



## The Pattern of Effective Financial and Governance Factors on Incorrect Pricing in Public Sector Companies

Seyede Zahra Mirashrafi<sup>1</sup>, Azar Moslemi<sup>2\*</sup>, Seyed Hesam Vaghfi<sup>3</sup>, Ali Lalbar<sup>4</sup>

1. Ph.D. Student, Department of Accounting, Khomein Branch, Islamic Azad University, Khomein, Iran. (Z\_mirashrafi@pnu.ac.ir).

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Khomein Branch, Islamic Azad University, Khomein, Iran.

3. Assistant Professor, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (vaghfi@pnu.ac.ir).

4. Assistant Professor, Department of Accounting, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran. (a-Lalbar@iau-arak.ac.ir).

### Corresponding Author:

Azar Moslemi

Email: [Azar.moslemi.kh@gmail.com](mailto:Azar.moslemi.kh@gmail.com)

Received: 2023/10/10

Accepted: 2024/03/12

### How to Cite:

Mirashrafi, S.Z; Moslemi, A; Vaghfi, S.H; Lalbar, A; (2024). The pattern of effective financial and governance factors on incorrect pricing in public sector companies, *Governmental Accounting*, 10 (20), 125-142.

### ABSTRACT

**The Subject and Purpose:** In Iran, state-owned companies have always been the focus of shareholders, investors and the government, and they play a very prominent role in the country's economic markets. On the other hand, the incorrect pricing of securities shows the inefficiency of the market, and determining the influencing factors and presenting the model of factors affecting incorrect pricing can help to solve pricing disorders. For this purpose, the aim of the current research is to identify and present a pattern of factors affecting incorrect pricing in public sector companies.

**Research Method:** The method used in this research is qualitative and a combination of field method and factor analysis. The statistical population includes people active in the capital market, and the questionnaires resulting from the researcher's research process from two groups of academic experts and professional experts were distributed among 500 members of the professional community until the minimum number of returned questionnaires is proportional to the number of samples for the resulting unlimited population.

**Research Findings:** 384 acceptable completed questionnaires were received and analyzed. The data has been analyzed using SPSS and LISREL statistical software. In order to identify the factors affecting incorrect pricing, confirmatory factor analysis was used and structure analysis was used for modeling.

**Conclusion, Originality and its Addition to Knowledge:** the results indicate that weakness in the 6 components of the board of directors, ownership, stakeholder theory, audit, disclosure quality and shareholders' rights are among the governance criteria, as well as weakness in the other 6 components, market, sustainability, profitability, fulfillment of obligations and activity from the influential financial criteria, respectively, have the greatest impact on the incorrect pricing of public sector companies, and the impact of weakness in governance criteria is more than financial criteria. Modeling the factors affecting incorrect pricing from the perspective of financial and governance criteria from the experts' point of view, as well as examining this issue in public sector companies, considering that it has not been done in any research, is the aspect of innovation and knowledge enhancement of the present research.

**Keywords:** Public Sector Companies, Mispricing, Governance Criteria, Financial Criteria.

**JEL Classification:** G13, G30.



«مقاله پژوهشی»

## الگوی عوامل مؤثر مالی و حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی

سیده زهرا میراشرفی<sup>۱</sup>، آذر مسلمی<sup>۲\*</sup>، سید حسام وقفی<sup>۳</sup>، علی لعل‌بار<sup>۴</sup>

### چکیده

**موضوع و هدف مقاله:** در ایران همواره شرکتهای دولتی مورد توجه سهامداران، سرمایه‌گذاران و حکومت بوده و نقش بسیار پررنگی هم در بازارهای اقتصادی کشور ایفا می‌کنند. از طرفی قیمت‌گذاری‌های نادرست اوراق بهادار نشان از ناکارآمدی بازار دارد و تعیین مؤلفه‌های تأثیرگذار و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند به رفع اختلالات قیمت‌گذاری کمک کند. بدین منظور، هدف پژوهش حاضر، شناسایی و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی است.

**روش پژوهش:** روش مورد استفاده در این پژوهش کیفی و به صورت ترکیبی از روش میدانی و تحلیل عاملی است. جامعه آماری شامل افراد فعال در بازار سرمایه بوده است و پرسشنامه حاصل از فرآیند پژوهش محقق از دو گروه خبرگان دانشگاهی و خبرگان حرفه، بین تعداد ۵۰۰ نفر از اعضای جامعه حرفه ای توزیع شد تا حداقل تعداد پرسشنامه بازگشتی متناسب با تعداد نمونه برای جامعه نامحدود حاصل شود.

**یافته‌های پژوهش:** تعداد ۳۸۴ پرسشنامه تکمیل شده قابل قبول دریافت شد و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. داده‌ها با استفاده از نرم افزارهای آماری SPSS و LISREL مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. برای شناسایی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست، از تحلیل عاملی تاییدی و به منظور الگوی سازی، از تحلیل ساختار استفاده شده است.

**نتیجه‌گیری، اصالت و افزوده آن به دانش:** نتایج حاکی از آن است که ضعف در ۶ مؤلفه هیات مدیره، مالکیت، تئوری ذینفعان، حساسی، کیفیت افشا و حقوق سهامداران از معیارهای حاکمیتی و همچنین ضعف در ۶ مؤلفه سایر، بازار، پایداری، سودآوری، ایفای تعهدات و فعالیت از معیارهای مالی تأثیرگذار، به ترتیب بیشترین تأثیر را بر قیمت‌گذاری نادرست شرکتهای بخش عمومی داشته و میزان تأثیر ضعف در معیارهای حاکمیتی نیز بیشتر از معیارهای مالی است. الگوسازی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست از منظر معیارهای مالی و حاکمیتی از دیدگاه خبرگان و همچنین بررسی این موضوع در شرکتهای بخش عمومی، باتوجه به اینکه تاکنون در پژوهشی به آن اقدام نشده و جنبه نوآوری و دانش‌افزایی پژوهش حاضر است.

**واژه‌های کلیدی:** شرکتهای بخش عمومی، قیمت‌گذاری نادرست، معیارهای حاکمیتی، معیارهای مالی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G13, G30.

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد خمین، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران. (Z\_mirashrafi@pnu.ac.ir).
۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد خمین، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران.
۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (vaghfi@pnu.ac.ir).
۴. استادیار، گروه حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (a-Lalbar@iau-arak.ac.ir)

نویسنده مسئول:

آذر مسلمی

رایانامه:

Azar.moslemi.kh@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۲

### استناد به مقاله:

میراشرفی، سیده زهرا؛ مسلمی، آذر؛ وقفی، سید حسام؛ لعل‌بار، علی، (۱۴۰۳)، الگوی عوامل مؤثر مالی و حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی، *حسابداری دولتی*، ۱۰ (۲۰)، ۱۲۶-۱۳۶.

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۳. ناشر این مقاله، دانشگاه پیام نور است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و عدم تغییر یا تعدیل مقاله مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)



مقدمه<sup>۱</sup>

یکی از مباحث مهم در بازار سرمایه، چگونگی قیمت‌گذاری اوراق بهادار است. برپایه فرضیه مطرح شده در سال ۱۹۶۵ توسط فاما که اصل و پایه آن بر مبنای نظریه انتظارات عقلایی است، انتظارات ذینفعان و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نقش مهم و اساسی در چگونگی قیمت‌گذاری اوراق بهادار دارد. پایه و اساس این فرضیه بر مبنای انتظاراتی است که سرمایه‌گذاران از پیش‌بینی‌های بهینه از آینده دارند. در واقع، قیمت اوراق بهادار، پیش‌بینی بهینه از ارزش واقعی (ذاتی) آن بوده و قادر است کلیه اطلاعات موجود را به نمایش بگذارد (کریمی و فرج‌زاده، ۱۳۹۴). چنانچه ارزش ذاتی و قیمت سهام با آن چیزی که سرمایه‌گذاران از روند عادی امر انتظار دارند متفاوت باشد، نشان‌دهنده قیمت‌گذاری نادرست است و می‌تواند بازار سرمایه را با چالش روبرو کند. از جمله این چالشها می‌توان به سقوط بازار سهام ایالات متحده آمریکا در سال ۱۹۲۹، رونق ترونیسک<sup>۲</sup> در اوایل دهه ۱۹۶۰، حباب نیفتی فیفی<sup>۳</sup> در اوایل دهه ۱۹۷۰، سقوط دوشنبه سیاه اکتبر ۱۹۸۷، حباب دات-کام<sup>۴</sup> در دهه ۱۹۹۰ اشاره کرد. همه این رویدادها یک ویژگی مشترک دارند، اینکه قبل از هر سقوط بازار، دوره‌ای از افزایش فزاینده قیمت وجود داشته است. رشد و سقوط قیمت، هر دو نشان از قیمت‌گذاری نادرست دارد (محمد و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸).

از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران به واسطه مشکلات نمایندگی، همواره نگران منافع خود در شرکتها هستند و افزون بر این، حفظ منافع عموم، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکتها به ایفای مسئولیتهای اجتماعی از مهم‌ترین آرمانهایی است که بیش از گذشته، توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است. تحقق این آرمانها مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که مهمترین آنها حاکمیت شرکتی است (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۴). مکانیزم‌های راهبری شرکتی، با افزایش شفافیت، نظارت و کنترل بهتر در بازار سهام، موجب حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه، کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی می‌شود (بیسواس<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰). عدم تقارن اطلاعاتی، ضعف در حاکمیت شرکتی، محافظه‌کاری مدیران، ضعف در کیفیت نظارتی و کنترلی نیز می‌تواند در قیمت‌گذاری نادرست سهام، مؤثر باشد (یو و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹). ناهنجاری‌های بازار از جمله بازده‌های

اضافی که از طریق مدل‌های قیمت‌گذاری داراییها قابل توجیه نیستند و یا بروز حباب قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۸۹، ۹۱، ۹۲، ۹۳، ۹۶ و ۹۸ بیانگر قیمت‌گذاری‌های نادرست و یا ناکارآمدی بازار هستند (زارع و همکاران؛ ظاهری‌عبدوند و همکاران، ۱۴۰۱). از آنجایی که قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت (بادآورنهدنی و سرافراز، ۱۳۹۷)، بازده شرکت (انصاری سامانی و همکاران، ۱۳۹۸)، و مخارج سرمایه‌ای و ساختار سرمایه (زنجیردار و سیاح، ۱۳۹۹) تأثیرگذار باشد، تعیین مؤلفه‌های تأثیرگذار مالی و حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند به رفع اختلالات قیمت‌گذاری و کاهش هرچه بیشتر ریسک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند.

با توجه به اینکه اقتصاد ایران، اقتصادی دولتی و سیاسی است و شرکت‌های دولتی مورد توجه سهامداران، سرمایه‌گذاران و حکومت هستند و نقش بسیار پررنگی هم در مناسبات اقتصادی کشور ایفا می‌کنند، پژوهش در حوزه شرکت‌های بخش عمومی که به نحوی با دولت در ارتباط هستند دارای اهمیت است. از طرفی با بررسی‌های صورت گرفته در مجلات مرتبط، پژوهشی در زمینه قیمت‌گذاری سهام در این شرکتها انجام نشده است. از این‌رو، این پژوهش از دیدگاه موضوع و شیوه اجرا جدید و نوآور بوده و با توجه به اهمیت شرکت‌های بخش عمومی دارای دانش‌افزایی است. پژوهش حاضر، با هدف طراحی و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکت‌های بخش عمومی، در پی یافتن پاسخی به پرسش‌های زیر است:

- ۱- مؤلفه‌های تأثیرگذار حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست کدامند؟
- ۲- مؤلفه‌های تأثیرگذار مالی بر قیمت‌گذاری نادرست کدامند؟
- ۳- میزان اثرگذاری مؤلفه‌های حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست چقدر است؟
- ۴- میزان اثرگذاری مؤلفه‌های مالی بر قیمت‌گذاری نادرست چقدر است؟

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

## پیشینه نظری

قیمت‌گذاری نادرست سهام- بر اساس نظریه بازار کارا، که توسط فاما (۱۹۷۶) مطرح شد و یکی از ارکان اصلی آن

شرکت بوده و قیمت‌گذاری نادرست سهام را تشدید خواهد نمود. پرداخت سود سهام به سهامداران نیز منابع تحت کنترل مدیران و قدرت آنها را کاهش می‌دهد و به کم کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و کنترل مشکل نمایندگی کمک می‌کند. ارزش افزوده، یکی از محبوبترین ابزارها برای ارزیابی عملکرد مالی شرکتها است. منفی شدن آن، نشاندهنده کاهش ثروت سهامداران و مالکان شرکت است که می‌تواند منجر به دستکاری اطلاعات توسط مدیران شرکت شود. پایین بودن نسبت کیوتوبین نشاندهنده عملکرد ضعیف مدیریت بوده و می‌تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد. نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، معیاری از افراطی‌گری مدیریت در انجام مخارج اختیاری است و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. شرکت‌هایی که با رشد هزینه سرمایه روبرو هستند، ریسک بالاتر و ارزش پایین‌تری خواهند داشت و مدیران ممکن است برای پایین نشان دادن این ریسک اقدام به دستکاری اطلاعات نمایند. ریسک سیستمی نوعی ناپایداری مالی و به معنای احتمال سقوط ناگهانی است و می‌تواند بر قیمت سهام موجود در بازار مالی تأثیر بگذارد. درماندگی مالی شرکت‌ها یکی از عواملی است که مدیران در صورت مواجه شدن با آن ممکن است سود حسابداری را به عنوان یکی از بارزترین اقلام ارزیابی عملکرد، دستکاری کنند (مناجاتی، ۱۴۰۱). انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگتر در مقایسه با شرکت‌های کوچکتر به دلیل حجم معاملات و مکانیزم‌های کنترلی بیشتر کمتر دچار قیمت‌گذاری نادرست شوند.

مولفه های حاکمیتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام- موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. سابقه آن به گزارش معروفی به نام گزارش کادبری<sup>۳</sup> (۱۹۹۲) برمی‌گردد که نشان می‌دهد چگونه حاکمیت شرکتی فعالیتهای شرکت‌ها را کنترل و مدیریت می‌کند. حاکمیت شرکتی به عنوان داشتن مشروعیت، مسئولیت‌پذیری و شایستگی در حوزه سیاست و ارائه خدمات با احترام به قانون و حقوق بشر تعریف می‌شود (کریمی و همکاران، ۱۴۰۱). حاکمیت می‌تواند خوب یا بد، مؤثر یا ناکارآمد باشد (آل اهدال و همکاران، ۲۰۲۰). برپایه نظریه نمایندگی، تفاوت‌های زیادی در کیفیت، شفافیت و قابلیت اتکای اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی یک شرکت خاص وجود دارد که می‌تواند سبب سوگیری سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری نادرست شود زیرا ابهام درباره جریان‌های نقدی آتی به قیمت‌گذاری نادرست سهام

نظریه انتظارات عقلایی بود، انتظارات سرمایه‌گذاران از آینده با استفاده از همه اطلاعات در دسترس، نقش اساسی در شکل‌دهی قیمت فعلی اوراق بهادار ایفا خواهد کرد و در واقع، قیمت اوراق بهادار پیش‌بینی بهینه از ارزش واقعی (ذاتی) آن است. چنانچه ارزش ذاتی و قیمت سهام با آن چیزی که سرمایه‌گذاران از روند عادی امر انتظار دارند متفاوت باشد، نشان‌دهنده قیمت‌گذاری نادرست سهام است. اختلالات و نوسانات روزانه قیمت سهام همیشه در بازارهای مالی وجود داشته است و وقوع بحرانهای مالی جهانی نشان می‌دهد که تئوریهای مالی سنتی از قبیل تئوری کارایی بازار عقلایی بودن سرمایه‌گذار و آربیتراژ منطقی در توضیح منشأ برخی از این اختلالات و ارائه راه‌حل منطقی برای عبور از آنها ناتوان است (خسوانه<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). مؤلفه‌های غیراساسی غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز در تعیین قیمت سهام مؤثر است که باعث انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی و قیمت‌گذاری اشتباه سهام می‌شود (الزهرانی و رائو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴).

مولفه های مالی و قیمت‌گذاری نادرست سهام- اصلی‌ترین هدف تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و مقایسه آنها در شرکت‌های مختلف، پیش‌بینی آینده در راستای تصمیم‌گیری برای خرید یا فروش سهام آن شرکت است. مدیران برای مخفی کردن عملکرد ضعیف خود، محیط اطلاعاتی را دستکاری می‌کنند که افزون بر بروز مشکلات نمایندگی، باعث به وجود آمدن قیمت‌های نادرست در بازار سرمایه می‌شود (دسوزا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). نسبت‌های نقدینگی توانایی واحد تجاری را در انجام تعهدات کوتاه‌مدت اندازه‌گیری می‌کند. اگر نسبت نقدینگی شرکت کمتر از ۱/۰ باشد، ممکن است در برابر شوک‌های غیرمنتظره در محیط کسب و کار آسیب‌پذیرتر باشد و مدیران برای رفع این ضعف اقدام به دستکاری اطلاعات کرده که منجر به قیمت‌گذاری نادرست در بازار سرمایه شود. نسبت‌های فعالیت نشان می‌دهند که منابع شرکت با چه کارایی و اثربخشی مورد استفاده قرار می‌گیرند. مدیران با عملکرد ضعیف، ممکن است اقدام به دستکاری اطلاعات کرده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست در بازار سرمایه شود. نسبت‌های اهرمی بالا، پراکندگی سود خالص را افزایش می‌دهد و انگیزه‌ای قوی به مدیران می‌دهد تا با استفاده از مکانیزم‌های مختلف مانند مدیریت سود، قیمت بازار سهام شرکت را به سمت اهداف مدنظر خود هدایت کنند. نسبت‌های سودآوری و نوسانات سود و بازده ابزاری برای اندازه‌گیری ریسک مرتبط با تغییرات آتی در وضعیت شرکت است. این عامل معیاری به منظور سنجش عدم تقارن اطلاعات

حاوی خطمشی‌ها، اصول و مقررات است که رفتارها را هدایت می‌کند و نشانه توجه به منافع متعارض کلیه ذینفعان است (الوانی و رحمتی، ۱۳۸۶). سایر مکانیزمهای نظام راهبری شرکتی همچون کمیته حقوقی، کمیته اخلاقی، منشور اخلاقی کارکنان، درگاه اینترنتی، رسیدگی به شکایات مشتریان، حمایت از سهامداران جزء و اقلیت، حمایت از کارکنان گزارش‌کننده تخلفات، رویه‌های ویژه جهت افشای تخلفات و غیره، اشتها شرکت به درستکاری، ارزش مشتریان و حفظ حقوق اعتباردهندگان و سهامداران و کلیه ذینفعان را ایجاد می‌کند (درویش و بنی مهد، ۱۴۰۰).

شناسایی مؤلفه‌های مالی و حاکمیتی که بر بروز مشکلات نمایندگی و قیمت‌گذاری نادرست سهام مؤثر هستند و همچنین بهبود سازوکارهای نظارتی راهبری شرکتی که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌شوند، می‌تواند به رفع اختلالات قیمت‌گذاری سهام و کاهش هرچه بیشتر ریسک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند.

### پیشینه تجربی

نتایج پژوهش رضوی خسروشاهی و همکاران (۱۴۰۱) نشان داد که مؤلفه‌های پیچیدگی اطلاعاتی شرکت شامل واگرایی، جریان نقد عملیاتی منفی، اقلام تعهدی، صورتهای مالی تلفیقی، انحراف معیار جریان نقد عملیاتی و انحراف معیار تغییرات خالص داراییهای عملیاتی، بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارند. همچنین از بین مؤلفه‌های پیچیدگی عملیاتی، سه شاخص طول چرخه عملیات، نسبت فروش صادراتی و تنوع محصولات شرکت با قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط مثبت و معناداری دارند، ولی ارتباط معناداری بین سطح تکنولوژی تولید با قیمت‌گذاری نادرست سهام در ایران مشاهده نشد. در نهایت، نتایج نشان داد که مؤلفه‌های پیچیدگی راهبری، شامل ارتباطات سیاسی، دوره تصدی مدیرعامل و تمرکز مالکیت با قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد.

وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) با بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت نشان دادند که رابطه مستقیم و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست سهام وجود دارد.

شواهد و نتایج تجربی پژوهش نیکو و همکاران (۱۳۹۹) بیانگر آن است که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی

می‌انجامد (کومار، ۲۰۰۵). حاکمیت شرکتی، سیستم پیچیده ساز و کار کنترل مؤثر بر رفتار مدیریت برای حمایت از افزایش ارزش سهام مالکان و کاهش هزینه‌های نمایندگی است (دمیر باس و یوهاناوا، ۲۰۱۱).

تخصص و تجربه مالی کمیته حسابرسی می‌تواند منجر به بهبود کیفیت افشا و تقویت حاکمیت شرکتی شود. تصدی و سابقه بیشتر اعضای کمیته حسابرسی، سبب قضاوت بهتر و موثرتر آنها در حوزه کنترل‌های داخلی که از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی است خواهد شد. فعالیتهای حسابرسان داخلی را می‌توان شامل حصول اطمینان از کفایت و اثر بخشی سیستم کنترل داخلی، کیفیت و صحت گزارشگری مالی و مسئولیت‌پذیری در راهبری شرکتی اعم از پیشگیری، کشف و اصلاح مواردی که بر کیفیت و درستی گزارشهای مالی تاثیرگذار است، دانست. هیأت مدیره بزرگ باعث کاهش بی‌احتیاطی یا تصمیمات راهبردی شخصی در حاکمیت شرکت می‌شود. انتظار می‌رود که با افزایش سطح تحصیلات اعضای هیأت مدیره در شرکت‌ها، حاکمیت شرکتی تقویت شود. مدیران با دوره تصدی طولانی می‌توانند قدرت نسبی خود را همزمان با تحت کنترل گرفتن فرایندها و سیستمهای اطلاعاتی داخلی افزایش دهند که باعث کاهش کیفیت اطلاعات مالی و در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست می‌شود. مالکیت دولتی باعث می‌شود که شرکتها انگیزه کمتری برای بالا بردن کیفیت افشای اطلاعات داشته باشند و حاکمیت شرکتی تضعیف شود. سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه بیشتری برای نظارت بر رویه‌ها و کیفیت افشا دارند. مالکیت درصدی از سهام شرکت توسط مدیر می‌تواند منجر به افق دید بلندمدت و تقویت حاکمیت شرکتی شود. مدیران همواره از معاملات با اشخاص وابسته به طور فرصت‌طلبانه به نفع خود و در راستای تصاحب منابع سهامداران استفاده می‌کنند که یک چالش برای حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود (گوردون و همکاران، ۲۰۰۴). تقویت سیستم حسابداری می‌تواند کیفیت حسابرسی داخلی را افزایش دهد و موجب افزایش شفافیت مالی و تقویت حاکمیت شرکتی شود. قابلیت اتکای اطلاعات بیان شده در صورتهای مالی نشان‌دهنده قوت یا ضعف در حاکمیت شرکتی است. مسئولیت اجتماعی شرکتها به مشارکت داوطلبانه شرکت برای افشای اطلاعات اضافی فراسوی الزامهای قانونی یک روش برای کاهش مشکلات نمایندگی است. ادعای قانونی علیه شرکت و نیز بدهی احتمالی چنانچه ناشی از ضعف عملکرد مدیران شرکت باشد، می‌تواند به دستکاری اطلاعات توسط آنها منجر شود (نوروش و حسینی، ۱۳۸۸). منشور اخلاقی بیانیه‌ای

ژو و نیو<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) با بررسی اثرات احساسات سرمایه‌گذار و اطلاعات حسابداری را بر قیمت سهام نشان دادند که تمایل سرمایه‌گذاران می‌تواند رشد سود مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز را تغییر دهد و در نتیجه بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. اما تأثیر گرایش‌ها در دوره‌ی بدبینی به وضوح با تأثیر گرایش‌ها در دوره‌ی خوش‌بینی متفاوت است. اطلاعات حسابداری و ترجیحات سرمایه‌گذار نیز می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. وو و وانگ<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) اثر مالکیت شرکتی را بر رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری شرکت بررسی کردند. آنها در نتایج خود نشان دادند که رفتارهای عاطفی سهامداران نهادی به طور مستقیم بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. همچنین قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتری دارند بیشتر دیده می‌شود.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، برای شناسایی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری و با هدف طراحی و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکت‌های دولتی، با استفاده از روش کیفی در دو بخش انجام شد.

در بخش اول برای جمع‌آوری مبانی نظری، با استفاده از روش کتابخانه‌ای به استخراج مولفه‌های تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداخته و پس از استخراج مولفه‌های تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، پرسشنامه‌ای به صورت کدگذاری باز، تهیه و برای تکمیل به صورت میدانی در اختیار خبرگان به تعداد ۸ نفر که از طریق اشیاع نظری تایید شد، قرار گرفت. خبرگان علمی در این مرحله عضو هیات علمی دانشگاه مادر، دارای حداقل مرتبه دانشجویی و دارای تألیف مقاله، کتاب و یا طرح پژوهشی در حوزه موضوعی قیمت‌گذاری نادرست سهام بودند. برای فازی‌سازی نظرات خبرگان نتایج بر اساس طیف اعداد فازی مثلثی معادل طیف لیکرت ۵ درجه، به عدد فازی تبدیل شده، سپس میانگین فازی از امتیازات، گرفته و به عدد قطعی تبدیل شده است. به این ترتیب پرسشنامه حاصل از فرآیند پژوهش تهیه شد. در بخش دوم، این پرسشنامه بین تعداد ۵۰۰ نفر از اعضای جامعه حرفه‌ای توزیع شد تا حداقل تعداد پرسشنامه بازگشتی با تعداد نمونه برای جامعه نامحدود حاصل شود. اعضای حرفه‌ای واجد

قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. به این معنی که با افزایش گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک، قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز افزایش می‌یابد و برعکس. همچنین نقش تعدیل‌گر گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر ارتباط بین نوسانات غیرسیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز دارای اثر مثبت و معنادار است.

نتایج پژوهش لی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) که با هدف بررسی ارتباط بین مدیریت سود واقعی و ریسک سقوط قیمت سهام، به ویژه از دیدگاه اقتصاد بازار در حال ظهور و همچنین ارزیابی نقش کنترل‌های داخلی و مالکیت نهادی به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی انجام شد نشان می‌دهد که مدیران به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و با «احتکار اخبار بد» باعث قیمت‌گذاری نادرست سهام و کاهش سریع قیمت سهام شرکت می‌شوند، در حالی که حاکمیت شرکتی می‌تواند ریسک سقوط قیمت را کاهش دهد.

بیکر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱) ارتباط بین مدیریت ریسک راهبری شرکت را از سه بُعد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه اولیه عمومی سهام ۷۴۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ۳۶ کشور در سالهای ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ بررسی کردند. نتایج نشان داد که قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه اولیه عمومی سهام در کشورهایی که مدیریت ریسک راهبری قویتری دارند، کمتر است. نتایج تحلیل‌های حساسیت نیز بیانگر آن بود که قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه اولیه عمومی سهام کشورهایی با افشای مالی شفاف‌تر و استانداردهای قویتر در زمینه مسئولیت اجتماعی و حمایت از سهامداران، کمتر رخ می‌دهد.

عثمان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان قیمت‌گذاری نادرست و تصمیمات سرمایه‌گذاری، نشان دادند که شرکت‌ها برای تامین مالی هزینه‌های سرمایه‌ای، ارزش حقوق صاحبان سهام را با ارزش بیش از حد اعلام می‌کنند و نیز رابطه بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با محدودیت مالی معنادارتر است.

لیو و لانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) مطالعات مربوط به قیمت‌گذاری نادرست سهام را بررسی کردند، قیمت‌گذاری نادرست سهام چینی را بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از طریق مدل گارچ آم ارزیابی و خاطرنشان کردند که حباب قیمت‌گذاری نادرست سهام چینی با بازده مورد نیاز سهامداران و ریسک مطابقت دارد.

## جدول ۲. ویژگی‌های جمعیت شناختی فعالین بازار سرمایه

درصد	فراوانی	ویژگی‌های جمعیت شناختی فعالین بازار سرمایه	
۲۹/۷	۱۱۴	زن	جنس
		مرد	
۷۰/۳	۲۷۰	بین ۲۰ تا ۳۰ سال	سن
		بین ۳۰ تا ۴۰ سال	
		بین ۴۰ تا ۵۰ سال	
		بین ۵۰ تا ۶۰ سال	
		۶۰ سال به بالا	
۱۳/۳	۵۱	لیسانس	تحصیلات
		فوق لیسانس	
		دانشجوی دکتری	
		دکتری	
۷۳/۲	۲۸۱	حسابداری(مالی) و حسابرسی	رشته تحصیلی
		علوم پایه	
		مدیریت و اقتصاد	
۱۶/۴	۶۳	کمتر از ۱۰ سال	سابقه فعالیت در بازار سرمایه
		۱۰ تا ۲۰ سال	
		۲۰ تا ۳۰ سال	
		بیشتر از ۳۰ سال	
۲۹/۷	۱۱۴	بله	عضو هیأت علمی دانشگاه
		خیر	
۷۰/۳	۲۷۰	ندارم	سابقه فعالیت به عنوان عضو هیأت علمی
		کمتر از ۱۰ سال	
		بین ۱۰ تا ۱۵ سال	
۱۰۰	۳۸۴		کل

منبع: یافته‌های محقق

## آمارهای استنباطی

در بخش اول، با استفاده از روش کتابخانه‌ای و نظر خبرگان ۷۲ مولفه تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست شناسایی و از تحلیل دلفی فازی برای غربالگری مولفه‌ها استفاده شد. در این تحلیل، مولفه‌هایی تأیید می‌شوند که حداقل توافق روی آنها ۶۰ درصد باشد. در راند اول نظرسنجی ۵۰ مولفه تأیید شده است و ۲۲ مولفه مورد تأیید خبرگان نیست. تحلیل دلفی فازی برای تمام مولفه‌های پذیرفته شده، در راند دوم ادامه پیدا کرد. در این مرحله، نظرهای قبلی هر خبره و میزان اختلاف آنها با دیدگاه سایر خبرگان، همراه با پرسشنامه‌ای بار دیگر برای اعضای گروه خبره ارسال شد و ۵۰ مولفه بر اساس دیدگاه ۱۵ خبره تأیید شد. در صورتی که اختلاف میانگین امتیازات پرسش‌های راند اول و راند دوم از عدد ۰/۲ کوچکتر باشد، فرآیند نظرسنجی متوقف می‌شود (حبیبی و آفریدی، ۱۴۰۱). بر اساس نتایج به دست آمده مشخص شد که در تمامی موارد اختلاف کوچکتر از

شرایط سابقه کار حرفه ای حداقل ۱۰ سال فعالیت رسمی در بازار سرمایه انتخاب شد. از تعداد ۵۰۰ پرسشنامه توزیع شده بین فعالان بازار سرمایه، ۳۸۴ پرسشنامه تکمیل شده قابل قبول دریافت شد و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. داده‌های خام که با استفاده از پرسشنامه گردآوری شدند، با استفاده از نرم افزارهای آماری SPSS و LISREL مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و برای بررسی پرسش‌های پژوهش از تحلیل عاملی تاییدی استفاده شده است. در نهایت با روش تحلیل ساختار، الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست سهام ارائه شده است.

## یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش مشتمل بر دو بخش آمار توصیفی و آزمون آمار استنباطی است. در قسمت توصیفی، به شرح وضعیت متغیرهای جمعیت شناختی نمونه آماری پژوهش، اشاره شده و در آزمون استنباطی، با استفاده از تکنیک‌های مناسب آماری، مدل پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد.

## آمارهای توصیفی

ویژگی‌های جمعیت شناختی خبرگان از جمله جنسیت، سن، سابقه فعالیت هیأت علمی و فعالیت در بازار سرمایه در جدول ۱ مورد بررسی قرار گرفته است.

## جدول ۱. ویژگی‌های جمعیت شناختی خبرگان

درصد	فراوانی	ویژگی‌های جمعیت شناختی خبرگان	
۱۲/۵	۱	زن	جنس
		مرد	
۸۷/۵	۷	بین ۳۰ تا ۳۵ سال	سن
		بین ۳۵ تا ۴۰ سال	
		بین ۴۰ تا ۴۵ سال	
۶۲/۵	۵	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	سابقه فعالیت به عنوان عضو هیأت علمی
		بین ۱۵ تا ۲۰ سال	
		بین ۲۰ تا ۳۰ سال	
		کمتر از ۵ سال	
۳۷/۵	۳	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	سابقه فعالیت در بازار سرمایه
		بین ۱۵ تا ۲۰ سال	
		بین ۲۰ تا ۳۰ سال	
۱۰۰	۸	کل	

منبع: یافته‌های محقق

ویژگی‌های جمعیت شناختی فعالان بازار سرمایه از جمله جنسیت، سن، میزان تحصیلات، رشته تحصیلی، آشنایی با بازار سرمایه و سابقه فعالیت، عضو هیأت علمی دانشگاه و سابقه فعالیت در جدول ۲ مورد بررسی قرار گرفته است.

رتبه	مؤلفه ها	شاخص ها	میانگین فازی زبانی شده راند اول	میانگین فازی زبانی شده راند دوم	اختلاف	وضعیت
۱۹	مالی - بازار	نسبت کیوتوبین	۰/۸۸۳	۰/۸۸۳	۰/۰۶۷	توافق
۲۰		ارزش افزوده بازار	۰/۸۹۴	۰/۸۸۳	۰/۰۱۱	توافق
۲۱		ارزش ایجاد شده سهامدار	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
۲۲	مالی - سایر	محدودیت مالی	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
۲۳		نسبت هزینه های عمومی و اداری به فروش	۰/۸۹۴	۰/۸۸۳	۰/۰۱۱	توافق
۲۴		هزینه سرمایه	۰/۸۳۳	۰/۶۸۳	۰/۰۵۰	توافق
۲۵		ریسک سیستماتیک	۰/۷۰۰	۰/۶۳۳	۰/۰۶۷	توافق
۲۶		درماندگی مالی	۰/۷۰۰	۰/۶۳۳	۰/۰۶۷	توافق
۲۷		اندازه شرکت	۰/۸۰۰	۰/۸۱۷	۰/۰۸۳	توافق
۲۸		حاکمیتی - حساسی	تخصص مالی اعضای کمیته حساسی	۰/۶۶۷	۰/۶۳۳	۰/۰۳۳
۲۹	تجربه مالی اعضای کمیته حساسی		۰/۸۱۷	۰/۶۸۳	۰/۰۳۳	توافق
۳۰	سابقه اعضای کمیته حساسی		۰/۸۳۹	۰/۶۸۳	۰/۰۵۶	توافق
۳۱	حساسی داخلی		۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
۳۲	حاکمیتی - هیئت مدیره		تعداد اعضای هیات مدیره	۰/۶۶۷	۰/۶۳۳	۰/۰۳۳
۳۳		تحصیلات اعضای هیات مدیره	۰/۶۶۷	۰/۶۳۳	۰/۰۳۳	توافق
۳۴		تغییر مدیر عامل	۰/۶۵۰	۰/۶۰۰	۰/۰۵۰	توافق
۳۵	حاکمیتی - مالکیت	مالکیت دولتی	۰/۸۳۳	۰/۷۰۰	۰/۰۳۳	توافق
۳۶		مالکیت نهادی	۰/۷۰۰	۰/۶۵۰	۰/۰۵۰	توافق
۳۷		مالکیت مدیریتی	۰/۸۱۷	۰/۷۰۰	۰/۰۱۷	توافق
۳۸	حاکمیتی - تئوری ذینفان	تشکیل کمیته اخلاق	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
۳۹		رسیدگی به شکایات مشتریان	۰/۸۶۷	۰/۶۸۳	۰/۰۸۳	توافق
۴۰		انتشار گزارش مسئولیت اجتماعی	۰/۸۳۳	۰/۶۸۳	۰/۰۵۰	توافق
۴۱		حمایت از سهامداران جزء و اقلیت	۰/۸۶۷	۰/۸۱۷	۰/۰۵۰	توافق

۰/۲ است، بنابراین می‌توان راندهای دلفی را به پایان برد و نتیجه گرفت که از ۷۲ مولفه مورد بررسی ۵۰ مولفه از نظر ۱۵ نفر خبره از اعتبار لازم برخوردار است. مولفه‌های تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست و نتایج دلفی فازی راند اول و دوم در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. مولفه‌های تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست و نتایج دلفی فازی راند اول و دوم

رتبه	مؤلفه ها	شاخص ها	میانگین فازی زبانی شده راند اول	میانگین فازی زبانی شده راند دوم	اختلاف	وضعیت
مالی - ایفای تعهدات	۱	نسبت آبی	۰/۸۶۷	۰/۶۸۳	۰/۰۸۳	توافق
	۲	نسبت جاری	۰/۶۸۳	۰/۶۳۳	۰/۰۵۰	توافق
	۳	نسبت بدهیها به داراییها	۰/۶۶۷	۰/۶۳۳	۰/۰۳۳	توافق
	۴	نسبت بدهیهای بلندمدت به کل بدهیها	۰/۷۰۰	۰/۶۸۳	۰/۰۱۷	توافق
	۵	نسبت بدهیهای جاری به کل بدهیها	۰/۷۰۰	۰/۶۱۷	۰/۰۸۳	توافق
مالی - فعالیت	۶	متوسط دوره وصول مطالبات	۰/۸۵۰	۰/۶۸۳	۰/۰۶۷	توافق
	۷	نسبت گردش کل داراییها	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
	۸	نسبت گردش داراییهای بلندمدت	۰/۸۵۰	۰/۶۸۳	۰/۰۶۷	توافق
	۹	نسبت دارایی جاری به کل داراییها	۰/۸۹۴	۰/۸۸۳	۰/۰۱۱	توافق
	۱۰	نسبت جریانات نقدی عملیاتی	۰/۶۸۳	۰/۶۳۳	۰/۰۵۰	توافق
مالی - سودآوری	۱۱	نسبت سود خالص	۰/۸۵۰	۰/۶۸۳	۰/۰۶۷	توافق
	۱۲	نسبت سود ناخالص	۰/۸۵۰	۰/۶۸۳	۰/۰۶۷	توافق
	۱۳	نسبت بازده داراییها	۰/۸۹۴	۰/۸۸۳	۰/۰۱۱	توافق
	۱۴	بازده سهام	۰/۸۹۴	۰/۸۸۳	۰/۰۱۱	توافق
	۱۵	نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق
	۱۶	نسبت سود تقسیمی	۰/۷۰۰	۰/۶۳۳	۰/۰۶۷	توافق
مالی - پایداری	۱۷	نرخ رشد فروش	۰/۸۶۷	۰/۸۱۷	۰/۰۵۰	توافق
	۱۸	نرخ رشد سود خالص	۰/۸۳۳	۰/۶۱۷	۰/۱۱۷	توافق



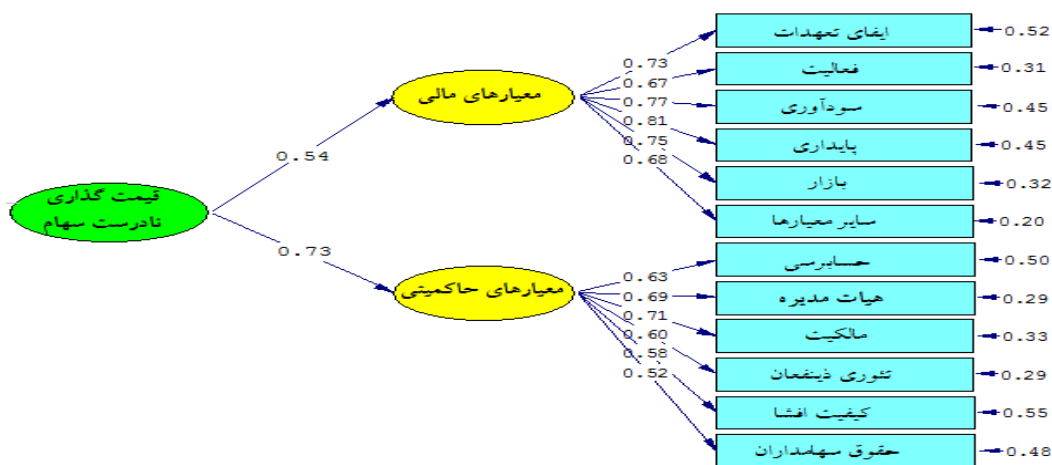
جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به اینکه آلفای کرونباخ در تمامی متغیرها بیشتر از ۰/۷ می‌باشد بنابراین می‌توان گفت پرسشنامه از پایایی خوبی برخوردار است.

جدول ۴. نتایج پایایی پرسشنامه

متغیرها	تعداد پرسش‌ها	آلفای کرونباخ
ایفای تعهدات	۵	۰/۸۶۴
فعالیت	۵	۰/۷۵۰
سودآوری	۶	۰/۸۷۰
پایداری	۲	۰/۷۱۱
بازار	۳	۰/۷۴۲
سایر معیارهای مالی	۶	۰/۸۲۶
حسابرسی	۴	۰/۹۴۲
هیات مدیره	۳	۰/۷۸۴
مالکیت	۳	۰/۸۱۲
تئوری ذینفعان	۷	۰/۸۶۱
کیفیت افشا	۳	۰/۸۹۳
حقوق سهامداران	۳	۰/۷۹۶
کل	۵۰	۰/۹۴۸

بررسی مدل اول پژوهش

به منظور بررسی عوامل تاثیر گذار بر قیمت‌گذاری نادرست از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم استفاده شده است. نمودار ۱، مدل تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست را در حالت تخمین ضرایب نشان می‌دهد.



Chi-Square=137.03, df=52, P-value=0.00000, RMSEA=0.065

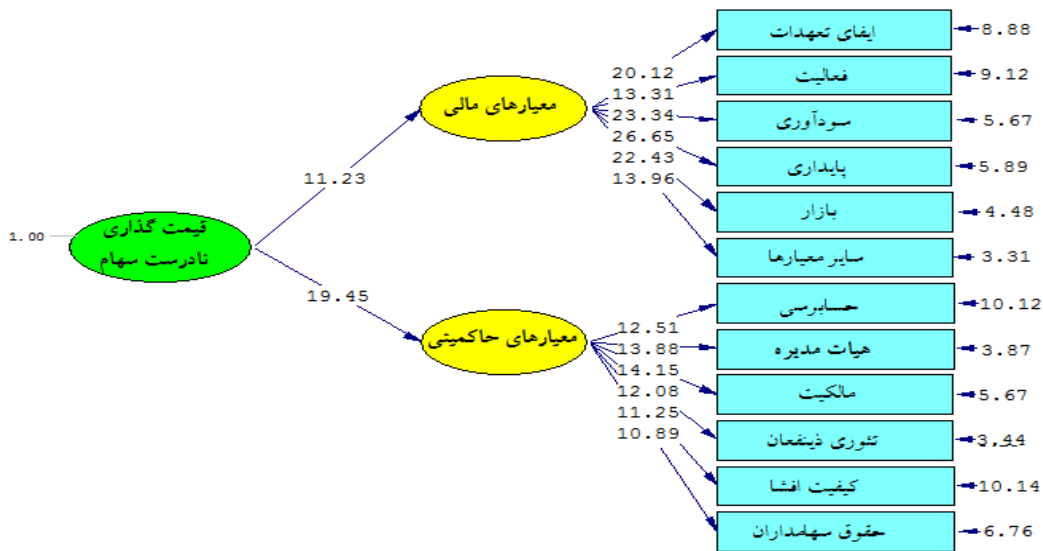
نمودار ۱. عوامل تاثیر گذار بر قیمت‌گذاری نادرست در حالت تخمین ضرایب استاندارد

ردیف	مؤلفه‌ها	شماره‌ها	شماره‌ها	میانگین نمره زبانی شده راند اول	میانگین نمره زبانی شده راند دوم	اختلاف	وضعیت
۴۲	حمايت از کارکنان گزارش‌کننده تخلفات مالی و غیرمالی	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق		
۴۳		۰/۸۱۷	۰/۶۸۳	۰/۰۳۳	توافق		
۴۴		۰/۶۳۳	۰/۶۰۰	۰/۰۳۳	توافق		
۴۵	تقویت سیستم حسابداری جهت افزایش شفافیت مالی	۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق		
۴۶		۰/۸۵۰	۰/۸۳۳	۰/۰۱۷	توافق		
۴۷		۰/۶۶۷	۰/۶۰۰	۰/۰۶۷	توافق		
۴۸	ادعای قانونی علیه شرکت	۰/۸۱۱	۰/۶۵۰	۰/۰۶۱	توافق		
۴۹		۰/۸۰۰	۰/۶۰۰	۰/۱۰۰	توافق		
۵۰		۰/۸۶۷	۰/۸۳۳	۰/۰۳۳	توافق		

در بخش دوم، پرسشنامه متشکل از ۵۰ مولفه مورد تایید خبرگان، در اختیار فعالین بازار سرمایه قرار گرفت. به منظور تعیین پایایی آزمون از روش آلفای کرونباخ استفاده و نتایج، در

از ۱/۹۶ یا کوچکتر از ۱/۹۶- باشند، بار عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

مدل ارائه شده در نمودار ۲، در واقع تمامی معادلات اندازه‌گیری (بارهای عاملی) مرتبه اول و دوم را با استفاده از آماره t آزمون می‌کند. بر طبق این مدل، اگر مقدار آماره t بزرگتر



Chi-Square=137.03, df=52, P-value=0.00000, RMSEA=0.065

نمودار ۲. عوامل تاثیر گذار بر قیمت گذاری نادرست در حالت معناداری ضرایب

متغیرها	مولفه ها	بار عاملی	آماره t	خطای استاندارد (SE)
معیارهای مالی	ایفای تعهدات	۰/۸۳	۲۰/۱۲	۰/۰۳۶
	فعالیت	۰/۶۷	۱۳/۳۱	۰/۰۵۰
	سودآوری	۰/۷۷	۲۳/۳۴	۰/۰۳۳
	پایداری	۰/۸۱	۲۶/۶۵	۰/۰۳۰
	بازار	۰/۷۵	۲۲/۴۳	۰/۰۳۳
معیارهای حاکمیتی	سایر معیارها	۰/۶۸	۱۳/۹۶	۰/۰۴۹
	حسابرسی	۰/۶۳	۱۲/۵۱	۰/۰۵۰

بر اساس نتایج به دست آمده در جدول ۳، تمامی مقادیر بارهای عاملی مرتبه اول از ۰/۵ بیشتر شده‌اند و همچنین مقادیر محاسبه شده t برای هر یک از بارهای عاملی بالای ۱/۹۶ است. در واقع آنچه پژوهشگر توسط پرسشهای پرسشنامه قصد سنجش آنها را داشته است، توسط این ابزار محقق شده است. شاخص‌های برازش مدل در جدول ۶ نشان می‌دهد که داده‌های جمع آوری شده برای اندازه‌گیری

نتایج بارهای عاملی عوامل تاثیرگذار بر قیمت گذاری نادرست در جدول ۵ خلاصه شده‌است.

جدول ۵. نتایج تحلیل عاملی تأییدی مدل عوامل تاثیر گذار بر قیمت گذاری نادرست

متغیرها	مولفه ها	بار عاملی	آماره t	خطای استاندارد (SE)
معیارهای مالی	ایفای تعهدات	۰/۸۳	۲۰/۱۲	۰/۰۳۶
	فعالیت	۰/۶۷	۱۳/۳۱	۰/۰۵۰
	سودآوری	۰/۷۷	۲۳/۳۴	۰/۰۳۳
	پایداری	۰/۸۱	۲۶/۶۵	۰/۰۳۰
	بازار	۰/۷۵	۲۲/۴۳	۰/۰۳۳
معیارهای حاکمیتی	سایر معیارها	۰/۶۸	۱۳/۹۶	۰/۰۴۹
	حسابرسی	۰/۶۳	۱۲/۵۱	۰/۰۵۰

به منظور سهولت در تفسیر نتایج حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست، پارامترهای برآورد شده در دو نمودار ۱ و ۲ در جدول ۷ خلاصه شده است.

جدول ۷. نتایج حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست

متغیر	عوامل	ضریب مسیر	آماره t
قیمت‌گذاری نادرست	مالی	۰/۵۴	۱۱/۲۳
	حاکمیتی	۰/۷۳	۱۹/۴۵

بر اساس نتایج به دست آمده میزان تاثیر معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۵۴ و آماره t برابر با ۱۱/۲۳ است که بیشتر از ۱/۹۶ است. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت ضعف در معیارهای مالی، بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. همچنین میزان تاثیر معیارهای حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۷۳ و آماره t برابر با ۱۹/۴۵ که بیشتر از ۱/۹۶ است. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت ضعف در معیارهای حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. بر اساس ضرایب مسیر می‌توان گفت میزان تاثیر ضعف در عوامل حاکمیتی بیشتر از مالی است (قابل بیان است پرسشهای پرسشنامه عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست به صورت منفی بیان شده است که بیانگر ضعف در معیارهای مالی و حاکمیتی است).

#### بررسی مدل دوم پژوهش

به منظور بررسی میزان تاثیر مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست، از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم استفاده شده است. نمودار ۳، مدل تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست را در حالت تخمین ضرایب و نمودار ۴، مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست را در حالت معناداری ضرایب نشان می‌دهد.

عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست از کفایت و برازش لازم برخوردارند و روایی و برازش مدل مورد تایید قرار گرفته است.

جدول ۶. شاخص‌های برازش مدل عوامل تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست

نام آزمون	توضیحات	مقادیر قابل قبول	مقدار به دست آمده
$\chi^2/df$	کای اسکوتر نسبی	$< 3$	۲/۶۳۵
RMSEA	ریشه میانگین توان دوم خطای تقریب	$< 0.1$	۰/۰۶۵
GFI	شاخص برازندگی تعدیل یافته	$> 0.9$	۰/۹۳
RMR	ریشه میانگین مجذور باقیمانده	$< 0.1$	۰/۰۶۷
NFI	شاخص برازش نرم	$> 0.9$	۰/۹۲
CFI	شاخص برازش مقایسه ای	$> 0.9$	۰/۹۵

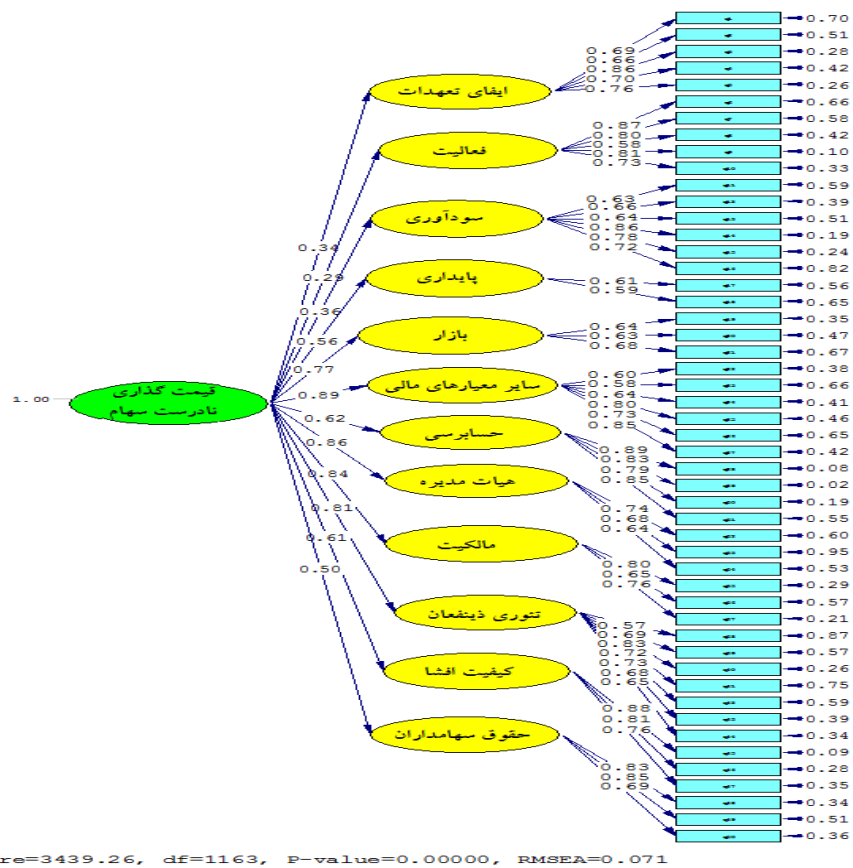
اکنون با توجه به تایید روایی و برازش مدل می‌توان پرسشهای پژوهش را مورد بررسی قرار داد.

پرسش اول پژوهش: مولفه‌های تاثیرگذار حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام کدامند؟

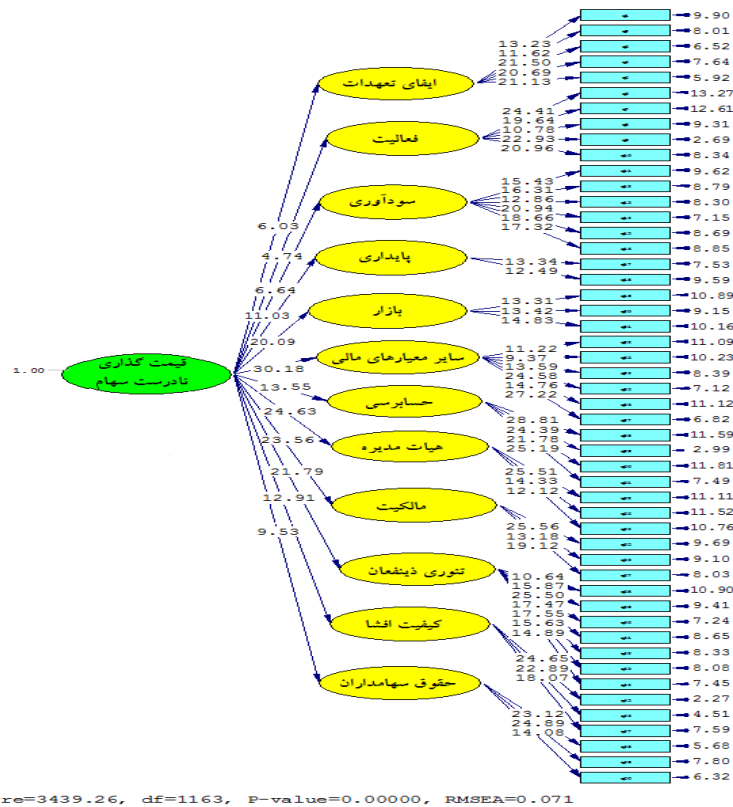
بر اساس نتایج به دست آمده از جدول ۵ و نمودارهای ۱ و ۲، آماره t مولفه‌های حساسی، هیات‌مدیره، مالکیت، تئوری ذینفعان، کیفیت افشا و حقوق سهامداران بیشتر از ۱/۹۶ است. بنابراین این مولفه‌های حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تاثیرگذار هستند.

پرسش دوم پژوهش: مولفه‌های تاثیرگذار مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام کدامند؟

بر اساس نتایج به دست آمده از جدول ۵ و نمودارهای ۱ و ۲، آماره t مولفه‌های ایفای تعهدات، فعالیت، سودآوری، پایداری، بازار و سایر معیارهای مالی بیشتر از ۱/۹۶ است. بنابراین این مولفه‌های مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تاثیرگذار هستند.



نمودار ۳. مولفه های تاثیر گذار بر قیمت گذاری نادرست در حالت تخمین ضرایب استاندارد



نمودار ۴. مولفه های تاثیر گذار بر قیمت گذاری نادرست در حالت معناداری ضرایب

متغیرها	شماره پرسش‌ها	بار عاملی	آماره t	خطای استاندارد (SE)
حسابرسی	q28	۰/۸۹	۲۸/۸۱	۰/۰۳۱
	q29	۰/۸۳	۲۴/۳۹	۰/۰۳۴
	q30	۰/۷۹	۲۱/۷۸	۰/۰۳۶
	q31	۰/۸۵	۲۵/۱۹	۰/۰۳۴
هیات مدیره	q32	۰/۷۴	۲۵/۵۱	۰/۰۲۹
	q33	۰/۶۸	۱۶/۳۳	۰/۰۴۷
	q34	۰/۶۴	۱۲/۱۲	۰/۰۵۳
مالکیت	q35	۰/۸	۲۵/۵۶	۰/۰۳۱
	q36	۰/۶۵	۱۳/۱۸	۰/۰۴۹
	q37	۰/۷۶	۱۹/۱۲	۰/۰۴۰
تئوری ذینفعان	q38	۰/۵۷	۱۰/۶۴	۰/۰۵۴
	q39	۰/۶۹	۱۵/۸۷	۰/۰۴۳
	q40	۰/۸۳	۲۵/۵	۰/۰۳۳
	q41	۰/۷۲	۱۷/۴۷	۰/۰۴۱
	q42	۰/۷۳	۱۷/۵۵	۰/۰۴۲
	q43	۰/۶۸	۱۵/۶۳	۰/۰۴۴
	q44	۰/۶۵	۱۶/۸۹	۰/۰۴۴
کیفیت افشا	q45	۰/۸۸	۲۴/۶۵	۰/۰۳۶
	q46	۰/۸۱	۲۲/۸۹	۰/۰۳۵
	q47	۰/۷۶	۱۸/۰۷	۰/۰۴۲
حقوق سهامداران	q48	۰/۸۳	۲۳/۱۲	۰/۰۳۶
	q49	۰/۸۵	۲۴/۸۹	۰/۰۳۴
q50	۰/۶۹	۱۶/۰۸	۰/۰۴۹	

بر اساس نتایج جدول ۸، تمامی مقادیر بارهای عاملی مرتبه اول از ۰/۵ بیشتر شده‌اند و همچنین مقادیر محاسبه شده t برای هر یک از بارهای عاملی بالای ۱/۹۶ است. در واقع نتایج بالا نشان می‌دهد آنچه پژوهشگر توسط پرسش‌های پرسشنامه قصد سنجش آنها را داشته است، توسط این ابزار محقق شده است. شاخص‌های برازش مدل در جدول ۹ نشان می‌دهد که داده‌های جمع آوری شده برای اندازه‌گیری مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست از کفایت و برازش لازم برخوردارند و روایی و برازش مدل مورد تایید قرار گرفته

نتایج بارهای عاملی مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست در جدول ۸ خلاصه شده است.

جدول ۸. نتایج تحلیل عاملی تائیدی مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست

متغیرها	شماره پرسش‌ها	بار عاملی	آماره t	خطای استاندارد (SE)
ایفای تعهدات	q1	۰/۶۹	۱۳/۲۳	۰/۰۵۲
	q2	۰/۶۶	۱۱/۶۲	۰/۰۵۷
	q3	۰/۸۶	۲۱/۵	۰/۰۴۰
	q4	۰/۷	۲۰/۶۹	۰/۰۳۴
	q5	۰/۷۶	۲۱/۱۳	۰/۰۳۶
فعالیت	q6	۰/۸۷	۲۴/۴۱	۰/۰۳۶
	q7	۰/۸	۱۹/۶۴	۰/۰۴۱
	q8	۰/۵۸	۱۰/۷۸	۰/۰۵۴
	q9	۰/۸۱	۲۲/۹۳	۰/۰۳۵
	q10	۰/۷۳	۲۰/۹۶	۰/۰۳۵
	q11	۰/۶۳	۱۵/۴۳	۰/۰۴۱
سودآوری	q12	۰/۶۶	۱۶/۳۱	۰/۰۴۰
	q13	۰/۶۴	۱۲/۸۶	۰/۰۵۰
	q14	۰/۸۶	۲۰/۹۴	۰/۰۴۱
	q15	۰/۷۸	۱۸/۶۶	۰/۰۴۲
	q16	۰/۷۲	۱۷/۳۲	۰/۰۴۲
پایداری	q17	۰/۶۱	۱۳/۳۴	۰/۰۴۶
	q18	۰/۵۹	۱۲/۴۹	۰/۰۴۷
بازار	q19	۰/۶۴	۱۳/۳۱	۰/۰۴۸
	q20	۰/۶۳	۱۳/۴۲	۰/۰۴۷
	q21	۰/۶۸	۱۶/۸۳	۰/۰۴۶
سایر معیارهای مالی	q22	۰/۶	۱۱/۲۲	۰/۰۵۳
	q23	۰/۵۸	۹/۳۷	۰/۰۶۲
	q24	۰/۶۴	۱۳/۵۹	۰/۰۴۷
	q25	۰/۸	۲۴/۵۸	۰/۰۳۳
	q26	۰/۷۳	۱۶/۷۶	۰/۰۴۹
	q27	۰/۸۵	۲۷/۲۲	۰/۰۳۱

است. بنابراین می‌توان پرسش سوم پژوهش را مورد بررسی قرار داد.

#### جدول ۹. شاخص‌های برازش مدل مولفه‌های تاثیرگذار بر قیمت گذاری نادرست

نام آزمون	توضیحات	مقادیر قابل قبول	مقدار به دست آمده
$\chi^2/df$	کای اسکوتر نسبی	$< 3$	۲/۹۵۷
RMSEA	ریشه میانگین توان دوم خطای تقریب	$< 0.1$	۰/۰۷۱
GFI	شاخص برازندگی تعدیل یافته	$> 0.9$	۰/۹۵
RMR	ریشه میانگین مجذور باقیمانده	$< 0.1$	۰/۰۶۸
NFI	شاخص برازش نرم	$> 0.9$	۰/۹۳
CFI	شاخص برازش مقایسه‌ای	$> 0.9$	۰/۹۶

بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت فعالیت بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تاثیر سودآوری بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۳۶ و آماره  $t$  برابر با ۶/۶۴ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت سودآوری بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تاثیر پایداری بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۵۶ و آماره  $t$  برابر با ۱۱/۰۳ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت پایداری بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تاثیر بازار بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۷۷ و آماره  $t$  برابر با ۲۰/۰۹ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بازار بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تاثیر سایر معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۸۹ و آماره  $t$  برابر با ۳۰/۱۸ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت سایر معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد.

پرسش چهارم پژوهش: میزان اثرگذاری مؤلفه‌های مالی حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست چقدر است؟

پرسش سوم پژوهش: میزان اثرگذاری مؤلفه‌های مالی بر قیمت‌گذاری نادرست چقدر است؟

#### جدول ۱۰. نتایج حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم مولفه‌های مالی تاثیرگذار بر قیمت گذاری نادرست

متغیر	مولفه‌ها	بار عاملی	آماره $t$	خطای استاندارد (SE)
قیمت گذاری نادرست	ایفای تعهدات	۰/۳۴	۶/۰۳	۰/۰۵۶
	فعالیت	۰/۲۹	۴/۷۴	۰/۰۶۱
	سودآوری	۰/۳۶	۶/۶۴	۰/۰۵۴
	پایداری	۰/۵۶	۱۱/۰۳	۰/۰۵۱
	بازار	۰/۷۷	۲۰/۰۹	۰/۰۳۸
	سایر معیارهای مالی	۰/۸۹	۳۰/۱۸	۰/۰۲۹

#### جدول ۱۱. نتایج حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم مولفه‌های حاکمیتی تاثیرگذار بر قیمت گذاری نادرست

متغیرها	مولفه‌ها	بار عاملی	آماره $t$	خطای استاندارد (SE)
قیمت گذاری نادرست	حسابرسی	۰/۶۲	۱۳/۵۵	۰/۰۴۶
	هیات مدیره	۰/۸۶	۲۴/۶۳	۰/۰۳۵
	مالکیت	۰/۸۴	۲۳/۵۶	۰/۰۳۶
	تئوری ذینفعان	۰/۸۱	۲۱/۷۹	۰/۰۳۷
	کیفیت افشا	۰/۶۱	۱۲/۹۱	۰/۰۴۷
	حقوق سهامداران	۰/۵	۹/۵۳	۰/۰۵۲

بر اساس نتایج به دست آمده در جدول ۱۰، میزان تاثیر ایفای تعهدات بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۳۴ و آماره  $t$  برابر با ۶/۰۳ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت ایفای تعهدات بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر معنی‌داری مثبتی دارد. همچنین میزان تاثیر فعالیت بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۲۹ و آماره  $t$  برابر با ۴/۷۴ می‌باشد که

بر اساس نتایج به دست آمده در جدول ۱۱، میزان تاثیر حسابرسی بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۶۲ و آماره  $t$  برابر با ۱۳/۵۵ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت حسابرسی بر قیمت‌گذاری نادرست تاثیر

بر قیمت‌گذاری نادرست سهام از دیدگاه خبرگان پرداخته و بر اساس میزان اثرگذاری هر کدام از آنها از دیدگاه فعالین بازار سرمایه، الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی را ارائه داده است. براساس نتایج پژوهش، مؤلفه‌های حاکمیتی شامل حسابرسی، هیات‌مدیره، مالکیت، تئوری ذینفعان، کیفیت افشا و حقوق سهامداران و مؤلفه‌های مالی شامل ایفای تعهدات، فعالیت، سودآوری، پایداری، بازار و سایر معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار هستند. ضعف در معیارهای حاکمیتی و معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی داشته و بر اساس ضرایب مسیبر، میزان تأثیر ضعف در معیارهای حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی بیشتر از تأثیر ضعف در معیارهای مالی بر آن است. براساس مدل حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم میزان اثرگذاری مؤلفه‌های مالی بر قیمت‌گذاری نادرست شامل ایفای تعهدات ۰/۳۴، فعالیت ۰/۲۹، سودآوری ۰/۳۶، پایداری ۰/۵۶، بازار ۰/۷۷ و سایر معیارهای مالی ۰/۸۹ و میزان اثرگذاری مؤلفه‌های حاکمیتی بر قیمت‌گذاری نادرست شامل حسابرسی ۰/۶۲، هیات‌مدیره ۰/۸۶، مالکیت ۰/۸۴، تئوری ذینفعان ۰/۸۱، کیفیت افشا ۰/۶۱ و حقوق سهامداران ۰/۵۰ است.

نتایج حاصل از این پژوهش با یافته‌های رضوی خسروشاهی و همکاران (۱۴۰۱) از این نظر که نشان می‌دهد دوره تصدی مدیرعامل، مالکیت نهادی و استقلال هیات‌مدیره با قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد، مطابقت دارد. از این نظر که نشان می‌دهد کیفیت افشا و گزارشگری با قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد، با یافته‌های نمازی و عزیزی (۱۴۰۰) و بیکر و همکاران (۲۰۲۱) مطابقت دارد. تأثیر مثبت و معناداری سرمایه‌گذاری در شرکتهایی با محدودیت مالی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، با یافته‌های عثمان و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد. تأثیر مثبت و معناداری بازده مورد نیاز سهامداران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، با یافته‌های لئو و لانگ (۲۰۱۶) مطابقت دارد. تأثیر مثبت و معناداری اندازه شرکت، رشد فروش، اهرم مالی، فرصت رشد و عمر شرکت بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، با یافته‌های وقفی و اشکوه (۱۴۰۰) مطابقت دارد. تمایز این پژوهش با پژوهش‌های گذشته استفاده از دیدگاه خبرگان و

معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تأثیر هیات‌مدیره بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۸۶ و آماره  $t$  برابر با ۲۴/۶۳ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت هیات‌مدیره بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تأثیر مالکیت بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۸۴ و آماره  $t$  برابر با ۲۳/۵۶ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت مالکیت بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تأثیر تئوری ذینفعان بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۸۱ و آماره  $t$  برابر با ۲۱/۷۹ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت تئوری ذینفعان بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تأثیر کیفیت افشا بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۶۱ و آماره  $t$  برابر با ۱۲/۹۱ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت کیفیت افشا بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی دارد. میزان تأثیر حقوق سهامداران بر قیمت‌گذاری نادرست ۰/۵۰ و آماره  $t$  برابر با ۹/۵۳ می‌باشد که بیشتر از ۱/۹۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت حقوق سهامداران بر قیمت‌گذاری نادرست تأثیر معنی‌داری مثبتی دارد.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اقتصاد ایران، اقتصادی دولتی و سیاسی است و شرکتهای دولتی همواره مورد توجه سهامداران، سرمایه‌گذاران و حکومت بوده و نقش بسیار پررنگی هم در مناسبات و بازارهای اقتصادی کشور ایفا می‌کنند. از این رو، پژوهش در حوزه شرکتهای بخش عمومی که به نحوی با دولت در ارتباط هستند دارای اهمیت است. از طرفی قیمت‌گذاری همواره یکی از مباحث مهم در بازار سرمایه بوده است و به طور منطقی این قیمت باید نشان‌دهنده پیش‌بینی بهینه از ارزش واقعی (ذاتی) اوراق بهادار باشد. اما ادبیات پژوهش نشان می‌دهد مؤلفه‌های غیراساسی غیرمنطقی نیز در تعیین قیمت سهام و اوراق بهادار مؤثرند و باعث انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی و در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست می‌شوند که می‌تواند بازار سرمایه را با چالش روبرو کند. این پژوهش با هدف طراحی و ارائه الگوی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی، ابتدا به شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار مالی و حاکمیتی

الگوسازی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری نادرست سهام از منظر معیارهای مالی و حاکمیتی است.

با توجه به نتایج پژوهش، از آنجایی که میزان تاثیر ضعف در معیارهای حاکمیتی بیشتر از معیارهای مالی بر قیمت‌گذاری نادرست در شرکتهای بخش عمومی است، به سهامداران پیشنهاد می‌شود در انتخاب سرمایه‌گذاری خود افزون بر معیارهای مالی به معیارهای حاکمیت شرکتی مثل کیفیت حسابرسی، ویژگی‌های هیأت مدیره،

ساختار مالکیت رعایت حقوق سهامدارن نیز بیشتر توجه کنند، زیرا این معیارها در سطح کیفیت اطلاعات افشا شده مؤثرند. به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را ملزم به شفاف‌سازی و انتشار گزارش‌هایی در خصوص معیارهای حاکمیت شرکتی، مشابه آنچه در این پژوهش شناسایی شدند، کند. زیرا تقویت حاکمیت شرکتی می‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را کاهش داده و چالش‌های بازار سرمایه را کاهش دهد.



## References

- Al-ahdal Waleed M, Mohammed H. Alsamhi, Mosab I. Tabash, Najib H.S. Farhan ,(2020), "The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation", *Research in International Business and Finance*, Vol. 51, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>.
- Alzahrani, M. & Rao, R. P. (2014). "Managerial behavior and the link between stock mispricing and corporate investments: Evidence from market-to-book ratio decomposition". *The Financial Review*, 49(1), pp.89-116.
- Baker, E. D; Boulton, T. J; Braga-Alves, M. V; & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 101913.
- Biswas, P.K. (2020). Corporate governance and stock liquidity: evidence from a speculative market, *Accounting Research Journal*, Vol.33 No. 2, pp. 323-341.
- Demirbas, D; & Yukhanaev, A, (2021). Independence of board of directors, employee relation and harmonisation of corporate governance: Empirical evidence from Russian listed companies, *Employee Relations*.
- De Souza, J.A.S. (2019). The linguistic complexities of narrative accounting disclosure on financial statements: An analysis based on readability characteristics. *Research in International Business and Finance*, 48, 59-74
- Gordon, E. A; Henry, E. and Palia, D. (2004) Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value. Retrieved mfrom [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=558983](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558983).
- Huynh, J Wu, L (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *The Journal of Economic Asymmetries, Elsevier Management International Review*, (60), pp. 909-938.
- Khasawneh, O. A. H. (2017). "Noise trading in small markets: Evidence from Amman Stock Exchange (ASE)". *Research in International Business and Finance*, 42, pp. 422-428.
- Kumar, A. (2005), "When do investor exhibit stronger behavioral biases"? University of Notre Dame, Working Paper.
- Li, y. Kannan, Y. Rau, S. Yang, H. (2022). Real earnings management, corporate governance and stock price crash risk: evidence from China. *China Accounting and Finance Review* Vol. 24 No. 2, pp. 172-198. Doi: 10.1108/CAFR-03-2022-0014
- Liu, D. Gu, H. & Lung, P. (2016). The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, (39), pp. 211-223.
- Luo, D. (2022). *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, J. Int. Finance. Markets Inst. Money, Vol.58. <https://doi.org/10,1016/j.intfin.2022,101526>.
- Muhammad, U; Saleem, S; Muhammad, A.u.H. and Mahmood, F. (2018), "Stock mispricing and investment decisions: evidence from Pakistan", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 16 No. 4, pp. 725-741. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2017-0026>.
- Usman, M. Saleem, S. Anwar ul Haq, M. Mahmood, F. (2018). "Stock mispricing and investment decisions: evidence from Pakistan", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, <https://doi.org/10/1108/JFRA--2017-04-0026>.

- Wu, W; Wang, L. (2016). Institutional ownership mispricing and corporate investment. *Open Journal of Business and Management*, 4(2), pp. 282-298.
- Yu, J; Tuo, L; & Wu, D. (2019). Industry peer firms' earnings quality and IPO underpricing. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), pp36-62.
- Zhu, B. Niu, F. (2016). "Investor sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from Chin". *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, pp 125-134.