

The Effect of the Possibility of Fraud on Misvaluation: The Role of Government Ownership

Mohammad Amri-Asrami^{ib*}, Seyed Kazem Ebrahimi^{ib}, Fatemeh Karimi Gelehdoni^{ib***}**

Abstract:

Purpose: Correctly asset valuation leads to optimal allocation of capital resources, and lack of accuracy and precision in stock valuation can harm company performance and jeopardize shareholders' interests. So, mispricing, as a financial anomaly, undermines the efficient market hypothesis. The occurrence of fraud reduces confidence and causes negative reactions in the market. In this regard, the publication of fraud news damages the company's reputation and shareholders' wealth. Under these circumstances, the stock price fails to accurately represent the true state of the company, thus exposing fraudulent activities within the company lays the groundwork for the misvaluation. Today, governmental ownership has become a rescue strategy in developed and developing countries. The restricted information environment of governmental companies leads to a decrease in the liquidity of these companies' shares. On the other hand, managers of government companies focus on achieving short-term social and political goals. State-owned enterprises play a crucial role in assisting the government in enhancing societal welfare. How does the presence of state-owned companies influence the current circumstances? This study examines the relation between the likelihood of fraud and misvaluation, emphasizing the role of state ownership.

Method: This research was carried out utilizing actual stock market data and the financial statements of firms. The statistical population for this study comprises companies that were listed on the Tehran Stock Exchange during the eight-year span from 2015 to 2022. After applying regular screening conditions, 129 companies, 1032 observations have been selected. After examining the assumptions of multivariate regression, the hypotheses were tested using a panel data model with fixed effects.

* Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran. (Corresponding Author), **Email:** m.amriasrami@semnan.ac.ir

** Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.

*** MA in Accounting, Department of Accounting, Semnan University, Semnan, Iran.

Results: The findings show that the probability of fraud significantly increases the misvaluation of companies. In state-owned companies, the effect of the probability of fraud on misvaluation is significantly intensified.

Conclusion: The issuance of fraudulent financial statements results in the propagation of misleading information, thereby diminishing investor trust in the market. Furthermore, numerous instances of fraud and misconduct go undetected for extended periods, and not all detected cases are subsequently reported. As a result, the publication of corporate fraud reports triggers a negative response within the capital market, resulting in heightened costs associated with resource provision. This escalation in costs ultimately results in a mispricing of the company's securities. Alternatively, in the context of state-owned firms, the probability of fraudulent activities significantly amplifies the misvaluation of stock prices. The support from the government, along with the closed nature of state-owned companies, contributes to diminished transparency in financial reporting. This situation exacerbates information asymmetry and heightens the likelihood of fraudulent financial activities. Moreover, the erosion of internal control mechanisms within these companies facilitates opportunities for fraudulent activities and conflicts of interest involving management. Hence, in state-controlled companies, the likelihood of stock misvaluation is heightened.

Keywords: Government Ownership, Possibility of Fraud, Misvaluation.



شاپای چاپی: ۴۶۳۷-۲۶۴۵
شاپای الکترونیکی: ۴۶۴۵-۲۶۴۵

ناشر: دانشگاه شهید بهشتی

نشریه چشم انداز مدیریت مالی

۱۴۰۳ دوره ۱۴ شماره ۴۷ صص ۱۳۰-۱۴۸

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

اثر احتمال تقلب بر خطای ارزش گذاری: نقش مالکیت دولتی

محمد امری اسرمی^{ID}، سید کاظم ابراهیمی^{ID}، فاطمه کریمی گله‌دونی^{ID}***

چکیده

هدف: ارزش گذاری صحیح دارایی‌ها باعث تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای می‌شود و نبود دقت و صحت در ارزش گذاری سهام می‌تواند به عملکرد شرکت آسیب برساند و منافع سهامداران را به خطر بیندازد. بنابراین، خطای قیمت گذاری به عنوان یک ناهنجاری مالی، فرضیه بازار کارا را تضعیف می‌کند. وقوع تقلب، سبب کاهش اطمینان و واکنش‌های منفی در بازار می‌شود. در این راستا، انتشار اخبار تقلب به شهرت شرکت و ثروت سهامداران آسیب می‌زند. در این شرایط، قیمت سهام، شرایط واقعی شرکت را منعکس نمی‌کند، بنابراین، افشای تقلب در شرکت، زمینه‌ساز خطای ارزش گذاری شرکت می‌شود. از سوی دیگر، امروزه مالکیت دولت به یک راهبرد نجات در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه تبدیل شده‌است. محدودیت محیط اطلاعاتی شرکت‌های دولتی، منجر به کاهش نقدشوندگی سهام این شرکت‌ها می‌شود، از سوی دیگر، مدیران شرکت‌های دولتی بر دستیابی به اهداف اجتماعی و سیاسی کوتاه‌مدت تمرکز دارند. شرکت‌های دارای مالکیت دولتی وظیفه کمک به دولت در بهبود رفاه جامعه را به عهده دارند. مالکیت دولتی شرکت‌ها، چه نقشی در این وضعیت ایفا می‌کند. این پژوهش رابطه بین احتمال تقلب و خطای ارزش گذاری را با تأکید بر نقش مالکیت دولتی بررسی می‌کند.

روش: این مطالعه بر مبنای اطلاعات واقعی بازار سهام و با گردآوری اطلاعات و گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره هشت ساله از سال ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ می‌باشد. پس از اعمال شرایط غربالگری منظم، ۱۲۹ شرکت، ۱۰۳۲ سال – شرکت انتخاب شده است. پس از بررسی فرض‌های رگرسیون چند متغیره، با کمک الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت فرضیه‌ها آزمون شده‌است.

یافته‌ها: یافته‌ها نشان می‌دهد احتمال وجود تقلب، خطای ارزش گذاری شرکت‌ها را به طور معناداری افزایش می‌دهد. با افزایش مالکیت دولتی در شرکت‌ها، اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش گذاری به طور معناداری افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری: گزارش‌های مالی متقلبان به منجر به انتشار اطلاعات نادرست و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار می‌شود. همچنین بسیاری از تقلب‌ها و سوء استفاده‌ها به موقع کشف نمی‌شوند و همه موارد کشف شده گزارش نمی‌شوند. لذا، انتشار گزارش‌های ارتکاب تقلب در شرکت، واکنش منفی بازار سرمایه و افزایش هزینه‌های تأمین منابع را در پی دارد که موجب خطای ارزش گذاری اوراق بهادار شرکت می‌شود. از سوی دیگر، در شرکت‌های دولتی، اثر احتمال تقلب بر خطای ارزش گذاری سهام

* استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. (نویسنده مسئول). E-Mail: m.amriasrami@semnan.ac.ir

** دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

*** کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

افزایش می‌یابد. به دلیل حمایت سیاسی دولت و محیط بسته شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، شفافیت گزارشگری مالی کاهش یافته، عدم تقارن اطلاعاتی و احتمال گزارشگری مالی متقلبانه افزایش می‌یابد و به دلیل تضعیف سازوکارهای نظارت داخلی در شرکت‌ها فرصت ارتکاب تقلب و تضاد منافع را برای مدیریت فراهم می‌آورد. بنابراین، در شرکت‌های دولتی، احتمال خطای ارزش‌گذاری سهام افزایش می‌یابد.

کلیدواژه‌ها: مالکیت دولتی؛ احتمال تقلب؛ خطای ارزش‌گذاری.

۱. مقدمه

ارزش‌گذاری نادرست سهام یک اتفاق رایج در بازارهای سرمایه است که می‌تواند تخصیص کارایی منابع را مختل کند [۲۸]. اگر رابطه با دولت، یک عامل کسب منافع باشد، می‌تواند سبب دستکاری تصمیمات سرمایه‌گذاری یا تصمیمات نامناسب سرمایه‌گذاری شود که منجر به کاهش ارزش شرکت شود [۱۷]. اگر قیمت‌گذاری نادرست سهام فراتر از نقطه اوج ادامه یابد، کل بازار سرمایه ناکارا می‌شود و بازار سقوط می‌کند [۲۵، ۲۸]. تقلب، تهدیدی برای اعتماد عمومی به اطلاعات مالی و فرآیند گزارشگری مالی است، این پدیده می‌تواند عامل بروز بحران و ایجاد هزینه‌ها و پیامدهای منفی برای گروه‌های مختلف شود [۳۴]. تقلب معمولاً در نتیجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی و به‌کارگیری اطلاعات محرمانه رخ می‌دهد، مدیران شرکت برای فریب سرمایه‌گذاران و طلبکاران یا افزایش سود و دریافت حقوق و پاداش‌های بالاتر، مدعی اطلاعات مالی نادرست می‌شوند [۴۹]. ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌تواند از پیامدهای نامطلوب تقلب باشد [۴]. تقلب در گزارشگری مالی و حسابداری طی سال‌های اخیر افزایش چشمگیری داشته است، از این‌رو در سال‌های اخیر توجه ویژه‌ای به مشکل تقلب در این حوزه شده است. از سوی دیگر، حضور دولت در بسیاری از شرکت‌های بازار بورس تهران و نقش دولت در تصمیمات شرکت، پدیده‌ای است که نیاز به مطالعه دارد. از این‌رو، هدف این مطالعه بررسی آن است که چگونه مالکیت دولت می‌تواند در اثر احتمال تقلب بر خطای ارزش‌گذاری نقش داشته باشد. نمونه‌های مطالعات ذکر شده در بخش قبل، اهمیت ساختار مالکیت دولتی بر خطای ارزش‌گذاری را برجسته کرده است و این در حالی است که در ایران توجه چندانی به این حوزه نشده و مطالعه اندکی در مورد اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش‌گذاری در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی انجام شده است. در ادامه مبانی نظری و پیشینه پژوهش بحث و بررسی می‌شود، سپس روش پژوهش و یافته‌ها ارائه می‌شود و در پایان بحث و نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

خطای ارزش‌گذاری: قیمت‌گذاری نادرست به‌عنوان یک ناهنجاری مالی، نظریه بازار کارا را به چالش می‌کشد. در بازارهای کارا، دو درک از قیمت‌گذاری نادرست دارایی وجود دارد. یکی معتقد است که قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌ها یک پدیده موقتی است. به دلیل وجود آربیتراژها، قیمت به‌زودی به ارزش ذاتی خود باز می‌گردد [۵۲]. با این حال، پدیده قیمت‌گذاری نادرست و انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی آن در بازارهای سرمایه بالغ و نوظهور رایج است [۱۲]. پژوهش‌هایی که علل قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌ها را بررسی کرده است، عمدتاً علل این پدیده را به دو دسته نسبت می‌دهد. یکی بر عوامل بازار سهام شرکت و پدیده‌هایی از قبیل معامله‌گران نویز، آربیتراژ محدود، محدودیت‌های فروش کوتاه مدت و مالی رفتاری تمرکز می‌کند [۳۵، ۶۱، ۱۰]. دسته دیگر، هم عوامل بازار برون سازمانی و هم عوامل درون سازمانی را در نظر می‌گیرد. براساس نظریه اطلاعات نامتقارن، این حوزه از ادبیات

تأثیر فعالیت‌های مدیریت سود و افشای اطلاعات حسابداری را بر قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌ها تحلیل می‌کند [۵۹، ۳۶، ۲۴].

نمی‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاران به‌دقت به هر گونه اطلاعات افشاء شده، توجه کنند و واکنش مناسب نشان دهند. محدودیت‌های توجه به اطلاعات افشاء شده یکی از دلایل ارزش‌گذاری نادرست سهام است [۲۶]. کانال دوم اثرگذاری افشای اطلاعات بر ارزش‌گذاری در ست سهام، آن است که افشای بالاتر اطلاعات به‌عنوان یک سیگنال خوب برای شرکت‌ها عمل می‌کند تا برای جلب توجه سرمایه‌گذاران به این اطلاعات افشاء شده رقابت کنند، رقابتی که مانع از ارزش‌گذاری نادرست سهام خواهد شد.

مالکیت دولتی: گرایش به سمت سرمایه‌داری دولتی، ملی شدن‌ها و برنامه‌های کمک مالی دولت که در سال‌های اخیر مشاهده شد، بحث در مورد مالکیت دولت بر شرکت‌های سهامی عام و میزان سودمندی چنین درجه‌ای از مشارکت در اقتصاد را احیا کرده است. دو دیدگاه رقیب بر این بحث غالب است. دیدگاه اول، بیان می‌کند از آنجا که اهداف دولت می‌تواند با حداکثرسازی سود یا ثروت سهامداران ناسازگار باشد، مالکیت دولت بر منابع تولیدی، می‌تواند منجر به حاکمیت و عملکرد ضعیف در شرکت شود که با دیدگاه سیاسی مالکیت دولت مطابقت دارد و بر اساس این دیدگاه، سیاستمداران رانت را از شرکت‌های تحت کنترل خود استخراج می‌کنند [۵۴] و از آنها برای ایجاد حمایت سیاسی در میان رأی‌دهندگان، به‌جای افزایش کارایی و حداکثرسازی سود، استفاده می‌کنند. دولت‌ها و سیاستمداران که شرکت‌های دولتی را مدیریت می‌کنند، برای دستیابی به اهداف انتخاباتی خود و تضمین ابقای یک دوره طولانی در قدرت، به افزایش و بهبود اشتغال و دستمزد، ارتقای توسعه منطقه‌ای از طریق ایجاد تأسیسات تولید در مکان‌های سیاسی مطلوب، تضمین امنیت ملی، تأمین هزینه‌های پایین، حتی کالاها و خدمات با قیمت کمتر، و خروجی غیرضروری تولید می‌کنند [۹، ۴۲]. فشار سازوکارهای بازار مانند بازار سهام، بازار محصول و بازارهای خدمات مدیریتی [۹]، اغلب از محدودیت‌های بودجه‌ای نرم برخوردار هستند که شرکت‌های دولتی ناکارا و ضعیف را از ورشکستگی و پاسخ‌گویی به بازارهای مالی جدا می‌کند [۴۲]. شواهد تجربی نشان می‌دهد، پس از واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی‌سازی، عملکرد و حاکمیت بهبود می‌یابد. به‌ویژه، زمانی که دولت‌ها، نه تنها مالکیت، بلکه کنترل شرکت‌های دولتی را رها می‌کنند [۹]. دیدگاه دوم، پیامدهای باقیمانده مالکیت دولتی در شرکت‌های خصوصی شده را بر چند پیامد شرکتی بررسی می‌کند. بن نصر^۱ و همکاران (۲۰۱۲) [۸] دریافته‌اند هزینه سهام با مالکیت دولت افزایش می‌یابد. کنترل دولت بر شرکت‌های خصوصی شده موجب ریسک‌گریزی شرکت‌ها می‌شود، بنابراین مانع رشد بالقوه آنها می‌شود [۱۱]. بوباکری و همکاران (۲۰۱۸) [۹] یک رابطه مثبت بین کنترل دولت و دارایی‌های نقدی و کاهش بیشتر ارزش دارایی‌های نقدی در شرکت‌های با مالکیت دولتی بالا را گزارش کردند، در مقابل، جاسلویتز^۲ و همکاران (۲۰۱۶) [۲۹] و چن^۳ و همکاران (۲۰۱۷) [۱۱] دریافتند که مالکیت دولتی با کارایی سرمایه‌گذاری ضعیف مرتبط است. در مجموع، با توجه به دیدگاه سیاسی دولت، انتظار می‌رود مالکیت دولت با ارزش‌گذاری بازار شرکت‌های با مشارکت دولت رابطه منفی داشته باشد [۵، ۹]. با این حال، ارتباطات دولتی می‌تواند استراتژی شرکت را به طرق مختلف از مسیر خارج کند [۱۹]. شرکت‌های دولتی معمولاً از دخالت بیش از حد دولت و عدم استقلال لازم برای انجام فعالیت‌های تجاری رنج می‌برند [۱۹]. آنها همچنین اهداف و فعالیت‌های شرکت‌ها را تغییر جهت داده‌اند و در نتیجه آنها را از اصول حاکمیتی، بسیار متمایز می‌کنند [۱]. مدیران شرکت‌های دولتی تمایل

¹ Ben Nasr

² Jaselwitz

³ Chen

دارند به جای حداکثر سازی عملکرد خود، روی دستیابی به اهداف اجتماعی و اهداف سیاسی کوتاه مدت تمرکز کنند [۳۰، ۴۳].

ساختار حاکمیت شرکتی مبتنی بر دولت، می‌تواند بر سیاست صنعتی دولت تأثیر بگذارد [۱۹]. مالکیت دولت هم در کشورهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه در سراسر جهان رایج است [۳۷]. همچنین، در سال‌های اخیر، مالکیت دولت در اقتصادهای نوظهور و در اقتصادهای پیشرفته، گسترش یافته است [۱۵]. شرکت‌های دارای مالکیت دولتی وظیفه کمک به دولت در بهبود رفاه جامعه را به عهده دارند. برای اینکه بتواند رفاه جامعه را بهبود بخشد، یک شرکت با مالکیت دولتی بر سیاست تقسیم سودی که توسط شرکت ایجاد می‌شود تأثیر می‌گذارد [۵۸، ۴۶].

ظهور سرمایه‌داری دولتی [۱۵] در طول بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ تشدید شد زیرا مالکیت دولت به یک استراتژی نجات در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه تبدیل شد [۴۲]. این تصور در ادبیات مربوط به هزینه‌های مالکیت دولت وجود دارد که دولت منبع ناکارایی است زیرا (۱) شرکت‌ها از نظر سیاسی به هم مرتبط هستند و از این رو اهداف سیاسی متفاوت از حداکثر سازی سود را دنبال می‌کنند و (۲) مدیران شرکت‌های دولتی معمولاً سیاستمداران و مقامات دولت هستند، مالکیت دولت با مشکلات مخاطره اخلاقی، حاکمیت شرکتی ناکارا و عملکرد ضعیف همراه است [۳۹، ۵۴]. مشکل نمایندگی احتمالاً در شرکت‌هایی با سطح بالاتری از سرمایه‌گذاران دولتی زیاد است، زیرا سهام‌داران فعالی برای نظارت بر فعالیت‌های این شرکت‌ها وجود ندارند و محیط اطلاعاتی شرکت‌های دولتی بسته‌تر است که منجر به نقد شوندگی پایین‌تر سهام آنها می‌شود [۶۲]. در برخی کشورها، دولت ممکن است سهام‌دار نهادی مهمی باشد. مثلاً، زمانی که دولت مالک اصلی است، مهم است که هیئت‌مدیره قانونی و پاسخگو به مردم به نظر برسد. این را می‌توان با اضافه کردن مدیران برون سازمانی بیشتر به هیئت‌مدیره به دست آورد [۴۵].

اثر مالکیت دولتی بر احتمال وجود تقلب و خطای ارزش‌گذاری: ماهیت اخلاقی و منش مسئولین شرکت تحت تأثیر محیط قانونی آن قرار دارد، شرکت‌هایی که در محیط‌های فاسد فعالیت می‌کنند، نظام گزارشگری مالی ضعیف‌تری دارند [۴۱]. همچنین، ارزش‌گذاری نادرست سهام در دوره فعلی، بازده آتی را از نظر ارزش بازار کاهش می‌دهد، درحالی که ورود سهامداران غیردولتی به شرکت‌های دولتی، چنین اثرات نامطلوبی را کاهش می‌دهد، در این شرکت‌ها، احتمال خطای ارزش‌گذاری سهام بیشتر است [۲۸]. انتشار اخبار تقلب و یا کشف تقلب به شهرت شرکت آسیب می‌زند و منجر به عدم اطمینان بیشتر در بازار می‌شود. در چنین فضای عدم اطمینان، سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و افزایش نرخ بازده مورد نیاز خود تردید می‌کنند [۲۷]. به دنبال انتشار اخبار تقلب، می‌توان انتظار افزایش عدم تقارن اطلاعاتی را داشت. در این شرایط، خطای ارزش‌گذاری دور از انتظار نیست [۳]. وقوع تقلب در یک شرکت، اعتماد و اطمینان سهامداران و ذی‌نفعان را از بین می‌برد و واکنش‌های نامطلوب را در بازار سهام ایجاد می‌کند. علاوه بر این، افشای رفتار متقلبانه اثرات مخربی بر ثروت سهامداران دارد و در این شرایط، واکنش قیمت به‌طور کامل شرایط واقعی شرکت را در بر نمی‌گیرد [۲۲، ۳].

امروزه، یکی از نگرانی‌های اصلی صاحبان سرمایه، وجود تقلب و احتمال گزارشگری مالی متقلبانه در صورت‌های مالی است [۷]. تقلب، هر نوع اقدام عمدی یا فریبنده توسط یک یا چند مدیر، کارمند یا شخص ثالث برای کسب مزیت غیرمنصفانه یا غیرقانونی است. اگرچه تقلب مفهوم حقوقی وسیعی دارد، اما نگرانی حسابرس، فعالیت متقلبانه‌ای است که سبب تحریف بااهمیت در صورت‌های مالی می‌شود. طبق آخرین تعریف انجمن حسابداری آمریکا، تقلب «اقدامی عمدی است که منجر به تحریف بااهمیت صورت‌های مالی تأیید شده» می‌شود [۴۸]. گزارش‌های مالی متقلبانه سبب

ارائه اطلاعات نادرست در بازار می‌شود، در نتیجه بر قیمت‌گذاری و تخصیص منابع توسط بازار تأثیر نامطلوب می‌گذارد که منجر به از دست دادن اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار می‌شود [۵۱، ۱۸]. برآورد دقیق هزینه تقلب و نمونه‌های آن اغلب دشوار است، زیرا بسیاری از تقلب‌ها و سوء استفاده‌ها به‌موقع کشف نمی‌شوند و همه موارد کشف شده گزارش نمی‌شوند [۵۳].

فشارها یا انگیزه‌های تقلب، فرصت‌های تقلب و توجیه تقلب، سه جزء تقلب می‌باشد که اغلب ارزش‌های فرد مرتکب را به چالش می‌کشد [۶]. رویه‌های تقلب را می‌توان به سه دسته طبقه‌بندی کرد که شامل تغییر در روش‌های حسابداری، برآورد هزینه توسط مدیریت و تغییر در درآمدها و هزینه‌ها می‌شود [۷]. بیش از نیمی از موارد تقلب دربردارنده برآورد بیش از حد درآمد با استفاده از مبالغ ساختگی است. بسیاری از این موارد مربوط به درآمدهای ثبت شده در پایان سال مالی و ارزیابی دارایی‌ها از طریق کاهش ارزش ذخایر مشکوک الوصول و ارزیابی موجودی، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و سایر دارایی‌های ثابت مشهود و ثبت اموالی که وجود ندارد، می‌باشد [۷]. همچنین، تقلب‌های شرکتی به اشکال مختلف مانند تقلب در قرارداد با عرضه‌کنندگان و گزارش نادرست اطلاعات مالی به مردم وجود دارد [۳۱]. تقلب شرکتی به اعتماد و اطمینان سهام‌داران و ذی‌نفعان آسیب می‌رساند، شرکت‌هایی که مرتکب تقلب می‌شوند واکنش منفی بازار سهام و هزینه‌های بالاتر افزایش سرمایه را تجربه می‌کنند [۴۴، ۲۳، ۵۶]. نهایتاً، موجب خطای ارزش گذاری شرکت می‌شود. در صورت تقلب، مدیران شرکت‌ها به دلیل عدم انجام وظایف و مسئولیت‌های امانت‌داری خود در قبال سهام‌داران احتمالاً جایگزین می‌شوند [۵۷]. افشای تقلب شرکتی یک رویداد برنامه‌ریزی نشده در بازار سرمایه است که احتمالاً بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر می‌گذارد [۲۲]. بر اساس فرضیه شهرت کارپوف و لات (۱۹۹۳) [۳۱]، افشای تقلب شرکتی زمینه‌ساز خطای قیمت‌گذاری سهام شرکت می‌شود. اثر اعلام تقلب و یا کشف تقلب به شهرت شرکت لطمه می‌زند و منجر به عدم اطمینان بیشتر در بازار می‌شود. در چنین فضای عدم اطمینان، سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و افزایش نرخ بازده مورد نیاز خود تردید می‌کنند [۲۷]. به دنبال انتشار اخبار تقلب، می‌توان انتظار افزایش عدم تقارن اطلاعاتی را داشت. از سوی دیگر، کارپوف و همکاران (۲۰۰۵) [۳۲] استدلال می‌کنند که افشای تقلب، عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد زیرا کشف تقلب، اطلاعات خصوصی را در مورد چشم‌انداز شرکت به بازار منتقل می‌کند و از این‌رو عدم اطمینان در مورد جریان‌های نقدی آتی شرکت متقلب را کاهش می‌دهد. پس از رویداد کلاهبرداری، مجازات‌های مستقیم و نظارت دقیق اعمال شده توسط نهادهای نظارتی، مانند کمیسیون اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران اطمینان می‌دهد که شرکت دیگر مرتکب چنین عملی نخواهد شد و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد [۲۲].

ماهیت ذاتی شرکت به محیط قانونی ارتباط دارد، شرکت‌هایی که در محیط‌های فاسد فعالیت می‌کنند، با سیستم‌های گزارشگری مالی ضعیف‌تری مواجه هستند [۴۱]. هنگامی که تمرکز مالکیت یک شرکت بالا باشد، معاملات درون گروهی از طریق این شرکت در تقویت حق کنترل مالک بر کل گروه تجاری [۲] و حفاظت از منافع خصوصی مالک که از کنترل حاصل می‌شود، مهم‌تر خواهد بود. سهامداران بزرگ مانند دولت، حامدانه فعالیت‌های متقلبانه، به‌ویژه تباری و معاملات ناعادلانه در درون مجموعه شرکت‌ها انجام دهند [۱۳].

اگر رابطه با دولت به عنوان یک عامل کسب منابع یا باجگیری از دولت باشد، ممکن است سبب دستکاری تصمیمات سرمایه‌گذاری یا منجر به تصمیمات نامناسب سرمایه‌گذاری شود که منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود [۱۷]. اشکال متنوع وابستگی به دولت بر محیط کار و رفتار شرکت بر تصمیمات مالی شرکت تأثیر می‌گذارد [۱۹]. اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که سطح مشارکت دولت در اقتصاد کشور رابطه مستقیم و تنگاتنگی با بازار مالی دارد، به گونه‌ای که با تمام اقدامات دولت، اگر دولت تصمیم‌گیرنده کلان اقتصادی باشد، واکنش‌های زیادی در بازار سهام ایجاد می‌شود. در ایران، دولت نقش مهمی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ ایفا می‌کند و بیشتر

صنایع، شرکت‌های دولتی هستند، درحالی‌که رشد بازار سهام در سال‌های اخیر متأثر از عوامل کلان سیاسی بوده و تحت‌تأثیر مطبوعات مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های بازار قرار نگرفته است [۵۵]. علی‌رغم تلاش‌های خصوصی‌سازی در سه دهه گذشته، دولت‌ها در سراسر جهان همچنان بازیگران اصلی بازارهای سهام هستند، در سال‌های اخیر، مالکیت دولت بر سهام افزایش یافته است. برخی از اندیشمندان معتقدند مالکیت دولت، تحت شرایط خاص، می‌تواند با نظارت و حکمرانی بهتر و محافظت در مواقع درماندگی مالی همراه باشد [۹، ۱۷].

افزایش تمرکز مالکیت در یک شرکت، سبب افزایش معاملات درون‌گروهی، تقویت حق کنترل مالک بر کل گروه تجاری و حفاظت از منافع مالک کنترل‌کننده و سهامداران بزرگ مانند دولت، عامدانه فعالیت‌های متقلبانه، به‌ویژه تبانی و معاملات ناعادلانه در درون مجموعه شرکت‌ها انجام دهند [۱۳]. از سوی دیگر، مالکیت دولت با ارزش‌گذاری بازار شرکت‌های با مشارکت دولت رابطه منفی داشته‌باشد [۵، ۹]. سهامداران غیردولتی که وارد شرکت‌های دولتی می‌شوند موجب کاهش قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود [۳۶، ۲۸]، نقش این دسته از سهامداران غیردولتی، به‌ویژه برای شرکت‌های دولتی که با تضاد منافع نمایندگی بیشتر یا مداخله جدی‌تر دولت مواجه هستند، برجسته‌تر می‌شود. این شرکت‌ها نسبت بیشتری از سرمایه‌گذاران خرد، افزایش پوشش رسانه‌ای مثبت و فروش استقراضی سهام دارند. ارزش‌گذاری نادرست سهام در دوره فعلی، بازده سهام آتی را از نظر ارزش بازار کاهش می‌دهد، درحالی‌که سهامداران غیردولتی که به شرکت‌های دولتی وارد می‌شوند، چنین اثرات نامطلوبی را کاهش می‌دهد [۲۸]. در مقایسه با سایر شرکت‌ها، در شرکت‌های دولتی، احتمال قیمت‌گذاری نادرست سهام بیشتر است [۲۸]. از سوی دیگر، وجود تقلب و احتمال گزارش‌گری مالی متقلبانه در صورت‌های مالی، سبب ارائه اطلاعات نادرست در بازار می‌شود، بسیاری از تقلب‌ها و سوء استفاده‌ها به‌موقع کشف نمی‌شوند و همه موارد کشف شده گزارش نمی‌شوند. تقلب شرکتی به اعتماد و اطمینان سهام‌داران و ذی‌نفعان آسیب می‌رساند و واکنش منفی بازار سهام را در پی دارد. افزون بر این، اعلام تقلب بر ثروت سهام‌داران تأثیر منفی دارد، در این شرایط، واکنش قیمت نمی‌تواند تصویر کاملی از وضعیت شرکت ارائه کند [۲۲]. از این رو، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌توان تدوین کرد:

فرضیه ۱: احتمال وجود تقلب، خطای ارزش‌گذاری را افزایش می‌دهد.

فرضیه ۲: مالکیت دولتی اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش‌گذاری را تشدید می‌کند.

پیشینه پژوهش: مروی و همکاران (۱۴۰۲) [۳۸] نشان دادند ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت، بر نوسانات کوتاه‌مدت قیمت سهام بعد از عرضه اولیه، تأثیر نمی‌گذارد ولی این نوسانات در بلندمدت، برای شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با دولت کمتر از شرکت‌های فاقد ارتباطات سیاسی است. همچنین افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های دولتی، باعث افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام بعد از عرضه‌های اولیه در بلندمدت می‌شود ولی در کوتاه‌مدت تأثیر نمی‌گذارد. همچنین شهرت و اعتبار عرضه‌کننده، بر نوسانات قیمت تأثیرگذار نیست که نشان‌دهنده عدم توجه سرمایه‌گذاران در ایران در زمان عرضه اولیه به شهرت و اعتبار عرضه‌کننده سهام می‌باشد و شهرت و اعتبار عرضه‌کننده، نمی‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. فروغی و حیدری سورشجانی (۱۴۰۱) [۲۱] شرکت‌ها سعی می‌کنند در سال‌های اول بیش از ارزش‌گذاری، اقلام تعهدی غیرعادی بیشتر و از اقلام واقعی غیرعادی کمتری استفاده کنند. اما در گذر زمان این شرکت‌ها، استفاده از اقلام تعهدی را کمتر نموده و بیشتر به سمت اقلام واقعی غیرعادی روی می‌آورند. همچنین، در شرکت‌های دولتی بیش از ارزش‌گذاری شده، به استفاده از مدیریت سود تعهدی بیشتر توجه شده‌است؛ اما دستکاری غیرعادی واقعی سود تأثیر عمده‌ای نداشته است. ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۰) [۱۴] نشان دادند که مالکیت دولتی اثر منفی بر شفافیت گزارش‌گری مالی و اثر مثبت بر احتمال تقلب در صورت‌های مالی دارد. حمایت سیاسی دولت منجر به کاهش شفافیت اطلاعات می‌شود و همچنین به دلیل تضعیف مکانیسم‌های

نظارت داخلی در شرکت‌ها فرصت ارتکاب تقلب را برای مدیریت فراهم می‌آورد. بهرامی و همکاران (۱۳۹۹) [۶] فشار ثبات و پایداری مالی رابطه معناداری با تقلب در صورت‌های مالی متقلبانه دارد. خلیفه سلطانی و نایب محسنی (۱۳۹۷) [۳۳] سود تقسیمی با تقلب رابطه معکوس معنادار دارد یعنی شرکت‌هایی که تقسیم سود سهام دارند کمتر از دیگران احتمال دارد مرتکب تقلب شوند. همچنین رابطه سود شرکت و سود تقسیمی در شرکت‌های متقلب، ضعیف‌تر از شرکت‌های غیر متقلب است بدین معنا که سیاست تقسیم سود در شرکت‌های متقلب و غیر متقلب متفاوت است.

ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) [۶۳] نقش مالکیت دولتی اقلیت در شرکت‌های غیردولتی را در حوزه تقلب شرکتی در چین را بررسی کردند. این مطالعه سعی دارد. مالکیت دولتی اقلیت بر تقلب شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. مالکیت دولتی اقلیت، فرصت تقلب را کاهش می‌دهد، کنترل داخلی را تقویت می‌کند و محدودیت‌های مالی شرکت‌های غیر دولتی را کاهش می‌دهد. در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، انگیزه‌های تقلب قوی‌تر و سطوح پایین‌تری از ارتباطات سیاسی، نقش مالکیت دولتی اقلیت، آشکارتر می‌شود. یادبانی و رضویانداری^۱ (۲۰۲۳) [۶۰] تأثیر نظریه تقلب شش ضلعی در تشخیص تقلب در صورت‌های مالی شرکت‌های دولتی را بررسی کردند به‌طور همزمان ثبات مالی (محرک)، فشار برون‌سازمانی (محرک)، ماهیت صنعت (فرصت)، تغییر حسابرس (توانمندی)، تغییر مدیران (عقلانی‌سازی)، تعداد تصاویر مدیرعامل (تکبر) و همکاری با پروژه‌های دولتی (تبانی) تأثیر مثبتی در کشف صورت‌های مالی تقلبی شرکت‌های دولتی دارد. پوتری و آسمارا (۲۰۲۳) [۴۷] عوامل تعیین کننده تقلب صورت‌های مالی در مورد شرکت دولتی در اندونزی را بررسی کردند. عدم کنترل حسابرسی داخلی و فرهنگ بد سازمانی منجر به کلاهبرداری و عادت به رفتار تقلب می‌شود. فرآیند حسابرسی داخلی برای کسب اطمینان از اطلاعات صحیح و دقیق در تهیه صورت‌های مالی بر اساس استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (IFRS) اندونزی انجام می‌شود. نتایج نشان داد که متغیر حسابرسی داخلی تأثیر معناداری بر تقلب در گزارشگری مالی دارد. در عین حال، اثربخشی یا قدرت سیستم کنترل داخلی و فرهنگ اخلاقی سازمان تأثیری بر تقلب در گزارشگری مالی ندارد. از پیامدهای این مطالعه می‌توان برای بهبود روش‌های کنترل داخلی موجود و فرهنگ اخلاقی سازمانی استفاده کرد. مطالعه اردوغان و اردوغان^۲ (۲۰۲۰) [۱۶] یک رابطه علی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و احتمال تقلب شرکتی را بررسی کردند. شرکت‌های هلدینگ که گروه تجاری را کنترل می‌کنند، تمایل به ارتکاب کلاهبرداری‌های شرکتی مربوط به معاملات غیرقانونی درون‌گروهی (فعالیت‌های تبانی و معاملات ناعادلانه) دارند. به دنبال اصلاحات نظارتی کره جنوبی در سال ۲۰۰۱ که سقفی را بر میزان کل سهام شرکت‌ها در شرکت‌های داخلی اعمال می‌کند، فراوانی تقلب‌های شرکتی در شرکت‌های هلدینگ بیشتر از شرکت‌های غیر هلدینگ کاهش یافت زیرا حقوق جریان نقدی مالک کنترل کننده در هلدینگ بیشتر کاهش یافت. این نتایج نشان می‌دهد که مالکان کنترل کننده برای دنبال کردن منافع خصوصی خود مرتکب کلاهبرداری می‌شوند. فیتربانی^۳ (۲۰۲۳) [۲۰] نشان داد که مالکیت مدیریت، مالکیت نهادی و مالکیت خارجی دارای اثر منفی بر احتمال تقلب در گزارشگری مالی شرکت‌ها بوده است، به عبارتی، احتمال تقلب مالی را افزایش می‌دهد [۵]. هم چنین، مالکیت خانوادگی و مالکیت عمومی دارای اثر معناداری بر احتمال تقلب در گزارشگری مالی شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش نبوده است. غفور و همکاران (۲۰۱۹) [۲۱] نشان دادند با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، تقلب افزایش می‌یابد. به‌طور کلی، حمایت از دیدگاه اعتباری تقلب باعث آسیب رساندن به اعتبار شرکت‌ها و افزایش عدم اطمینان در بازار سرمایه می‌شود.

¹ Yadiati & Rezwiandhari² Erdoğan & Erdoğan³ Fitriani

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، از نظر هدف، کاربردی، از نظر استدلال، استقرایی است و با توجه به نحوه جمع‌آوری داده‌ها، از پژوهش‌های تاریخی، توصیفی-همبستگی است. پژوهش حاضر از پژوهش‌های تجربی و گذشته‌نگر (پس‌رویدادی) است. زیرا بر مبنای اطلاعات واقعی بازار سهام و با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ می‌باشد. جهت گردآوری نمونه ای از مشاهدات همگن و قابل مقایسه از روش غربالگری منظم استفاده شده است، شرکت‌هایی که معیارهای زیر را دارا بودند به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند: (۱) شرکت‌ها طی دوره مورد مطالعه در بورس تهران فعال بوده باشند. (۲) جهت افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و طی دوره مورد مطالعه، سال مالی و نوع فعالیت خود را تغییر نداده باشند. (۳) به‌لحاظ ساختار گزارشگری از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها و بیمه‌ها و هلدینگ‌ها و بانک‌ها و مؤسسات مالی) نباشند. (۴) معاملات سهام آن‌ها در بورس تهران بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد. (۵) اطلاعات آنها در دسترس باشد. بعد از اعمال شرایط ذکر شده، ۱۱۰ شرکت، ۸۸۰ مشاهده (۸ سال $\times$ ۱۱۰ شرکت) برای ۱۱ صنعت انتخاب شده است. برای جمع‌آوری داده‌های مربوطه به‌روش آرشیوی، از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استفاده شده است.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش: برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های (۱) و (۲) به‌ترتیب استفاده شد:

$$MISV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRAUD_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$MISV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRAUD_{it} + \beta_2 SO + \beta_3 FRAUD_{it} \times SO + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در مدل‌های بالا برای شرکت i در سال t متغیرها به این شرح می‌باشند: خطای ارزش‌گذاری ($MISV$)، احتمال تقلب ($Fraud$)، مالکیت دولتی (SO)، اندازه شرکت ($SIZE$)، جریان نقد عملیاتی (CFO)، دارایی‌های مشهود ($Tang$)، سودآوری (ROA) و فرصت‌های رشد ($Growth$).

خطای ارزش‌گذاری ($MISV$): براساس مطالعه روه‌دس-کروپف^۱ و همکاران (۲۰۰۵) [۵۰] و چن^۲ و همکاران (۲۰۱۷) [۱۱] برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی از اطلاعات حسابداری مالی استفاده می‌شود. آنان بیان کرده‌اند که ارزش دفتری، سود خالص و نسبت اهرم مالی می‌تواند بیشتر از ۸۰ درصد ارزش بازار شرکت‌ها را تبیین کند و خطای قیمت‌گذاری در داخل صنایع مختلف به‌صفر برسد. لذا، برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی شرکت i از رگرسیون مقطعی (۱) در داخل هر صنعت j ، براساس اطلاعات سالانه به شرح زیر استفاده شد:

$$M_{i,t} = \beta_{0,j,t} + \beta_{1,j,t} BV_{i,t-1} + \beta_{2,j,t} NI_{i,t-1}^+ + \beta_{3,j,t} I_{(<0)} \times NI_{i,t-1}^+ + \beta_{4,j,t} Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

برای شرکت i در پایان سال t و $t-1$ در رابطه بالا به شرح زیر است:

$M_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت؛ $BV_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت؛ $NI_{i,t-1}^+$: لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود و زیان خالص شرکت

^۱ Rhodes-Kropf

^۲ Chen

$I (<0)$: یک متغیر مجازی، چنانچه شرکت در پایان سال قبل زیان داشته باشد مقدار یک، وگرنه مقدار صفر خواهد گرفت.

$Lev_{i,t-1}$: اهرم مالی شرکت در پایان سال قبل برابر با یک منهای (نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها). برای اجرای رگرسیون فوق حداقل باید ۱۲ مشاهده در هر صنعت موجود باشد. اطلاعات حسابداری مالی پایان سال $t-1$ با ارزش بازار شرکت در پایان سال t تطبیق داده می‌شود. مقدار تعدیل شده $(\hat{M}_{i,t})$ بدست آمده براساس رابطه (۱) بیانگر ارزش ذاتی شرکت است. در نتیجه، اختلاف بین $M_{i,t}$ و $\hat{M}_{i,t}$ به عنوان معیاری برای خطای ارزش گذاری $(MISV_{i,t})$ براساس رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$MISV_{i,t} = M_{i,t} - \hat{M}_{i,t} \quad (2)$$

اگر مقدار این متغیر مثبت باشد بیانگر بیش ارزش گذاری و اگر مقدار آن منفی باشد بیانگر کم ارزش گذاری است.

اندازه گیری احتمال تقلب (Probm): برای اندازه گیری احتمال تقلب از مدل بنیش (۱۹۹۹) به پیروی از اردوغان و اردوغان (۲۰۲۰) استفاده شده است، از آنجایی که دقت این مدل در چند دوره زمانی مختلف آزمون شده است به یک مدل استاندارد تبدیل شده است در ایران هم در مطالعات زیادی نظیر کولیوند و همکاران (۱۴۰۲) [۳۴] و مهرانی و رحیمی پور (۱۴۰۴) [۴۰] استفاده شده است. این مدل فقط با استفاده از صورت‌های مالی اقدام به شناسایی احتمال تقلب می‌نماید.

اگر شرکت‌ها علاوه بر تقلب، اقدام به تقلب در سایر عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی نمایند، مفید بودن اطلاعات صورت‌های مالی کاهش می‌یابد. بنیش (۱۹۹۹) براساس سه نگرش متغیرهای مدل خود را بر اساس صورت‌های مالی انتخاب کرده است: در نگرش اول، انتخاب متغیرها، از بین شرکت‌هایی است که چشم‌انداز آتی آنها روشن نبوده، بنابراین احتمال تقلب در آنها بالا است. در نگرش دوم، انتخاب متغیرها براساس صورت جریان وجوه نقد و اقلام تعهدی انجام شده است. در نگرش سوم، انتخاب متغیرها بر اساس انگیزه مدیریت سود در نظریه نمایندگی انجام شده است. تفسیر نتایج مقدار Probm به دست آمده در این معادله به شرح زیر است [۱۶]:

- (۱) کمتر از ۰/۰۲۹۴ باشد، هیچ مدرکی دال بر دستکاری اطلاعات مالی توسط شرکت وجود ندارد.
- (۲) در محدوده ۰/۰۲۹۴ تا ۰/۰۵۹۹ باشد، احتمال دستکاری اطلاعات مالی توسط شرکت وجود دارد.
- (۳) در محدوده ۰/۰۵۹۹ تا ۰/۱۱۳۲ باشد، یافته‌های جدی در مورد احتمال دستکاری اطلاعات مالی توسط شرکت وجود دارد.
- (۴) بالاتر از ۰/۱۱۳۲ باشد، یافته‌های بسیار مهمی وجود دارد که شرکت اطلاعات مالی را دستکاری کرده است.

احتمال تقلب یا احتمال دستکاری در سود با استفاده از مدل بنیش محاسبه شده است:

$$Probm = -4.84 + 0.92DSRI + 0.528GMI + 0.404AQI + 0.892SGI + 0.115DEPI \\ - 0.172SGAI + 4.679TATA - 0.327LVGI$$

که Probm احتمال دستکاری سود یا احتمال تقلب است، شامل ۸ متغیر به شرح جدول (۱) زیر محاسبه شده است. در جدول (۱)، نمادها به این شرح است: حساب‌های دریافتنی (REC)، فروش‌ها (Sales)، بهای کالای فروش‌رفته (CGS)، سود ناخالص (GM)، دارایی‌های جاری (CA)، دارایی‌های ثابت (PPE)، دارایی‌ها (Assets)، کیفیت دارایی (AQ)، رشد فروش (SG)، هزینه استهلاک (Dep)، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش (SGA)، اقلام تعهدی (ACC)، اهرم مالی (Lev)، بدهی‌های جاری (CL)، بدهی‌های بلند مدت (LTD).

جدول ۱: متغیرهای مدل بنیش

عنوان	شاخص	نحوه محاسبه	تفسیر
نسبت مطالبات به فروش	DSRI	$\frac{REC_t / SALES_t}{REC_{t-1} / SALES_{t-1}}$	افزایش زیاد در فروش‌های شرکت نشان دهنده تغییر در سیاست‌های اعتباری شرکت است، بنابراین حساب‌های دریافتی نیز باید به همان میزان افزایش یابد. چنانچه فروش به میزان زیادی افزایش یابد اما متناسب با آن حساب‌های دریافتی افزایش نیافته باشد، نشان دهنده تحریف درآمدها و فروش است.
حاشیه سود ناخالص	GMI	$\frac{(SALES_{t-1} - CGS_{t-1}) / SALES_{t-1}}{(SALES_t - CGS_t) / SALES_t}$	چنانچه این شاخص بزرگ‌تر از یک باشد نشان دهنده کاهش رشد سود ناخالص و یک نشانه منفی در مورد آینده شرکت است (لو و سیاگراجان، ۱۹۹۳). بنابراین در این شرکت‌ها، احتمال تقلب درآمدها زیاد است. انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این شاخص و تقلب وجود داشته باشد.
کیفیت دارایی	AQI	$\frac{1 - (CA_t + PPE_t) / ASSETS_t}{1 - (CA_{t-1} + PPE_{t-1}) / ASSETS_{t-1}}$	چنانچه این نسبت بزرگ‌تر از یک باشد نشان دهنده کاهش در دارایی‌های شرکت نسبت به سال گذشته است. به عبارتی، بخشی از دارایی‌های شرکت به هزینه‌ها انتقال یافته است. لذا احتمال دست‌کاری سود نیز افزایش می‌یابد.
رشد فروش	SGI	$\frac{SALES_t}{SALES_{t-1}}$	رشد فروش به تنهایی نشان دهنده تقلب و تحریف سود نیست. اما احتمال دست‌کاری سود با افزایش فروش نسبت به دوره قبل، وجود دارد. مدیران شرکت‌های بزرگ همواره تحت فشارهای زیادی در رابطه با تأمین مالی و افزایش قیمت سهام می‌باشند. در این شرکت‌ها چنانچه رشد فروش منفی باشد، قیمت سهام کاهش یافته و هزینه‌های زیادی را برای مدیران ایجاد می‌کند. لذا مدیران همواره سعی می‌کنند که رشد منفی فروش را مخفی نمایند. انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این شاخص و احتمال تقلب وجود داشته باشد.
هزینه استهلاک	DEPI	$\frac{DEP_{t-1} / PPE_{t-1}}{DEP_t / PPE_t}$	اگر این شاخص بزرگ‌تر از یک باشد، بیانگر این است که هزینه استهلاک سال جاری نسبت به سال گذشته کاهش یافته، این کار از طریق افزایش در عمر مفید دارایی‌ها و یا تغییر در روش‌های استهلاک انجام شده باشد، بنابراین احتمال دست‌کاری سود نیز افزایش می‌یابد. انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این شاخص و احتمال تقلب وجود دارد.
هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	SGAI	$\frac{SGA, EXP_t / SALES_t}{SGA, EXP_{t-1} / SALES_{t-1}}$	افزایش این شاخص نشان دهنده کاهش بهره‌وری واحدهای اداری و فروش است، نوعی عدم تناسب بین هزینه‌های اداری و فروش با مبلغ فروش وجود دارد، انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این شاخص و احتمال تقلب وجود دارد.
اقدام تعهدی به دارایی‌ها	TATA	$\frac{ACC_t}{ASSETS_t}$	اقدام تعهدی (تفاوت بین سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی) است میزان افزایش اقدام تعهدی نشان دهنده احتمال افزایش تقلب است.
کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها	LEVI	$\frac{LTD_t + CL_t / ASSETS_t}{LTD_{t-1} + CL_{t-1} / ASSETS_{t-1}}$	مقدار بزرگ‌تر از یک برای این شاخص، بیانگر افزایش احتمال دست‌کاری سود است. چنانچه این نسبت بزرگ‌تر از یک باشد میزان اهرم و استفاده از بدهی‌ها در سال جاری نسبت به سال قبل افزایش یافته است که افزایش در بدهی‌ها، زمینه لازم برای تقلب در سود را ایجاد می‌نماید. بنابراین انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین این شاخص و تقلب وجود داشته باشد.

متغیر تعدیل‌گر: مالکیت دولتی (SO): برابر با مجموع درصد سهامی که در تملک شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی و شبه دولتی است [۱۳، ۳۶، ۴۷].

متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت^۱: لگاریتم طبیعی درآمد فروش شرکت [۱۴]; جریان‌های نقدی عملیاتی (CFO): برابر با نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی [۱۴، ۲۱]; دارایی‌های مشهود (Tang): برابر با نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی [۱۴، ۷]; سودآوری (ROA): برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی [۱۴]; فرصت‌های رشد شرکت (Growth): برابر با نسبت (درآمد حاصل از فروش دوره جاری منهای درآمد حاصل از فروش دوره قبل) تقسیم‌بر درآمد حاصل از فروش اول دوره شرکت [۱۴].

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

آماره‌های توصیفی: جدول (۲) آمار توصیفی مربوط به ۱۱۰ شرکت نمونه برای ۱۱ صنعت طی هشت سال بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ (۸۸۰ مشاهده) را گزارش می‌کند.

جدول ۲: آماره‌های توصیفی پژوهش و توزیع مشاهدات در سطح صنایع

الف. آماره‌های توصیفی	متغیرها	نماد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
خطای ارزش گذاری سهام	MISV	-۰/۰۳۷۵	۱/۱۴۹۷	-۴/۲۷۱۷	۴/۷۷۰۹	۰/۸۴۸۱	۴/۴۳۹۰	
احتمال تقلب	FRAUD	-۱/۲۷۱۲	۲/۷۸۱۷	-۹/۰۴۳۲	۲۳/۹۳۵	۴/۶۶۴۳	۳۲/۸۱۳۹	
مالکیت دولتی	SO	۰/۴۷۵۳	۰/۱۱۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۷۳۰۰	۳/۲۴۴۳	۱۶/۰۳۳۷	
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۹۸	۱/۷۷۹۷	۹/۶۹۲۲	۲۱/۳۵۵	۰/۴۹۱۷	۴/۰۶۹۹	
جریان نقدی عملیاتی	CFO	۰/۱۲۲۰	۰/۱۴۰۳	-۰/۳۸۵۰	۰/۵۷۱۲	۰/۴۶۴۱	۳/۸۲۰۰	
دارایی‌های مشهود	TANG	۰/۲۵۲۶	۰/۱۸۵۱	۰/۰۰۶۹	۰/۹۶۸۵	۰/۹۸۶۶	۳/۵۳۰۳	
سودآوری	ROA	۰/۱۵۱۴	۰/۱۶۲۹	-۰/۵۶۲۹	۰/۶۸۱۹	۰/۳۳۹۰	۳/۷۱۶۵	
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۴۰۸۵	۰/۵۰۲۷	-۰/۷۱۵۳	۴/۵۵۵۰	۱/۷۹۱۳	۱۱/۱۵۲۰	

با توجه به نتایج گزارش شده در جدول (۲) میانگین خطای ارزش گذاری سهام برابر با (-۰/۰۳۷۵) است، این متغیر دارای چولگی مثبت و کشیدگی بالاتر از توزیع نرمال به ترتیب برابر با ۰/۸۴۸۱ و ۴/۴۳۹۰ است. به طور میانگین ۴۷/۵۳ درصد از مالکیت شرکت‌های نمونه، مالکیت دولتی است. این متغیر دارای چولگی مثبت و کشیدگی بالاتر از توزیع نرمال به ترتیب برابر ۳/۲۴ و ۱۶/۰۳ است.

جهت کاهش اثر داده‌های پرت، ابتدا مشاهدات وین سورایز^۲ شده است. سپس پایایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفت و داده‌ها به کمک آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو مورد بررسی قرار گرفتند که نتایج آن نشان داد در سطح اطمینان ۹۹ درصد فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد می‌شود، بنابراین تمام متغیرهای پژوهش مانا هستند^۳.

برای بررسی هم‌خطی متغیرهای الگوهای آزمون فرضیه‌ها، معیار عامل تورم واریانس^۴ نشان می‌دهد برای همه متغیرها در مدل‌های آماری مقادیری کمتر از ۱۰ حاصل شده است پس احتمال هم‌خطی متغیرها در الگوهای این پژوهش وجود ندارد. آماره f فیشر برای برازش الگوهای رگرسیون در سطح اهمیت ۱٪ معنادار است، بنابراین با اطمینان ۹۹٪ این الگوها معنادار بوده و برازش آنها مطلوب است.

^۱ SIZE

^۲ Winsorize

^۳ آزمون‌های بررسی پایایی متغیرها انجام شده است اما جدول نتایج آنها گزارش نشده است.

^۴ VIF

جدول ۳: آزمون‌های تشخیص الگوهای پژوهش

آماره آزمون‌ها			
مدل‌ها	فرضیه‌ها	چاو	هاسمن
مدل (۱)	(۱)	۳/۸۳*	۱۳۳/۱۷**
مدل (۲)	(۲)	۳/۴۲*	۱۰۰/۹۱**
مدل (۱)	(۱)	۱۰/۵۰†	۱۰/۵۰†
مدل (۲)	(۲)	۸/۱۹†	۸/۱۹†

* آزمون چاو در سطح اهمیت ۱٪ معنادار است بنابراین الگوی داده‌های تابلویی مناسب است.

** آزمون هاسمن در سطح اهمیت ۱٪ معنادار است بنابراین الگوی اثرات ثابت مناسب است.

† آزمون بروش-پاگان-گادفری در سطح اهمیت ۱٪ معنادار است بنابراین مقادیر باقیمانده الگوها دارای واریانس ناهمسان می‌باشند.

با توجه به جدول (۳)، آزمون چاو و آزمون هاسمن در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است؛ بنابراین، الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مناسب است. آزمون بروش-پاگان-گادفری در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است، از این رو مقادیر باقیمانده الگوهای رگرسیون دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد برای رفع آن از ضریب تصحیح وایت و الگوی حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌ها و مقایسه مقادیر آنها با کمک رگرسیون معمولی در داده‌های تابلویی و الگوی حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ در جدول (۴) و (۵) برای فرضیه اول و دوم آمده است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول

رگرسیون معمولی		حداقل مربعات تعمیم یافته		کنترل اثرات سال و صنعت	
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت	C	۱/۰۸۶**	۳/۵۴۷	۲/۸۰۷**	۶/۸۰
احتمال وجود تقلب	FRAUD	۰/۰۰۹	۰/۷۰۰	۰/۰۲۸**	۲/۵۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۰۶**	-۵/۲۰۹	-۰/۱۹۷**	-۷/۳۱
جریان نقدی عملیاتی	CFO	-۱/۸۰۴**	-۵/۹۰۲	-۰/۳۵۳*	-۱/۴۴
دارایی‌های مشهود	TANG	۱/۰۵۲**	۵/۳۹۹	۰/۷۶۲**	۳/۸۶
سودآوری	ROA	۰/۴۱۵	۱/۴۸۵	-۰/۷۷۷**	-۳/۰۸
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۹۱۱**	۱۲/۳۸۲	۰/۲۹۹**	۵/۳۱
ضریب تعیین	R ²	۰/۲۲۴۱		۰/۴۵۷۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	adj R ²	۰/۲۱۸۸		۰/۴۴۹۲	
آماره f فیشر	f	۴۲/۰۳**		۵۶/۱۵**	
اثرات سال و صنعت				کنترل شد	

***، **، * به ترتیب در سطح اهمیت ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

براساس جدول (۴)، برای آزمون فرضیه اول در مدل (۱)، نتایج اجرای رگرسیون معمولی و رگرسیون با حداقل مربعات تعمیم یافته و آزمون حداقل مربعات معمولی با کنترل اثرات سال و صنعت، یافته‌ها را بطور مقایسه‌ای نشان می‌دهد، بنابراین استحکام مدل حداقل مربعات تعمیم یافته^۲ و کنترل اثرات سال و صنعت تایید می‌شود. برای آزمون فرضیه اول در مدل (۱) با توجه به مقدار آماره t و ضریب متغیر احتمال وجود تقلب برابر ۰/۰۲۸، در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است، و همچنین، اجرای مدل با کنترل اثرات سال و صنعت، ضریب متغیر احتمال وجود تقلب برابر ۰/۰۲۲، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار

¹ Panel EGLS

² Panel EGLS

است. بنابراین با افزایش احتمال وجود تقلب، خطای ارزش گذاری افزایش معنادار می‌یابد. لذا، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. به بیان دیگر با افزایش احتمال وجود تقلب میزان خطای ارزش گذاری سهام شرکت‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند. براساس جدول (۵) برای آزمون فرضیه دوم در مدل (۲)، نتایج اجرای رگرسیون معمولی، الگوی تابلویی با حداقل مربعات تعمیم یافته و با کنترل اثرات سال و صنعت، را نشان می‌دهد. استحکام مدل حداقل مربعات تعمیم یافته و کنترل اثرات سال و صنعت تایید شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم

رگرسیون معمولی		حداقل مربعات تعمیم یافته		کنترل اثرات سال و صنعت	
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
ضریب ثابت	C	۱/۰۵۳**	۳/۱۲	-۳/۵۷۴**	-۸/۱۳
احتمال وجود تقلب	FRAUD	۰/۰۲۳	۱/۵۵	۰/۰۱۸*	۲/۰۸
مالکیت دولتی	SO	۰/۵۶۱*	۱/۹۹	۰/۹۰۸*	۲/۰۶
اثر مالکیت دولتی بر احتمال تقلب	FRAUD*SO	۰/۱۰۲	۱/۲۷	۰/۱۳۵**	۲/۴۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۹۸**	-۴/۴۹	۰/۲۱۸**	۷/۷۵
جریان نقدی عملیاتی	CFO	-۱/۵۰۴**	-۶/۴۷	-۰/۴۷۱*	-۲/۴۴
دارایی‌های مشهود	TANG	۰/۹۹۰**	۴/۷۶	۰/۳۵۳**	۱/۵۱
سودآوری	ROA	۰/۰۲۳	۰/۴۴۸	۰/۱۲۰**	۲/۵۳
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰/۹۳۱**	۱۱/۰۴	۰/۶۴۰**	۱۰/۸۳
ضریب تعیین	R ²	۰/۲۲۵۴		۰/۵۷۸۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	adj R ²	۰/۲۱۸۳		۰/۵۱۴۱	
آماره f فیشر	f	۳۱/۶۹**		۸/۹۴**	
اثرات سال و صنعت				کنترل شد	

***، ** به ترتیب در سطح اهمیت ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

در الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته، با توجه به مقدار آماره t و ضریب اثر تعاملی احتمال وجود تقلب با مالکیت دولتی برابر ۰/۱۳۵ و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است، و در الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته با کنترل اثرات سال و صنعت، ضریب اثر تعاملی احتمال وجود تقلب با مالکیت دولتی برابر ۰/۰۵۳ و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. بنابراین مالکیت دولتی اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش گذاری را تشدید می‌کند. لذا، فرضیه دوم پذیرفته می‌شود. از این رو، در شرکت‌های دولتی، با افزایش احتمال وجود تقلب، خطای ارزش گذاری سهام نیز افزایش می‌یابد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

ارزش گذاری صحیح دارایی‌ها باعث تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای می‌شود. نبود دقت و صحت در ارزش گذاری سهام می‌تواند بر عملکرد و منافع سهامداران شرکت تأثیر زیادی بگذارد. قیمت گذاری نادرست دارایی به عنوان یک ناهنجاری مالی، نظریه بازار کارا را به چالش می‌کشد. خطای ارزش گذاری، پدیده‌ای موقتی است، به دلیل وجود آربیتراژها، قیمت به زودی به ارزش ذاتی خود باز می‌گردد [۵۲]. در پژوهش حاضر اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش گذاری با تأکید بر نقش مالکیت دولتی به روش غربالگری منظم و با ۱۲۹ شرکت طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۱ انتخاب شده است.

نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد احتمال وجود تقلب، خطای ارزش‌گذاری شرکت‌ها را به‌طور معناداری افزایش می‌دهد. گزارش‌های مالی متقلبان به منجر به انتشار اطلاعات نادرست و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار می‌شود [۵۱، ۱۸]. بسیاری از تقلب‌ها و سوء استفاده‌ها به‌موقع کشف نمی‌شوند و همه موارد کشف شده گزارش نمی‌شوند [۵۳]. بر اساس فرضیه شهرت کارپوف و لات (۱۹۹۳) [۳۱]، افشای تقلب شرکتی زمینه‌ساز خطای ارزش‌گذاری سهام شرکت می‌شود. لذا، انتشار گزارش‌های ارتکاب تقلب در شرکت، واکنش منفی بازار سرمایه و افزایش هزینه‌های تأمین منابع را در پی دارد [۴۴، ۲۳، ۵۶] که موجب خطای ارزش‌گذاری اوراق‌بهادار شرکت می‌شود. بنابراین، نتایج فرضیه اول، با پژوهش‌های کارپوف و لات (۱۹۹۳) [۳۱]، سانگ و هان (۲۰۱۷) [۵۶] و هوانگ و همکاران (۲۰۲۴) [۲۸] مطابقت دارد.

نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد در شرکت‌های با مالکیت دولتی، اثر احتمال وجود تقلب بر خطای ارزش‌گذاری به‌طور معناداری تشدید می‌شود. مالکیت دولتی، شفافیت گزارشگری مالی را کاهش و احتمال تقلب در صورت‌های مالی را افزایش می‌دهد [۱۴]. حمایت سیاسی دولت منجر به کاهش شفافیت اطلاعات می‌شود و همچنین به‌دلیل تضعیف سازوکارهای نظارت داخلی در شرکت‌ها فرصت ارتکاب تقلب را برای مدیریت فراهم می‌آورد. از این رو، نتایج فرضیه دوم، با پژوهش‌های، ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۰) [۱۴]، هوانگ و همکاران (۲۰۲۴) [۲۸]، دسای (۲۰۲۰) [۱۳] و بوباکری و همکاران (۲۰۱۸) [۹] سازگار است. بنابراین، شناخت شرکت‌های دولتی و خصوصی، و احتمال وجود تقلب می‌تواند در شناسایی شرکت‌های دارای خطای ارزش‌گذاری کمک نماید. از سوی دیگر، وجود خطای ارزش‌گذاری در قیمت سهام شرکت می‌تواند فرصت‌های آربیتراژ برای فعالان بازار سرمایه فراهم کند و زمینه فروش و یا خرید سهام را ایجاد نماید.

این پژوهش طی دوره مورد مطالعه با محدودیت‌هایی نظیر عدم کنترل بعضی از متغیرهای کلان اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، تورم، دشواری تفکیک تقلب عمدی و اشتباهات، مواجه بوده است. از این رو برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود احتمال وجود تقلب در شرکت‌های بزرگ و کوچک، میزان مالکیت نهادی و غیر نهادی در شرکت بر خطای ارزش‌گذاری و روش‌های مدیریت سود و احتمال وجود تقلب و اثر این دو بر خطای ارزش‌گذاری مورد بررسی قرار داده شود.

Reference

1. Abramov, A., Radygin, A., Entov, R., & Chernova, M. (2017). State ownership and efficiency characteristics. *Russian Journal of Economics*, 3(2), 129-157.
2. Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., & Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
3. Ansari Samani, H., Farhadian, A., & Faramarzi, Z. (2019). The Effect of the Mispricing on Stock Returns: An Application of the Five-Factor Model. *Financial Management Perspective*, 9(28), 117-142. (In Persian)
4. Armour, J., Mayer, C., & Polo, A. (2017). Regulatory sanctions and reputational damage in financial markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1429-1448.
5. Badiei, M., Ebrahimi Sarve Oliya, M. H., & Sargolzaei, M. (2023). The Effect of Ownership Structure on the Corporate Financial Performance in Tehran Stock Exchange: A Dynamic Panel Data Analysis. *Financial Management Perspective*, 13(42), 63-90. (In Persian)
6. Bahrami, A., Noravesh, I., Raad, A., & mohamadi molqarani, A. (2020). Forecasting the Financial Statements Fraud Detection of Companies Listed on the Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(65), 35-59. (In Persian)

7. Bekhradi Nasab, V., & Khoshdel, A. (2022). Investigating the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Possibility of Financial Statement Fraud: Analytical Evidence of Capital Market. *Journal of Capital Market Analysis*, 1, 27–51. (In Persian)
8. Ben Nasr, H. A. M. D. I., Boubakri, N., & Cosset, J. C. (2012). The political determinants of the cost of equity: Evidence from newly privatized firms. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 605-646.
9. Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Megginson, W. L. (2018). The market value of government ownership. *Journal of corporate Finance*, 50, 44-65.
10. Chen, P., & Deng, L. (2023). Does venture capital Quan Zi affect stock mispricing: Evidence from Chinese listed companies. *Plos one*, 18(4), e0281255.
11. Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421.
12. Degutis, A., & Novickytė, L. (2014). The efficient market hypothesis: A critical review of literature and methodology. *Ekonomika*, 93(2), 7-23.
13. Desai, N. (2020). Understanding the theoretical underpinnings of corporate fraud. *Vikalpa*, 45(1), 25-31.
14. Ebrahimi, S. K.; Jalali, F.; Bahrami Nasab, A. (2017), Studying the effect of government ownership on financial reporting transparency and fraud, *Second International Conference on Challenges and New Solutions in Industrial Engineering, Management and Accounting*. (In Persian)
15. Economist. (2012) *Emerging-market Multinationals: The Rise of State Capitalism*. www.economist.com/node/21543160
16. Erdoğan, M., & Erdoğan, E. O. (2020). Financial Statement Manipulation: A Beneish Model Application. *Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis*, 102, 173-188.
17. Faccio, M., Masulis, R.W. and McConnell, J. (2006), Political connections and corporate bailouts, *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635.
18. Fowler, D. S. (2023). Ethical Implications of Deceptive Earnings Management Practices. *Business Ethics and Leadership*, 7(3), 84-96.
19. Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357.
20. Fitriani, Nadhira. (2023). Ownership structure and the probability of financial reporting fraud, *corporate governance*, 18(2): 233-253.
21. Foroghi, D., & Heidary Sureshjani, Z. (2022). Highly-Valued Firms and Abnormal Earning items with emphasis on State Ownership. *Financial Accounting Research*, 14(3), 1-26. (In Persian)
22. Ghafoor, A., Zainudin, R., & Mahdzan, N. S. (2019). Corporate fraud and information asymmetry in emerging markets: Case of firms subject to enforcement actions in Malaysia. *Journal of Financial Crime*, 26(1), 95-112.
23. Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of financial Economics*, 89(1), 44-61.
24. Guan, C., Shi, Y., & Ho, K. C. (2024). Transportation and Stock Mispricing: Evidence from High-Speed Rail Development in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-21.
25. Han, Y., Huang, D., Huang, D., & Zhou, G. (2022). Expected return, volume, and mispricing. *Journal of Financial Economics*, 143(3), 1295–1315.
26. Hirshleifer, D., Lim, S. S., & Teoh, S. H. (2011). Limited investor attention and stock market misreactions to accounting information. *The Review of Asset Pricing Studies*, 1(1), 35-73.
27. Hua G, Liu Z, Xu Q. Investor sentiment, managerial optimism and corporate investment. *Journal of Financial Research*. 2011; (09): 178–191. (in Chinese)
28. Huang, W., Xu, W., Li, D., Zhao, L., & Yang, S. (2024). Does market misvaluation drive cross-border M&As? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 92, 101960.

29. Jaslowitzer, P., Megginson, W. L., & Rapp, M. S. (2016). *Disentangling the effects of state ownership on investment-Evidence from Europe*. Working paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2735698>.
30. Kang, Y. S., & Kim, B. Y. (2012). Ownership structure and firm performance: Evidence from the Chinese corporate reform. *China Economic Review*, 23(2), 471-481.
31. Karpoff, J. M., & Lott Jr, J. R. (1993). The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud. *The Journal of Law and Economics*, 36(2), 757-802.
32. Karpoff, J. M., Lott, Jr, J. R., & Wehrly, E. W. (2005). The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 653-675.
33. Khalifeh Soltani, S. A., & Nayeab Mohseni, S. (2018). Dividend Policy at Firms Suspected of Accounting Fraud. *Accounting and Auditing Research*, 10(37), 41-56. (In Persian)
34. Kolivand, A., Hassani, M., & Matinfard, M. (2023). Presenting the Developed Model of Fraud Prediction Considering Financial Reporting Quality and Audit Quality Criteria. *Journal of Accounting Advances*, 15(1), 259-287. (In Persian)
35. Li, K., Xu, L., & Zhu, W. (2014). Short-sale constraints and stock mispricing: The evidences from the margin transactions institution. *Economic Research Journal*, 49(10), 165-178.
36. Liu, D., Gu, H., & Lung, P. (2016). The equity mispricing: Evidence from China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 211-223.
37. Liu, K. (2018). Government ownership in listed firms around the world. *Studies in Business and Economics*, 13(2), 131-146.
38. Marvi, R., Tavangar, A., Heidarpour, F., & Rohi, A. (2023). Investigating the effect of companies' political relations with the government and information asymmetry on short-term and long-term stock price volatility after initial public offering. *Journal of Investment Knowledge*, 48(12), 329-360. (In Persian)
39. Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of economic literature*, 39(2), 321-389.
40. Mehrani, S., & Rahimpour, A. (2024). Accuracy of the 'Benish' and 'Developed Benish' Models in Predicting the Probability of Restating Financial Statements in Iran's Economic Environment. *Financial Research Journal*, 26(3), 531-552. (In Persian)
41. Modugu, P. K., Ohonba, N., & Izedonmi, F. (2012). Challenges of auditors and audit reporting in a corrupt environment. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 77-82.
42. Nash, R. (2017). Contracting issues at the intersection of the public and private sectors: new data and new insights. *Journal of Corporate Finance*, 42, 357-366.
43. Nguyen, T. T. H., Moslehpour, M., Vo, T. T. V., & Wong, W. K. (2020). State ownership and risk-taking behavior: An empirical approach to get better profitability, investment, and trading strategies for listed corporates in Vietnam. *Economies*, 8(2), 46.
44. Palmrose, Z. V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 59-89.
45. Pernelet, H. R., & Brennan, N. M. (2023). Impression management at board meetings: accountability in public and in private. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 36(9), 340-369.
46. Putri, P. B., & Yulianto, A. (2020). Government ownership and dividend payment policy. *Management Analysis Journal*, 9(2), 179-186.
47. Putri, R., & Asmara, R. Y. (2023). Determinants Of Fraud Financial Statements on State Owned Enterprise. *International Journal of Social Science and Business*, 7(1), 1-10.
48. Rezaei Pitenoei, Y., & Abdollahi, A. (2019). Financial statements comparability and the likelihood of fraudulent reporting. *Financial Accounting Research*, 11(2), 89-104. (In Persian)
49. Reurink, A. (2018). Financial fraud: A literature review. *Journal of Economic Surveys*, 32(5), 1292-1325.
50. Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of financial Economics*, 77(3), 561-603.
51. Roszkowska, P. (2021). Fintech in financial reporting and audit for fraud prevention and safeguarding equity investments. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 17(2), 164-196.

52. Sakariyahu, R., Paterson, A., Chatzivgeri, E., & Lawal, R. (2024). Chasing noise in the stock market: an inquiry into the dynamics of investor sentiment and asset pricing. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(1), 135-169.
53. Shaeri Anaghiz, S.; Rahimian, N.; Salehi Sedqiani, J.; Khorasani, A. (2017), Investigating and comparing the accuracy of the results of the Bennish and Modified Bennish K-models based on the Iranian economic environment in detecting and disclosing fraudulent financial reporting, *Financial Management Perspective*, 5(18), 105-123. (In Persian)
54. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). The politics of market socialism. *Journal of Economic Perspectives*, 8(2), 165-176.
55. sheykhi, Z., & hasanzadeh diva, M. (2020). Investigating the relationship between government ownership, financing constraints, fraudulent financial reporting, and corporate performance. *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(29), 71-86. (In Persian)
56. Song, C., & Han, S. H. (2017). Stock market reaction to corporate crime: Evidence from South Korea. *Journal of Business Ethics*, 143, 323-351.
57. Staubus, G. J. (2005). Ethics failures in corporate financial reporting. *Journal of Business Ethics*, 57(1), 5-15.
58. Wuisan, F., Randa, F., & Lukman. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *Simak*, 16(2), 119-141
59. Wang, X., Cao, F., & Ye, K. (2018). Mandatory corporate social responsibility (CSR) reporting and financial reporting quality: Evidence from a quasi-natural experiment. *Journal of business ethics*, 152, 253-274.
60. Yadiati, W., & Rezwiandhari, A. (2023). Detecting Fraudulent Financial Reporting in State-Owned Company: Hexagon Theory Approach. *JAK (Jurnal Akuntansi) Kajian Ilmiah Akuntansi*, 10(1), 128-147.
61. You, J., & Wu, J. (2012). Spiral of silence: media sentiment and the asset mispricing. *Economic Research Journal*, 7(2), 141-152.
62. Zhang, L., Chen, W., & Hu, N. (2023). Economic policy uncertainty and stock liquidity: evidence from China. *International Journal of Emerging Markets*, 18(1), 22-44.
63. Zhang, L., Peng, L., Liu, X., Zhang, Z., & Wang, Y. (2024). The governance role of minority state ownership in non state owned enterprises: Evidence from corporate fraud in China. *British Journal of Management*, 35(3), 1489-1511.