

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر بیش ارزشیابی سهام

دکتر نادر نقش بندی

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی قوچان، ایران. (نویسنده مسئول)
Nader_naghshbandi@yahoo.com

زهرا مرید احمدی یزدی

کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی قوچان، ایران.
zahraahmadi17@yahoo.com

فاطمه یوسف پور

مربی گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی قوچان، ایران.
yousefiarghavan70@gmail.com

شماره ۳۴ / بهار ۱۳۹۹ (جلد چهارم) / صص ۲۲-۴۲
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

این تحقیق به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر بیش ارزشیابی سهام در بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار تهران) پرداخته است. داده‌های متغیرهای مورد مطالعه در مدل‌های رگرسیونی برای یک دوره نه ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۶) از صورت‌های مالی حسابداری شده گردآوری شد. در راستای دستیابی به اهداف تحقیق دو فرضیه آزمون شد. تحلیل داده‌ها با استفاده از روش پانل دیتا در نرم افزار R انجام پذیرفت. بر اساس تحلیل آماری نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد: فرضیه اول تحقیق: بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. فرضیه دوم تحقیق: رقابت در بازار محصول در رابطه بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام تاثیر معنی داری ندارد.

کلید واژگان: حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار محصول، بیش ارزشیابی سهام.

مقدمه

با توجه به هزینه‌های نمایندگی در رابطه با فرضیه‌ی بیش ارزشیابی سهام که توسط جنسن^۱ (۲۰۰۵) بیان شده است، این تحقیق، بحث رقابت در بازار محصول و نقش نظارتی حاکمیت و تاثیر آن بر بیش ارزشیابی سهام شرکت، را گسترش می‌دهد. جنسن (۲۰۰۵) بیان می‌دارد که دلایل اصلی رسوایی در شرکت‌های بزرگ و بسیاری از دیگر شرکت‌ها، هزینه‌های نمایندگی در رابطه با سرمایه بیش ارزشیابی شده یا فرا ارزشگذاری شده است که باعث شد شرکت‌ها بدهی بسیاری گزارش نموده و همچنین مشوق‌هایی ایجاد شوند تا مخارج عملیاتی از حد مجاز خود فراتر روند، و مدیران به بازی‌های مدیریت سود روی آورند. وی همچنین نشان داد که افزایش قابل توجه سهام در اختیار مدیران، مشکلات فرا ارزشگذاری را بحرانی تر نمود. مشوق‌هایی که به مدیران اعطا می‌شوند، مدت‌ها است که به عنوان راهی برای همسو نمودن تصمیمات مدیران با سلايق

¹ Jensen

سهامداران شناخته شده است (هالون و همکاران^۱، ۲۰۰۳). شواهد نشان می دهد که شرکت هایی که بیش ارزشیابی سهام بیشتری دارند، اغلب بدهی بیشتری را بر می گزینند، مدیریت سود پرتکاپویی دارند و نقدینگی آن ها کمتر است. برخلاف آن، مشوق ها مدیران ریسک گریزی که تنوع کاری ناکافی دارند را وادار می کند بدهی کمتری به کار گیرند و نقدینگی بالاتری داشته باشند. در مقابل، شرکت های با سرمایه بیش ارزشیابی شده بیشتر و همچنین مشوق های مدیریت، مدیران را وادار می نمایند که درآمدها را دستکاری نمایند. در این بین نقش نظارتی حاکمیت و ماهیت رقابتی در بازار و تاثیرات این دو بر بیش ارزشیابی سهام مورد غفلت واقع شده است که در ادامه به بیان مسئله پیش روی تحقیق در این حوزه پرداخته خواهد شد.

پیشینه پژوهش

کائو و همکاران^۲ (۲۰۱۸) به بررسی بیش ارزشگذاری سهام و اثرات حاکمیت شرکتی و رقابت بازار محصول در ارزیابی بازار سهام در اقتصادی با مدیریت درآمد بالا و حفاظت از سرمایه گذاران ضعیف می پردازد. در این تحقیق از مطالعه بنیاد و نیکلاس (۲۰۰۹) برای بدست آوردن نمره Z آلتمن و اندازه گیری بیش ارزش گذاری استفاده شد. این محققین نشان دادند که معیار بیش ارزش گذاری می تواند به طور مؤثری افرادی را که با دستکاری سبب بیش ارزش گذاری می شوند شناسایی کند. همچنین نشان دادند که حاکمیت شرکت ها کاهش می یابد، اما رقابت در بازار محصول انگیزه مدیران را برای دستکاری در افزایش ارزش بازار افزایش می دهد. علاوه بر این، رقابت بازار محصول، ارزش بازار را در سهامی که در حال حاضر بیش از حد ارزش دارند، کاهش می دهد. حاکمیت شرکتی به طور موثر کاهش می یابد، اما رقابت در بازار کالا، تأثیر معکوسی در ارزش گذاری بازار فعلی دارد.

هومس و همکاران^۳ (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام در شرکت های آمریکایی پرداختند. محققان با استفاده از نسبت قیمت به سهام و فن چارک آماری شرکت های بیش ارزشیابی شده را مشخص نمودند. نتایج پژوهش محققان بیانگر آن بود که در شرکت های بیش ارزشیابی شده، شدت رابطه معکوس بین اقلام تعهدی اختیاری و کیفیت حسابرسی کاهش می یابد. همچنین در این پژوهش، از اندازه موسسات حسابرسی، دوره تصدی حسابرس با صاحبکار و موسسات حسابرسی مربوط به صنعت خاص، به عنوان معیار کیفیت حسابرسی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که موسسات حسابرسی بزرگ با کیفیت بالا، همچنان امتیاز کیفیت حسابرسی خود را نسبت به سایر حسابرسان در شرکتهای با ارزش گذاری بالا حفظ می کنند ولی دوره تصدی حسابرس و موسسات حسابرسی مربوط به صنعت خاص، دارای رابطه مهم و معناداری با ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام نمی باشد.

هومز و اسکانتز^۴ (۲۰۱۰) در تحقیقی تحت عنوان اقلام تعهدی اختیاری و بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن ها اثبات کردند که انگیزه های مربوط به بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام، به منظور مدیریت سود بیش تر، مدیران را وادار به حمایت از ارزش گذاری های افراطی با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری می نماید. نتایج بررسی آن ها نشان داد که در سالی که موسسات بیش تر ارزش گذاری شده اند، اقلام تعهدی اختیاری بیش تری گزارش شده است.

¹ Hanlon, et al.

² Kao, et al.

³ Houmes, et al.

⁴ Houmes & Skantz

امهران و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر دوره تصدی مدیر عامل بر بیش ارزشیابی سهام در شرکت های منتخب بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. مدیران شرکت های بیش ارزشیابی شده، نه تنها اشتباهات بازار را تصحیح نمی کنند بلکه بطور فعالانه ای، تلاش می کنند تا بیش ارزشیابی را طولانی کنند. دوره تصدی بیشتر به این اقدام آگاهانه آنان کمک خواهد نمود. آن ها بجای اینکه اطلاعاتی را افشا کنند تا بازار (سهامداران و حتی هیئت مدیره) را نا امید گردانند، اقداماتی انجام خواهند داد تا انتظارات خوش بینانه بازار را بدست بیاورند. باتوجه به اهمیت اطلاعات افشاشده توسط شرکت ها، پژوهش حاضر در پی آن است بررسی تاثیر دوره تصدی مدیرعامل بر بیش ارزشیابی سهام را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید. در این پژوهش، از اطلاعات ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول سالهای ۱۳۹۱-۱۳۹۵ استفاده شده است. و برای بیش ارزشیابی سهام به عنوان متغیر وابسته، از مدل ابداعی توسط رودز- کروپف و همکاران (۲۰۰۵) استفاده شده است و برای تعیین دوره تصدی مدیرعامل از مدل اقلام تعهدی بال و شیواکومار استفاده گردیده است. همچنین روش مورد استفاده تجزیه تحلیل داده ها، روش رگرسیون چند متغیره است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که میان دوره تصدی مدیرعامل و بیش ارزشیابی سهام، رابطه معناداری وجود ندارد.

طاهری عابد و نیکویی (۱۳۹۷) به پژوهشی با عنوان نقش حجم اطلاعات افشا شده در کاهش خطای ارزشیابی سهام پرداختند. ارزشیابی صحیح و دقیق پایه و اساس هر سرمایه گذاری را شکل میدهد و از موضوعات حایز اهمیت برای اکثر سرمایه گذاران و سهامداران میباشد. در واقع ارزشیابی ناصحیح و نادرست ریسک و خطری ایجاد کرده که منجر به عدم انگیزش در سرمایه گذاران و سهامداران می گردد؛ که از عوامل ایجاد کننده ارزشیابی نادرست عدم آرایه اطلاعات صحیح و یا به عبارتی عدم تقارن اطلاعات، توسط شرکت ها میباشد. لذا در این پژوهش به بررسی تاثیر حجم اطلاعات افشا شده بر کاهش خطای ارزشیابی سهام پرداخته شده است. در این راستا داده های ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روشهای کتابخانه ای و میدانی در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ جمع آوری شده است، و در این پژوهش یک فرضیه مطرح گردیده که به روش تحلیل داده ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته شده است. نتایج بررسیها و آزمونها در کل حاکی از عدم رابطه ی معنادار بین متغیرهای حجم اطلاعات افشا شده و خطای ارزشیابی سهام است. همچنین در این پژوهش از شش متغیر کنترلی استفاده گردید؛ که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی رابطه مثبت و معنادار و مدیریت سود رابطه ی معکوس معنادار با خطای ارزشیابی سهام نشان داده اند. در مورد متغیرهای کیفیت افشا، نرخ بازده داراییها و حجم معاملات سهام با خطای ارزشیابی سهام رابطه معناداری مشاهده نشد.

رحمتی و همکاران (۱۳۹۷) به تحقیقی با عنوان بررسی تاثیر استراتژی های کسب و کار بر ریسک سقوط قیمت سهام و بیش ارزشیابی سهام پرداختند. پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر استراتژیهای کسب و کار بر بیش ارزشیابی سهام و ریسک سقوط قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش حاضر برای اندازه گیری بیش ارزشیابی قیمت سهام با توجه به پژوهش های بادر تسچر (۲۰۱۱)، جنسن (۲۰۰۵)، و برای اندازه گیری خطر (ریسک) سقوط قیمت سهام از مدل هوتون (۲۰۰۹)، استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد که با بهره مندی از روش نمونه گیری از نوع حذفی سیستماتیک با اعمال شرایط انتخاب نمونه، تعداد ۱۳۶ شرکت نمونه برای دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ انتخاب شد. برای تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها از تحلیل رگرسیون چند متغیره و آزمون همبستگی از طریق نرم افزار آماری Eviews، استفاده خواهد گردید. نتایج نشان داد که استراتژی تهاجمی و تدافعی بر ریسک سقوط سهام و بیش ارزش یابی سهام تاثیر منفی و معنی دار دارد.

متقی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی مالکیت نهادی و بیش ارزشیابی سهام پرداختند. این تحقیق در صدد است، فرضیه جنسن (۲۰۰۵)، که راه حل هزینه های نمایندگی بیش ارزشیابی سهام، در نحوه اداره و ساختار مدیریت آن نهفته است، را آزمون کند. از این رو هدف این تحقیق بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و بیش ارزشیابی سهام است. متغیر وابسته این تحقیق، بیش ارزشیابی سهام است که بر اساس دو شاخص P/B ، P/E مورد اندازه گیری قرار می گیرد. متغیر مستقل آن، مالکیت نهادی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی می باشد. از اندازه شرکت و اهرم مالی نیز بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از در نظر گرفتن شرایطی تعداد ۱۸۴ شرکت بعنوان نمونه آماری، برای دوره زمانی تحقیق ۸ سال (۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲)، انتخاب شده اند. با توجه به ماهیت دو وجهی متغیر وابسته این تحقیق، برای آزمون فرضیه های تحقیق از روش رگرسیون لجستیک و برای بررسی تفاوت در میانگین متغیرهای مستقل از آزمون ویلکاکسون استفاده می شود. یافته اصلی تحقیق این است که بین مالکیت نهادی با بیش ارزشیابی سهام P/B رابطه معنی داری منفی وجود دارد.

متقی و همکاران (۱۳۹۴)، به تحقیق با عنوان تخصص حسابرس و بیش ارزشیابی سهام پرداختند. متغیر وابسته این تحقیق بیش ارزشیابی سهام است که بر اساس دو شاخص P/E ، P/B مورد اندازه گیری قرار می گیرد. متغیر مستقل آن تخصص حسابرس می باشد. از اندازه شرکت، اهرم مالی بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از در نظر گرفتن شرایطی تعداد ۴۸۱ شرکت بعنوان نمونه آماری انتخاب شده اند. دوره تحقیق ۸ سال می باشد. با توجه به ماهیت دو مقوله ای متغیر وابسته این تحقیق، برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون لجستیک استفاده می شود. یافته اصلی تحقیق این است که بین تخصص حسابرس با بیش ارزشیابی سهام در مدل P/E باشد، اثر کاهنده ای بر بیش ارزشیابی سهام خواهد داشت.

متقی و همکاران (۱۳۹۴) به تحقیق با ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام پرداختند. این تحقیق در صدد است، فرضیه جنسن (۲۰۰۵)، که راه حل هزینه های نمایندگی بیش ارزشیابی سهام، در نحوه اداره و ساختار مدیریت آن نهفته است، را آزمون کند. از این رو هدف این تحقیق بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام است. متغیر وابسته این تحقیق، بیش ارزشیابی سهام است که بر اساس دو شاخص P/E ، P/B مورد اندازه گیری قرار می گیرد. متغیرهای مستقل آن، سهامداران نهادی و استقلال هیات مدیره از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی می باشد. از اندازه شرکت و اهرم مالی نیز بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از در نظر گرفتن شرایطی تعداد ۱۸۴ شرکت بعنوان نمونه آماری، برای دوره زمانی تحقیق ۸ سال (۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲)، انتخاب شده اند. با توجه به ماهیت دو وجهی متغیر وابسته این تحقیق، برای آزمون فرضیه های تحقیق از روش رگرسیون لجستیک و برای بررسی تفاوت در میانگین متغیرهای مستقل از آزمون ویلکاکسون استفاده می شود. یافته اصلی تحقیق این است که بین سهامداران نهادی و استقلال هیات مدیره با بیش ارزشیابی سهام P/B رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. همچنین بین سهامداران نهادی با P/E رابطه معنی دار منفی وجود دارد، در حالیکه استقلال هیات مدیره با P/E رابطه معنی دار ندارد.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام پرداختند. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت

خواهد داشت. بنابراین، پژوهش حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام صورت پذیرفته است. برای آزمون فرضیه پژوهش، از داده های تاریخی مربوط به ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از تحلیل رگرسیون، استفاده گردیده است. نتایج پژوهش، نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری با بیش ارزشیابی سهام دارد. در واقع، مدیریت شرکت ها، هنگامی که دارای مزیت و برتری اطلاعاتی بوده و سودها را دستکاری می کنند، موجب می شوند بر شدت بیش ارزشیابی سهام افزوده شده و ثروت بلندمدت صاحبان سهام را نابود کنند.

فرضیه های پژوهش

۱. بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
۲. رقابت در بازار محصول در رابطه بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام تاثیر معنی داری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از آن جهت که با استفاده از مدل ها، روش ها و نظریه های موجود به دنبال بهبود وضعیت تصمیم گیری در شرکت های قلمرو پژوهش می باشد، از لحاظ هدف پژوهش، کاربردی است. با توجه به اینکه در این پژوهش از نمونه شرکت های بورسی استفاده شده است، در بیان نتایج در ارتباط با نمونه از روش توصیفی و در تعمیم نتایج به جامعه آماری از روش استنتاج استقرایی استفاده شده است. بنابراین روش پژوهش به لحاظ استنتاج، توصیفی تحلیلی (استقرایی) است. از آن جهت که در گردآوری داده ها از اطلاعات عملکردی شرکت ها بر مبنای صورت های مالی تاریخی استفاده می شود، از لحاظ طرح پژوهش، پس رویدادی است.

جامعه آماری پژوهش

محدوده و فضای مطلوب محقق، جامعه های آماری را معین و مشخص می کند. بنابراین تعریف، جامعه آماری عبارتست از تعدادی از عناصر مطلوب مورد نظر که حداقل دارای یک صفت مشخصه باشند. صفت مشخصه، صفتی است که بین همه عناصر جامعه آماری مشترک بوده و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع باشد. هر بخشی از جامعه آماری را نمونه گویند. به عبارت دیگر نمونه عبارتست از تعداد محدودی از احاد جامعه آماری که بیان کننده ویژگی های اصلی جامعه باشد. اصولاً فرآیند یک تحقیق را می توان تلاشی برای درک رفتار جامعه دانست که بر پایه اطلاعات به دست آمده از نمونه صورت می گیرد؛ زیرا جمع آوری اطلاعات برای کل جامعه آماری مستلزم صرف هزینه و زمان زیادی می باشد. از این گذشته در بعضی از موارد نیز جمع آوری اطلاعات از کل جامعه امری غیر منطقی می باشد. البته بدیهی است که نمونه گیری موجب کاهش قطعیت و اطمینان نتایج به دست آمده می شود. به طور کلی عواملی نظیر ماهیت تحقیق، توزیع جامعه و مقدار فاصله اطمینان بر روی حجم نمونه مؤثر می باشند و بایستی در هنگام انتخاب نمونه به این عوامل توجه داشت تا بتوان خصوصیات جامعه آماری را با استفاده از نتایج نمونه آماری برآورد نمود. جامعه آماری این تحقیق دربرگیرنده شرکت های منتخبی خواهد

بود که طی سال های ۱۳۸۷ تا پایان ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته اند شرکت های منتخب بورسی با ویژگی های زیرانتخاب خواهند شد:

۱. جزء شرکت های مالی، سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه و صندوق ها نباشد.
 ۲. جزء شرکت های غیرتولیدی (حمل و نقل، بازرگانی، خدماتی و غیره) نباشد.
 ۳. طی سال های مورد مطالعه پژوهش ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶، به بورس ورود پیدا نموده باشد.
 ۴. اطلاعات مالی مورد نیاز، به خصوص یادداشت های همراه صورت های مالی در دسترس باشد.
 ۵. در دوره پژوهش از نماد معامله آن ها از تابلوی بورس خارج نشده باشد.
 ۶. تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشند.
- با توجه به اطلاعات گردآوری شده در انتهای سال ۱۳۹۶ بر اساس جدول (۱) نمونه ی نهایی حاصل شد.

جدول (۱): تعداد شرکت های جامعه ی آماری و اعمال شرایط جهت انتخاب نمونه

تعداد کل شرکت ها	شرکت های حذف شده در مجموع دوره ها	شرح
۵۱۶		جامعه ی آماری
	(۱۱۱)	واسطه گری مالی
	(۶)	تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت
	(۵۷)	فاقد اطلاعات در برخی سال ها
	(۲۰)	طی دوره ی پژوهش از بورس خارج شده باشند
	(۸۱)	طی دوره ی پژوهش به بورس ورود پیدا نموده اند
	(۷۸)	شرکت هایی غیرتولیدی که در صنایع انتخابی قرار نمی گرفتند
۱۶۳		تعداد شرکت های نمونه ی نهایی

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

متغیر وابسته

معیار بیش ارزشیابی سهام (PV): در ادبیات حسابداری و مالی نسبت $\frac{M}{B}$ به عنوان نماینده ای برای ارزشیابی های نادرست و فرصت های رشد استفاده شده است. رودز- کروپف و همکاران^۱ (۲۰۰۵) نشان دادند که اگر معیار درستی برای ارزش واقعی شرکت (V) باشد، $\frac{M}{B}$ را می توان به دو بخش تجزیه کرد:

$$\frac{M}{B} = \frac{M}{V} \times \frac{V}{B}$$

$\frac{M}{V}$: ارزش بازار به ارزش واقعی که بیان کننده ارزشیابی های نادرست، و $\frac{V}{B}$ ارزش واقعی به ارزش دفتری که بیان کننده فرصت های رشد است. شکل لگاریتمی الگوی شماره فوق را می توان به صورت زیر بیان کرد:

¹ RhodeseKropf, et al.

$$m - b = (m - v) + (v - b)$$

حروف کوچک، لگاریتم طبیعی از متغیرهای مربوط را نشان می دهد. اگر بازار، به درستی فرصت های رشد آینده، نرخ های تنزیل و جریان های نقدی را پیش بینی کند، عبارت $(m - v)$ مساوی صفر خواهد بود و عبارت $(v - b)$ در تمامی زمان ها برابر $\ln \frac{M}{B}$ خواهد بود. اگر بازار در برآورد جریان های نقدی آینده تنزیل شده اشتباه کند و یا بازار، تمام اطلاعاتی را نداشته باشد که مدیران در اختیار دارند. عبارت $(m - v)$ بخش ارزشیابی نادرست از ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت را دربر می گیرد.

رودز- کروپف و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بخشی از $(m - v)$ بین تمام شرکت های هر صنعت یا بازار، مشترک است در حالی که بخش دیگر آن مخصوص شرکت است. بنابراین آن ها $\ln \frac{M}{B}$ را به سه بخش تجزیه کنند:

۱. تفاوت بین قیمت مشاهده شده بازار و معیار ارزشیابی که ارزش واقعی سالانه را منعکس می کند (خطای ویژه- شرکت)
(FIRM_ERR)

۲. تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی سالانه و ارزشیابی که ارزش واقعی بلندمدت را منعکس می کند (خطای سری زمانی صنعت)
(IND_ERR)

۳. تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری (ارزش واقعی بلندمدت به ارزش دفتری).
ارزش واقعی را یک تابع خطی از اطلاعات حسابداری ویژه شرکت در نقطه ای از زمان (θ_{it}) و برداری از مضارب حسابداری مشروط (α) بیان کردند. بنابراین، الگوی فوق را می توان به صورت زیر توسعه داد:

$$m_{it} - b_{it} = m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) + v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_j) + v(\theta_{it}, \alpha_j) - b_{it}$$

در این الگو حروف z و i ، t به ترتیب بیان کننده شرکت، سال و نوع صنعت است. در این الگو m_{it} ، لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t ؛ b_{it} ، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری سهام شرکت i در پایان سال t ؛ $v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ، ارزش واقعی برآوردی شرکت i مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در زمان t ، α_{jt} و $v(\theta_{it}, \alpha_j)$ ، ارزش واقعی برآوردی شرکت i مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در بلندمدت، α_j است.

تفاوت کلیدی در عبارات ارزش واقعی این است که مضارب سالانه به صورت α_{jt} و ضرایب بلندمدت به صورت α_j بیان می شود. بخش اول از الگوی شماره فوق $[m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$ ، اختلاف بین ارزش بازار و ارزش واقعی مربوط به شرکت i در صنعت z و زمان t است. این بخش از خطای ارزشیابی، خطای ویژه شرکت با نماد (FIRM_ERR) نامیده می شود. بخش دوم از الگوی فوق $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_j)]$ ، اختلاف بین ارزش واقعی شرکت i برای صنعت z و زمان t و ارزش واقعی بلندمدت شرکت i در سطح صنعت است. این بخش از خطای ارزشیابی خطای سری زمانی صنعت با نماد (IND_ERR) نامیده می شود. این اختلاف، مقداری را نشان می دهد که کل صنعت (یا حتی کل بازار) ممکن است در سال مشخصی، نادرست ارزش یابی شده باشد. مجموع بخش اول و دوم از الگوی فوق نشانده کل خطاهای ارزشیابی با نماد (TOT_ERR) است. بخش سوم از الگوی فوق $[v(\theta_{it}, \alpha_j) - b_{it}]$ بیان کننده اختلاف بین ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری با نماد (LR_VB) است. توجه به این نکته ضروری است که هر یک از سه بخش ذکر شده در عرض شرکت ها و سال ها تغییر می کنند؛ زیرا هر بخش (θ_{it}) را در بر می گیرد که اطلاعات حسابداری شرکت i برای سال t است. در این تحقیق برای

برآورد ارزش های واقعی $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}), v(\theta_{it}, \alpha_j)]$ ارزش بازار به صورت تابعی خطی از متغیرهای ارزش دفتری، سود خالص و اهرم مالی بیان می شود.

$$m_{it} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} b_{it} + \alpha_{2jt} \ln NI_{it}^+ + \alpha_{3jt} I_{[0]} \ln NI_{it}^+ + \alpha_{4jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این الگو m_{it} ، لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال t ؛ b_{it} ، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i برای سال t ؛ $\ln NI_{it}^+$ ، لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود خالص شرکت i برای سال t ؛ LEV_{it} ، اهرم مالی بازار شرکت i برای سال t و ε_{it} خطای الگو که در واقع بیان کننده مقدار برآوردی خطای ویژه شرکت است. از آن جا که سود خالص گاهی اوقات منفی است به صورت ارزش مطلق $+NI$ به همراه متغیر مجازی $I_{[0]}$ بیان می شود تا بتوان سودهای خالص منفی را نیز در الگو حفظ کرد. اگر سود خالص برای شرکتی مثبت باشد، مقدار $I = 0$ و اگر سود خالص منفی باشد $I = 1$ در نظر گرفته می شود. برای محاسبه مضارب ارزشیابی α_{jt} شرکت ها در صنایع همگون طبقه بندی می شوند و رگرسیون مقطعی (سال به سال) معادله بالا برای هر صنعت انجام می گیرد تا برآوردهای مضارب حسابداری صنعت برای سال t ، $(\hat{\alpha}_{jt})$ به دست آید. ارزش برآورد شده $v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ارزش جور شده از معادله ارزش بازار (الگوی فوق) است.

$$V(\theta_{it}; \alpha_{jt}) = \hat{\alpha}_{0jt} + \hat{\alpha}_{1jt} b_{it} + \hat{\alpha}_{2jt} \ln NI_{it}^+ + \hat{\alpha}_{3jt} I_{[0]} \ln NI_{it}^+ + \hat{\alpha}_{4jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای محاسبه ضرایب بلندمدت در سطح صنعت (α_j) از $(\hat{\alpha}_{jt})$ های به دست آمده از رگرسیون های سالانه میانگین گرفته می شود. برای تمامی α_k ها، $k = 0, 1, 2, 3, 4$

$$\bar{\alpha} = \frac{1}{T} \sum_t \alpha_{jt}$$

ارزش بر آورد شده $v(\theta_{it}, \alpha_j)$ هم ارزشی جور شده از معادله ارزش بازار ذکر شده است.

$$v(\theta_{it}; \alpha_j) = \bar{\alpha}_{0jt} + \bar{\alpha}_{1jt} b_{it} + \bar{\alpha}_{2jt} \ln NI_{it}^+ + \bar{\alpha}_{3jt} I_{[0]} \ln NI_{it}^+ + \bar{\alpha}_{4jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\bar{\alpha}_{jt}$ های به کار برده شده در الگوهای یاد شده با نرخ های تنزیل و رشد متناسب خواهد بود که در طول زمان تغییر می کند. بر اساس نتایج تحقیق رودز- کروپف و همکاران (۲۰۰۵) برآورد از ارزش واقعی بلندمدت $v(\theta_{it}, \alpha_j)$ می تواند اطلاعاتی را منعکس کند که مدیران در اختیار دارند و برای بازار در زمان t ناشناخته است. این دلالت بر این دارد که برآورد از خطای سری زمانی صنعت $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_j)]$ می تواند شکلی از ارزشیابی نادرست باشد که در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می آید. متغیرهای الگوهای ذکر شده به صورت زیر اندازه گیری می شود:
ارزش بازار سهام (حقوق صاحبان سهام) (ارزش بازار سهام * تعداد سهام در دست سهامداران است).
ارزش دفتری سهام (حقوق صاحبان سهام) و سود خالص مطابق با آن چه در صورت های مالی بیان می شود.

اهرم مالی بازار نسبت بدهی شرکت ها به حقوق صاحبان سهام آن هاست. ارزش بازار دارایی ها ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منهای ارزش دفتری دارایی ها است. با توجه به آنچه در مورد با معیار اضافه ارزشیابی بیان شد، متغیر وابسته مدل های رگرسیونی تحقیق کل خطاهای ارزشیابی (TOT_ERR) که به خطور خلاصه در مدل با نماد (PV) نشان داده می شود و عبارت است از (خطاهای ارزشیابی ویژه شرکت (FIRM_ERR) به علاوه خطای سری زمانی صنعت (IND_ERR) است.

متغیر مستقل

CGindex: یک متغیر مجازی است اگر شرکت حاکمیت شرکتی قوی داشته باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می شود. جهت تعیین شاخص حاکمیت شرکتی از پژوهش جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۰) به شرح زیر استفاده می شود. بر اساس این روش در سطح هر شرکت سوال هایی با توجه به مکانیزم مربوط به راهبری شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. در سوال ها پاسخ بلی برابر با حاکمیت شرکتی قوی بوده و با متغیر مصنوعی یک بیان می شود و بالعکس.

شاخص اول) استقلال هیات مدیره: آیا تعداد اعضای غیر موظف نسبت به تعداد اعضای موظف در هیات مدیره شرکت بیشتر است؟

شاخص دوم) اندازه هیات مدیره: آیا تعداد اعضای هیات مدیره شرکت بیشتر از حد میانه اعضای هیات مدیره در آن صنعت است؟

شاخص سوم) دوگانگی وظیفه مدیرعامل: آیا مدیر عامل شرکت همزمان رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره نمی باشد؟
شاخص چهارم) مالکیت سرمایه گذاران نهادی (دولتی و شبه دولتی): آیا میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی شرکت بیش از ۲۰ درصد است؟

شاخص پنجم) نوع موسسه حسابرسی: آیا شرکت توسط یک موسسه حسابرسی با اندازه بزرگ (سازمان حسابرسی) رسیدگی می شود؟

شاخص ششم) دوره تصدی حسابرسی: آیا دوره تصدی حسابرسی شرکت بیشتر از سه سال است؟

شاخص هفتم) دوره تصدی مدیر عامل: آیا دوره تصدی مدیر عامل شرکت بیشتر از یک سال است؟

شاخص هشتم) رعایت قانون تجارت (ماده ۱۲۹ در خصوص معامله با اشخاص وابسته): آیا گزارش بازرسان قانونی شرکت فاقد عملکردهای مغایر با قانون تجارت از طرف هیات مدیره است؟

شاخص نهم) پرداخت به موقع سود سهام: آیا پرداخت سود سهام حداکثر تا هشت ماه پس از تصویب مجمع انجام شده است؟

شاخص دهم) نوع اظهار نظر حسابرس: آیا گزارش حسابرس حاوی اظهار نظر مقبول بوده است؟

با توجه به سوال های فوق جمع امتیاز هر شرکت را محاسبه می نمایم اگر حاصل جمع امتیازات بیشتر از ۶۶ درصد باشد حاکمیت شرکتی قوی است و اگر کمتر از ۳۳ درصد باشد حاکمیت شرکتی ضعیف است.

متغیر تعدیلی

HHI = در این پژوهش متغیر مستقل رقابت در بازار محصول می‌باشد که از طریق شاخص هرfindال-هریشمن محاسبه می‌گردد. این شاخص نشان‌دهنده‌ی تمرکز صنعت است، نسبت تمرکز صنعت که نشان‌دهنده‌ی توزیع بازار بین تولیدکنندگان است، با استفاده از شاخص هرfindال-هریشمن^۱ مطابق با پژوهش گانی^۲ و همکاران (۲۰۱۱) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^k S_i^2$$

که در آن k تعداد بنگاه‌های فعال در بازار و Si سهم بازار شرکت i ام است که از رابطه‌ی زیر به دست می‌آید:

$$S_i = \frac{X_j}{\sum_{i=1}^n X_j}$$

که در آن Xj نشان‌دهنده‌ی فروش شرکت j ام و n نشان‌دهنده‌ی نوع صنعت است. شاخص هرfindال-هریشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند.

متغیرهای کنترلی

LnMV: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (حاصلضرب تعداد سهام و قیمت پایان سال هر سهم) شرکت i در سال t

Beta: ریسک سیستماتیک شرکت i در سال t

TACC: کل ارقام تعهدی (تفاوت سودخالص و ووجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در سال t

Dividend: سود تقسیمی شرکت i در سال t

BM: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

SalesP: نسبت فروش به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

Size: اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی فروش شرکت i در سال t

Return: بازده سالانه سهام شرکت از رابطه زیر محاسبه گردید:

$$R_{it} = \frac{p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha) + D}{p_{t-1} - c\alpha} \times 100$$

که در آن D: سود تقسیمی هر سهم طی سال، α : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته، β : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، P_t : قیمت سهم در پایان دوره t، P_{t-1} : قیمت سهم در پایان دوره t-1، C: ارزش اسمی سهم که معادل ۱۰۰۰ می‌باشد.

INDUSTRY: نماد صنعت شرکت i در سال t

¹ Herfindahl-Hirschman Index (HHI)

² Guney

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

از آنجا که آمار ابزار مناسبی برای تبدیل داده‌ها به اطلاعات است، استفاده از آن در دانش حسابداری به نحو وسیعی رایج گردیده است. به کارگیری فنون آماری در بررسی صحت و سقم فرضیه‌ها یکی دیگر از جنبه‌های کاربردی این علم گسترده در علم حسابداری است. پژوهش‌گران، امروزه بسیاری از فرضیه‌های پژوهش خود را با فنون آماری محک می‌زنند و صحت روابط بین متغیرهای آن را با رویکردهای آماری بررسی می‌کنند. به طور کلی در استفاده از آمار، اعداد و توضیح‌های ریاضی جانشین کلمات مبهم و نامشخص می‌شوند. از طرف دیگر، برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده، آمار تحلیلی به دو صورت آمار توصیفی و استنباطی مطرح می‌گردد. آمار توصیفی شامل مجموعه‌ی روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، تلخیص، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این نوع تحلیل، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف کرده و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها را برای استفاده‌ی سریع و بهتر از آن‌ها فراهم می‌کند. در یک جمع‌بندی، با استفاده‌ی مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان نمود که علاوه بر فهم بهتر نتایج یک آزمون، مقایسه‌ی نتایج آن آزمون‌ها و مشاهده‌های دیگر را تسهیل نمود. از این رو، با استفاده از آمار توصیفی، شناختی از وضعیت داده‌های جمع‌آوری شده از نمونه‌ی آماری برای هر متغیر حاصل می‌شود (دلور، ۱۳۸۶). لذا در این بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. هم‌چنین لازم به ذکر است که با توجه به نمونه‌گیری انجام شده تعداد ۱۶۳ شرکت به عنوان شرکت‌های نمونه‌ی آماری انتخاب شدند که داده‌های آن‌ها طی دوره‌ی نه (۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶) مورد بررسی قرار گرفت. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه گردیده است.

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی

نام	نماد	مقیاس	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	انحراف	چولگی	کشیدگی
بیش ارزشیابی سهام	PV	نسبت	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۰	-۰/۶۴۱	۰/۸۰۳	۰/۱۷۷	۰/۴۶۶	۱/۲۶۰
حاکمیت شرکتی	CGindex	مجازی	۰/۰۱۷	۰	۰	۱	۰/۱۲۹	۷/۴۷۰	۵۳/۸۸۴
ارزش بازار	lnMV	لگاریتم	۱۳/۷۱۲	۱۳/۶۰۳	۹/۸۲۱	۱۹/۱۸۹	۱/۵۶۹	۰/۶۳۰	۰/۸۰۸
ریسک سیستماتیک	Beta	درصد	۰/۶۴۵	۰/۵۵۵	-۷/۳۸۵	۹/۳۳۰	۱/۰۵۴	۰/۷۷۴	۹/۶۵۲
اقدام تعهدی	TACC	نسبت	-۰/۰۲۲	۰/۰۱۸	-۰/۹۱۵	۰/۸۵۴	۰/۱۳۸	-۰/۳۵۲	۵/۷۴۳
سود تقسیمی	Dividend	نسبت	۱۶۰/۸۲۷	۰	۰	۵۰۰۰	۴۹۷/۳۱۱	۵/۴۶۲	۳۸/۰۴۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	BM	نسبت	۰/۵۱۱	۰/۴۶۶	-۵/۶۸۸	۳/۳۵۱	۰/۵۵۲	-۲/۸۵۵	۲۹/۸۵۷
فروش	SalesP	نسبت	۱/۶۷۶	۰/۹۸۸	۰/۰۴۲	۳۱/۰۰۲	۲/۲۹۰	۶/۱۴۵	۵۷/۶۸۴
اندازه شرکت	Size	لگاریتم	۱۳/۷۸۵	۱۳/۶۸۸	۹/۷۲۵	۱۹/۵۶۶	۱/۴۶۸	۰/۶۴۱	۱/۱۰۴
بازده سالانه	Return	درصد	۵۸/۰۱۰	۱۹/۳۲۷	-۷۲/۵۳۷	۸۵۹/۴۹۸	۱۰۱/۵۵۴	۳/۰۷۳	۱۳/۵۹۵
رقابت در بازار محصول	HHI	نسبت	۰/۱۷۷	۰/۱۴۷	۰/۰۵۷	۰/۴۰۱	۰/۰۹۳	۰/۷۶۸	-۰/۲۸۱

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

میزان حداقل و حداکثر متغیرها نشان‌دهنده‌ی بیشترین و کمترین داده‌ی موجود در اطلاعات گردآوری شده از سطح شرکت‌ها می‌باشد. در آماره‌های توصیفی شاخص اندازه‌گیری پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی ضریب چولگی است. منفی بودن چولگی در متغیر اقدام تعهدی با نماد (TACC) به میزان -۰/۳۵۲، متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام با

نماد (BM) به میزان $2/855-$ نشان دهنده‌ی آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر (چولگی منفی) دارد. مثبت بودن چولگی در سایر متغیرهای پژوهش نشان دهنده‌ی آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بزرگتر (چولگی مثبت) دارد. شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال، ضریب کشیدگی نام دارد. منفی بودن ضریب کشیدگی در برخی از متغیرهای پژوهش همچون متغیر رقابت در بازار محصول با نماد (HHI) به میزان $0/281-$ حاکی از آن است که متغیرهای پژوهش توزیع جامعه از توزیع نرمال کوتاه‌تر است در نتیجه پراکندگی آن از توزیع نرمال بیشتر می‌باشد. مثبت بودن ضریب کشیدگی در سایر متغیرهای پژوهش حاکی از آن است که متغیرهای پژوهش توزیع جامعه از توزیع نرمال بلندتر است در نتیجه پراکندگی آن از توزیع نرمال کمتر می‌باشد.

آزمون F لیمر

در ابتدا لازم است مشخص شود که مدل به مدل داده‌های تلفیقی یا داده‌های تابلویی (پانل دیتا) برازش شود که به این منظور از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. فرضیه صفر (H_0) آزمون بیان می‌کند که تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورده شده جمعی وجود ندارد بدین معنا که لزومی به برآورد مدل با استفاده از داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیست، به عبارت دیگر مدل داده‌های تلفیقی به مدل آثار ثابت ارجح است. پس از انجام آزمون F، آماره F محاسبه شده با مقدار بحرانی آماره F مقایسه می‌شود. در صورتی که مقدار احتمال آماره F محاسبه شده کمتر از مقدار $0/05$ باشد فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود و لازم است مدل به روش داده‌های تابلویی (پانل دیتا) برآورد شود. جدول (۳) نتیجه‌ی آزمون F لیمر را نشان می‌دهد.

جدول (۳): نتیجه‌ی آزمون F لیمر

مدل	فرضیه‌ی صفر (H_0)	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	F لیمر	۵/۰۰۱	۰/۰۰۰	رد فرضیه‌ی صفر
۲	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	F لیمر	۴/۹۶۱	۰/۰۰۰	رد فرضیه‌ی صفر

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

با توجه نتایج جدول ۳ از آزمون لیمر در مورد متغیر وابسته در مدل‌های پژوهش در نرم افزار R می‌توان دریافت مقدار احتمال حاصل از آزمون در مدل کمتر از $0/05$ است فرضیه‌ی H_0 یعنی ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی تایید نشده و روش داده‌های تابلویی (پنل دیتا) پذیرفته می‌شود.

آزمون تصریح هاسمن

جدول (۴): نتایج آزمون تصریح هاسمن

مدل	فرضیه صفر	نام آزمون	χ^2 آماره	احتمال	نتیجه	نوع آزمون
۱	استفاده از روش آثار تصادفی	هاسمن	۳۲/۸۹۸	۰/۰۰۰	رد فرضیه‌ی صفر	آثار ثابت
۲	استفاده از روش آثار تصادفی	هاسمن	۲۴/۸۶۶	۰/۰۲۴	رد فرضیه‌ی صفر	آثار ثابت

با توجه نتایج جدول ۴ حاصل از آزمون هاسمن قبل از آزمون مدل ها در فرضیه های پژوهش می توان دریافت که با توجه به مقدار آماره ی به دست آمده از آزمون و مقدار احتمال حاصل از آزمون که در مدل ها پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است فرضیه ی صفر آزمون رد شده یعنی ارجحیت مدل آثار ثابت مورد قبول واقع شده و به عبارتی روش مدل آثار ثابت در سال- شرکت های مورد بررسی در مدل ها مورد بررسی پذیرفته می شود.

آزمون نرمال بودن

یکی از مفروضات مدل رگرسیون خطی، فرضیه نرمال بودن توزیع خطاها است. بدیهی است که در صورت عدم برقراری این پیش فرض نمی توان از رگرسیون کلاسیک استفاده کرد. به منظور آزمون نرمال بودن جمله خطا از آزمون جارکو- برا^۱ طراحی شده توسط جارکو و برا^۲ (۱۹۸۱) استفاده می شود.

جدول (۵): آزمون جارکو برا انجام شده برای تعیین نرمال بودن باقی مانده ها

مدل	فرضیه صفر	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	نرمال بودن توزیع خطاها	جارکو- برا	۱۳۲/۳۴	۰/۰۰۰	رد فرضیه ی صفر
۲	نرمال بودن توزیع خطاها	جارکو- برا	۱۳۰/۲۶	۰/۰۰۰	رد فرضیه ی صفر

منبع: محاسبات پژوهش گر

با بررسی نتایج آزمون جارکو برا^۳ به شرح جدول فوق می توان دریافت که فرض نرمال بودن باقی مانده ها با توجه به مقدار احتمال در سطح خطای پنج درصد (کمتر از ۰/۰۵) در مدل ها نشان دهنده ی آن است که دارای خاصیت نرمال نمی باشند و بایستی از روش های تعمیم یافته جهت برآزش مدل بهینه بهره گرفت.

آزمون عدم همبستگی

فرضیه ی صفر آزمون بروش- گادفری^۴ بیان می کند که مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد با توجه به مقدار آزمون اگر از پنج درصد بیشتر شود فرضیه ی صفر را می پذیریم و در نتیجه رگرسیون مشکل خود همبستگی سریالی ندارد.

جدول (۶): نتایج آزمون بروش- گادفری

مدل	فرضیه صفر	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	عدم وجود خودهمبستگی بین خطا	بروش- گادفری	۱۸۳/۸۴	۰/۰۰۰	رد فرضیه ی صفر
۲	عدم وجود خودهمبستگی بین خطا	بروش- گادفری	۱۸۲/۸۸	۰/۰۰۰	رد فرضیه ی صفر

منبع: محاسبات پژوهش گر

¹ Jarque-Bera

² Bera and Jarque

³ Jarque Bera

⁴ Breusch-Godfrey

با توجه به نتایج حاصل از آزمون بروش - گادفری در سطح خطای پنج درصد فرضیه‌ی صفر این آزمون رد شده و در نتیجه مشکل خود همبستگی سریالی بین خطاها در رگرسیون های پژوهش وجود دارد. لذا بایستی از روش های تعمیم یافته بهره گرفت.

آزمون همسانی واریانس خطاها

فرضیه‌ی صفر آزمون بروش - پاگان^۱ بیان می‌کند که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد با توجه به مقدار آزمون اگر از پنج درصد بیشتر شود فرضیه‌ی صفر را می‌پذیریم و در نتیجه رگرسیون مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

جدول (۷): نتایج آزمون بروش - پاگان

مدل	فرضیه‌ی صفر	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	همسانی واریانس بین خطا	بروش - پاگان	۴۶۴/۴	۰/۰۰۰	رد فرضیه‌ی صفر
۲	همسانی واریانس بین خطا	بروش - پاگان	۴۷۴/۰۵	۰/۰۰۰	رد فرضیه‌ی صفر

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون بروش - پاگان در سطح خطای پنج درصد فرضیه‌ی صفر این آزمون رد شده و در نتیجه در رگرسیون مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. لذا بایستی از روش های تعمیم یافته بهره گرفت.

برآورد مدل اول پژوهش

جدول (۸): برآورد مدل رگرسیونی اول با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$$PV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGindex_{it} + \beta_2 \ln MV_{it} + \beta_3 Beta_{it} + \beta_4 TACC_{it} + \beta_5 Dividend_{it} + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 SalesP_{it} + \beta_9 size_{it} + \beta_{10} Return_{it} + \beta_{11} INDUSTRY + \varepsilon_{it}$$

نماد متغیر	ضریب β	انحراف معیار	آماره‌ی t	مقدار احتمال
C	-۱/۲۳۴	۰/۴۰۵	-۳/۰۴۱	۰/۰۰۲
CGindex	۰/۰۲۱	۰/۱۶۹	۰/۱۲۷	۰/۸۹۹
lnMV	۰/۲۹۷	۰/۰۵۰	۵/۸۷۱	۰/۰۰۰
Beta	-۰/۰۵۳	۰/۰۲۱	-۲/۴۸۵	۰/۰۱۲
TACC	۰/۱۴۱	۰/۱۷۵	-۰/۸۰۷	۰/۴۱۹
Dividend	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	-۳/۴۲۳	۰/۰۰۰
BM	-۰/۴۱۱	۰/۰۵۱	-۸/۰۱۸	۰/۰۰۰
SalesP	۰/۰۵۶	۰/۰۱۶	۳/۳۷۸	۰/۰۰۰
size	-۰/۱۹۴	۰/۰۵۶	-۳/۴۳۰	۰/۰۰۰
Return	۰/۰۰۰۹۰	۰/۰۰۰۲	۴/۲۲۶	۰/۰۰۰
INDUSTRY2	۰/۱۰۰	۰/۱۹۵	۰/۵۱۲	۰/۶۰۸

¹ Breusch-Pagan

۰/۶۲۰	۰/۴۹۵	۰/۱۸۴	۰/۰۹۱	INDUSTRY3
۰/۹۱۶	-۰/۱۰۴	۰/۱۵۳	-۰/۰۱۶	INDUSTRY4
۰/۹۸۰	-۰/۰۲۴	۰/۱۷۳	-۰/۰۰۴	INDUSTRY5
۰/۹۲۳	-۰/۰۹۶	۰/۱۷۳	-۰/۰۱۶	INDUSTRY6
۰/۵۸۷	-۰/۵۴۲	۰/۱۹۰	-۰/۱۰۳	INDUSTRY7
منبع: محاسبات پژوهش‌گر				

جدول شماره ۸ حاوی تخمین مدل رگرسیونی اول تحقیق می باشد. به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی استفاده می‌شود. این مدل رگرسیونی در بالای جدول ارائه شده است. پس از تایید مدل پانل اثر ثابت با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل رگرسیونی مورد نظر با رویکرد تعمیم یافته برآورد می‌شود. با توجه به تخمین مدل اول تحقیق بر اساس شواهد گردآوری شده از سطح بازار سرمایه در نمونه مورد مطالعه جهت آزمون فرضیه اول تحقیق از معنی داری ضریب β_1 در سطح خطای پنج درصد استفاده می‌شود. در این جدول از سمت راست ستون اول نماد متغیرها، ستون دوم ضرایب یا همان بتاهای (β) تخمین زده شده هستند. ستون سوم انحراف معیار، ستون چهارم آماری تی استیودنت (t) و در نهایت ستون آخر مقدار یا به عبارتی مقدار احتمال هر ضریب می باشد. با توجه به سطح معنی داری (سطح خطای پنج درصد) می توان در خصوص معنی دار بودن هر یک از ضرایب تخمین زده شده اظهار نظر نمود. در صورت معنی دار بودن هر یک از ضرایب با توجه به علامت ضریب می توان به نوع رابطه متغیر مربوطه با متغیر وابسته دست یافت علامت مثبت در ضرایب نشان دهنده رابطه مستقیم و علامت منفی در ضرایب نشان دهنده رابطه معکوس می باشد. نماد C در ابتدای جدول در حقیقت مقدار ثابت معادله می باشد. بر اساس تخمین مدل فوق نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق در ادامه تشریح شده است.

آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش

پس از تایید مدل پانل با اثرات ثابت با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل رگرسیونی مورد نظر با رویکرد تعمیم یافته برآورد شد. جدول شماره ۸ برآورد رگرسیون مدل فوق را ارائه نموده است. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد بین حاکمیت شرکتی با ضریب (۰/۰۲۱) با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ ($p=۰/۸۹۹$) رابطه‌ی معنی داری با بیش ارزشیابی سهام وجود ندارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی اول پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود.

برآورد مدل دوم پژوهش

جدول (۹): برآورد مدل رگرسیونی دوم با استفاده از روش پانل آثار ثابت با رویکرد تعمیم یافته

$PV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGIndex_{it} + \beta_2 HHI_{it} + \beta_3 CGIndex_{it} * HHI_{it} + \beta_4 lnMV_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_6 TACC_{it} + \beta_7 Dividend_{it} + \beta_8 BM_{it} + \beta_9 SalesP_{it} + \beta_{10} size_{it} + \beta_{11} Return_{it} + \beta_{12} INDUSTRY + \varepsilon_{it}$				
مقدار -p	آماره‌ی t	انحراف معیار	ضریب	نماد متغیر
۰/۰۰۰	-۳/۵۶۸	۰/۴۰۱	-۱/۴۳۲	C
۰/۸۴۵	۰/۱۹۵	۰/۳۸۲	-۰/۰۷۴	CGindex

-/۰۰۰	-۳/۹۷۳	-/۶۵۵	-۲/۶۰۲	HHI
-/۹۱۵	-۰/۱۰۶	۱/۸۰۷	-۰/۱۹۲	CGindex * HHI
-/۰۰۰	۶/۳۵۱	-/۰۵۰	-/۳۲۲	lnMV
-/۰۱۴	-۲/۴۳۳	-/۰۲۱	-۰/۰۵۲	Beta
-/۵۱۷	-/۶۴۷	-/۱۷۵	-۰/۱۱۳	TACC
-/۰۰۰	-۳/۸۹۱	-/۰۰۲	-۰/۰۱۱	Dividend
-/۰۰۰	-۸/۴۸۴	-/۰۵۱	-۰/۴۳۵	BM
-/۰۰۱	۲/۲۲۷	-/۰۱۶	-/۰۵۳	SalesP
-/۰۰۰	-۳/۴۱۵	-/۰۵۶	-۰/۱۹۲	size
-/۰۰۰	۲/۹۵۲	-/۰۰۰۲	-/۰۰۰۸	Return
-/۰۵۵	۱/۹۱۳	-/۲۰۸	-/۳۹۷	INDUSTRY2
-/۰۰۱	۳/۲۷۳	-/۲۷۰	-/۸۸۶	INDUSTRY3
-/۱۱۰	۱/۵۹۸	-/۱۶۸	-/۲۶۸	INDUSTRY4
-/۳۶۹	-/۸۹۸	-/۱۷۶	-/۱۵۸	INDUSTRY5
-/۱۳۷	۱/۴۸۵	-/۱۸۳	-/۲۷۱	INDUSTRY6
-/۰۷۱	۱/۸۰۴	-/۲۲۹	-/۴۱۳	INDUSTRY7
منبع: محاسبات پژوهش‌گر				

جدول شماره ۹ حاوی تخمین مدل رگرسیونی دوم تحقیق می باشد. این مدل رگرسیونی در بالای جدول ارائه شده است. با توجه به تخمین مدل دوم تحقیق بر اساس شواهد گردآوری شده از سطح بازار سرمایه در نمونه مورد مطالعه جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق از معنی داری ضریب β_3 در سطح خطای پنج درصد استفاده می شود. در این جدول از سمت راست ستون اول نماد متغیرها، ستون دوم ضرایب یا همان بتاهای (β) تخمین زده شده هستند. ستون سوم انحراف معیار، ستون چهارم آماره (t) و در نهایت ستون آخر مقدار یا به عبارتی مقدار احتمال هر ضریب می باشد. با توجه به سطح معنی داری (سطح خطای پنج درصد) می توان در خصوص معنی دار بودن هر یک از ضرایب تخمین زده شده اظهار نظر نمود. در صورت معنی دار بودن هر یک از ضرایب با توجه به علامت ضریب می توان به نوع رابطه متغیر مربوطه با متغیر وابسته دست یافت علامت مثبت در ضرایب نشان دهنده رابطه مستقیم و علامت منفی در ضرایب نشان دهنده رابطه معکوس می باشد. نماد C در ابتدای جدول در حقیقت مقدار ثابت معادله می باشد. بر اساس تخمین مدل فوق نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق در ادامه تشریح شده است.

آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش

پس از تأیید مدل پانل آثار ثابت با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل دوم رگرسیونی مورد نظر برآورد شد. جدول شماره‌ی ۹ برآورد رگرسیون مدل فوق را ارائه نموده است. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتیبا ضریب (-۰/۱۹۲) با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ ($p=۰/۹۱۵$) رابطه‌ی معنی‌داری با بیش ارزشیابی سهام وجود ندارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات

پس از تأیید مدل پانل با اثرات ثابت با توجه به آزمون‌های انجام شده، نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد بین حاکمیت شرکتی با ضریب (۰/۰۲۱) با توجه به سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ ($p=۰/۸۹۹$) رابطه‌ی معنی داری با بیش ارزشیابی سهام وجود ندارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی اول پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج کائو و همکاران (۲۰۱۸) همخوانی نداشت.

پس از تأیید مدل پانل آثار ثابت با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل دوم رگرسیونی مورد نظر برآورد شد. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد رهمکنش رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتیبا ضریب (۰/۱۹۲-) با توجه به سطح معنی داری بیشتر از ۰/۰۵ ($p=۰/۹۱۵$) رابطه‌ی معنی داری با بیش ارزشیابی سهام وجود ندارد. با توجه به معنی داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج کائو و همکاران (۲۰۱۸) همخوانی نداشت.

جنسن (۲۰۰۵) نشان می‌دهد که شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده آن‌هایی هستند که دارای ارزش‌های بنیادی ضعیف بوده اما احتمال بالایی از مدیریت درآمد، ادغام و خرید، صدور سهام، و برآورد انتظارات غیر واقعی بازار را تجربه می‌کنند. به دلیل اختلاف سرمایه‌گذاران با ارزش فعلی درآمد آتی شرکت‌ها و به دلیل محدودیت‌های فروش کوتاه مدت، حتی تحت بازدهی بازار، شرکت‌ها هنوز هم احتمالاً دچار بیش ارزش گذاری می‌شوند. محدودیت‌های فروش کوتاه مدت از فروش سهام بیش ارزش گذاری شده ممانعت می‌کند و لذا به بیش ارزش گذاری کمک می‌کند. مطالعات قبلی حاکی از وجود بیش ارزش گذاری می‌باشند. بنیش و ورگاس (۲۰۰۲) نشان می‌دهند که سهام با فروش داخلی غیرمعمول احتمالاً دچار بیش ارزش گذاری می‌شوند؛ همچنین دسای و همکاران (۲۰۰۴) اشاره می‌کند که شرکت‌های مشارکت کننده در فعالیت‌های ادغام احتمالاً دچار بیش ارزش گذاری می‌شوند، و دیگر دانگ و همکاران (۲۰۱۲) اشاره می‌کنند که نسبت به بدهی به ارزش شرکت حساس تر است و اثر بیش ارزش گذاری برای صدور اوراق قرضه قوی تر از صدور بدهی است. تتو و همکاران (۱۹۹۸) نشان می‌دهند که شرکت‌ها تمایل دارند در طول دوره بیش ارزش گذاری، دست به صدور سهام بزنند. مدیران شرکت‌های بیش ارزش گذاری، درآمدشان را دستکاری می‌کنند و انتظارات خوش بینانه‌ای را برای سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. مدیریت درآمد منجر به بیش ارزش گذاری می‌شود و بیش ارزش گذاری مستلزم نیاز به مدیریت درآمد بیشتر برای ادامه بیش ارزش گذاری دارد. مارسیکایتیت و وارما (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده، درآمدها را برای فریب دادن بازار و برای برآوردن انتظارات عوامل بازار، دستکاری می‌کنند. چی و گوپتا (۲۰۰۹) یک رابطه مثبت را بین بیش ارزش گذاری سهام و مدیریت سود درآمد مشاهده کرده‌اند. علاوه بر این، هامز و اسکانتز (۲۰۱۰) نشان می‌دهد که شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده تمایل دارند که در مدیریت درآمد شرکت کنند که موجب افزایش تعهدات اختیاری می‌شود. بدرتسچر (۲۰۱۱) استدلال می‌کند که مدیران شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده تمایل به مدیریت درآمد دارند، به شدت سرمایه‌گذاری می‌کنند، سهام را بیش از ارزش واقعی خود مورد ارزیابی قرار می‌دهند، و به منظور حفظ بیش ارزش گذاری خود، مبادرت به خرید سایر شرکت‌ها می‌کنند. مولر و همکاران (۲۰۰۵) و مارسیکایتیت و وارما (۲۰۰۸) نتیجه‌گیری می‌کنند که مدیران شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده تمایل دارند که ادغام را به کار گیرند و حقوق صاحبان سهام را صادر کنند. یک شرکت بیش ارزش گذاری شده تمایل دارد که سرمایه را با استفاده از اوراق بهادار افزایش دهد تا بتواند از افزایش ارزش بازار و سود سهامداران موجود خود بهره بگیرد. شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده می‌توانند از ارزش سهام به عنوان ابزاری

برای سرمایه گذاری ادغام و بیش سرمایه گذاری استفاده کنند. پولک و ساپینزا (۲۰۰۵) استدلال می کنند که شرکت های بیش ارزش گذاری شده می توانند سرمایه های خارجی را جذب و در دارایی های ثابت به منظور تایید انتظارات بازار سرمایه گذاری کنند. استدلال می شود که یک معیار ارزشیابی موثر باید شامل ویژگی های بنیادین ارزش اساسی، مدیریت درآمد، انتظارات غیر واقعی بازار، فعالیت های ادغام و صدور اوراق بهادار باشد و ارزش بازار فعلی را نشان دهد. غیرممکن است که بیش ارزشگذاری همیشگی باشد. اگر مدیران ارزش اقتصادی بلندمدت را برای رسیدن به اهداف کوتاه مدت درآمد قربانی کنند، ارزش شرکت در بلندمدت به طور قابل ملاحظه ای کاهش خواهد یافت. هنگامی که ارزش واقعی در مورد درآمد آتی شرکتها آشکار می شود، بازار به کاهش ارزش گذاری نادرست که منجر به کاهش قیمت سهام می شود واکنش نشان می دهد. بیش ارزش گذاری سهام در نهایت پس از به دست آوردن ارزش اساسی، افت قیمت را تجربه خواهد کرد. گراهام و همکاران (۲۰۰۶) نشان می دهد که فشارهای بازار مالی و واکنش های مفرط، مدیران را تشویق می کنند که اهداف کوتاه مدت درآمد را بدست آورید و پروژه های بلندمدت ارزشمند را پیاده سازی کنند.

مارسبکایتیت و وارما (۲۰۰۸) نشان می دهند که شرکت هایی با درآمد پایین و ارزیابی بازار، یک زیان بزرگ در سهام و عملکرد عملیات را پس از افزایش ارزش، تجربه می کنند. کوتاری و همکاران (۲۰۰۶) استدلال می کنند که شرکت های بیش ارزش گذاری یک بازده منفی در آینده را تجربه خواهند کرد. شرکتها به احتمال زیاد عملکرد ضعیف و بازده ضعیف سالیانه را بیش ارزش گذاری می کنند. چی و گوپتا (۲۰۰۹) و بدرتسچر (۲۰۱۱) نشان می دهد که درآمد گزارش شده به دلیل تغییر درآمد و به دلیل بیش سرمایه گذاری بیش برای حفظ بیش ارزش گذاری به شدت کاهش می یابد. بدرتسچر (۲۰۱۱) نشان می دهد که شرکت های بیش ارزش گذاری شده تمایل به مدیریت درآمد دارند تا بیش ارزش گذاری را افزایش دهند که منجر به بازده منفی بلندمدت در آینده می شود. لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) استدلال می کنند که حاکمیت شرکتی، تخصیص منابع و حمایت سرمایه گذاران را بهبود می بخشد و در نتیجه ارزش اساسی یک شرکت را افزایش می دهد. کلین (۲۰۰۲) و اکسای و همکاران (۲۰۰۳) نشان می دهند که حاکمیت شرکتی از طریق عملکرد هیئت مدیره از مدیریت درآمد جلوگیری می کند. لزو و همکاران (۲۰۰۳) استدلال می کنند که مدیریت درآمد، محافظت سرمایه گذاران را کاهش می دهد. همچنین، چن و همکاران (۲۰۱۴) استدلال می کنند که حاکمیت شرکتی می تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد تا از منافع سهامداران اقلیت محافظت کند، به ویژه زمانی که تهدیدی برای منافع اقتصادی وجود ندارد. استدلال می شود که حاکمیت موثر شرکتی باید هزینه های بیش ارزش گذاری شده نمایندگی را کاهش دهد. رقابت بازار محصول، طرح های مشوق مدیریتی را تغییر می دهد. هورن و همکاران (۱۹۹۴) استدلال می کنند که رقابت بازار محصول باعث ایجاد اختلاف بین سهامداران و مدیران می شود. مناقشات نمایندگی ناشی از رقابت بازار محصول باعث می شود تا مدیران به سرمایه گذاران خارجی روی آورند. رایت (۲۰۰۳) نشان می دهد که رقابت بازار محصول سبب نوسانات سود شرکت می شود. مدیران شرکتها تحت رقابت شدید بیشتر احتمال دارد که در مدیریت درآمد شرکت کنند. علاوه بر این، اسچمیت (۱۹۹۷) نشان می دهد که رقابت، حاشیه سود و سودآوری شرکت را کاهش می دهد. بنابراین، رقابت در بازار محصول باعث می شود تا مدیران درآمد را بیش از حد افزایش دهند تا جبران خسارت خود را کاهش دهند. دیچو و اسکینر (۲۰۰۰) استدلال می کنند که مدیران قصد دارند درآمد را برای مقاصد خاص شرکتی، مانند صدور اوراق بهادار، مدیریت کنند. در نتیجه، مدیریت درآمد با شدت رقابت بازار محصول افزایش می یابد. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) اشاره می کنند که هزینه انتشار اوراق بهادار با سودآوری شرکت افزایش می یابد و شرکتها تمایل دارند سهام را با کاهش سود، صادر کنند. جرتنر و همکاران (۱۹۸۸) نشان می دهد که شرکت های کم سود، سهام

بیشتری صادر می کنند. ایروین و پونتیف (۲۰۰۹) نشان می دهد که رقابت در بازار محصول با افزایش خطر انحصاری جریان های نقدی، ارزش اساسی شرکت را کاهش می دهد. هابریگ و فیلیپس (۲۰۱۰) بررسی می کنند که چگونه رقابت در بازار کالا انگیزه های متفاوتی ایجاد می کند تا شرکت را از رقابت های موجود متمایز سازد. در نتیجه، رقابت بازار محصول به ارزش اساسی بنگاه ها آسیب می رساند و به انگیزه های ادغام و صدور سهام منجر می شود.

نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از آن بود که بر اساس شواهد گردآوری شده از سطح بازار سرمایه بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. همچنین رقابت در بازار محصول در رابطه بین حاکمیت شرکتی و بیش ارزشیابی سهام تاثیر معنی داری ندارد. اما در تحلیل های اضافی نتایج نشان داد که رقابت در بازار محصول به خودی خود رابطه معنی داری با بیش ارزشیابی سهام دارد. در حقیقت رقابت در بازار محصول انگیزه مدیران را برای دستکاری در افزایش ارزش بازار سهام افزایش می دهد. علاوه بر این، رقابت بازار محصول، ارزش بازار را در سهامی که در حال حاضر بیش از حد ارزش دارند، کاهش می دهد. نتایج نشان داد رقابت در بازار محصول، تأثیر معکوسی در بیش ارزش گذاری سهام دارد. پیشنهاد می شود سهامداران و سرمایه گذاران در زمان ارزشیابی سهام شرکت ها به سطح رقابت در بازار محصول از طریق شاخص تمرکز صنعت توجه ویژه ای داشته باشند.

منابع

- ✓ امهران، سیده هاجر، داداشی، ایمان، شبستانی، مهدی، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر دوره تصدی مدیر عامل بر بیش ارزشیابی سهام در شرکت های منتخب بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس ملی کاربردهای حسابداری و مدیریت، گروه ارتباط طلایی آسیا.
- ✓ جبارزاده کنگر لویی، سعید، یعقوب پور، کریم، ولی پور، کریم، عباسی استمال، محمدرضا، (۱۳۹۰)، رابطه نظام راهبری شرکت و کیفیت سود با تأکید بر امتیازبندی راهبری شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۳، صص ۱-۱۹.
- ✓ درون پرور، داوود، صادقین، علی، احمدی حدید، بهروز، (۱۳۸۸)، بررسی تحلیلی ساختار صنعتی و رقابت پذیری صنایع ایران به تفکیک کدهای ISIC در دوره ۷۴-۸۴، مدیریت، دوره ۶، شماره ۱۳، صص ۷۷-۸۸.
- ✓ رحمتی، فرامرز، جعفری، علی، نگهبان، لیلا، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر استراتژی های کسب و کار بر بیش ارزشیابی سهام و ریسک سقوط قیمت سهام، دومین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره)- شرکت بین المللی کوش.
- ✓ متقی، علی اصغر، محمدی، احمد، حشمتی، مرتضی، (۱۳۹۴)، تخصص حسابرس و بیش ارزشیابی سهام، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، سازمان مدیریت صنعتی نمایندگی آذربایجان شرقی.
- ✓ متقی، علی اصغر، محمدی، احمد، حشمتی، مرتضی، (۱۳۹۵)، مالکیت نهادی و بیش ارزشیابی سهام، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، سازمان مدیریت صنعتی آذربایجان شرقی، دانشگاه تبریز.
- ✓ موسوی شیرینی، سید محمود، خلعت بری، حسن، فیروزبخت، مینا، (۱۳۹۴)، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۷۳-۹۲.

- ✓ Akimova, I. (2000). Development of market orientation and competitiveness of Ukrainian firms, *European Journal of Marketing*, 34 (9/10), 1128- 1148.
- ✓ Ambashta A, & Momaya, K, (2002) .Competitiveness of Firms: Review of Theory, Frameworks and models, *Singapore Management Review*, 26.
- ✓ Anand, P., & Faseruk, A. (2008). A review of accrual accounting and cash flow techniques for use in equity valuation, working paper; Faculty of Business Administration, Memorial University of Newfoundland, St John's, Canada, 31 (6), 418-433.
- ✓ Auh S., and Mengue, B. (2005). Balancing exploration and exploitation: The moderating role of competitive intensity. *Journal of Business Research*, 58, 1652- 1661.
- ✓ Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *Accounting Review*, 86 (5), 1491e1518.
- ✓ Barney. J., Wright, M., & Ketchen, D., J. (2001). The Resource-based View of the Firm: Ten Years after 1991. *Journal of management*, 27, Pergamon, 625-641.
- ✓ Beneish, M. D., & Nicholas, D. (2009). Identifying overvalued equity, working paper. Retrieve from <http://ssrn.com.abstract/41134818>.
- ✓ Beneish, M. D., & Vargus, M. E. (2002). Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing. *Accounting Review*, 77(4), 755e791.
- ✓ Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511e529.
- ✓ Burns, N., & Kedia, S. (2008). Executive option exercises and financial misreporting. *Journal of Banking and financial*, 32, 845-857.
- ✓ Chen, A., Kao, L., & Lu, C.-S. (2014). Controlling ownership and firm performance in Taiwan: The role of external competition and internal governance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 219e238.
- ✓ Chi, J., & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking and Finance*, 33(9), 1652e1663.
- ✓ Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: One anomaly or two? *Accounting Review*, 79 (2), 355e385.
- ✓ Dong, M., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2012). Overvalued equity and financing decisions. *Review of Financial Studies*, 25 (12), 3645e3683.
- ✓ Fisher, K. L., & Statman, M., (2003). Consumer confidence and stock returns. *Journal of Portfolio Management*, fall, 115-127.
- ✓ Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2006). Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analysts Journal*, 62 (6), 27-39.
- ✓ Griffith, R. (2001). Product market competition, efficiency and agency costs: an empirical analysis. *Institute for Fiscal Studies*
- ✓ Hanlon, M., Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2003). Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings?. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3), 3-43.
- ✓ Hoberg, G., & Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *Review of Financial Studies*, 23(10), 3773-3811.

- ✓ Houmes, R. E., & Skantz, T. R. (2010). Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37 (1-2), 60-92.
- ✓ Houmes, R. Foley, M. Cebula, R.J. (2013). Audit quality and overvalued equity. *Accounting Research Journal*. 1(1), 56-74.
- ✓ Kao, L., Chen, A., & Lu, C.S. (2018). Ex ante and ex post overvalued equities: The roles of corporate governance and product market competition, *Asia Pacific Management Review*, 23 (3), 209-221.
- ✓ Kothari, S., Loutskina, E., & Nikolaev, V. V. (2006). Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly. Working paper. Retrieve from <https://ssrn.com/abstract/4871750>.
- ✓ Lambert, T.A. (2006). Overvalued equity and the case for an asymmetric insider trading regime. Available at: <http://lawreview.law.wfu.edu/documents/issue.41.1045.pdf>
- ✓ Lee, C. (2001). Market efficiency and accounting research: A discussion of 'Capital market research in accounting' by Kothari, S.P. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 233-253.
- ✓ Marciukaityte, D., & Varma, R. (2008). Consequences of overvalued equity: Evidence from earnings manipulation. *Journal of Corporate Finance*, 14 (1), 418-430.
- ✓ Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60 (2), 757-782.
- ✓ Nicholos, N.N. (1993). Efficient? Chaotic? What is the new finance? *Harvard Business Review*, No. 71, and (March –April), pp: 50-60.
- ✓ O'brien, J.P. (2003). The financial leverage implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24, 415-431.
- ✓ RhodeseKropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
- ✓ Ruokonen, M., Nummela, N., Puumalainen, K., and Saarenkto, S. (2008). Market orientation and internationalization in small software firms. *European Journal of Marketing*, 24 (12), 1294-1315.
- ✓ Schaul, K. (2013). Investor sentiment: The impact of a search-based measure of sentiment on equity market returns. Master Thesis in Finance, Tilburg University, Faculty of Economics and Business Administration.
- ✓ Schmeling, M., (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16, 394-408.
- ✓ Schmidt, K. M. (1997). Managerial incentives and product market competition. *Review of Economic Studies*, 64(2), 191e213.
- ✓ Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2), 2892-312.
- ✓ Tetlock, P. (2007). Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *The Journal of Finance*, 62, 1139-1168.
- ✓ Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.