

## رابطه حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری با توجه به نقش میانجی‌گر فرصت‌های رشد در بازار سرمایه ایران

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۸/۰۱

تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۱/۱۶

کد مقاله: ۳۴۳۲۸

حسین فیروزی<sup>۱\*</sup>، مهناز آرام<sup>۲</sup>

### چکیده

در این پژوهش، رابطه حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری با توجه به نقش میانجی‌گر فرصت‌های رشد در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار گرفت. بر این اساس بازارهای سرمایه از طریق تخصیص بهینه منابع، منجر به افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ارتقای رفاه عمومی می‌شوند و با تسهیل عملیات نقل و انتقال سرمایه، جریان منابع به محیط‌های بهره‌ور را سبب می‌شوند. سود حسابداری مبتنی بر ارقام تعهدی از نظر بسیاری از کاربران اطلاعات صورت‌های مالی، ابزاری برای سنجش عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود. روش پژوهش توصیفی و استقرایی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. بدین منظور، پژوهش طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفتند و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

واژگان کلیدی: حساسیت بازده سهام، اقلام تعهدی اختیاری، فرصت‌های رشد.

۱- دکترای مدیریت صنعتی، خودروسازی سایپا سیتروئن، کاشان، ایران، (نویسنده مسئول)

Firouzi.ho@saipa-citroen.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه زاهد اسلامی واحد کاشان

## ۱- مقدمه

بازارهای سرمایه از طریق تخصیص بهینه منابع، منجر به افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ارتقای رفاه عمومی می‌شوند و با تسهیل عملیات نقل و انتقال سرمایه، جریان منابع به محیط‌های بهره‌ور را سبب می‌شوند. واضح است که عملکرد مناسب بازار می‌تواند پیامدهای مثبت بسیاری برای عموم دربر داشته باشد به نحوی که امروزه میزان توسعه‌یافتگی بازارهای سرمایه، به‌عنوان یکی از شاخص‌های پیشرفت جوامع تلقی می‌شود. گسترش بازارها و جریان سیال سرمایه بین بازارهای مختلف در اقصی نقاط جهان نیز اهمیت این رکن اقتصادی را افزون ساخته است [۱].

محاسبه سود خالص یک واحد تجاری تحت تأثیر روش‌ها و برآوردهای حسابداری قرار می‌گیرد. لذا همواره امکان دستکاری یا مدیریت سود وجود دارد. انگیزه مدیریت از دستکاری سود، رسیدن به اهداف خویش است که نه تنها ممکن است با اهداف سهامداران همسو نباشد، بلکه در اکثر موارد بآن در تضاد است (تئوری نمایندگی). لذا امروزه، سود به‌عنوان یکی از مهمترین اهداف گزارشگری عملکرد و مبانی تعیین ارزش شرکت مورد تردید واقع شده است [۲]. وجود زمینه مناسب برای دستکاری سود ناشی از تضاد منافع و همچنین به علت وجود برخی محدودیت‌های ذاتی حسابداری از جمله نارسایی‌های موجود در فرآیند برآوردهای آتی و امکان استفاده از روش‌های متعدد حسابداری توسط واحد تجاری موجب شده است که سود واقعی یک واحد از سود گزارش شده در صورت‌های مالی متفاوت باشد. سود حسابداری مبتنی بر ارقام تعهدی از نظر بسیاری از کاربران اطلاعات صورت‌های مالی، ابزاری برای سنجش عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود [۳]. ارقام تعهدی، نشان دهنده فزونی سود گزارش شده نسبت به جریان وجوه نقد تولید شده توسط شرکت می‌باشد که این تفاوت، نتیجه قیود حسابداری در زمانی است که درآمد و هزینه باید شناسایی شوند (اصل تحقق درآمد و اصل تطابق). پژوهش‌های تجربی بسیاری در حال بررسی نقش کیفیت ارقام تعهدی به‌عنوان معیاری از تقارن اطلاعاتی هستند. تأکید بر ارقام تعهدی در این پژوهش‌ها ناشی از آن دسته از شواهد تجربی [۴-۱۰] است که نشان می‌دهد ارقام تعهدی سبب افزایش جریان‌های نقدی آتی می‌گردد در نتیجه کیفیت پایین ارقام تعهدی سبب افزایش هزینه بدهی می‌شود. البته چون ارقام تعهدی مبتنی بر فرضیات و برآوردهای حسابداری می‌باشد، ممکن است در ارقام تعهدی خطاهایی وجود داشته باشد. این خطاها موجب اخلاص در ارقام تعهدی و کاهش سودمندی ارقام تعهدی می‌گردد؛ بنابراین، هر چه اندازه مقادیر خطاها کمتر گردد، کیفیت ارقام تعهدی بالاتر است [۱۱]. از سویی حساسیت بازده سهام اشاره به میزان تغییر پذیری بازده سهام دارد که در پژوهش‌های تجربی به عواملی همچون متغیرهای کلان اقتصادی، ساختار مالکیت، کیفیت سود و نیز کیفیت ارقام تعهدی به‌عنوان مهمترین عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام شرکت‌ها اشاره شده است؛ اما آنچه در پژوهش‌های گذشته در هاله‌ای از ابهام قرار داشته میزان تأثیر ارقام تعهدی اختیاری با توجه به انگیزه‌های مدیریت می‌باشد که به رغم این که اکثر پژوهش‌های تجربی شواهدی از تأثیر منفی ارقام تعهدی اختیاری (مبتنی بر مدیریت سود فرصت طلبانه) ارائه می‌کنند، اما بعضی از پژوهش‌ها نیز شواهدی در خصوص جنبه مثبت ارقام تعهدی اختیاری ارائه نموده‌اند [۱۲-۱۴]. همچنین در مدیریت سود فرصت طلبانه تلاش می‌شود عملکرد عملیاتی واقعی شرکت با استفاده از ایجاد ثبت حسابداری مصنوعی یا تغییر از میزان معقول، پنهان شود. در مقابل در مدیریت سود خوب، سعی شده از آزادی عمل در انتخاب رویه‌های حسابداری به منظور انعکاس بهتری از عملکرد شرکت و به دنبال آن همگرایی هر چه بیشتر سود حسابداری به سود اقتصادی استفاده نماید. در حقیقت مدیریت سود خوب سعی نموده از طریق ارقام تعهدی اختیاری سیگنال‌هایی را در خصوص اطلاعات محرمانه و عملکرد آتی شرکت به بازار مخابره نماید. از سوی دیگر در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا به دلیل مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مدیران از انگیزه بالاتری در جهت اعمال مدیریت سود خوب به منظور ارائه اطلاعات محرمانه در خصوص سودآوری و عملکرد آتی شرکت برخوردارند؛ بنابراین انتظار می‌رود در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی ارزش بیشتری برای ارقام تعهدی اختیاری متصور باشند [۱۴]. با توجه به مسائل مذکور، این پرسش مطرح می‌شود که آیا فرصت‌های رشد بر حساسیت بازده سهام به ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران موثرند؟

## ۲- مبانی نظری

ارقام تعهدی تفاوت، بین سود حسابداری و جریان وجوه نقد حاصل از عملیات را بیان می‌کند و ارقام تعهدی را می‌توان به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک کرد. اجزای اختیاری ارقام تعهدی عبارت از ارقامی است که مدیریت می‌تواند کنترل‌هایی بر روی آن‌ها اعمال کند. اجزای غیراختیاری ارقام تعهدی عبارت از ارقام تعهدی است که مدیریت نمی‌تواند بر روی آن‌ها کنترلی اعمال نماید [۱۵].

رویکرد دیگر در اندازه‌گیری کیفیت سود بر اساس اندازه‌گیری تغییرات در کل ارقام تعهدی است. از آنجایی که بخشی از ارقام تعهدی غیرقابل دستکاری و در طول زمان نسبتاً ثابت بوده، تغییرات در کیفیت سود ارقام تعهدی، میزان دستکاری مدیریت را اندازه‌گیری می‌کند و نشان دهنده کیفیت پایین سود است. برآورد مستقیم ارقام تعهدی اختیاری (غیرعادی) با استفاده از ارقام

بنیادین حسابداری در اندازه گیری تغییرات در کل ارقام تعهدی فرض بر این است که تعیین کننده های غیرمعین ارقام تعهدی دستکاری نشده، در طول زمان ثابت است؛ و برآورد مستقیم ارقام بنیادین حسابداری را بعنوان شاخصی برای ارقام تعهدی دستکاری نشده تعریف می کند. مایرز<sup>۱</sup> مفهوم فرصت های رشد را ارزش فعلی گزینه های (آپشن ها)<sup>۲</sup> پیش روی شرکت برای سرمایه گذاری های آتی می داند [۱۶]. در ادبیات مالی، وجود فرصت های سرمایه گذاری به عنوان معیاری برای رشد شرکت تلقی می شود. هر چه میزان فرصت های سرمایه گذاری بیشتر باشد رشد آن نیز افزایش خواهد یافت. فرصت های رشد به عوامل خاص واحد تجاری از قبیل دارایی های فیزیکی، منابع انسانی، صنعت و عوامل کلان اقتصادی بستگی دارد و می تواند در برگزیده پروژه هایی باشد که در نهایت، سرمایه گذاری در آنها رشد واحد تجاری را رقم زند.

از سویی شرکت ها برای گرفتن تصمیم گیری خوب برای سرمایه گذاری، نیاز به اطلاعات<sup>۳</sup> خوب دارند [۱۸]. اطلاعات خوب نیز، نیاز به داده های خوب دارد. داده ها، معیارهای سنجش یا توصیفی از رویدادها یا موضوعات هستند. اطلاعات، داده هایی هستند که می توانند اثری شگرف بر گیرنده بگذارند [۱۹]. اطلاعات می تواند داده های خام یا داده های دستکاری شده از طریق عملیات جبر جمع ضرب، تقسیم، کسر و یا هر عمل دیگری باشد که منجر به شناخت بهتر یک وضعیت می شود. داده های پردازش شده، اطلاعات می شوند و اطلاعات تفسیر شده، به آگاهی<sup>۴</sup> تبدیل می شوند. تصمیم هایی بر مبنای این آگاهی، شرکت را رهنمود و نهایتاً نتایج تجاری شرکت را مشخص می کند. نقش اطلاعات، آگاهی دادن نسبت به مواردی است که موجب می شود تا ارزیابی قبلی تصمیم گیرندگان در خصوص احتمالات مربوط به وقوع رویدادهای آتی، مورد تجدید نظر قرار گیرد و در نتیجه، عدم اطمینان موجود کاهش یابد. علاوه بر این، اطلاعات باید به تصمیم گیرنده پیامی بدهند که ارزش آن از هزینه های کسب اطلاعات بیشتر باشد و بتواند به صورت بالقوه بر تصمیم هایی که شخص اتخاذ می کند اثر بگذارند [۱۹]. از این رو، یکی از عوامل موثر در تصمیم گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد) می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود. بنابراین، قبل از این که خود اطلاعات برای فرد تصمیم گیرنده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد. لذا در بازار سرمایه کامل، تصمیم های تامین مالی و سرمایه گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و کاستی های (نقصی) بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی، عدم استفاده مناسب از فرصت های سرمایه گذاری را به وجود می آورند. به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی چندین تضاد بین ذینفعان اصلی ایجاد می کند که منجر به عدم استفاده مناسب از فرصت های سرمایه گذاری می شود. از جمله این تضادها می توان به تضاد منافع بین، سهامداران و مدیران، سهامداران فعلی و آتی؛ و سهامداران و اعتباردهندگان اشاره کرد.

همچنین هدف سرمایه گذاران در انجام سرمایه گذاری، کسب سود و در نهایت به حداکثر رساندن ثروتشان می باشد. به منظور تحقق بخشیدن به این امر، سرمایه گذاران در دارایی هایی که دارای بازدهی بالا و ریسک به نسبت پایینی می باشند سرمایه گذاری می کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش آن دارایی بیشتر و ثروت آن افزایش می یابد. نرخ بازده یک اوراق بهادار عامل اصلی در ارتباط با ارزیابی و انتخاب یک سرمایه گذاری محسوب می شود. در تمامی مدل های قیمت گذاری اوراق بهادار محاسبه ارزش فعلی جریان های نقدی آتی که از یک اوراق بهادار انتظار می رود ضروری است. چنانچه سرمایه گذار در اوراق بهادار (سهام) سرمایه گذاری نماید، انتظار دارد که قیمت سهام در اختیار، بالا رفته و متعاقب آن، بازده سهام نیز افزایش یابد. اصولاً بازده سهام به مقدار درآمدی اطلاق می شود که در نتیجه سرمایه گذاری، عاید سرمایه گذار می شود. بازده یک سرمایه گذاری که بر اثر سرمایه گذاری در سهام یا هر نوع سرمایه گذاری دیگر به دست می آید شامل دو قسمت می باشد که عبارتند از: بازده ناشی از دریافت سود سهام و بازده ناشی از منفعت سرمایه<sup>۵</sup> یا ضرر سرمایه<sup>۶</sup>. سرمایه گذاران سهام را به خاطر بازده آتی آن خریداری می کنند. بنابراین مدل های پرتفولیو باید به صورت آینده نگر (مبتنی بر پردازش وقایع آتی) فرموله شوند. به دلیل این که جهان غیر قطعی است، بازده سهام در واقع قضاوت های احتمالی هستند. برای محاسبه بازده مورد انتظار یک سهم، سرمایه گذار به تخمین بازده واقعی قابل دستیابی سهم به علاوه احتمال وقوع هر بازده ممکن نیاز دارد.

در بورس اوراق بهادار ایران به دلیل عدم وجود مؤسسه های تامین سرمایه برخی از فرضیه ها از جمله فرضیه های عدم تقارن اطلاعاتی مبتنی بر مدل بارون، فرضیه ریسک گریزی تضمین کننده اوراق بهادار و فرضیه شهرت مؤسسه های تامین سرمایه کاربردی نخواهد داشت. همچنین به دلیل عدم کارایی بورس اوراق بهادار و یا کارایی ضعیف و نیز به دلیل عدم وجود نهادها و مؤسسه های مالی و به خصوص عدم وجود مؤسسه های تامین سرمایه پدیده عدم تقارن اطلاعاتی احتمالاً می تواند پاسخگویی

- 1 Myers
- 2 Options
- 3 Information
- 4 Knowledge
1. Equity Interest
2. Equity Loss

پدیده عرضه اولیه زیر قیمت سهام جدید در دوره کوتاه مدت باشد. چرا که بر طبق این فرضیه هر چه ابهام قبلی در خصوص شرکت جدید بیشتر باشد، میزان بازده غیر عادی کوتاه مدت بیشتر می‌گردد. همچنین به دلیل خصلت سفته بازی برخی از سرمایه‌گذاران در بورس به نظر می‌رسد فرضیه حباب سفته بازی فرضیه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران مصداق داشته باشد.

### ۳- پیشینه پژوهش

باغینی و همکاران [۲۷] پژوهشی را با عنوان بررسی اثر پایداری سود و دستکاری سود بر حق الزحمه حسابرسی با لحاظ سیاست تقسیم سود انجام دادند. در این پژوهش از دو معیار پایداری سود و دستکاری سود جهت ارزیابی کیفیت سود استفاده می‌شود. لذا، این پژوهش گسترش این موضوع است که سود سهام، اطلاعاتی به همراه دارد که به ارزیابی کیفیت سود شرکت می‌پردازد؛ بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر پایداری سود و دستکاری سود بر حق الزحمه حسابرسی با لحاظ سیاست تقسیم سود می‌باشد. جامعه آماری مورد نظر پژوهش از ۱۲۷ شرکت عضو پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۷۶۲ سال- شرکت) طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، بین پایداری سود و حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌هایی که تقسیم سود دارند، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین دستکاری سود و حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌هایی که تقسیم سود دارند، رابطه معناداری وجود دارد. نصیرزاده و هدایتی پور به بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری بالاتر رابطه مثبت معنی دار و سررسید بدهی کوتاه رابطه مثبت و بی معنا با کارایی سرمایه‌گذاری دارد همین طور بدهی کوتاه مدت بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنادار دارد. نیکومرام و هاشم‌زاده به بررسی رابطه مدیریت سود و حاکمیت شرکتی پرداختند. نتایج آزمون تفاوت میانگین نشان داد که: ۱- شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی کافی بوده اند (خواه اینکه دارای حاکمیت شرکتی قوی یا ضعیف باشند) اقلام تعهدی اختیاری کمتری دارند یعنی در اینگونه شرکت‌ها، مدیریت سود کمتر اتفاق می‌افتد. ۲- شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی کافی می‌باشند، در سطوح یکسان توانایی حاکمیت شرکتی نیز دارای اقلام تعهدی اختیاری کمتری هستند. ۳- شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی، لزوماً اقلام تعهدی اختیاری بیشتری ندارند. بطور کلی، نتایج بیانگر آنست که کفایت حاکمیت شرکتی، نسبت به توانایی حاکمیت شرکتی با مدیریت سود ارتباط معناداری دارد. بدین ترتیب نتایج گویای این مطلب است که کفایت حاکمیت شرکتی یکی از عوامل تعیین کننده موثر بر مدیریت سود است. محمدمحسن قلیزاده و جلال یحیایی [۳۰] ارتباط بین سرمایه فکری و سودآوری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین کارایی سرمایه فکری و سودآوری وجود دارد، در حالی که از بین اجزاء کارایی سرمایه فکری، تنها کارایی سرمایه انسانی دارای رابطه مثبت و معناداری با سودآوری می‌باشد و سایر اجزاء آن از جمله کارایی سرمایه به کار گرفته شده و کارایی سرمایه فرایند دارای رابطه منفی و معنادار با سودآوری بوده و کارایی سرمایه نوآوری و نیز کارایی سرمایه مشتری فاقد رابطه معناداری با سودآوری است. خیراللهی و دیگران [۳۱] پژوهشی را تحت عنوان مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد انجام دادند. یافته‌ها حاکی از آن است که بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های با مدیریت سود واقعی در سطح بالا، کاهش می‌دهند و در میان شرکت‌هایی که مدیریت سود را در سطح بالایی انجام می‌دهند، شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی در سطح ضعیفی هستند، نسبت به شرکت‌هایی که از حاکمیت شرکتی قوی برخوردارند، دارای ارزشیابی نگهداشت وجه نقد کمتری می‌باشند. چانگ ایم و همکاران [۳۲] در پژوهشی رابطه بین سیاست تقسیم سود و مدیریت سود را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که شرکت‌های دارای سیاست تقسیم سود بیشتر متمایل هستند از طریق اقلام تعهدی اختیاری سود شرکت را مدیریت نمایند و به مدیریت سود بپردازند. ژو هوی و همکاران، اثر مدیریت سود بر رابطه بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت را در چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که افشای اطلاعات باعث افزایش در عملکرد شرکت می‌شود. برام و همکاران [۳۴] در مطالعه‌ای تحت عنوان "مدیریت سود واقعی و مبتنی بر اقلام تعهدی و روابط سیاسی"، به بررسی توازن بین استراتژی‌های مدیریت سود واقعی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی در شرکت‌های دارای روابط سیاسی و شرکت‌های فاقد روابط سیاسی پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که در شرکت‌های دارای روابط سیاسی، مدیریت سود واقعی به میزان بیشتری جایگزین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی می‌شود. کیم و پارک [۳۵] در پژوهشی با عنوان دستکاری فعالیت‌های واقعی و تصمیمات تغییر صاحبکار حسابر، به بررسی تأثیر دستکاری فعالیت‌های واقعی توسط مدیریت بر تصمیم حسابرسان برای تغییر صاحبکار پرداختند. آنان نتیجه گرفتند که به استثنای دستکاری فعالیت‌های واقعی به واسطه تولید اضافی، تصمیم‌های عملیاتی فرصت طلبانه صاحبکار دارای ارتباطی مستقیم و معنادار با احتمال تغییر حسابرسان می‌باشند.

رویچادوری و همکاران [۳۶] پژوهشی را تحت عنوان "مدیریت لحظات: نقش مدیریت سود مبتنی بر اقدام تعهدی در برابر مدیریت سود واقعی در ارزشیابی عرضه ثانویه سهام"، اجرا نمودند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که مدیریت سود، ارتباط نزدیک‌تر و قابل پیش‌بینی‌تری با تضعیف عملکرد پس از عرضه ثانویه سهام در بازار دارد، زمانی که این مدیریت سود از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی اجرا شده باشد.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

- ۱- حساسیت بازده سهام به اقدام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است.
- ۲- حساسیت بازده سهام به اقدام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است.

#### ۵- روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۴ می‌باشد. نمونه مورد استفاده نیز از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب شد، به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند: دوره مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود، در طول دوره پژوهش تغییر در دوره مالی نداشته باشند، جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک نباشد و داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ موجود باشند که با اعمال شرایط ذکر شده، تعداد ۱۷۰ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه در این پژوهش، انتخاب شدند. پژوهش حاضر در حوزه پژوهش‌های توصیفی و استقرایی او از نظر هدف کاربردی می‌باشد. این پژوهش از نظر تقسیم‌بندی بر حسب روش اجرا، روش همبستگی و بر پایه داده‌های پس‌رویدادی انجام خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع همبستگی ترکیبی (سری زمانی و مقطعی) یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون می‌باشد. در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای (با استفاده از مقاله‌های موجود در نشریات معتبر، مجله‌های علمی، نمایه‌ها، پایان‌نامه‌های ارشد و دکتری و کتاب‌های مرتبط با موضوع) و برای جمع‌آوری داده‌ها از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار، نرم افزارهای ره‌آورد نوین استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف (K-S)، آزمون دورین - واتسون (DW)، آزمون F فیشرف و t استیودنت و رگرسیون چندگانه استفاده شد.

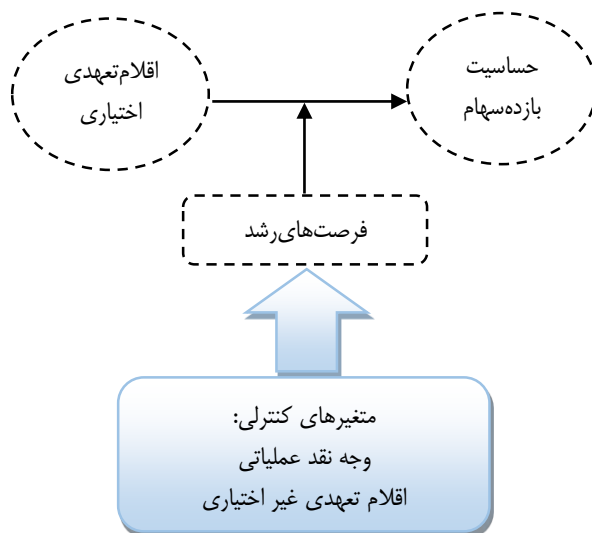
تعاریف عملیاتی برخی از واژه‌ها و اصطلاحات استفاده شده در این پژوهش به شرح زیر است:

**اقدام تعهدی:** اقدام تعهدی، تفاوت بین سود حسابداری و جریان وجوه نقد حاصل از عملیات را بیان می‌کند. بدین معنی که اقدام تعهدی بزرگ نشان دهنده فزونی سود گزارش شده نسبت به جریان وجوه نقد تولید شده توسط شرکت می‌باشد. به خاطر قیود حسابداری است که دست مدیر در تصمیم‌گیری برای اینکه چه زمانی درآمد و هزینه باید شناسایی شوند (اصل تحقق درآمد و اصل تطابق)، تا حدودی باز است.

**اقدام تعهدی اختیاری و غیراختیاری:** اقدام تعهدی را می‌توان به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک کرد. اجزای اختیاری اقدام تعهدی عبارت از اقدامی است که مدیریت می‌تواند کنترل‌هایی بر روی آن‌ها اعمال کند. اجزای غیراختیاری اقدام تعهدی عبارت از اقدام تعهدی است که مدیریت نمی‌تواند بر روی آن‌ها کنترلی اعمال نماید [۱۵]. در این پژوهش برای اندازه‌گیری اقدام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری از مدل جونز [۲۵] استفاده شده است.

**فرصت‌های رشد:** مفهوم فرصت‌های رشد ارزش فعلی گزینه‌های پیش روی شرکت برای سرمایه‌گذاری‌های آتی می‌باشد [۱۶]. در ادبیات مالی، وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان معیاری برای رشد شرکت تلقی می‌شود. هرچه میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر باشد رشد آن نیز افزایش خواهد یافت. فرصت‌های رشد به عوامل خاص واحد تجاری از قبیل دارایی‌های فیزیکی، منابع انسانی، صنعت و عوامل کلان اقتصادی بستگی دارد و می‌تواند در برگیرنده پروژه‌هایی باشد که در نهایت، سرمایه‌گذاری در آنها رشد واحد تجاری را رقم زند.

مدل مفهومی این پژوهش براساس پژوهش‌های انجام شده توسط روبین و وو [۱۴] و همچنین اجمل و همکاران مهیا گردید.



نمودار ۱. مدل مفهومی پژوهش (نگارندگان)

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۶-۱- آمار توصیفی

در نگاره (۱) شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و شاخص‌های پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	تعداد	شاخص‌های مرکزی		شاخص‌های پراکندگی		
			میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
R	بازده سهام	۸۵۰	۶۰/۹۷۴۴۵	۳۲/۸۷۵۰۰	۱۰۵/۹۰۵۹۸۳	۲/۳۵۰	۸/۸۲۵
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	۸۵۰	۰/۰۳۵۸۷	۰/۰۳۴۱۳	۰/۰۲۱۵۳۲	۰/۱۹۷	-۱/۱۵۱
OCF	وجه نقد عملیاتی	۸۵۰	۶۰۸۶۸۷/۸۴۷۰۶	۷۸۳۱۰/۵۰۰۰۰	۲۲۳۴۳۸۷/۲۰۳۷۸۹	۶/۳۴۳	۴۷/۸۳۰
NDAC	اقلام تعهدی غیر اختیاری	۸۵۰	۰/۱۱۵۹۱	۰/۷۶۸۸	۰/۳۴۴۲۹۱	۱۳/۷۵۰	۲۱۳/۳۹۲
GROW	فرصت‌های رشد	۸۵۰	۰/۵۶۲۳۵	۱/۰۰۰۰۰	۰/۴۹۶۳۸۹	-۰/۲۵۲	-۱/۹۴۱

\*: متغیرهای پژوهش سالانه محاسبه می‌شوند؛ بنابراین داریم:  $۸۵۰ \times ۱۷۰ = ۱۴۲۵۰۰$ ، که در این رابطه عدد ۱۷۰ بیانگر تعداد شرکت‌های نمونه مورد مطالعه و عدد ۵ بیانگر دوره زمانی پژوهش (۱۳۹۰-۱۳۹۴) می‌باشند؛ بنابراین تعداد مشاهدات این پژوهش برای هر متغیر برابر با ۸۵۰ سال-شرکت می‌باشد.

همان‌طور که در نگاره (۱) نیز قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می‌باشند. همچنین در جامعه آماری مورد بررسی بیشترین و کمترین مقدار این پارامتر به ترتیب برابر  $۲۲۳۴۳۸۷/۲۰۳۷۸۹$  (وجه نقد عملیاتی) و  $۰/۰۲۱۵۳۲$  (اقلام تعهدی اختیاری) می‌باشد.

### ۶-۲- آمار استنباطی

از آنجا که در این پژوهش از روش داده‌های ترکیبی جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است، آزمون‌های چاو (جهت استفاده از مدل پانل)، هاسمن (جهت استفاده از اثر ثابت یا تصادفی) و مدل‌های رگرسیونی (جهت داده‌های تابلویی) استفاده شد. با توجه به نتایج آماری معناداری آزمون چاو در تمامی سطوح مورد بررسی، کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین از مدل پانل برای تجربه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. همچنین معناداری آماره (F کمتر از ۰/۰۵) حاکی از معناداری مدل رگرسیونی می‌باشد.

## ۷- نتایج آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون مدل پژوهش برای بررسی فرضیه‌های مفروض در نگاره (۲) ارائه شده است.

جدول ۲- نتایج برآورد مدل پژوهش

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
A	۶۳/۸۹۹۱۷	۸/۵۷۳۷۹۳	۰/۰۰۰۰	معنادار و مثبت	-
DAC	۸/۰۵۹۳۵	۲/۱۳۳۲۳۵۸	۰/۰۰۴۰	معنادار و مثبت	۱/۵۴۵
OCF	-۲/۰۸E-۰۶	-۲/۲۶۷۳۳۸	۰/۰۰۵۴	معنادار و منفی	۱/۰۰۵
NDAC	-۹/۱۸۶۷۹۵	-۰/۶۱۴۲۶۵	۰/۵۳۹۲	بی‌معنی	۱/۰۰۲
GROW	-۲/۸۵۰۸۱۵	-۰/۳۱۱۷۵۳	۰/۷۵۵۳	بی‌معنی	۱/۵۴۱
DAC*GROW	۰/۶۳۵۱۳۲	۰/۰۴۷۳۴۴	۰/۹۶۲۲	بی‌معنی	۱/۰۰۹
مقدار F	۶/۳۹۸۴۳۲		مقدار احتمال F		۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۳۳۰۴۰		دوربین واتسون		۲/۱۵۴۷۰۲

مقادیر VIF (عامل افزایش واریانس) شاخصی برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل است در صورتیکه مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان این شاخص برای متغیرها کمتر از ۱/۵۴۵ است. برای برآورد ضرایب می‌توان فرض‌های زیر را با استفاده از آماره‌های t - جزئی انجام داد. فرض صفر و فرض صفر برای عرض از مبدا یا مقدار ثابت به صورت زیر است:

$$H_0 : 0 \quad 0$$

$$H_1 : \varepsilon_0 \quad 0$$

و برای میزان ارتباط متغیرهای مستقل و کنترل به صورت زیر نوشته میشود

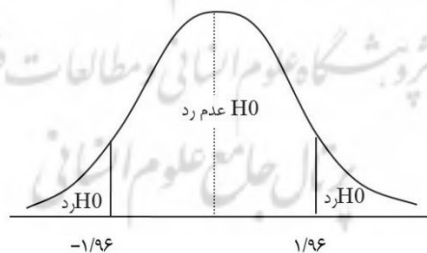
$$H_0 : 1 \quad 0$$

$$H_1 : 1 \quad 0$$

و مقدار آماره آزمون به صورت زیر محاسبه میگردد:

$$t_i = \frac{i}{S_i} \quad i = 0, 1, 2, \dots, 4$$

توزیع آماره بالا برای نمونه‌های بزرگ توزیع نرمال استاندارد است بنابراین ناحیه رد و عدم رد به صورت زیر خواهد بود.



نمودار ۲. بنابراین ناحیه رد و عدم رد (نگارندگان)

نحوه داوری به این صورت است که اگر مقدار t در ناحیه رد قرار گیرد فرض صفر رد می‌شود.

در نگاره (۲) رابطه بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته مشخص شده است رابطه مثبت و معنادار به این مفهوم است که با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می‌یابد در حالیکه در ارتباط منفی معنادار با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته کاهش می‌یابد در ارتباط بی معنی هم رابطه ای بین متغیر مستقل و وابسته وجود ندارد. مقدار آماره t برای DAC برابر برای اطمینان ۲/۱۳۳۲۳۵۸ و برای سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار و مثبت است. مقدار آماره t برای OCF برابر با -۲/۲۶۷۳۳۸- و برای سطح اطمینان ۰/۹۵ معنادار و منفی است. مقدار آماره t برای NDAC با -۰/۶۱۴۲۶۵- و برای سطح اطمینان ۹۵ درصد بی‌معنی است. مقدار آماره t برای GROW برابر با -۰/۳۱۱۷۵۳- و برای سطح اطمینان ۹۵ درصد بی‌معنی است. مقدار آماره t برای DAC\*GROW برابر با ۰/۰۴۷۳۴۴ و برای سطح اطمینان ۹۵ درصد بی‌معنی است. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با

۸/۵۷۳۷۹۳ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است. لذا مدل برازش شده‌ای برای این پژوهش به شرح زیر است:

$$Eit + it OCF - 0.6 E - 2/0.8 it DAC = 63/89917 + 1/0.5935 Rit$$

همان طور که مشاهده می‌شود بر اساس آماره «دوربین- واتسون» مقدار این آماره برابر است با ۲/۱۵۴۷۰۲ است که بین ۵ و ۱ است. از این رو می‌توان اظهار داشت که در مدل خودهمبستگی بین مشاهدات وجود ندارد. آماره  $t$  برای متغیر توضیحی DAC (با بتای ۸/۰۵۹۳۵) برابر با ۲/۱۳۳۲۲۸ است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰/۰۰۴۰ است که در سطح اطمینان ۹۵٪ از نظر آماری معنی‌دار و مثبت است. لذا فرض  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و فرض  $H_1$  مبنی بر اینکه حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است، تایید می‌گردد.

آماره  $t$  برای متغیر توضیحی  $DAC * GROW$  (با بتای ۰/۶۳۵۱۳۲) برابر با ۰/۴۷۳۴۴ است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰/۹۶۲۲ است که در سطح اطمینان ۹۵٪ از نظر آماری بی‌معنی است. لذا فرض  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود و فرض  $H_1$  در خصوص اینکه حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است، رد می‌گردد.

فرضیه‌های پژوهش با آزمون تحلیل رگرسیون بررسی شده است. چکیده نتایج با توجه به فرضیه‌های پژوهش در نگاره (۳) به نمایش درآمده است. در نگاره (۳) خلاصه یافته‌ها و نتایج آزمون فرضیات پژوهش آمده است:

جدول ۳. خلاصه فرضیه‌ها و نتایج پژوهش

شماره فرضیه	شرح فرضیه	قبول یا رد	تاثیر	جهت	علامت
۱	حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است.	قبول	مثبت	مستقیم	+
تفسیر: در صورتی تغییر یک واحد در اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و پایین، میزان بازده سهام ۸/۰۵۹۳ واحد در جهت مثبت تغییر می‌یابد.					
۲	حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا و پایین، میزان بازده سهام ۸/۰۵۹۳ واحد در جهت مثبت تغییر می‌یابد.	رد	-	-	-
تفسیر: در صورتی تغییر یک واحد در اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا و پایین، میزان بازده سهام تغییر نمی‌کند.					

## نتیجه گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد حساسیت بازده سهام به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است. استانداردها و اصول پذیرفته شده حسابداری تا حدودی به مدیران آزادی عمل و اختیارات اعطا می‌نماید، لذا گزارشات مالی به ویژه اقلام تعهدی و سود حسابداری تا حدودی مبتنی بر برآوردها، انگیزه‌ها و انتظارات مدیران می‌باشند. در ادبیات پژوهش به سه انگیزه اصلی مدیران از اعمال مدیریت سود اشاره شده است: نخستین انگیزه، انگیزه فرصت‌طلبانه است که طی آن مدیریت به منظور حداکثر نمودن منافع شخصی خود سعی در مدیریت سود می‌نماید. دومین انگیزه، قراردادهای کارا است که مدیران به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی با اعتباردهندگان و سهامداران اقدام به مدیریت سود می‌کنند. سومین انگیزه، انگیزه علامت دهی است که طبق آن مدیریت به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دست به مدیریت سود می‌زند. پژوهش‌های تجربی پیشین در خصوص انگیزه‌های فوق بویژه انگیزه سوم، شواهدی از وجود رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام ارائه نموده اند. در انگیزه علامت دهی، مدیریت سعی نموده از آزادی عمل خود در انتخاب رویه‌های حسابداری به منظور انعکاس بهتری از عملکرد شرکت و به تبع آن همگرایی هر چه بیشتر سود حسابداری به سود اقتصادی استفاده نماید. در واقع مدیریت سعی نموده از طریق اقلام تعهدی اختیاری سیگنال‌هایی را در خصوص اطلاعات محرمانه و عملکرد آتی شرکت به بازار مخابره نماید. از سوی دیگر در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا به دلیل مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مدیران از انگیزه بالاتری در جهت اعمال مدیریت سود (اقلام تعهدی اختیاری) به منظور ارائه اطلاعات محرمانه در خصوص سودآوری و عملکرد آتی شرکت برخوردارند، بنابراین انتظار می‌رود در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی ارزش بیشتری برای اقلام تعهدی اختیاری متصور باشند. از سوی دیگر طبق انگیزه علامت دهی، در شرایطی که اطلاعات محرمانه و برنامه‌های شرکت حاکی از چشم انداز اقتصادی مثبت و سودآوری آتی می‌باشد نسبت به عکس این شرایط، مدیران از انگیزه بیشتری در جهت اعمال مدیریت سود رو به بالا (اقلام تعهدی اختیاری مثبت) به منظور ارائه اطلاعات محرمانه





- 15- Richard, A. & Wu, Q. " Firm growth and the pricing of discretionary accruals", Springer Science + Business Media New York
- 16- Hnadricson, M., Vanvirad, S.F., Adams, M.B. The investment opportunity set and the voluntary use of outside directors: New Zealand evidence. Account. Business Res.
- ۱۷- شجاعی باغینی، نسیم، ۱۳۹۵، بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و حق الزحمه حسابرسی، اولین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، اهواز
- ۱۸- قلیزاده، محمدحسن و ولیپور، محمدعلی و اصغری، مرضیه، ۱۳۹۳، بررسی تأثیر استراتژی های تأمین مالی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران
- ۱۹- خیراللهی، فرشید و آزادی، محمد و نوروزی، رضا و بهاريفرد، محمدصادق، ۱۳۹۳، مطالعه تأثیر مالکیت نهادی بر کیفیت حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی پژوهش های کاربردی در علوم مدیریت و حسابداری، تهران
- 20- Chung, H, Kallapur, S. Client importance, non-audit services and abnormal accruals. Account. Rev. □□□□□□□□□□□□□□□□□□□□
- 21- Beaver, W., and S. Ryan. "Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. " Journal of Accounting Research
- 22- Kinopark, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. J. Account. Econ.
- 23- Roychadori, J.K., Francis, J.R. Does size matter? The influence of large clients on off-firm level auditor reporting decisions. J. Account. Econ.

