & Incorrect Stock Pricing in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Financial Accounting Research* (2), pp. 15-100. (In Persian).

Nowrozi, M & Khodadadi, V. (2015) free cash flow representation fee & incorrect stock pricing in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research Quarterly* (2), pp. 100-15. (In Persian).

Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios & the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131.

Outecheva, N. (2007). *Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of DistressRisk*. University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration.

Polk, C. & Sapienza, P, (2009), “The Stock Market & Corporate Investment: a Test of Catering Theory”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 1, PP. 187-217.

Quy Duong, L. (2024). The value & growth effect in the Vietnamese stock market: a mispricing explanation. *Review of Behavioral Finance*, 16(3), 439-459.

Shojaei, M, & Abdulbaqi Atabaadi, A. (1402). Anatomical analysis of noisy transactions & pricing errors. *Judgment & Decision Making in Accounting & Auditing*, 2(6), 43-74. (In Persian).

Vuong, G. T. H; Van Nguyen, P; Barky, W; & Nguyen, M. H. (2024). Stock return volatility & financial distress: Moderating roles of ownership structure, managerial ability, & financial constraints. *International Review of Economics & Finance*, 91, 634-652.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

