

مجله دانش حسابداری / سال سوم / ش ۹ / تابستان ۱۳۹۱ / ص ۱۴۳ تا ۱۶۶

## اثر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سود

دکتر محمود موسوی شیری\*

حسن خلعت بری\*\*

سید حسام وقفی\*\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۱/۳/۲۷

تاریخ دریافت: ۹۰/۳/۲۰

### چکیده

این تحقیق را شواهدی در ارتباط با نقش بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سودهای افزایشی در آینده فراهم می‌آورد. به این منظور تأثیر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سودهای افزایشی در دوره‌های بعد از طریق جمع آوری داده‌های مالی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ مربوط به ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل همبستگی، تحلیل رگرسیون و آزمون تفاوت میانگین، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق، نشان می‌دهد که بیش ارزشیابی سهام با مدیریت سودهای افزایشی دوره‌های بعد رابطه مثبت و معناداری دارد. در واقع در شرکتهای مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران، هنگامی که سهام توسط بازار بیش ارزشیابی می‌گردد، مدیریت شرکتهای به منظور دستیابی به منافع زیاد بودن قیمت سهام با دستکاری تعهدات اختیاری به حمایت از خطاهای ارزشیابی، تمایل دارند.

---

\* استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور

\*\* دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور

\*\*\* مربی حسابداری، دانشگاه پیام نور

نویسنده مسئول مقاله: محمود موسوی شیری (Email: mousavi1973@yahoo.com)



شرکت، نتوانند از گزینه تحصیلات و توسعه داخلی استفاده کنند از ابزارهای صریحتری از جمله مدیریت سود برای فریب بازار استفاده می کنند. یک عمل معمول از هموار سازی سود از طریق زمانبندی درآمدها و هزینه‌هاست به طوری که برخی از پژوهشها از تعهدات اختیاری به عنوان نماینده مدیریت سود استفاده کرده‌اند». مدیران با این اقدامات امیدوارند نتایج منفی در ارتباط با حرفه و پاداشها را به تأخیر اندازند؛ اما در واقع در حال از بین بردن ارزش بلند مدت شرکتند.

مقررات حسابداری به مدیران این امکان را می دهد تا با انتخاب روشهای پذیرفته شده، گزارشهای مالی را تحت تأثیر قرار دهند. این سیاستها به مدیریت کردن سودهای گزارش شده و انعکاس بهتری از وضعیت اقتصادی شرکت کمک می کند. انتخاب سیاستهایی برای انتقال هزینه‌ها از حال به آینده و درآمدها از آینده به حال بر روی هم جمع می شود و کسب اهداف دوره‌های آینده را با مشکل روبه‌رو می سازد، به طوری که مدیران کم کم مجبور می شوند سیاستهای متجاوز کارانه بیشتری را انتخاب، و خود را در این بازی حفظ کنند؛ البته سرانجام این سیاستها می تواند به تقلب ختم شود (جنسن، ۲۰۰۵).

در این تحقیق با توجه به اهمیت تأثیرات بیش ارزشیابی بر ارزش آینده شرکتها و با توجه به نوسانات شدید قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، که می تواند حاکی از غیر واقعی بودن ارزش سهام باشد به آزمون اثر بیش ارزشیابی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

### بیش ارزشیابی سهام و مدیریت سود

دلایل گوناگونی هست که هر شرکت، نادرست ارزشیابی شود؛ با وجود این، مشکل است علل بیش ارزشیابی را به طور دقیق، بیان و به طور تجربی تعریف کرد.

قیمت سهام ممکن است از ارزش واقعی آن به چندین دلیل منحرف شود:

۱- شاید مهمترین دلیل برای ارزشیابیهای نادرست، عدم تقارن اطلاعاتی بین درون سازمانی و برون سازمانی باشد. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می شود که

اطلاعات غیرعمومی و ناآشکار (محرمانه) وجود دارد و یک طرف معامله از طرف دیگر اطلاعات بیشتری دارد (چی و گوپتا، ۲۰۰۹).

۲- نادرستیهای قیمت سهام ممکن است در نتیجه ارزیابیهای نادرست از اطلاعات عمومی پیش آید (وزنبندی نامناسب سرمایه گذاران به اطلاعات عمومی در تعیین تمایلاتشان برای پرداخت سهام).

۳- معاملات ذهنی<sup>۵</sup> به این معنی که سرمایه گذاران تمایلاتشان را برای پرداخت، نه به وسیله اعتقاداتشان در مورد ارزش ذاتی سهام، بلکه به دلیل باورشان در مورد آنچه دیگر سرمایه گذاران به منظور پرداخت برای سهام تمایل دارند، تعیین می کنند.

۴- بحران نقدینگی<sup>۶</sup>: تمایل سرمایه گذاران به تبدیل وجه نقد به سهام و نیز تبدیل سهام به وجه نقد است و در مورد سهامدارانی اتفاق می افتد که درگیر معاملات ذهنی شده اند.

برای هر یک از این دلایل نادرستی ارزش، اطلاعات، پادزهر است. این نکته برای نادرستیهای ایجاد شده از طریق اطلاعات غیرعمومی و ناآشکار (محرمانه)، واضح است. این نکته برای دیگر دلایل نادرستی ارزش نیز صحیح است. اگر، مدیران و تحلیل گران مالی به اندازه کافی، معامله گران را نسبت به اینکه قیمت‌های سهام به وجود آمده به صورت ذهنی از ارزش واقعی منحرف است و احتمالاً به سطوح صحیحتری بر می گردند، آگاه کنند، دوره‌های معاملات ذهنی متوقف می شود که معمولاً در هر رویدادی نسبتاً کوتاه و بی دوام است، (جنسن، ۲۰۰۵).

این مسلم است که نبود اطلاعات به طور بخصوصی پشت همه نمونه‌های ارزشگذاری نادرست است. قسمت عمده ارزشگذاریهای نادرست اوراق بهادار در مسیر بیش ارزشیابی اتفاق می افتد. احتمال وقوع و استمرار بیش ارزشیابی بسیار بیشتر از کمتر ارزشیابی است؛ زیرا وقتی کمتر ارزشیابی اتفاق بیفتد، واحد اقتصادی در اسرع وقت اطلاعاتی را منعکس می کند که ارزشگذاریهای نادرست را تصحیح خواهد کرد. وقتی ارزش سهام شرکت افزایش می یابد، مدیر منفعتهای بسیاری به دست می آورد؛ اول اینکه ثروت مدیران و پاداش

آنها با افزایش قیمت سهام از طریق انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد سهام افزایش می‌یابد (برنس و کدیا<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). دوم اینکه امنیت شغلی مدیران، نسبت به قیمت سهام افزایش می‌یابد. احتمال کمی هست که مدیر شغلش را، وقتی عملکرد قیمت سهام خوب است از دست بدهد (ویسباچ<sup>۸</sup>، ۱۹۸۸). سوم اینکه عملکرد سهام قوی، ارزش مدیر را در بازار کار اجرایی افزایش می‌دهد در حالی که اگر قیمت سهام کاهش یابد، متضاد با همه این موارد می‌تواند اتفاق بیفتد.

تحریک شدن توسط یک چنین انگیزه‌هایی، سبب می‌شود که مدیران به طور طبیعی برای داشتن قیمت سهام بیشتر تلاش کنند. تحلیل‌گران، رشدی زیاد، رشدی قابل پیش بینی و مطلوب و رشد ثابت سالانه‌ای را از شرکتهای انتظار دارند. آنها شرکتهایی را جریمه می‌کنند که رشد ثابت و قابل پیش بینی را نمایش نمی‌دهند. بنابراین، مدیران برای به دست آوردن این رشد ثابت و قابل پیش بینی، تعهدات و حتی تصمیمات عملیاتی را تغییر می‌دهند (سودها را مدیریت می‌کنند) (جنسن، ۲۰۰۵).

### پیشینه تحقیق

کوتاری و همکاران (۲۰۰۶)، در پژوهشی تحت عنوان نظریه نمایندگی سهام اضافه ارزشیابی شده به عنوان توضیحی برای ناهنجاری تعهدات به بررسی رابطه بین تعهدات اختیاری و بازده در سال اندازه‌گیری تعهدات، سالهای قبل و بعد از آن مبنی بر نظریه سهام بیش ارزشیابی شده پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که شرکتهای در دهکهای بالای تعهدات افزایش قیمت غیرعادی را پیش از سال اندازه‌گیری تعهدات تجربه می‌کنند. بخشی از افزایش قیمت سهام به بیش ارزشیابی مربوط است و در نتیجه شرکتهای بیش ارزشیابی شده در بازی مدیریت سود درگیر می‌شوند.

مارسیو کیتیت و وارما (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی نقش بیش ارزشیابی سهام در دستکاریهای سود پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که بیش ارزشیابیهای سهام، سبب می‌شود که مدیران سودها را دستکاری کنند. اما زمانی که سرمایه‌گذاران در مورد تجدید

ارائه سود توسط شرکت بیش ارزشیابی شده آگاهی می‌یابند، شرکت را دوباره ارزیابی، و ضمن اصلاح بیش ارزشیابیهای قبل از ارائه نادرست، زیان اطمینان به مدیران شرکت را نیز تصحیح می‌کنند.

جنسن (۲۰۰۵) نشان داد که هر چه مقدار اضافه ارزشیابی بیشتر شود، مقدار مدیریت سودهای افزایشی بیشتر می‌شود. چی و گوپتا (۲۰۰۹)، ضمن بررسی رابطه بین اضافه ارزشیابی سهام و مدیریت سود به ارتباط بین بیش ارزشیابی سهام به صورت آماری و اقتصادی با مدیریت سودهای افزایشی در دوره‌های بعد پی بردند. یافته‌های بادراسچر (۲۰۱۰) نیز، که در پژوهشی به بررسی اضافه ارزشیابی و انتخاب ساختار جایگزین مدیریت سود پرداخته است، حاکی از رابطه ای مثبت بین بیش ارزشیابی سهام و مدیریت سود است.

بهارمقدم و کوهی (۱۳۸۹) فرصت طلبانه بودن مدیریت سود را رد می‌کنند و مدیریت سود را باعث افزایش کارایی می‌دانند. بر پایه پژوهش مهرآذین و همکاران (۱۳۹۰) بین اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌های هدف در دوره قبل و بعد از تصاحب و همچنین بین اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌های هدف در دوره قبل از تصاحب و شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معنی داری نیست.

### تدوین فرضیه تحقیق

پیشینه تحقیق نشان می‌دهد که مدیران، زمانی که با بازده‌های غیرعادی با اهمیت روبه‌رو می‌شوند تمایل دارند از سهام اضافه ارزشیابی شده از طریق مدیریت سودهای افزایشی حمایت کنند [به عنوان مثال، بادراسچر (۲۰۱۰)، چی و گوپتا (۲۰۰۹) و گراهام و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۵)]. لذا فرضیه زیر در مورد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران به این صورت بیان می‌شود:

«بیش ارزشیابی سهام با مدیریت سودهای افزایشی<sup>۱۱</sup> بعدی، رابطه مثبت و معناداری

دارد.»

## روش تحقیق

### متغیرهای تحقیق

#### معیار مدیریت سود

یکی از رایجترین معیارهای استفاده شده در ادبیات برای تعیین مدیریت سود، مقدار تعهدات اختیاری است. در این تحقیق برای اندازه گیری تعهدات اختیاری (به عنوان نماینده مدیریت سود) از نسخه تعدیل شده از الگوی جونز<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) مبتنی بر تحقیق چی و گوپتا (۲۰۰۹) استفاده شده است.

#### معیار اضافه ارزشیابی

در ادبیات حسابداری و مالی نسبت  $\frac{M}{B}$  به عنوان نماینده ای برای ارزشیابیهای نادرست و فرصتهای رشد استفاده شده است. رودز- کروپف و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) نشان دادند که اگر معیار درستی برای ارزش واقعی شرکت ( $v$ ) باشد،  $\frac{M}{B}$  را می توان به دو بخش تجزیه کرد:

$$\frac{M}{B} = \frac{M}{V} \times \frac{V}{B} \quad \text{الگوی (۱)}$$

ارزش بازار به ارزش واقعی  $\frac{M}{V}$  که بیان کننده ارزشیابیهای نادرست، و ارزش واقعی به ارزش دفتری  $\frac{V}{B}$  که بیان کننده فرصتهای رشد است. شکل لگاریتمی الگوی شماره (۱) را می توان به صورت زیر بیان کرد:

$$m - b = (m - v) + (v - b) \quad \text{الگوی (۲)}$$

حروف کوچک، لگاریتم طبیعی از متغیرهای مربوط را نشان می دهد. اگر بازار، به درستی فرصتهای رشد آینده، نرخهای تنزیل و جریانهای نقدی را پیش بینی کند، عبارت  $(m - v)$  مساوی صفر خواهد بود و عبارت  $(v - b)$  در تمامی زمانها برابر  $\ln \frac{M}{B}$  خواهد بود. اگر بازار در برآورد جریانهای 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 دربرمی گیرد.

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

۱- تفاوت بین قیمت مشاهده شده بازار و معیار ارزشیابی که ارزش واقعی سالانه را منعکس می کند (خطای ویژه- شرکت<sup>۴</sup>).

۲- تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی سالانه و ارزشیابی که ارزش واقعی بلندمدت را منعکس می کند (خطای سری زمانی صنعت<sup>۱۵</sup>).

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  $(\theta_{it})$  و برداری از مضارب حسابداری مشروط  $(\alpha)$  بیان کردند. بنابراین، الگوی شماره (۲) را می توان به صورت زیر توسعه داد:

$$m_{it} - b_{it} = m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) + v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_j) + v(\theta_{it}, \alpha_j) - b_{it} \quad (۳) \text{ الگوی}$$

حروف  $t, i$  و  $j$  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  $t$ ،  $(\alpha_{jt})$ ؛ و  $v(\theta_{it}, \alpha_j)$  ارزش واقعی برآوردی شرکت  $i$  مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در بلندمدت،  $(\alpha_j)$  است.

تفاوت کلیدی در عبارات ارزش واقعی این است که مضارب سالانه به صورت  $(\alpha_{jt})$  و ضرایب بلند مدت به صورت  $(\alpha_j)$  بیان می شود. بخش اول از الگوی شماره ۳



$[m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$ ، اختلاف بین ارزش بازار و ارزش واقعی مربوط به شرکت  $i$  در صنعت  $j$  و زمان  $t$  است. این بخش از خطای ارزشیابی، خطای ویژه شرکت نامیده می‌شود. بخش دوم از الگوی شماره ۳  $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_j)]$ ، اختلاف بین ارزش واقعی شرکت  $i$  برای صنعت  $j$  و زمان  $t$  و ارزش واقعی بلندمدت شرکت  $i$  در سطح صنعت است. این بخش از خطای ارزشیابی خطای سری زمانی صنعت نامیده می‌شود. این اختلاف، مقداری را نشان می‌دهد که کل صنعت (یا حتی کل بازار) ممکن است در سال مشخصی، نادرست ارزشیابی شده باشد. مجموع بخش اول و دوم از الگوی شماره ۳ نشان‌دهنده کل خطاهای ارزشیابی است.

بخش سوم از الگوی شماره ۳  $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - b_{it}]$  بیان‌کننده اختلاف بین ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری است. توجه به این نکته ضروری است که هر یک از سه بخش ذکر شده در عرض شرکتها و سالها تغییر می‌کنند؛ زیرا هر بخش  $(\theta_{it})$  را در بر می‌گیرد که اطلاعات حسابداری شرکت  $i$  برای سال  $t$  است.

در این تحقیق برای برآورد ارزشهای واقعی  $[v(\theta_{it}, \alpha_j), v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$  ارزش بازار به صورت تابعی خطی از متغیرهای ارزش دفتری، سود خالص و اهرم مالی بیان می‌شود.

$$m_{it} = \alpha_{\circ jt} + \alpha_{1jt} + \alpha_{2jt} \ln|NI|_{it} + \alpha_{3jt} I_{[\circ]} \ln|NI|_{it} + \alpha_{4jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۴) \text{ الگوی}$$

در این الگو  $m_{it}$ ، لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  $b_{it}$ ، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  $\ln|NI|_{it}$ ، لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود خالص شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  $LEV_{it}$ ، اهرم مالی بازار شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  و  $\varepsilon_{it}$ ، خطای الگو که در واقع بیان‌کننده مقدار برآوردی خطای ویژه شرکت است.

از آنجا که سود خالص گاهی اوقات منفی است به صورت ارزش مطلق  $|NI|$  به همراه متغیر مجازی  $I_{[\circ]}$  بیان می‌شود 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 می‌شود. برای محاسبه مضارب ارزشیابی  $(\alpha_{jt})$  شرکتها در صنایع همگون طبقه بندی می‌شوند و رگرسیون مقطعی (سال به سال) معادله بالا برای هر صنعت انجام می‌گیرد 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 شماره ۴) است.

$$v(B_{it}, NI_{it}, LEV_{it}, \hat{\alpha}_{0jt}, \hat{\alpha}_{1jt}, \hat{\alpha}_{2jt}, \hat{\alpha}_{3jt}, \hat{\alpha}_{4jt}) = \hat{\alpha}_{0jt} + \hat{\alpha}_{1jt} b_{it} + \hat{\alpha}_{2jt} \ln|NI_{it}| + \hat{\alpha}_{3jt} I \langle \ln|NI_{it}| + \hat{\alpha}_{4jt} LEV_{it} \quad (5) \text{ الگوی}$$

برای محاسبه ضرایب بلندمدت در سطح صنعت  $(\alpha_j)$  از  $(\hat{\alpha}_{jt})$  های به دست آمده از

رگرسیونهای سالانه میانگین گرفته می‌شود. برای تمامی  $\alpha_k$  ها،  $k = 0, 1, 2, 3, 4$

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

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

است.

$$v(B_{it}, NI_{it}, LEV_{it}, \bar{\alpha}_{0jt}, \bar{\alpha}_{1jt}, \bar{\alpha}_{2jt}, \bar{\alpha}_{3jt}, \bar{\alpha}_{4jt}) = \bar{\alpha}_{0jt} + \bar{\alpha}_{1jt} b_{it} + \bar{\alpha}_{2jt} \ln|NI_{it}| + \bar{\alpha}_{3jt} I \langle \ln|NI_{it}| + \bar{\alpha}_{4jt} LEV_{it} \quad (6) \text{ الگوی}$$

$\alpha_{jt}$  های به کار برده شده در الگوهای یاد شده با نرخهای تنزیل و رشد متناسب

خواهد بود که در طول زمان تغییر می‌کند.

بر اساس نتایج تحقیق رودز-کروپف و همکاران (۲۰۰۵) برآورد از ارزش واقعی

بلندمدت  $v(\theta_{it}, \alpha_j)$  می‌تواند 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  $\left[ v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) \right]$  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 آنچه در صورتهای مالی بیان می شود.

اهرم مالی بازار منهای ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش بازار داراییها است.

ارزش بازار داراییها ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منهای ارزش دفتری داراییها است.

با توجه به آنچه در مورد با معیار اضافه ارزشیابی بیان شد، متغیر مستقل الگوی اصلی تحقیق کل خطاهای ارزشیابی (خطاهای ارزشیابی ویژه شرکت به علاوه خطای سری زمانی صنعت) است.

### متغیرهای کنترلی

با توجه به مطالعات پیشین، عوامل رایجی کنترل شد که به نظر می رسد از عوامل تعیین کننده و اثرگذار بر مدیریت سود است. یکی از متغیرهای کنترلی این تحقیق اندازه شرکت است که برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری داراییها، استفاده می شود. واتر و زیمرمن<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۰) بیان می کنند که شرکتهای بزرگ با هزینه های سیاسی بیشتری می برد و انگیزه قویتری برای استفاده از اختیارات حسابداری به منظور کاهش هزینه های سیاسی دارد. بنابراین از آن برای کنترل اندازه شرکت استفاده می شود؛ هم چنین شرکتهای با میزان رشد زیاد محتمل است که تعهدات بیشتری داشته باشند. بنابراین، مطابق با چی و گوپتا (۲۰۰۹) برای کنترل فرصتهای رشد از نسبت  $\frac{v}{b}$  استفاده می شود.

اهرم مالی بیشتر، پراکنندگی سود خالص را افزایش می دهد و انگیزه های قوی به مدیران می دهد تا به منظور جلوگیری از نقض تعهداتشان و حفظ نسبتهای اعتباری، سودها را

مدیریت کنند. از سوی دیگر، اهرم مالی بیشتر، نماینده‌ای است برای نظارت دقیقتر دارندگان بدهی و می‌تواند با مدیریت سودهای کمتر، مرتبط باشد (چی و گوپتا، ۲۰۰۹). بنابراین، دیگر متغیر کنترلی، اهرم مالی دفتری در نظر گرفته شده است که به صورت زیر اندازه گیری می‌شود:

(ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل داراییها) - ۱

در سرانجام همانند تحقیقات کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) و چی و گوپتا (۲۰۰۹) به منظور کنترل عملکرد شرکت از متغیر میزان بازده داراییها استفاده می‌شود که از تقسیم سود خالص قبل از کسر مالیات و قبل از محاسبه ارقام غیرعادی و غیر مستمر تقسیم بر مجموع داراییهای شرکت) به دست می‌آید. نکته ای که باید در پایان به آن توجه شود این است که برای حداقل کردن امکان انعکاس وجود روابط علی و معلولی هنگام اجرای رگرسیون تعهدات اختیاری بر خطاهای ارزشیابی، خطاهای ارزشیابی را با یک سال تأخیر نسبت به تعهدات اختیاری در الگو وارد می‌کنیم.

### الگوهای آزمون فرضیه

الگوهایی که برای بررسی فرضیه تحقیق به کار گرفته می‌شود عبارت است از:

الگوی (۷):

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 [m_{it-1} - v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1}) + v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1}) - v(\theta_{it-1}, \alpha_j)] + \beta_2 [v(\theta_{it-1}, \alpha_j) - b_{it-1}] + \beta_3 \ln Assets_{it-1} + \beta_4 BookLeverage_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

الگوی (۸):

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 [m_{it-1} - v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1})] + \beta_2 [v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1}) - v(\theta_{it-1}, \alpha_j)] + \beta_3 [v(\theta_{it-1}, \alpha_j) - b_{it-1}] + \beta_4 \ln Assets_{it-1} + \beta_5 BookLeverage_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

الگوی (۹):

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 [m_{it-1} - v(\theta_{it-1}, \alpha_{it-1})] + \beta_2 [v(\theta_{it-1}, \alpha_{it-1}) - v(\theta_{it-1}, \alpha_j)] + \beta_3 [v(\theta_{it-1}, \alpha_j) - b_{it-1}] + \beta_4 \ln Assets_{it-1} + \beta_5 BookLeverage_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 DACC_{it-1} \varepsilon_{it}$$

الگوی اصلی تحقیق، الگوی شماره (۷) است. از الگوی شماره (۸) برای آزمون فرضیه تحقیق با تفکیک تعهدات اختیاری و از الگوی شماره (۹) برای آزمون تحقیق با کنترل تعهدات اختیاری استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل الگوهای ذکر شده از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی<sup>۱۷</sup> (مقطعی - سری زمانی) استفاده می‌شود. روش رگرسیونی به کار گرفته شده، روش حداقل مربعات معمولی است. متغیرهای مربوط نیز در قسمتهای بالا به طور مفصل بیان شده است.

### فرایند استخراج اطلاعات

برای گردآوری اطلاعات در این پژوهش از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، اطلاعات از طریق مراجعه به مقالات و سازمان بورس جمع‌آوری شده است. در بخش میدانی برای فراهم کردن اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از منابع مختلفی همچون لوحهای فشرده سازمان بورس اوراق بهادار و سایتهای مرتبط با سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به غیر از بانکها و مؤسسات مالی (شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکتهای هلدینگ، بانکها به دلیل متفاوت بودن افشاهای مالی و ساختارهای اصول راهبری آنها) است که دارای شرایط ذیل باشند:

۱- قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

- ۲- به لحاظ افزایش توان مقایسه، دوره‌های مالی آنها به پایان اسفند ماه منتهی باشد.
- ۳- طی این سالهای، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.
- ۴- اطلاعات مالی مورد نیاز آنها در دسترس باشد.
- ۵- توقف معاملاتی بیشتر از شش ماه در مورد سهام شرکت اتفاق نیفتاده باشد.
- ۶- صنعت مورد مطالعه باید از فراوانی زیادی داده‌های حائز شرایط (حداقل ۲۸ داده سال- شرکت) برخوردار باشد.

کل صنایع براساس آخرین تقسیم بندیهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۳۸ صنعت بود که با توجه به آنچه بیان شد، صناعی که شرکتهای آنها از هفت شرکت کمتر باشد، حذف شد. سپس صنایع مشابه با هم تلفیق و به عنوان یک صنعت در نظر گرفته شد. صنایع باقیمانده با توجه به حذف و ادغامهای انجام شده، شامل شش صنعت گردید. با در نظر گرفتن موارد ذکر شده ۶۰ شرکت (۳۰۰ داده سال - شرکت) که حائز تمامی شرایط بود به صورت تصادفی به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

## یافته‌های تحقیق

### آزمون فرضیه

فرضیه تحقیق را می‌توان در قالب فرضیه صفر زیر بیان کرد:

$H_0$ : رابطه مثبت و معناداری بین خطاهای ارزشیابی به عنوان نماینده بیش ارزشیابی و تعهدات اختیاری مثبت به عنوان نماینده مدیریت سودهای افزایشی نیست.

این فرضیه درصدد بررسی معنادار بودن اثر خطاهای ارزشیابی بر اقلام تعهدی اختیاری است. برای آزمون این فرضیه ابتدا تحلیل همبستگی و سپس تحلیل رگرسیونی و در پایان آزمون تفاوت میانگین مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### تحلیل همبستگی

ابتدا برای آزمون فرضیه و بررسی رابطه بین کل خطای ارزشیابی از ضرایب همبستگی پیرسون و ضرایب همبستگی جزئی استفاده شده است (جدول شماره ۱ و ۲). ضریب

همبستگی پیرسون بین کل خطای ارزشیابی و تعهدات اختیاری ۰/۱۵۳ است که در سطح ۵٪ معنادار است. ضریب همبستگی جزئی بین کل خطای ارزشیابی و تعهدات اختیاری نیز ۰/۲۷۸ به دست آمد که در سطح ۵٪ معنادار است. بنابراین، چه بدون در نظر گرفتن اثر سایر متغیرها و چه با در نظر گرفتن اثر سایر متغیرها، رابطه مثبت و معناداری بین کل خطای ارزشیابی و تعهدات اختیاری وجود دارد و از این رو می توان نتیجه گرفت که رابطه مثبت و معناداری بین بیش ارزشیابی سهام و مدیریت سودهای افزایشی بعدی وجود دارد.

جدول شماره ۱: ضرایب همبستگی پیرسون

LnAssets	Book Leverage	ROA	$v(\theta_{it}, \alpha_j) - b_{it}$	$m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_j)$	DACC
					۱
					DACC
				۱	۰/۱۵۳*
			۱	۰/۲۹۶**	$m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_j)$
			۱	۰/۶۰۴**	$v(\theta_{it}, \alpha_j) - b_{it}$
		۱	۰/۱۳۵*	-۰/۱۱۷*	۰/۰۵۲
	۱	-۰/۳۵۶**	۰/۱۳۵*	۰/۴۶۰**	-۰/۰۴۹
					ROA
					Book Leverage
۱	۰/۲۰۴**	-۰/۱۴۴*	-۰/۱۳۹*	-۰/۰۰۸	-۰/۰۱۲
					LnAssets

\*\*\*، \* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار

جدول شماره ۲: ضرایب همبستگی جزئی

$m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_j)$	DACC	متغیرهای کنترلی
۰/۲۷۸	۱/۰۰۰	ضریب
۰/۰۱۷	-	سطح معناداری
۲۳۴	۰	تعداد مشاهدات
		DACC
		$m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_j)$
۱/۰۰۰	۰/۲۷۸	ضریب
-	۰/۰۱۷	سطح معناداری
۰	۲۳۴	تعداد مشاهدات

## تحلیل رگرسیون

نتایج آزمون فرضیه در جداول شماره ۳ و ۴ ارائه شده است. نتایج رگرسیون زمانی قابل اتکا است که الگوی رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد. مقدار آماره F و سطح معنی داری آن در نگاره تحلیل واریانس، نشان از معنی داری الگو در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. ضریب الگوی پردازش شده حاکی است که حدود ۳٪ از تغییرات اقلام تعهدی اختیاری در نمونه مورد مطالعه در این تحقیق، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود که درصد کوچکی است.

جدول شماره ۳: نتایج تحلیل واریانس

منبع تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
الگوی	۰/۴۰۸	۵	۰/۰۸۱	۷/۴۲۱	۰/۰۱۷
باقیمانده‌ها	۲/۴۸۳	۲۳۴	۰/۰۱۱		
مجموع	۲/۸۹۱	۲۳۹			

ضریب متغیر مستقل کل خطای ارزشیابی برابر با ۰/۳۱۸ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۳۷ است که از ۵٪ کمتر است؛ بنابراین ضریب متغیر مستقل کل خطای ارزشیابی مثبت و معنادار است؛ بدین معنی که هرچه مقدار کل خطای ارزشیابی افزایش یابد (شرکت بیشتر اضافه ارزشیابی گردد)، مقدار تعهدات اختیاری نیز افزایش می یابد (مدیریت سودهای افزایشی صورت می گیرد). بنابراین، فرضیه تحقیق با اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شود. این نتیجه با نتیجه تحقیق چی و گوپتا (۲۰۰۹) و این گفته جنسن (۲۰۰۵)، که «هر چه مقدار بیش ارزشیابی بیشتر شود، مقدار مدیریت سودهای افزایشی بیشتر می شود»، سازگار است.

ضریب و آماره t مربوط به متغیر فرصتهای رشد، حاکی از ارتباطی منفی بین متغیر فرصتهای رشد و تعهدات اختیاری است، ولی این رابطه معنادار نیست. این نتیجه بر خلاف نتایج تحقیقات چی و گوپتا (۲۰۰۹) و اسکینر و اسلون<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۲) است.



جدول شماره ۴: نتایج تحلیل رگرسیون

متغیرها	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	آماره VIF
	ضریب	خطای معیار				
عرض از مبدأ	-۰/۰۴۸	۰/۱۳۷	-۰/۳۵۲	۰/۷۲۵		
کل خطای ارزشیابی	۰/۳۱۸	۰/۰۱۵	۰/۳۹۱	۴/۱۸۶	۰/۰۳۷	۱/۴۲۳
فرصتهای رشد	-۰/۰۰۱	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۸	-۰/۰۷۹	۰/۹۳۷	۲/۲۹۲
میزان بازده داراییها	۰/۱۳۹	۰/۰۸۸	۰/۱۵۶	۱/۵۷۸	۰/۱۱۶	۲/۳۶۴
اهرم مالی	-۰/۰۲۶	۰/۰۵۶	-۰/۰۳۹	-۰/۴۶۱	۰/۶۴۶	۱/۷۰۶
لگاریتم طبیعی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۰۱۸	۰/۲۶۶	۰/۷۹۰	۱/۰۸۴
ضریب همبستگی چندگانه	۰/۱۷۲		ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۰۰۹
ضریب تعیین	۰/۰۲۹		آماره دورین واتسون			۲/۲۶۵

با توجه به ضریب و آماره t متغیر میزان بازده داراییها، رابطه مثبتی ولی کم اهمیت بین میزان بازده داراییها و تعهدات اختیاری وجود دارد. این نتیجه بر خلاف نتایج تحقیقات چی و گوپتا (۲۰۰۹) و کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) است که وجود رابطه مثبت و معنی داری بین این دو متغیر به دست آوردند. با توجه به ضریب و آماره t متغیر اهرم مالی، رابطه‌ای منفی بین اهرم مالی و تعهدات اختیاری وجود دارد ولی معنادار نیست. این نتیجه نیز بر خلاف نتیجه تحقیق چی و گوپتا (۲۰۰۹) است؛ هم‌چنین رابطه بین اندازه شرکت و تعهدات اختیاری با توجه به آماره t متغیر اندازه شرکت تأیید نمی‌شود. این نتیجه برخلاف نتایج تحقیقات چی و گوپتا (۲۰۰۹) و واتز و زیمرمن (۱۹۹۰) است. بنابراین، هیچ یک از متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر متغیر وابسته یعنی تعهدات اختیاری ندارد. با توجه به نتایج تحلیل رگرسیون و ضرایب به دست آمده الگوی زیر برازش می‌گردد:

الگوی (۱۰):

$$DACC_{it} = -0/048 + 0/31[m_{it-1} - v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1}) + v(\theta_{it-1}, \alpha_{jt-1}) - v(\theta_{it-1}, \alpha_j)] - 0/001[v(\theta_{it-1}, \alpha_j)b_{it-1}] + 0/001LnAssets_{it-1} - 0/026BookLeverage_{it-1} + 0/139ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

### بررسی فرضیات زیربنایی رگرسیون

پس از برآزش الگوی رگرسیون برای اطمینان از نیکویی برازش الگو، فرضیات زیربنایی رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به اینکه نقاط به تصادف در اطراف خط صفر پراکنده شدند و روندی را به نمایش نگذاشتند، فرض همگنی واریانس پذیرفته می شود. نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف در مورد عادی بودن باقیمانده ها حاکی از تأیید فرض عادی بودن باقیمانده ها است ( $p=0/052$ ). بررسی استقلال باقیمانده ها با استفاده از آماره دوربین واتسون و آزمون رانز نیز حاکی از استقلال باقیمانده ها است (مقدار آماره دوربین واتسون برابر  $2/265$  و سطح معناداری محاسبه شده برای مقدار محاسبه شده آزمون رانز  $0/244$  به دست آمد). برای بررسی همخطی (وجود ارتباط بین متغیرهای مستقل) از آماره عامل تورم واریانس استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول شماره ۵ عرضه شده است. با توجه به اینکه اندازه آماره از ۵ است، مشکل همخطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

### آزمون تفاوت میانگین

علاوه بر تحلیل همبستگی و تحلیل رگرسیونی، آزمون تفاوت میانگین نیز اجرا شد. برای این آزمون، ابتدا تمام مشاهدات سال/ شرکت را بر اساس مقدار کل خطای ارزشیابی به پنج گروه (پرتفوی) دسته بندی می کنیم. چگونگی تخصیص مشاهدات به هر یک از پرتفوها به ترتیب منفی به مثبت، و به شکلی انجام شده است که مشاهدات به تعداد مساوی در هر پرتفوی قرار داشته باشد. جدول شماره ۵ اندازه میانگین و انحراف معیار اندازه کل خطای ارزشیابی و تعهدات اختیاری را برای هر پرتفوی نشان می دهد.

جدول شماره ۵: میانگین و انحراف معیار ارقام مربوط به پرتفوها

تعداد مشاهدات	Q <sub>1</sub>	Q <sub>2</sub>	Q <sub>3</sub>	Q <sub>4</sub>	Q <sub>5</sub>	
کل خطای ارزشیابی	۴۸	-۰/۶۶۵۸ (۰/۲۲۱۱۰)	-۰/۲۰۴۶ (۰/۰۹۷۵۰)	۰/۰۸۷۳ (۰/۰۶۱۱۵)	۰/۳۰۷۳ (۰/۰۸۲۴۰)	۰/۷۹۷۱ (۰/۲۷۳۰۴)
تعهدات اختیاری	۴۸	-۰/۰۴۵۲ (۰/۰۹۴۳۳)	-۰/۰۰۴۸ (۰/۱۱۴۹۳)	۰/۰۱۰۸ (۰/۰۸۹۴۶)	۰/۰۲۲۷ (۰/۱۰۸۳۱)	۰/۰۳۵۲ (۰/۰۷۷۴۶)

\* ارقام داخل پرانتز اندازه انحراف معیار است.

همان‌طور که متوسط اندازه کل خطای ارزشیابی برای هر پرتفوی افزایش می‌یابد، اندازه متوسط تعهدات اختیاری نیز به ترتیب در هر پرتفوی افزایش می‌یابد. نتایج آزمون تفاوت میانگین در جدول شماره ۶ ارائه شده است.

جدول شماره ۶: نتایج آزمون تفاوت میانگین

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	انحراف معیار		تفاوت $Q_5 - Q_1$	میانگین		
			$Q_5$	$Q_1$		$Q_5$	$Q_1$	
۰/۰۰۰	۹۴	-۲۸/۸۴۷	۰/۲۷۳۰	۰/۲۲۱۱	۱/۴۶۲۹	۰/۷۹۷۱	-۰/۶۶۵۸	کل خطای ارزشیابی تعهدات اختیاری
۰/۰۰۰	۹۴	-۴/۵۶۵	۰/۰۷۷۴	۰/۰۹۴۳	۰/۰۸۰۴	۰/۰۳۵۲	-۰/۰۴۵۲	

آماره t مربوط به آزمون برای تعهدات اختیاری برابر با  $-۴/۵۶۵$  و سطح معناداری آن  $۰/۰۰۰$  است که از  $۱\%$  کوچکتر است. بنابراین با اطمینان  $۹۹\%$  می‌توان گفت که تفاوت معنی‌داری بین تعهدات اختیاری در گروه پنجم با بیشترین خطاهای ارزشیابی با تعهدات اختیاری در گروه اول با کمترین خطاهای ارزشیابی وجود دارد. نتایج، نشان می‌دهد که مدیریت شرکتهای با خطاهای ارزشیابی بیشتر در مقایسه با مدیریت شرکتهای با خطاهای ارزشیابی کمتر به طور متوسط تمایل بیشتری به استفاده از استراتژیهای افزایش سود دارند و این گواهی است بر این گفته جنسن (۲۰۰۵)، که «هر چه مقدار بیش ارزشیابی بیشتر شود، میزان مدیریت سودهای افزایشی بیشتر می‌شود»؛ هم‌چنین نتایج این آزمون مؤید نتایج تحلیل همبستگی و تحلیل رگرسیونی است.

### آزمونهای اضافی

در ادامه برای بررسی بیشتر آزمون فرضیه با تفکیک خطاهای ارزشیابی، آزمون فرضیه با تفکیک تعهدات اختیاری و آزمون فرضیه با کنترل تعهدات اختیاری قبل از بیش ارزشیابی نیز انجام شد که به منظور اختصار فقط به ذکر نتایج اکتفا می‌گردد. هنگامی که

کل خطای ارزشیابی را به دو بخش خطای ویژه شرکت و خطای سری زمانی صنعت تفکیک کردیم، فقط خطای ویژه شرکت رابطه مثبتی با تعهدات اختیاری بعدی نشان می‌دهد. چنین می‌توان استنباط کرد که تنها بیش ارزشیابیهای در سطح شرکت، نقش اساسی در مدیریت سودهای افزایشی بعدی دارد.

رابطه بین خطاهای ارزشیابی با مدیریت سودهای افزایشی بعدی، نمونه مورد بررسی شامل هر دوی تعهدات اختیاری افزایشی (مثبت) و تعهدات اختیاری کاهششی (منفی) است. برای بررسی بیشتر، نمونه به دو گروه با تعهدات اختیاری مثبت و تعهدات اختیاری منفی تقسیم، و سپس جداگانه به بررسی رابطه بیش ارزشیابی با مدیریت سودهای افزایشی و کاهششی پرداخته شد. در این حالت نیز رابطه مثبت و معناداری میان خطاهای ارزشیابی و تعهدات اختیاری مثبت و منفی به دست آمد که خود، مؤید فرضیه تحقیق است. نکته قابل توجه این است که ضریب مربوط به کل خطای ارزشیابی در گروه با تعهدات اختیاری منفی بزرگتر از ضریب مربوط به کل خطای ارزشیابی در گروه با تعهدات اختیاری مثبت حاصل شد، این بدان معنی است که در میان شرکتهای با تعهدات اختیاری منفی، یک واحد افزایش در کل خطای ارزشیابی (اضافه ارزشیابی) موجب افزایش بیشتری در مقدار تعهدات اختیاری می‌شود.

برای حداقل کردن امکان انعکاس روابط علی و معلولی هنگام اجرای رگرسیون تعهدات اختیاری بر خطاهای ارزشیابی، خطاهای ارزشیابی را با یک سال تأخیر نسبت به تعهدات اختیاری در الگو وارد کردیم. تعهدات اختیاری گذشته (قبل از اضافه ارزشیابی) می‌تواند با خطاهای ارزشیابی ارتباط داشته باشد؛ چرا که طبق پژوهشهای گذشته، یک انگیزه مهم مدیران برای درگیر شدن در مدیریت سود این است که بر سودهای گزارش شده و قیمتهای جاری سهام اثر بگذارند. هر چند، شواهد مربوط به ادبیات ناهنجاری تعهدات نشان می‌دهد که تلاشهای مدیریت برای افزایش قیمتهای سهام از طریق مدیریت تعهدات یا بیهوده است و یا دوره کوتاهی را شامل می‌شود؛ چراکه تعهدات اختیاری گذشته به طور منفی با بازدههای سهام آینده مرتبط است (چی و گوپتا، ۲۰۰۹). به همین منظور با وارد کردن تعهدات اختیاری گذشته (تعهدات اختیاری سال ۱۳۸۶) بررسی شد

که آیا رابطه بین تعهدات اختیاری و کل خطای ارزشیابی نسبت به یافته‌های قبلی ما متفاوت است یا خیر. نتایج نشان داد که حتی بعد از کنترل تعهدات اختیاری گذشته، رابطه مثبت و معناداری بین کل خطای ارزشیابی و تعهدات اختیاری مثبت و به تبع آن رابطه مثبت و معناداری بین بیش ارزشیابی سهام و مدیریت سودهای افزایشی وجود دارد؛ لذا فرضیه تحقیق، حتی بعد از کنترل تعهدات اختیاری گذشته نیز قابل پذیرش است.

### خلاصه و نتیجه گیری

این مطالعه اثر بیش ارزشیابی را سهام بر مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره پنجساله مورد بررسی قرار داد. بدین منظور ارقام تعهدی اختیاری به عنوان معیار مدیریت سود با استفاده از الگوی تعدیل شده جونز برای سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۴ و خطاهای ارزشیابی به عنوان معیار اضافه ارزشیابی با استفاده از الگوی رودز-کروپف و همکاران (۲۰۰۵) برای سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۳ محاسبه و سپس رابطه بین این دو از طریق الگوی ابداعی چی و گوپتا (۲۰۰۹) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش تأیید کننده فرضیه تحقیق است. جنسن (۲۰۰۵) پیش‌بینی می‌کند که بیش ارزشیابی سهام می‌تواند موجب شود که مدیران در فعالیتهایی درگیر شوند که از قیمت‌های باد کرده سهام در کوتاه مدت حمایت کنند درحالی که این فعالیتها می‌تواند ثروت سهامداران را در بلند مدت تهدید کند.

به طور کلی، نتایج آزمون‌ها مؤید این است که بیش ارزشیابیهای سهام، مدیریت سودهای افزایشی بعدی (بهره‌گیری از تعهدات اختیاری بیشتر در گزارشهای مالی) را در پی دارد. از لحاظ آماری، یک واحد افزایش در کل خطای ارزشیابی ۰/۳۱۸ واحد افزایش در تعهدات اختیاری را موجب می‌شود؛ به عبارت دیگر در شرکتهای مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت شرکتهای هنگامی که سهام، بیش ارزشیابی می‌شود، به منظور دستیابی به منافع افزایش قیمت سهام با دستکاری تعهدات اختیاری، تمایل به حمایت از اندازه بیش ارزشیابی شده دارند. نتیجه فرضیه این تحقیق با این گفته جنسن، که «هرچه

مقدار بیش ارزشیابی بیشتر شود (خطاهای ارزشیابی بیشتر) مقدار مدیریت سودهای افزایشی بیشتر می‌شود (تعهدات اختیاری بالاتر)» و نتایج مطالعات بادرسچر (۲۰۱۰)، بادرسچر و همکاران (۲۰۰۹)، چی و گوپتا (۲۰۰۹)، جی چن (۲۰۰۷)، مارسو کیتیت و وارما (۲۰۰۷) و کوتاری و همکاران (۲۰۰۶)، که تعهدات اختیاری را به طور معکوس در مورد تغییرات خطاهای ارزشیابی ارزیابی کرده‌اند، مطابقت دارد.

### پیشنادهای پژوهش

۱- مهمترین علت پدیده اضافه ارزشیابی، عدم تقارن اطلاعاتی است. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی با الزامات قانونی و استاندارد گذاری، شرکتها را به افشای کافی و ارائه اطلاعات کامل و شفاف برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ارزیابی آنها از عملکرد شرکت ملزم نمایند و تا حد امکان از اختیارات مدیران برای مدیریت کردن سودها بکاهند.

۲- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی سهام شرکتها بدقت صورتهای مالی آنها را بررسی کنند و تمامی جوانب شرکتها را همچون پدیده‌های اضافه ارزشیابی و مدیریت سود مد نظر قرار دهند و از معاملات ذهنی بر پایه باور دیگر سرمایه‌گذاران، خودداری کنند.

۳- ارائه آموزشهایی به سرمایه‌گذاران از سوی سازمان بورس اوراق بهادار، درباره مفاهیم و قواعد سرمایه‌گذاری، ارزشیابی سهام شرکتها و عمومی کردن نتایج تحقیقات درباره بازار اوراق بهادار، می‌تواند در کاهش خطاهای ارزشیابی، مؤثر واقع شود.

### محدودیت‌های تحقیق

۱- عدم دسترسی به اطلاعات برخی از شرکتها و در نتیجه حذف آنها از نمونه می‌تواند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد.

۲- با توجه به اینکه امکان کنترل تمامی عوامل مؤثر بر متغیر وابسته وجود نداشته است، نتایج تحقیق باید با توجه به تأثیرهای احتمالی این عوامل (از قبیل تورم، سیاستهای دولت و ..) تفسیر شود.

## یادداشتها

- |   |                         |
|---|-------------------------|
| 1. Chi and Gupta                                    | 2. Jensen               |
| 3. Marciu kaityte and Varma                         | 4. Kothari              |
| 5. Speculative Trading                              | 6. Liquidity Crunches   |
| 7. Burns and Kedia                                  | 8. Weisbach             |
| 9. Badertscher                                      | 10. Graham              |
| 11. Income Increasing Earning Management            | 12. Jones               |
| 13. Rhodes Kropf                                    | 14. Firm Specific error |
| 15. Time Series Sector Error (Industry Level Error) |                         |
| 16. Wattz and Zimmerman                             | 17. Panel Data          |
| 18. Skinner and Sloan                               |                         |

## منابع و مأخذ

- بلو، قاسم و اکرم عنابستانی (۱۳۹۰). تاثیر استراتژی تصاحب شرکتهای بر مدیریت سود، دانش حسابداری، سال دوم، ش ۷، ص ۹۹-۱۲۰.
- بهارمقدم، مهدی و علی کوهی (۱۳۸۹). بررسی نوع مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، س اول، ش ۲، ص ۷۵-۹۳.
- Badertscher, B., (2010), Overvaluation and its effect on management's choice of alternative earnings management mechanisms, *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 5, pp. 1491-1518.
- Burns, N., and Kedia, S., (2008), Executive option exercises and financial misreporting, *Journal of Banking and financial*, Vol. 32, pp. 845-857.
- Chi, J. and Gupta, M., (2009), Overvaluation and earning management, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No 9, pp. 1652-1663.
- Cohen, D., Dey, A., and Lys, T., (2008), Real and accrual based earning management in the pre-and post-Sarbanes Oxley periods, *The Accounting Review*, Vol. 83, pp. 757-787.
- Graham, J., Harvey, C., and Rajgopal, S. (2005), The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, pp. 3-.
- Jensen, M., (2005), Agency cost of overvalued equity, *Financial Management*, Vol. 34, pp. 5-19.

- Jones, J., (1991), Earning management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C., (2005), Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 163–197.
- Kothari, S., Loutschina. E., and Nikolaev, V., (2006), Agency cost of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly, *Working Paper*. MIT, University of Virginia, Tilburg University.
- Marciukaityte, D., and Varma, R., (2007), Consequences of overvalued equity: Evidence from earnings manipulation, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 418-43.0
- Rhodes-Kropf, M., Robinso, D., and Viswanathan, S., (2005), Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* Vol. 77, pp. 561-603
- Skinner, D., and Sloan, R., (2002), Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, pp. 289–312.
- Watts, R., and Zimmerman, j. (1990), Positive accounting theory: A ten year perspective, *Accounting Review*, Vol. 65, pp. 131-156.
- Weisbach, M., (1988), Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol .20, pp. 431-460.