



Overvaluation and the Relation between Benchmark Beating and Unexpected Accruals

Mohammad Javad Salimi¹, Yahya Hassas Yeganeh², Alireza
Javadipour³

Received : 2018/02/25

Approved: 2018/05/29

Abstract

This study investigates the impact of overvaluation on the relation between benchmark beating and unexpected accruals in firms listed in Tehran Stock Exchange. The sample consists of 105 firms listed in the Tehran Stock Exchange from 2009 to 2016. To analyze data and test hypotheses, multivariate regression model is used. Results show that there is no significant relation between overvaluation and unexpected accruals. Also, findings indicate a significant relation between benchmark beating and unexpected accruals, which is in compliance with results of Coulton et al (2015) and Farajzadeh et al (1394) research. Finally, results show that overvaluation has an significant impact on the relation between benchmark beating and unexpected accruals, which is in compliance with results of Coulton et al research (2015).

Keyword: Overvaluation, Earning management, Benchmark beating, Unexpected accruals.

JEL Classification: D46, M41

DOI: 10.22051/jera.2018.19204.1948

¹ Assistant Professor of Accounting, Alame Tabatabai'i university, Tehran, Iran,
(j_salimi@yahoo.com)

² Professor of Accounting, Alame Tabatabai'i university, Tehran, Iran,
(Yahya_yeganeh@yahoo.com)

³ Phd student of Accounting, Alame Tabatabai'i university, Tehran, Iran, corresponding author,
(Alirezajavadipour@yahoo.com)

<https://jera.alzahra.ac.ir>

تأثیر ارزش‌گذاری بیش از اندازه شرکت‌ها بر رابطه بین دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره

محمد جواد سلیمی*، یحیی حساس یگانه**، علیرضا جوادی پور***

تاریخ دریافت: ۰۶ / ۱۲ / ۹۶

تاریخ پذیرش: ۰۸ / ۰۳ / ۹۷

مقاله پژوهشی

چکیده

در این پژوهش بصورت نظری و تجربی به بررسی و ارزیابی تأثیر بیش از ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. در همین راستا ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. بدین منظور سه فرضیه اصلی برای بررسی این موضوع تدوین و براساس الگوی داده‌های ترکیبی و اثرات تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. روش پژوهش از نوع همبستگی بوده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که فرضیه مربوط به وجود رابطه معنادار میان بیش از ارزش‌گذاری شرکت‌ها و ارقام تعهدی غیرمنتظره رد شده که می‌تواند به این علت باشد که بیش از ارزش‌گذاری شرکت ناشی از عملکرد مناسب شرکت و بهبود فعالیت‌های آن باشد. لیکن فرضیه مربوط به وجود رابطه معنادار میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره رد نمی‌شود. همچنین فرضیه مربوط به تأثیر بیش از ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره رد نمی‌شود.

واژه‌های کلیدی: بیش از ارزش‌گذاری شرکت‌ها، مدیریت سود، دستیابی به سطوح عملکردی، ارقام تعهدی

غیر منتظره.

طبقه‌بندی موضوعی: D46، M41

DOI: 10.22051/jera.2018.19204.1948

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران، ایران، (j_salimi@yahoo.com).

** استاد گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران، ایران، (Yahya_yeganeh@yahoo.com).

*** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران، ایران، (نویسنده مسئول)، (Alirezajavadipour@yahoo.com).

<https://jera.alzahra.ac.ir>

مقدمه

با توجه به اهمیت صورت‌های مالی خصوصاً صورت سود و زیان در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان و همچنین جهت اعطای وام و اعتبار، ممکن است مدیران جهت جلب نظر مساعد اعتباردهندگان و استفاده‌کنندگان و وضعیت مطلوبی از سودآوری شرکت را به نمایش بگذارند تا ضمن جذب سرمایه لازم بتوانند هزینه‌های را کاهش دهند. همچنین در بازار سرمایه شرکت‌هایی هستند که دچار زیان می‌شوند؛ برخی از این زیان‌ها ناچیز است و مدیر می‌تواند با دستکاری در ارقام، عدد زیان را که بار منفی دارد به عدد سود (اگرچه بسیار کوچک باشد) تحریف کند (مدرس و همکاران، ۱۳۸۸). اگر سرمایه‌گذاران نتوانند به درستی قیمت سهام شرکت‌ها را تعیین کنند، به گونه‌ای که ارزش بازار سهام شرکت بیش از ارزش ذاتی آن باشد (ارزش‌گذاری بیش از اندازه شرکت) مدیریت شرکت برای دستیابی به سود مورد نظر بازار، احتمالاً به مدیریت سود روی آورده تا پاسخگوی انتظارات بازار باشد چرا که مدیریت به این امر به خوبی واقف است که در صورت برآورده نشدن انتظارات سهامداران قیمت سهام سقوط خواهد کرد (جنسن، ۲۰۰۵؛ چی و گوپتا، ۲۰۰۹).

در واقع مدیران شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده با ۲ انتخاب مواجه هستند. اول اینکه آنها به بازار سرمایه با استفاده از شوک سودآوری هشدار دهند که نمی‌توانند عملکرد عملیاتی مورد انتظار را ارائه دهند تا قیمت سهام متورم شده اصلاح شود. مشخصاً این موضوع می‌تواند در کوتاه‌مدت و بلندمدت در مورد ادامه تصدی وی در شرکت خطرناک باشد. انتخاب دوم مدیران شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده این است که گزارش‌های عملکردی خود را به گونه‌ای متورم کنند تا با قیمت سهام همخوانی داشته باشد (جنسن، ۲۰۰۵). مطالعات نشان می‌دهند که مدیران در زمان گزارش سود درگیر سه آستانه می‌شوند و سود را برای دستیابی به این آستانه‌ها مدیریت می‌کنند. این سه آستانه شامل ۱. اجتناب از زیان، ۲. اجتناب از کاهش سود و ۳. اجتناب از سود غیرمنتظره منفی است (چن، ۲۰۰۵؛ چی و همکاران، ۲۰۱۱).

اقلام تعهدی غیرمنتظره اقلامی هستند که مدیریت می‌تواند آنها را کنترل کند. به عبارت دیگر، اقلام تعهدی غیرمنتظره آنهایی هستند که مدیریت بر آنها کنترل داشته و می‌تواند آنها را به تأخیر بیندازد، حذف کند و یا ثبت و شناسایی آنها را تسریع کند. اقلام تعهدی منتظره

اقلامی هستند که بر اساس تغییرات در عملکرد بنیادی اقتصادی شرکت تخمین زده می‌شوند و مدیریت نمی‌تواند آنها را کنترل کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰).

بیش ارزش گذاری شرکت‌ها و دستیابی به سطوح عملکردی می‌تواند محرک‌هایی برای مدیریت سود باشد، لذا می‌بایست رابطه این ۲ عامل به صورت جداگانه و توأم با مدیریت سود بررسی گردد. با توجه به اینکه اقلام تعهدی غیر منتظره می‌تواند شاخصی برای مدیریت سود باشد، می‌توان رابطه ۲ عامل ذکر شده را با این متغیر سنجید. در واقع هدف پژوهش حاضر بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بیش ارزش گذاری شرکت‌ها می‌تواند محرکی برای مدیریت سود در شرکت‌هایی باشد که عملکرد آن‌ها در نقاط خاصی از سطوح عملکردی قرار دارد؟

نقطه افتراق پژوهش حاضر با پژوهش‌های پیشین، بررسی ۲ عامل بیش ارزش گذاری و دستیابی به سطوح عملکردی به صورت توأم و به تفکیک صنایع مختلف می‌باشد. با توجه به مدل استفاده شده در این پژوهش که بیش ارزش گذاری شرکت‌ها را از طریق مقایسه ارزش بازار آنها با ارزش ذاتی آنها می‌یابد، می‌بایست ارزش ذاتی هر شرکت در صنعتی که در آن فعالیت می‌کند محاسبه گردد. در نتیجه در پژوهش حاضر متغیرهای مورد استفاده به تفکیک صنایع محاسبه شده است.

مبانی نظری پژوهش

تعیین ارزش شرکت‌ها و شناسایی شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده

آنچه که تعیین کننده قیمت و ارزش ذاتی سهام یک شرکت در بازار است، مجموع عرضه و تقاضای ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاران و به تبع آن، درک آنان از بازده سرمایه گذاری بر اساس اطلاعات کسب شده است. اما در عمل، گاهی قیمت سهام در بازار انعکاس دقیقی از اطلاعات موجود نیست و بازار در مواجهه با اطلاعات منطقی عمل نمی‌کند که به تبع آن، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام متفاوت خواهد شد (ثقفی، ۱۳۹۰). بیش ارزش گذاری شرایطی است که یک شرکت نتواند عملکرد هماهنگ و منطبق با ارزش خود را ارائه دهد. در واقع، شرکت‌های با ارزش گذاری بالای سهام فاقد توانایی عملیاتی لازم در دستیابی به سطحی از عملکرد هستند که منعکس کننده قیمت واحد تجاری است (جنسن، ۲۰۰۵).

یکی از شاخص‌های ارزیابی شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده استفاده از نسبت Q Tobin (نسبت ارزش بازار خالص دارایی‌های شرکت به ارزش جایگزینی آنها) است (لانگ و همکاران، ۱۹۸۹). به علت دشواری محاسبه ارزش جایگزینی دارایی‌ها از ارزش دفتری آنها به عنوان شاخصی برای محاسبه نسبت کیو توین استفاده می‌شود. با استفاده از روش رودز کروف^۵ که در سال ۲۰۰۵ انجام شده است، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها تفکیک می‌شود تا معیارهای بیش ارزش‌گذاری بیشتری به دست آید.

در پژوهش حاضر خطای ارزش‌گذاری خاص شرکت (FSV_ERROR) به عنوان عاملی که بر سطح ارقام تعهدی و تغییرات آن اثر می‌گذارد، شاخص اصلی بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها انتخاب شده است. خطای ارزش‌گذاری خاص شرکت را می‌توان انحراف از ارزش بنیادی (ذاتی) آن بیان کرد که تحت تأثیر عامل زمان و صنعت است. خطای مذکور میزان بیش ارزش‌گذاری شرکت را بر مبنای ضرایب ارزش‌گذاری صنعت در سال جاری اندازه‌گیری می‌کند و بنابراین معیار مناسب‌تری است زیرا میزان ارقام تعهدی غیرمنتظره را به حداکثر مقدار خود می‌رساند (کولتون و همکاران، ۲۰۱۵).

دستیابی به سطوح عملکردی

شواهد زیادی در ارتباط با توقف سطوح سودآوری در نزدیکی آستانه‌های سودآوری وجود دارد. این موارد شامل سطوح سودآوری در حدود صفر (به علت اینکه مدیران تمایلی به ارائه زیان ندارند)، تغییرات در سطوح سودآوری (مدیران از ارائه کاهش در سود اجتناب می‌کنند) و دستیابی به پیش‌بینی تحلیلگران (گزارش کردن ارقام غیرمنتظره سود) می‌باشد (کولتون و همکاران، ۲۰۱۵). تئوری‌های زیربنای این رویکرد مدیریت سود، تئوری انتظارات و تئوری هزینه معاملات است. در واقع مدیران به ارائه افزایش در سودآوری در صورت‌های مالی که به صورت عمومی منتشر می‌شود اهمیت زیادی می‌دهند و سعی می‌کنند که یک الگوی پایدار از افزایش روند سودآوری ارائه کنند (برگشتالر و دیچو، ۱۹۹۷).

دستیابی به سطوح عملکردی را می‌توان به ۴ دسته زیر تقسیم‌بندی کرد:

- اجتناب از زیان، به این معنا که مدیران سعی در گزارش سودی بیشتر از صفر دارند (برگشتالر و دیچو، ۱۹۹۷).

- اجتناب از کاهش سود، به این معنا که مدیران سعی دارند که گزارش سود مطابق با سود سال قبل باشد (یعنی ارائه سود به میزانی مشابه یا بیشتر از سال قبل) (برگشتالر و دیچو، ۱۹۹۷).
- اجتناب از گزارش زیان به مبلغ زیاد و گزارش زیان کم (کولتون و همکاران، ۲۰۱۵).
- اجتناب از کاهش سود به مبلغ زیاد و گزارش کاهش در سود به مبلغ کم (همان منبع).

اقلام تعهدی غیر منتظره

اقلام تعهدی غیرمنتظره اقلامی هستند که مدیریت می‌تواند آنها را کنترل کند. به عبارت دیگر، اقلام تعهدی غیرمنتظره آنهایی هستند که مدیریت بر آنها کنترل داشته و می‌تواند آنها را به تأخیر بیندازد، حذف کند و یا ثبت و شناسایی آنها را تسریع کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰). از آنجا که اقلام تعهدی غیرمنتظره، در اختیار مدیریت و قابل اعمال نظر توسط مدیریت است، از این اقلام شاخصی در کشف مدیریت سود استفاده می‌شود؛ از این رو، انتظار می‌رود مدیریت از طریق اعمال نظر بر اقلام تعهدی غیرمنتظره موجب دستیابی به سطوح عملکردی و افزایش ارزش شرکت و در نهایت بیش ارزش‌گذاری شرکت شود.

رابطه میان بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها و اقلام تعهدی غیر منتظره

مدیران شرکت‌هایی که سهام آنها بیش از حد ارزش‌گذاری شده یا به عبارتی سهام آنها دارای قیمتی بیش از ارزش واقعی است، نه تنها در برابر اصلاح قیمت‌ها بازار مقاومت می‌کنند، بلکه سعی دارند از طریق مدیریت سود، ارزش‌گذاری بیش از حد سهام را حفظ کنند. از طرفی ثروت مدیران از طریق گزینه‌هایی مانند پاداش و مزایا یا اختیار خرید سهام به عملکرد شرکت وابسته است. لذا ارزش‌گذاری بیش از حد سهام، ثروت آنها را افزایش خواهد داد (بادرشر، ۲۰۱۱). به همین دلیل، شرکت‌هایی با بیشترین ارزش‌گذاری بیش از حد سهام، بیشترین انگیزش را برای استمرار وضعیت فعلی خود دارند (گراهام و همکاران، ۲۰۰۶؛ جنسن، ۲۰۰۵).

شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌هایی بیش ارزش‌گذاری شده در سال‌های بعد دارای عملکرد ضعیفی نسبت به آنچه بازار از این شرکت‌ها انتظار دارد از خود نشان می‌دهد

(اندرسون و بروکز، ۲۰۰۶)؛ اما مدیران این شرکت‌ها تمایل به کاهش قیمت سهام خود ندارند در نتیجه این موضوع باعث ایجاد انگیزه برای مدیران می‌شود تا با استفاده از روش‌های مدیریت سود از ارائه گزارشات ناامیدکننده خودداری کنند و باعث تداوم ارزیابی مثبت شرکت توسط بازار شوند. اگرچه طیف گسترده‌ای از تکنیک‌های مدیریت سود می‌تواند استفاده شود، اما مدیران تمایل بیشتری به استفاده از اقلام تعهدی غیرمتظره دارند؛ زیرا اقلام تعهدی جز مداوم فرآیند گزارشگری مالی هستند و دستکاری آنها به نسبت ساده‌تر و یافتن موارد نادرست در این مبالغ سخت‌تر است (هومز و اسکانتز، ۲۰۱۰).

رابطه میان دستیابی به اهداف عملکردی و اقلام تعهدی غیر منتظره

نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌ها سود را برای اجتناب از زیان و کاهش سود، مدیریت می‌کنند. زیرا مزایای نهایی مدیریت سود در مورد یک افزایش در سودآوری نسبت به کاهش در سودآوری (و یا مدیریت سود برای تبدیل زیان کم به سود کم) بسیار بیشتر است. در اینجا ۲ تئوری مطرح می‌شود: (۱) تئوری مبتنی بر هزینه معاملات با سهامداران و (۲) تئوری مبتنی بر چشم‌انداز که مزایای مدیریت سود در اطراف سود صفر و تغییرات صفر را توجیه می‌کند (دیچو و همکاران، ۲۰۱۳).

تئوری هزینه معاملات مبتنی بر ۲ فرض است:

- اطلاعات سودآوری شرکت بر شرایط معاملات شرکت با سهامداران و مشتریان تأثیرگذار است و شرکت‌های با سودآوری بالا هزینه معاملات کمتری دارند (همان منبع).
 - با توجه به اینکه برخی از سهامداران و مشتریان شرایط معامله با شرکت را بر اساس تفکیک شرکت‌هایی که بالای سطح سود صفر (و یا تغییرات صفر در سود) بوده‌اند مشخص می‌کنند، هزینه معاملات برای شرکت‌هایی که زیان گزارش می‌کنند و یا در سطح سودآوری آنها کاهش اتفاق افتاده است بیشتر است.
- با توجه به ۲ فرض فوق، شرکت‌هایی که زیان گزارش می‌کنند و یا مبلغ سودآوری آنها کاهش می‌یابد هزینه معاملاتی بیشتری متحمل می‌شوند.

همچنین طبق تئوری چشم‌انداز تصمیم‌گیرندگان و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، ارزش شرکت را با توجه به نقطه مشخصی از سودآوری (و نه میزان معینی ثروت شرکت) درک می‌کنند. تئوری مذکور همچنین بیان می‌کند که منحنی ارزش شرکت در حوالی منطقه زیان به صورت مقعر و حوالی منطقه سود به صورت محدب است. به این معنا که برای یک افزایش مشخص در ثروت سهامداران، افزایش متناظر در ارزش شرکت زمانی که افزایش در ثروت از منطقه زیان به سود حرکت می‌کند در بیشترین مقدار خود قرار دارد (کانمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

جرجرزاده و نیکبخت (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر اقلام تعهدی اختیاری و وجوه نقد عملیاتی بر بازده سهام در شرکت‌های رشدی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های رشدی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، دستکاری اقلام تعهدی اختیاری تأثیر بیشتری بر بازده سهام دارد. همچنین، اقلام تعهدی مثبت در شرکت‌های رشدی تأثیر بیشتری بر بازده سهام دارند.

ایزدی نیا و میرزایی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارزش‌گذاری بالای سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی اختیاری پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ارزش‌گذاری بالای سهام بر معیارهای کیفیت حسابرسی اثر مثبت و معنی‌داری دارد.

خواجه‌جوی و ابراهیمی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود با هدف دستیابی به آستانه‌های سود پرداختند و به رابطه منفی و معنادار بین احتمال مدیریت سود با هدف دستیابی یا پیشگیری از سود سال قبل و اندازه‌ی مؤسسه حسابرسی رسیدند.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر ارزش‌گذاری بیش از حد سهام بر مدیریت سود واقعی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها به یافتن تأثیر معنادار ارزش‌گذاری بیش از حد سهام بر مدیریت سود واقعی منتج گردید.

ثقفی و جمالیان پور (۱۳۹۲) به بررسی رابط ارقام تعهدی غیر منتظره، انحراف پایداری سود و بحران مالی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر رابطه معنادار بحران مالی با خصوصیات بر آمده از ویژگی‌های کیفی سود می‌باشد.

ودیدی و عظیمی‌فر (۱۳۹۱) در پژوهش به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بالا ارزش‌گذاری شده در مقایسه با شرکت‌های با ارزش‌گذاری پایین، ارقام تعهدی اختیاری جاری بیشتری را در سال جاری گزارش خواهند نمود.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی غیرمنتظره و محافظه‌کاری در حسابداری پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که ارقام تعهدی غیرمنتظره حاصل از مدل جونز تعدیل شده رابطه مثبت و معناداری با محافظه‌کاری دارد.

مدرس و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی انگیزه‌های مدیریت سود پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که اندازه شرکت و قراردادهای بدهی محرکی برای مدیریت سود در شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد اما متغیر اجتناب از زیان کم تنها بر مدیریت سود در شرکت‌های صنعت فرآورده‌های نفتی و محصولات شیمیایی تأثیر دارد.

پیشینه خارجی

حیب و حسن (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی نقش استراتژی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام و میزان اثرگذاری بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر این رابطه پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که استراتژی‌های نوآورانه را دنبال می‌کنند بیشتر در معرض بیش ارزش‌گذاری قرار دارند که باعث افزایش ریسک آتی سقوط قیمت آتی سهام می‌شود.

لو و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی ارتباط مدیریت سود و میزان پیچیدگی صورت‌های مالی پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که هر چه میزان مدیریت سود در جهت دستیابی به اهداف سودآوری سال‌های گذشته بیشتر باشد میزان پیچیدگی صورت‌های مالی نیز بیشتر خواهد بود.

زو (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی مدیریت ارقام تعهدی برای اجتناب از گزارش زیان پرداخت. وی به این نتیجه رسید که شرکت‌ها برای دستیابی به سطح صفر سودآوری (عدم گزارش زیان) از مدیریت ارقام تعهدی استفاده می‌کنند.

لنتو و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه میان ارزش گذاری شرکت‌هایی که مدیریت سود کرده‌اند و میزان دستیابی به اهداف عملکردی آنها پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که مدیریت سود فرصت طلبانه انجام داده‌اند، میزان مدیریت سود آنها و ارزش گذاری شرکت ناشی از آن رابطه مثبتی با بازده غیر عادی شرکت دارد.

هو و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی نقش اطلاعات در تأثیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها بر ارقام تعهدی و میزان سرمایه گذاری پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که تأثیر بیش ارزش گذاری سهام شرکت‌ها بر ارقام تعهدی و میزان سرمایه گذاری‌ها در محیط‌های خوب اطلاعاتی ضعیف است.

هوآنگک و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی چگونگی پیش بینی بیش ارزش گذاری شرکت‌ها توسط مدیران آنها پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های چینی که پیشنهاد افزایش سرمایه می‌دهند در تاریخ‌های بعد از پیشنهاد (به مدت ۴ سال بعد از پیشنهاد افزایش سرمایه) دچار بیش ارزش گذاری سهام‌شان می‌شوند.

کولتون و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی بیش ارزش گذاری شرکت‌ها به عنوان محرکی برای دستیابی به معیارهای درآمدی و به عنوان شاهدهی برای افزایش درآمدها در قالب مدیریت سود پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده‌ای که تنها به سطح کمی بالاتر از سطوح معیار درآمدی رسیده اند ارقام تعهدی غیرمنتظره بیشتری نسبت به سایر شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده دارند.

هومز و اسکانتز (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده ارقام تعهدی اختیاری بیشتری با استفاده از مدیریت سود ارائه می‌کنند و مدیران شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده انگیزه‌های بیشتری برای مدیریت سود دارند.

بنیش و نیکولاس (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که عواملی چون رشد عمده فروش، نسبت پایین وجه نقد عملیاتی به کل دارائی‌ها، تحصیل سرمایه گذاری‌ها، انتشار مبالغ غیرعادی سهام

در دو سال اخیر و محرک‌های مربوط به اختیار خرید سهام به عنوان مهمترین شاخص‌هایی هستند که در تعیین بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها به کار می‌آیند.

چی و گوپتا (۲۰۰۹) و بادرشر (۲۰۱۱)، با بررسی شرکت‌هایی که مبالغ سود را تجدید ارائه کرده‌اند به این نتیجه رسیده‌اند که شرکت‌هایی که بیش ارزش‌گذاری شده‌اند، اقدام به مدیریت سود از طریق دستکاری معاملات واقعی، مدیریت ارقام تعهدی و تحریف فاحش در استفاده از استانداردهای بین‌المللی پذیرفته شده می‌کنند.

با توجه به مطالب مطرح شده در مبنای نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های ذیل ارائه می‌گردد:

فرضیه‌های پژوهش

۱. بین بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها و ارقام تعهدی غیر منتظره رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۲. بین دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۳. بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها اثر معناداری بر رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره دارد.

روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ نوع هدف، کاربردی است که با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای گردآوری شده و با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است. علاوه بر این پژوهش فوق بر اساس خصوصیات موضوع و مسئله پژوهش، در حوزه پژوهش‌های توصیفی و همبستگی قرار می‌گیرد. به منظور دستیابی به داده‌های پژوهش، از اطلاعات موجود در نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است. در مرحله بعد، از نرم افزار آماری Excel استفاده شده و برای آزمون‌های آماری مربوطه از نرم افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

برای آزمایش مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی در شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده که به سطوح سودآوری هدف دست یافته‌اند، از دو رویکرد استفاده می‌شود.

در آزمایش اول به مقایسه اقلام تعهدی غیر منتظره در شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده که به سطوح سودآوری هدف دست یافته‌اند با شرکت‌های (۱) بیش ارزش گذاری شده که دقیقاً کمتر از سطوح سودآوری هدف سود گزارش کرده‌اند، (۲) تمام شرکت‌هایی که به سطوح سودآوری هدف دست یافته‌اند و (۳) تمام شرکت‌هایی که دقیقاً کمتر از سطوح سودآوری هدف سود گزارش کرده‌اند، پرداخته می‌شود.

آزمایش دوم این فرضیه را بررسی می‌کند که آیا تصمیم به دستکاری سود به محرک‌های برخاسته از بیش ارزش گذاری شرکت‌ها بیشتر وابسته است و یا به دستیابی به سطوح سودآوری هدف. در واقع به این نکته می‌پردازیم که آیا شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده که به سطوح سودآوری هدف دست یافته‌اند به علت وجود اقلام غیر منتظره تعهدی بوده است یا خیر. در این آزمایش تمرکز ما بر شرکت‌هایی است که بیشترین محرک برای دستیابی به سطوح سودآوری هدف را داشته‌اند. هدف رویکرد دوم ارائه مدلی جامع برای متغیر وابسته اقلام تعهدی غیر منتظره است. این مدل بررسی می‌کند که آیا شرکت‌هایی با مبالغ بیشتر اقلام تعهدی غیر منتظره دارای انگیزه‌هایی برای دستیابی به سطوح سودآوری هدف می‌باشند یا خیر.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه مورد نظر در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌هایی است که تا تاریخ ۱۳۹۵/۱۲/۲۹ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. دوره زمانی این پژوهش نیز از سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ در نظر گرفته شده است. نمونه‌گیری پژوهش نیز به صورت هدفمند بوده است.

بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت کل شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

۱. شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش وارد بورس شده‌اند.
۲. شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود.
۳. شرکت‌هایی که در فاصله زمانی پژوهش ارزش دفتری منفی داشته‌اند.

۴. شرکت‌هایی که اطلاعات آنها برای محاسبه متغیرها ناقص بوده و یا در دسترس نبوده‌اند.
۵. شرکت‌هایی که در بخش سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها مشغول به فعالیت هستند.

تعداد نمونه انتخاب شده با اعمال شرایط فوق، ۸۴۰ سال شرکت می‌باشد.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل زیر استفاده شده است: (کولتون و همکاران، ۲۰۱۵)

$$UACC_{it} = \alpha + \beta_1 B_BEAT_{it} + \beta_2 INCENT_{it} + \beta_3 B_BEAT_{it} * INCENT_{it} + \beta_4 J_MISS_{it} + \beta_5 J_MISS_{it} * INCENT_{it} + \beta_6 BIG_N_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LAG_UACC_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیرهای مورد استفاده در مدل فوق به شرح نگاره (۱) می‌باشد:

نگاره (۱): تعریف متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش

نماد	متغیر
UACC	کل اقلام تعهدی غیر منتظره
B_BEAT	متغیر مجازی برای دستیابی به سطوح سودآوری هدف (در صورت گزارش سود کم و یا افزایش کم در سود عدد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد).
INCENT	متغیر مجازی برای بیش‌ارزش‌گذاری سهام (در صورت طبقه‌بندی شرکت به بیش ارزش‌گذاری شده عدد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد).
J_MISS	متغیر مجازی برای دستیابی به سطوح زیان هدف (در صورت گزارش زیان کم و یا کاهش کم در سود عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد).
BIG_N	متغیر مجازی برای حساسی شرکت توسط موسسات بزرگ حساسی (در صورت حساسی توسط سازمان حساسی و یا موسسه مفید راهبر عدد ۱ و در غیر این صورت
LEV	اهرم مالی شرکت (نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های ابتدای دوره مالی)
SIZE	اندازه شرکت (لگاریتم جمع دارایی‌های ابتدای دوره مالی)
LAG_UACC	کل اقلام تعهدی غیر منتظره سال قبل

روش اندازه‌گیری بیش‌ارزش‌گذاری شرکت‌ها

بسیاری از پژوهش‌های گذشته ارزش شرکت را بر اساس ارزش دفتری و میزان سودآوری آن مشخص می‌کنند که اساساً مبتنی بر پژوهش‌های فلتام و اولسن (۱۹۹۹) است، به گونه‌ای که ارزش بازار (M) به صورت تابعی از ارزش دفتری فرض می‌شود (b) و سود خالص (n) و درجه اهرم مالی (LEV) نیز در فرمول دخالت داده می‌شوند. رابطه مذکور به صورت ذیل است:

$$M_{it} = \alpha_{0j} + \alpha_{1j}b_{it} + \alpha_{2j}n_{it} + \alpha_{3j}I (<0) n_{it} + \alpha_{4j}LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

اجزای رابطه فوق به شرح زیر می‌باشند:

n_{it} : لگاریتم مقدار سود خالص. علامت ($I < 0$) یک متغیر صفر و یکی است که اگر سود خالص شرکت منفی باشد مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

$I (< 0) n_{it}$: یک متغیر مجازی است که اجازه می‌دهد شرکت‌های زیان‌ده نیز در فرمول وارد شوند اما اثر آن برای شرکت‌های سودده و زیان‌ده متفاوت است.

LEV_{it} : بیانگر درجه اهرم مالی شرکت است که برابر یک منهای نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها است. استفاده از اهرم مالی در فرمول به این علت است که شرکت‌هایی که درجه اهرم مالی متفاوتی دارند هزینه سرمایه و ضرایب ارزش‌گذاری متفاوتی نیز دارند.

M : ارزش بازار شرکت i در سال t که برابر ارزش روز سهام شرکت در بازار سهام می‌باشد.

برای به دست آوردن ضرایب α در مدل فوق، از روش رگرسیون حداقل مربعات (OLS) در هر سال و برای صنایع مختلف استفاده می‌کنیم. بدین صورت ارزش ذاتی شرکت i در سال t و صنعت j به صورت زیر به دست می‌آید:

$$v(\Theta_{it}; \alpha_{jt}) = \alpha_{0j} + \alpha_{1j}b_{it} + \alpha_{2j}n_{it} + \alpha_{3j}I (<0) n_{it} + \alpha_{4j}LEV_{it}$$

در واقع رابطه فوق بیان می‌دارد که ارزش ذاتی هر شرکت در هر سال، از طریق ضرایب رگرسیون فوق در هر صنعت محاسبه می‌شود. به عبارتی در هر سال با استفاده از داده‌های مربوط به ارزش بازار، ارزش دفتری، سود خالص و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌های فعال در

یک صنعت، یک معادله ای به صورت رابطه فوق به دست می‌آید. سپس ارزش ذاتی شرکت‌های موجود در آن صنعت طبق ضرایب α رابطه فوق دوباره محاسبه می‌شود.

در پژوهش حاضر از خطای ارزش‌گذاری خاص شرکت (FSV_ERROR) به عنوان عاملی جهت تعیین بیش‌ارزش‌گذاری شرکت‌ها استفاده می‌شود که عبارت است از تفاوت ارزش ذاتی محاسبه شده طبق رابطه فوق و ارزش بازار شرکت. شرکت‌های دارای خطای مثبت ارزش‌گذاری به عنوان شرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری شده در نظر گرفته می‌شوند.

روش اندازه‌گیری ارقام تعهدی غیر منتظره

در پژوهش حاضر از مدل تعدیل شده بر مبنای فعالیت جونز برای محاسبه ارقام تعهدی غیرمنتظره (متناسب با مدل استفاده شده توسط کوتاری و همکاران در سال ۲۰۰۵) استفاده می‌شود. کل ارقام تعهدی از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{it}) + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

اجزای مورد استفاده در فرمول فوق عبارت اند از:

$\Delta SALES_{it}$: تغییر در فروش از سال t-1 تا سال t

ΔAR_{it} : تغییرات در حسابهای دریافتی

PPE_{it} : اموال، زمین و تجهیزات ناخالص

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها

باقیمانده فرمول فوق نسبت به تخمین سالانه مدل به عنوان مبنای تعیین ارقام تعهدی غیر منتظره بر اساس مدل تعدیل شده جونز استفاده می‌شود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در نگاره (۲)، داده‌های مربوط به ۱۰۵ شرکت طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۹۵ بررسی می‌شوند. با تلفیق داده‌ها، کل تعداد مشاهدات، ۸۴۰ مشاهده بوده است.

نگاره (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو برای تمامی صنایع

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
اقدام تعهدی غیر منتظره	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۳۰	-۰/۵۹۰	۰/۱۰۹
دستیابی به سطوح سودآوری	۰/۴۱۴	۰	۱	۰	۰/۴۹۳
دستیابی به تغییرات سودآوری	۰/۴۸۵	۰	۱	۰	۰/۵۰۰
دستیابی به سطوح زیان‌دهی	۰/۰۵۸	۰	۱	۰	۰/۲۳۵
دستیابی به تغییرات زیان‌دهی	۰/۳۳۵	۰	۱	۰	۰/۴۷۲
بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها	۰/۵۰۸	۱	۱	۰	۰/۵۰۰
حسابرسی توسط موسسات بزرگ	۰/۲۵۲	۰	۱	۰	۰/۴۳۵
درجه اهرم مالی	۰/۵۸۴	۰/۶۰۷	۰/۹۹۹	۰/۰۱۳	۰/۲۰۴
اندازه شرکت	۶/۰۱۱	۵/۹۳۵	۸/۳۰۰	۴/۳۸۰	۰/۶۲۶

با توجه به نگاره (۲)، میانگین متغیر بیش ارزش‌گذاری ۰/۵۰۸ می‌باشد که نشان‌دهنده آن است که در حدود نیمی از شرکت‌های مورد بررسی بیشتر از ارزش ذاتی خود ارزش‌گذاری شده‌اند. همچنین با توجه به میانگین متغیرهای دستیابی به سطوح عملکردی می‌توان گفت که در شرکت‌های مورد بررسی عامل دستیابی به سطوح سودآوری و تغییرات آن و دستیابی به تغییرات زیان‌دهی وجود داشته و عامل دستیابی به سطوح زیان‌دهی تنها در تعداد کمی از شرکت‌ها دخیل بوده است.

آزمون ضرایب همبستگی

برای مشخص شدن نوع و اندازه رابطه بین متغیرهای توضیحی اعم از متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترل، ضرایب همبستگی پیرسون محاسبه و در نگاره (۳) به شرح ذیل ارائه می‌گردد.

نگاره (۳): ضرایب همبستگی متغیرهای مورد پژوهش

متغیر	اقدام تعهدی غیر منتظره	دستیابی به سطوح سودآوری	دستیابی به تغییرات سودآوری	دستیابی به سطوح زیان‌دهی	دستیابی به تغییرات زیان-دهی	بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها	حسابرسی توسط موسسات بزرگ مالی	درجه اهرم مالی	اندازه شرکت
اقدام تعهدی غیر منتظره	۱/۰۰۰۰								
دستیابی به سطوح سودآوری	۰/۰۵۹۱	۱/۰۰۰۰							
دستیابی به تغییرات سودآوری	۰/۰۹۶۴	-۰/۰۴۱۷	۱/۰۰۰۰						
دستیابی به سطوح زیان‌دهی	-۰/۰۵۰۸	-۰/۲۰۹۳	-۰/۱۴۸۹	۱/۰۰۰۰					
دستیابی به تغییرات زیان‌دهی	-۰/۰۳۵۷	۰/۲۰۷۹	-۰/۵۸۷۴	۰/۱۲۵۰	۱/۰۰۰۰				
بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها	۰/۰۱۵۴	-۰/۰۳۸۲	-۰/۰۳۲۸	۰/۰۲۱۳	۰/۰۴۶۲	۱/۰۰۰۰			
حسابرسی توسط موسسات بزرگ مالی	۰/۰۹۸۶	-۰/۰۸۲۵	۰/۰۴۵۴	-۰/۰۲۷۷	-۰/۰۵۵۳	۰/۰۵۰۶	۱/۰۰۰۰		
درجه اهرم مالی	۰/۰۶۶۹	۰/۳۲۱۵	۰/۰۳۱۴	۰/۰۱۷۱۷	۰/۰۷۷۱	-۰/۰۰۱۰	-۰/۰۱۲۱	۱/۰۰۰۰	
اندازه شرکت	۰/۰۲۰۳	-۰/۰۴۱۹	-۰/۰۰۴۱	-۰/۰۴۲۷	-۰/۰۴۱۶	۰/۰۸۹۷	۰/۲۸۹۰	۰/۰۱۲۳	۱/۰۰۰۰

همانطور که در نگاره فوق مشاهده می‌شود، بیشترین میزان همبستگی بین متغیرهای مربوط به دستیابی به تغییرات سودآوری و دستیابی به تغییرات زیان‌دهی می‌باشد که برابر با ۵۸ درصد می‌باشد. با توجه به قابل توجه نبودن این میزان، می‌توان بدون نگرانی از همبستگی کاذب به برآورد مدل‌ها پرداخت.

بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، با استفاده از آزمون لوین، لین و چو پایایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. در صورتی که متغیرهای پژوهش پایا نباشند؛ چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب خواهد شد. نتایج آزمون نشان می‌دهد که تمامی متغیرها پایا هستند. نتایج این آزمون در نگاره (۴) ارائه شده است:

تکانه (۴): نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

کل داده‌ها		متغیر
سطح معناداری	آماره آزمون	
۰/۰۰۰۰	-۱۵/۸۷۰۵	اقدام تعهدی غیر منتظره
۰/۰۰۴۷	-۲/۵۹۹۵	بیش ارزش گذاری شرکت‌ها
۰/۰۰۰۰	۷/۱۴۹۲	دستیابی به سطوح سودآوری
۰/۰۰۰۰	-۱۲/۶۲۰۵	دستیابی به تغییرات سودآوری
۰/۰۰۰۰	۴/۷۷۷۲	دستیابی به سطوح زیان‌دهی
۰/۰۰۰۰	۹/۳۳۶۱	دستیابی به تغییرات زیان‌دهی
۰/۰۰۰۰۵	۲/۵۶۴۹	حسابرسی توسط موسسات بزرگ
۰/۰۰۰۰	۱۱/۶۴۰۳	اهرم مالی
۰/۰۰۴۹	۲/۵۸۱۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۲۱/۱۰۵۵	اقدام تعهدی غیر منتظره سال گذشته

آزمون چاو و هاسمن

قبل از برآورد الگوی فوق لازم است تا از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شود. این آزمون تعیین کننده استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی یا مدل اثرات ثابت است. اگر آماره F در سطح خطای ۵ درصد معنی دار نباشد مدل ترکیبی پذیرفته می‌شود. اما در صورت معنی دار بودن بایستی آزمون هاسمن نیز اجرا گردد. طبق نتایج آزمون هاسمن اگر آماره F در سطح خطای ۵ درصد معنی دار باشد مدل اثرات ثابت و در غیر این صورت مدل اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. به همین دلیل ابتدا نتایج آزمون چاو و هاسمن برای صنایع مورد بررسی ارائه می‌گردد و سپس به تفکیک صنایع مورد بررسی الگوی (۱) تخمین زده می‌شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن که در نگاره (۵) ارائه گردیده است، روش مورد استفاده جهت تخمین مدل پژوهش، روش اثرات ثابت می‌باشد.

تکانه (۵): نتایج آزمون چاو و هاسمن

کل داده‌ها	آزمون	
	۱/۸۰۷۹۲۸	آماره آزمون
۰/۰۰۰۰۰	سطح خطا	
۱۵۰/۱۸۱۳۰۴	آماره آزمون	آزمون هاسمن
۰/۰۰۰۰۰	سطح خطا	
اثرات ثابت	روش پذیرفته شده	

نگاره (۶): نتایج کلی تخمین الگوی پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها	-۰/۰۱۸	-۱/۰۱۹	۰/۳۰۸۱
دستیابی به سطوح سودآوری	-۰/۰۰۲	-۰/۲۶۲۳	۰/۷۹۳۲
دستیابی به تغییرات سودآوری	-۰/۰۰۲	-۰/۳۴۶۵	۰/۷۲۹۰
دستیابی به سطوح زیان دهی	-۰/۰۳۶	-۱/۹۲۵۷	۰/۰۴۷۵
دستیابی به تغییرات زیان دهی	-۰/۰۱۸	-۲/۰۱۹	۰/۰۴۳۸
بیش ارزش‌گذاری* دستیابی به سطوح سودآوری	۰/۰۲۷	۲/۷۶۶۹	۰/۰۰۵
بیش ارزش‌گذاری* دستیابی به تغییرات سودآوری	۰/۰۱۲	۰/۹۸۲۰	۰/۳۲۶۴
بیش ارزش‌گذاری* دستیابی به سطوح زیان دهی	۰/۰۵۳	۲/۲۹۵۲	۰/۰۲۲
بیش ارزش‌گذاری* دستیابی به تغییرات زیان دهی	۰/۰۲۶	۲/۰۱۰۲	۰/۰۴۴۸
F-statistic	(۰/۰۰۰۰) ۵/۴۶۲۷		
R-squared	۰/۴۶۹۵		
Adjusted R-squared	۰/۳۸۳۶		
Durbin-Watson stat	۱/۹۴۳۴		

بررسی معنا داری و خودهمبستگی مدل مورد بررسی

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۶) و با توجه آماره‌های F بدست آمده و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که ۳۸ درصد می‌باشد، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش حدود ۳۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که برابر ۱/۹۴ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان باقیمانده‌های الگو وجود ندارد.

آزمون فرضیه های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول مربوط به رابطه میان ارزش گذاری بیش از اندازه شرکت‌ها و اقلام تعهدی غیرمنتظره است که از طریق بررسی ضریب متغیر بیش ارزش گذاری و سطح خطای آن تجزیه و تحلیل می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۶) از تخمین الگوی (۱) و ضریب متغیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها و سطح خطای آن می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، به علت اینکه سطح خطای متغیر بیش ارزش گذاری بیش از ۰/۰۵ می‌باشد فرضیه اول پژوهش رد می‌شود.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم مربوط به رابطه دستیابی به سطوح عملکردی و اقلام تعهدی غیرمنتظره است که از طریق بررسی ضریب متغیرهای دستیابی به سطوح سودآوری و تغییرات آن و دستیابی به سطوح زیان‌دهی و تغییرات آن و سطح خطای آن‌ها تجزیه و تحلیل می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۶) از تخمین الگوی (۱) و ضریب متغیر دستیابی به سطوح عملکردی و سطح خطای آن می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، به علت اینکه سطح خطای متغیر دستیابی به سطوح عملکردی کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

لازم به ذکر است که با توجه به ضرایب شاخص‌های فرعی متغیر دستیابی به سطوح عملکردی، حداقل یکی از ۴ شاخص دستیابی به سطوح عملکردی که در فصول قبل مطرح گردید با اقلام تعهدی غیر منتظره رابطه معناداری دارد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم مربوط به تأثیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها بر رابطه بین دستیابی به سطوح عملکردی و اقلام تعهدی غیرمنتظره است که از طریق بررسی ضریب متغیرهای دستیابی به سطوح سودآوری و تغییرات آن ضریب در متغیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها و ضریب

دستیابی به سطوح زیان دهی و تغییرات آن ضرب در متغیر بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها و سطح خطای آن‌ها تجزیه و تحلیل می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۶) از تخمین الگوی (۱) و ضریب متغیر بیش ارزش‌گذاری ضرب در دستیابی به سطوح عملکردی و سطح خطای آن می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، به علت اینکه سطح خطای متغیر بیش ارزش‌گذاری ضرب در دستیابی به سطوح عملکردی کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود.

لازم به ذکر است که با توجه به ضرایب شاخص‌های فرعی متغیر دستیابی به سطوح عملکردی ضرب در متغیر بیش ارزش‌گذاری، حداقل یکی از ۴ شاخص دستیابی به سطوح عملکردی ضرب در بیش ارزش‌گذاری که در فصول قبل مطرح گردید با ارقام تعهدی غیر منتظره رابطه معناداری دارد.

نتیجه‌گیری

در رابطه با فرضیه اول پژوهش که بررسی رابطه میان ارزش‌گذاری بیش از اندازه شرکت‌ها و ارقام تعهدی غیرمنتظره می‌پردازد و با توجه به اینکه رد گردید، لازم به ذکر است که ارقام تعهدی غیرمنتظره شاخصی از مدیریت سود از طریق فعالیت‌های حسابداری می‌باشد و عدم وجود رابطه معنادار بین بیش ارزش‌گذاری شرکت و ارقام تعهدی غیرمنتظره می‌تواند به این علت باشد که بیش ارزش‌گذاری شرکت ناشی از عملکرد مناسب شرکت و بهبود فعالیت‌های آن باشد. همچنین ممکن است مدیریت سود از طریق به غیر از روش‌های حسابداری اتفاق بیفتد و با استفاده از فعالیت‌های واقعی انجام شود.

در رابطه با فرضیه دوم پژوهش که به بررسی رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره می‌پردازد و با توجه به عدم رد این فرضیه، می‌توان بیان کرد که شرکت‌ها برای دستیابی به سطوح عملکردی از مدیریت سود با استفاده از ابزار ارقام تعهدی غیرمنتظره استفاده کرده‌اند. در واقع این پدیده قابل تصور است که شرکت‌ها هنگامی که در سطح زیان نزدیک به صفر قرار دارند با استفاده از مدیریت سود، زیان را صفر کنند و یا سود بسیار کمی گزارش نمایند چرا که گزارش زیان باعث ایجاد تصویر نامناسب از عملکرد شرکت می‌گردد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با نتایج پژوهش کولتون و همکاران (۲۰۱۵) و فرج زاده و همکاران (۱۳۹۴) از حیث وجود رابطه معنادار میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره هماهنگی دارد.

در رابطه با فرضیه سوم پژوهش که به بررسی تأثیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها بر رابطه بین دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره می‌پردازد و با توجه به عدم رد این فرضیه، می‌توان بیان کرد که شرکت‌ها برای حفظ ارزش بازار و جلوگیری از ایجاد تصویر منفی نسبت به شرکت، ارقام سود و زیان را دستکاری کرده و با استفاده از ارقام تعهدی غیر منتظره سعی کرده‌اند تا به سطوح عملکردی دست پیدا کنند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با نتایج پژوهش کولتون و همکاران (۲۰۱۵) از حیث تأثیر بیش ارزش گذاری شرکت‌ها بر رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیرمنتظره هماهنگی دارد.

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج بدست آمده از آن به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به این نکته توجه داشته باشند که ممکن است شرکت‌هایی که بیش ارزش گذاری شده‌اند برای نمایش وضعیت مطلوبی از عملکردشان دست به مدیریت سود بزنند. در این حالت باید تجزیه و تحلیل‌های بیشتری بر عملکرد شرکت انجام شود. به مدیران شرکت‌ها نیز توصیه می‌شود با توجه به اینکه در شرکت‌های بیش ارزش گذاری شده احتمال می‌رود مدیریت سود اتفاق افتاده باشد، برای جلوگیری از ایجاد دید منفی نسبت به شرکت توسط بازار، سعی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش کیفیت گزارش حسابرسی کنند.

با توجه به مدل استفاده شده در این پژوهش برای کشف مدیریت سود، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از مدل‌هایی استفاده شود که مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی را کشف نماید. همچنین پیشنهاد می‌گردد تأثیر عواملی چون ساختار مالکیت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره بررسی گردد.

همچنین پیشنهاد می‌گردد موضوع بررسی شده در هر یک از مراحل چرخه عمر شرکت‌ها مورد پژوهش قرار گیرد.

منابع

- ایزدی نیا، ناصر؛ میرزایی، مهدی. (۱۳۹۴). تأثیر ارزش‌گذاری بالای سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی اختیاری. فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲ (۴)، ۷۳-۹۶.
- ثقفی، علی. (۱۳۹۰). نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۳ (۴)، ۲۵۳-۲۸۰.
- ثقفی، علی؛ جمایان پور، مظفر. (۱۳۹۲). اقلام تعهدی غیر منتظره، انحراف پایداری سود و بحران مالی. مجله دانش حسابداری، ۴ (۱۲)، ۷-۳۳.
- جرجرزاده، علیرضا؛ نیکبخت نصرآبادی، زهرا. (۱۳۹۶). تأثیر اقلام تعهدی اختیاری و وجوه نقد عملیاتی بر بازده سهام در شرکت‌های رشدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹ (۲)، ۹۱-۱۰۴.
- خواجه‌جوی، شکرالله؛ ابراهیمی، مهدی. (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود با هدف دستیابی به آستانه‌های سود. مجله دانش حسابداری، ۶ (۲۲)، ۵-۲۳.
- عرب صالحی، مهدی؛ حمیدیان، نرگس؛ قباوند، زیبا. (۱۳۹۴). تأثیر ارزش‌گذاری بیش از حد سهام بر مدیریت سود واقعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارائی و تامین مالی، ۳ (۳)، ۶۶-۴۹.
- فرج‌زاده دهکردی، حسن؛ همتی، حسن؛ سنایی، هاله. (۱۳۹۴). ترازنامه متورم و روش‌های جایگزین برای اجتناب از سودهای غیرمنتظره منفی. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۸ (۲۷)، ۵۷-۷۰.
- مدرس، احمد؛ قفقازی، زهرا؛ شاکری، امیر. (۱۳۸۸). بررسی انگیزه‌های مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (مورد صنایع نفتی، شیمیایی و فلزی). فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۱ (۴)، ۵۹-۷۸.
- مهرانی، کاوه؛ ابراهیمی کردلر، علی؛ حلاج، محمد. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیرمنتظره و محافظه‌کاری در حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۸ (۶۳)، ۱۱۳-۱۲۸.
- ودیعی، محمد حسین؛ عظیمی فر، فرهاد. (۱۳۹۱). ارزش‌گذاری بالای سهام و ارتباط آن با اقلام تعهدی اختیاری. پیشرفت‌های حسابداری شیراز، ۴ (۲)، ۱۷۹-۲۳۰.

- Anderson, K. , & Brooks, C. (2006). The long-term price-earnings ratio. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (7-8) , 1063-1086.
- Arab Salehi. M, Hamidian. N and Ghajavand. Z. (2015). Effect of Overvalued Equity on Earning Management. *Journal of Financial Management and Financing*, 3 (3) , 49-66. (In Persian)
- Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86 (5) , 1491-1518.
- Beneish, M. D. , & Nichols, C. (2009). Identifying overvalued equity. *Johnson School Research Paper Series*, (09-09).
- Bowen, R. , DuCharme, L. , Shores, D. (1995). Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (3) , 255-295.
- Burgstahler, D. , & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24 (1) , 99-126.
- Chen. (2005). The audit opinion of earnings management in listed companies of China. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 1 (7) , 67-81.
- Chi, J. D. , & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 33 (9) , 1652-1663.
- Chi, W. , Lisic, L. L. , & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?. *Accounting horizons*, 25 (2) , 315-335.
- Coulton, J. J. , Saune, N. , & Taylor, S. L. (2015). Overvalued equity, benchmark beating and unexpected accruals. *Accounting & Finance*, 55 (4) , 989-1014.
- Dichev, I. D. , Graham, J. R. , Harvey, C. R. , & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3) , 1-33.
- Farajzadeh. H, Hemmati. H and Setayi. H. (2015). Overvalued Balance sheet and Alternative methods to avoid unexpected negative profits. *Journal of Managerial Accounting*, 8 (27) , 57-70. (In Persian)
- Feltham, G. A. , & Ohlson, J. A. (1999). Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rates. *The Accounting Review*, 74 (2) , 165-183.
- Graham, J. R. , Harvey, C. R. , & Rajgopal, S. (2006). Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analysts Journal*, 62 (6) , 27-39.
- Habib, A. , & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405.

- Houmes, R. E. , & Skantz, T. R. (2010). Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (1-2) , 60-92.
- Hu, S. Y. , Lin, Y. H. , & Lai, C. W. (2016). The effect of overvaluation on investment and accruals: The role of information. *Journal of Empirical Finance*, 38, 181-201.
- Huang, Y. , Uchida, K. , & Zah, D. (2015). How can managers anticipate future stock overvaluation?. Available at SSRN 2564917.
- Izadinia. N and Mirzaei. M. (2015). The Effect of Overvalued Equity on the Relation between Audit Quality and Discretionary accruals. *Journal of financial accounting research*, 12 (4) , 73-96. (In Persian)
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial management*, 34 (1) , 5-19.
- Jerjer Zadeh. A and Nikbakht Nasrabadi. Z. (2017). The effect of discretionary accruals and operating cash on stock returns in growth companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial accounting research*, 9 (2) , 91-104. (In Persian)
- Kahneman, D. , Tversky, A. , (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2) , 263-291
- Khajavi. Sh and Ebrahimi. M. (2015). Relation between Audit Quality and Earning Management for benchmark beating. *Journal of Accounting Knowledge*, 6 (22) , 5-23. (In Persian)
- Kothari, S. P. , Leone, A. J. , & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39 (1) , 163-197.
- Lang, L. H. , Walkling, R. A. , & Stulz, R. M. (1989). Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Finance*, 24, 137-154.
- Lento, C. , Cotter, J. , & Tutticci, I. (2016). Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark?. *Australian Journal of Management*, 41 (4) , 633-655.
- Lo, K. , Ramos, F. , & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63 (1) , 1-25.
- Mehrani. K, Ebrahimi. A and Hallaj. M. (2011). Investigating the relationship between unexpected and conservative accruals in accounting in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, 18 (63) , 113-128. (In Persian)
- Modarres. A, Ghafghazi. Z and Shakeri. A. (2009). Evaluating incentives for earnings management in listed companies in the oil, chemical and metal industries. *Journal of Financial Accounting*, 1 (4) , 59-78. (In Persian)

- Saghafi. A and Jamalian Pour. M. (2013). Unexpected Accruals, Deviation of profit stability and financial crisis. *Journal of Accounting knowledge*, 4 (12) , 7-33. (In Persian)
- Saghafi. A. (2011). Role of Financial Reporting on the Convergence of Price and Intrinsic Value. *Journal of securities and commission*, 13 (4) , 253-280. (In Persian)
- Vadiee. M and Azimifar. F. (2012). Relation between Overvalued Equity and Discretionary Accruals. *Journal of Advances in Accounting*, 4 (2) , 179-203. (In Persian)
- Xu, W. (2016). Accruals management to avoid losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (9-10) , 1095-1120.