

اطلاعات بازار درباره عوامل بنیادی و مدیریت سود

جعفر باباجانی^۱، آرش تحریری^۲

چکیده: هنگامی که سرمایه‌گذاران به آگاهی بیشتری در مورد عوامل بنیادینی که مختصات مالی شرکت را ترسیم می‌کنند، دست می‌یابند، به‌طور منطقی می‌باید توانایی بیشتری نیز برای تشخیص مدیریت سود داشته باشند. بنابراین در چنین شرایطی، مدیران انگیزه کمتری برای دستکاری یا مدیریت سود دارند. پژوهش پیش رو به‌صورت تجربی، به بررسی تأثیر آگاهی سرمایه‌گذاران از چهار عامل مهم بنیادی شرکت بر توانایی آنها در شناسایی سودهای مدیریت‌شده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. دوره زمانی مورد مطالعه سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ و نمونه انتخابی شامل ۱۱۹ شرکت است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که دانش بازار از دو عامل بنیادی جریان نقد عملیاتی و نسبت بازده مالکانه، تأثیری کاهنده و معنادار بر سطح مدیریت سود دارد، اما شواهدی دال بر وجود چنین تأثیر منفی و معناداری در مورد دو عامل بنیادی دیگر؛ یعنی کیفیت سود و نوسان فروش یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: جریان نقد عملیاتی، کیفیت سود، بازده مالکانه، نوسان فروش، مدیریت سود.

۱. دانشیار، حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

۲. دکترای حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۱۵

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۱۱/۳۰

نویسنده مسئول مقاله: آرش تحریری

E-mail: arashtahriri@ut.ac.ir

مقدمه

مدیریت با توجه به اهداف و انگیزه‌های مختلفی چون تأثیر گذاشتن بر قیمت سهام، بیشینه‌سازی مطلوبیت و رفاه خود و پرهیز از نقض قراردادهای بدهی، اقدام به مدیریت سود گزارش شده می‌کند. اطلاعات موجود در بازار سرمایه، بر چگونگی تفسیر سرمایه‌گذاران و واکنش آنها نسبت به اطلاعات مالی افشا شده شرکت‌ها اثر می‌گذارد و بنابراین بر میزان توانایی مدیریت در تأثیرگذاری بر بازار از طریق گزارشگری مالی دستکاری شده نیز مؤثر است. پژوهش حاضر تأثیر آگاهی سرمایه‌گذاران از عوامل بنیادی شرکت را بر توانایی سرمایه‌گذاران در شناسایی سودهای مدیریت شده بررسی می‌کند. عوامل بنیادی عواملی هستند که برای عملیات و سودآوری یک شرکت اساسی است. در واقع منظور از عوامل بنیادی، شاخص‌های مبتنی بر داده‌های حسابداری (متغیرهای بنیادی مالی) است. متغیرهای بنیادی مالی، بر توان و بنیه مالی شرکت‌ها دلالت داشته و از نظر اقتدار شرکت‌ها در تداوم فعالیت‌شان، اهمیت دارند. این نماگرها مختصات شرکت مورد بررسی را پیش چشم استفاده‌کننده اطلاعات ترسیم می‌کند.

چندین دلیل برای تأثیرگذاری اطلاعات سرمایه‌گذاران در مورد عوامل بنیادی شرکت بر تصمیمات مدیریت سود، از سوی مدیریت وجود دارد. اولاً، اطلاعات بیشتر در مورد عوامل بنیادی شرکت، ممکن است سرمایه‌گذاران را در تشخیص اجزای دستکاری شده سود گزارش شده یاری رسانده و مدیریت سود را آشکار کند. توانایی بازار در تشخیص مدیریت سود دو پیامد مهم دارد. پیامد اول اینکه منافع بالقوه، مدیریت سود را به دلیل تضعیف اجزای دستکاری شده، کاهش می‌دهد و دومین پیامد، افزایش هزینه‌های دستکاری سود است. به علاوه، هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعات زیادی در مورد عوامل بنیادی شرکت دارند، اتکای کمتری بر سود گزارش شده خواهند داشت و در نتیجه منافع بالقوه دستکاری سود کاهش یافته و در نهایت انگیزه‌های مدیریت سود تضعیف می‌شود. همچنین، اطلاعات بیشتر در مورد عوامل بنیادی شرکت، سبب برقراری سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌شود. برای مثال، هنگامی که هیئت مدیره عواقب منفی دستکاری‌های پرهزینه سود را درک کنند، احتمالاً از انجام این اعمال فرصت طلبانه دوری خواهند گزید. در نهایت، عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با شرکت‌هایی که اطلاعات کمی درباره آنها موجود است، به عنوان انگیزه اضافی مدیران برای دستکاری سود تلقی می‌شود. این پژوهش مدل فیشر و ورجیا (۲۰۰۰) را بسط داده و بررسی می‌کند که آیا هنگامی که بازار در رابطه با عوامل بنیادی شرکت بیشتر می‌داند، مدیران سود را کمتر دستکاری می‌کنند یا خیر؟

پیشینه پژوهش

در مبانی نظری و مدل‌های تحلیلی مربوطه بیان می‌شود که مدیریت سود، فرآیندی است که از سوی گروه مدیریت شرکت به قصد دستیابی به اهداف یا منافع انجام می‌گیرد. از این رو، مدیریت برای تأثیرگذاری بر مخاطبان گزارش‌های حسابداری و برای رسیدن به اهداف و منافع مورد نظر، سودهای گزارش شده را مدیریت می‌کند. فارغ از انگیزه‌های مدیریت و خوب یا بد بودن آنها، موضوع اساسی این است که مخاطبان و دریافت‌کنندگان اطلاعات حسابداری، بایستی فاصله اطلاعاتی قابل ملاحظه‌ای با مدیریت شرکت داشته باشند تا مدیریت به اهداف مورد نظر دست یابد. بنابراین، وقوع مدیریت سود خود مبین این مطلب است که مدیران شرکت اعتقاد دارند، دست کم بخشی از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به اندازه آنها از اوضاع و احوال شرکت آگاهی ندارند و زمینه لازم برای تأمین منافع آنها از طریق فرآیند مدیریت سود، وجود دارد.

پژوهشگران در مورد آزمون تجربی تأثیر محدودکننده آگاهی بازار بر مدیریت سود، به بررسی عوامل گوناگونی پرداخته‌اند. در جدول شماره ۱ مطالعات تجربی مرتبط با عوامل محدودکننده مدیریت سود که همگی بر میزان آگاهی سرمایه‌گذاران از شرکت تأکید دارند، خلاصه شده است. افزون بر این، فیشر و استوکن (۲۰۰۴) نیز به صورت تحلیلی نشان دادند که اطلاعات معامله‌گران بر چگونگی دستکاری سود از سوی مدیران تأثیر دارد. آنها با استفاده از چارچوب کایل (۱۹۸۵)، نشان دادند که دقت نسبی دانش معامله‌گران درباره عوامل بنیادی شرکت و اطلاعات آنها درباره انگیزه‌های گزارشگری مدیران، بر تصمیمات مدیریت سود مدیران تأثیرگذار است.

جدول ۱. مطالعات تجربی مرتبط با عوامل محدودکننده مدیریت سود

بُعد مورد توجه	نام پژوهشگر	سال	نتیجه پژوهش
شفافیت در گزارشگری مالی	لی، پترونی و شن	۲۰۰۳	شفافیت کمتر، اثربخشی راهبردهای مدیریت سود را بیشتر می‌کند.
افشای شرکتی	کیم	۲۰۰۱	شرکت‌هایی که به لحاظ افشای اطلاعات فعال‌ترند، کمتر به مدیریت سود می‌پردازند.
میزان پوشش تحلیل‌گران	یو	۲۰۰۸	شرکت‌های با میزان بالای تحلیل‌گران دنبال‌کننده، به میزان کمتری سود را مدیریت می‌کنند.
رقابت در بازار محصول	مارکیکی‌تایت و پارک	۲۰۰۹	رقابت در بازار، مشکلات نمایندگی را از طریق کم‌رنگ کردن احتمال مدیریت سود فریبده و افزایش محتوای اطلاعاتی سود، کاهش می‌دهد.

ادامه جدول ۱. مطالعات تجربی مرتبط با عوامل محدود کننده مدیریت سود

بُعد مورد توجه	نام پژوهشگر	سال	نتیجه پژوهش
عرضه سهام در بورس‌های خارجی	ونگ	۲۰۱۰	میزان مدیریت سود در شرکت‌هایی با عرضه‌های خارجی سهام کمتر و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و ارزش شرکت بالاتر است.
عدم تقارن اطلاعاتی	ریچاردسون	۲۰۰۰	هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران بیشتر باشد، احتمال مدیریت اقلام تعهدی بیشتر است.
	چنگ	۲۰۰۶	بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود، رابطه مثبت وجود دارد و این رابطه ممکن است در کشورهای مختلف با ویژگی‌های مختلف حقوق سهامداران، متفاوت باشد.

یکی از مرتبط‌ترین پژوهش‌ها به موضوع مورد بحث، پژوهش یو (۲۰۰۷) است. وی در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین اطلاعات سرمایه‌گذاران از متغیر بنیادی جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت و مدیریت سود از طریق کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه و ابزارهای حسابداری پرداخت. یو معتقد است که جریان نقدی عملیاتی، متغیر بنیادی مهمی است که درحقیقت آثار تمامی متغیرهای بنیادی را شامل می‌شود. وی به این نتیجه رسید که هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری از جریان‌های نقدی شرکت دارند، مدیران به احتمال کمتری برای جلوگیری از کاهش سود، هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش یا اقلام تعهدی را افزایش می‌دهند.

در ایران، اگرچه در رابطه با تأثیر دانش بازار از عوامل بنیادی بر مدیریت سود مطالعه مشخصی انجام نشده است، اما در رابطه با عوامل محدودکننده مدیریت سود که بر دانش سرمایه‌گذاران و سهامداران شرکت تأکید دارد، پژوهش‌های انجام‌شده‌ای موجود است. در یکی از این پژوهش‌ها، نوروش و حسینی (۱۳۸۷) با استفاده از داده‌های تاریخی سال‌های ۸۱ تا ۸۶ مربوط به ۵۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه بین کیفیت افشای شرکتی (شامل قابلیت اتکا و به‌موقع بودن) و مدیریت سود را بررسی کرده‌اند. آنها برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از دو معیار به‌موقع بودن و قابلیت اتکا استفاده کرده و مدیریت سود شرکت‌ها را با استفاده از مدل تعدیل شده جونز برآورد کردند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی معنادار وجود دارد.

پس از مرور مبانی نظری و پیشینه پژوهش برای دستیابی به سؤال اصلی پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: دانش بازار درباره جریان نقد عملیاتی، بر مدیریت سود تأثیر معناداری دارد.
 فرضیه دوم: دانش بازار درباره کیفیت سود، بر مدیریت سود تأثیر معناداری دارد.
 فرضیه سوم: دانش بازار درباره نسبت بازده مالکانه، بر مدیریت سود تأثیر معناداری دارد.
 فرضیه چهارم: دانش بازار درباره ثبات فروش، بر مدیریت سود تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش پیش رو از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی^۱ است که بر اساس تجزیه و تحلیل داده‌های مشاهده شده^۲ انجام می‌شود. برای آزمون تأثیر اطلاعات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات مدیریت سود شرکت‌ها، نخست باید سنج‌های برای آگاهی بازار از عوامل بنیادی (محتوای اطلاعاتی قیمت سهام) ساخته شود و سپس درباره مفهوم مدیریت سود از ابعاد مختلف و به صورت عملیاتی تحقیق شود.

محققان مختلف در مطالعات متعددی از ضریب واکنش سودهای آتی FERC^۳ به‌منزله شاخصی برای محتوای اطلاعاتی قیمت سهام استفاده کرده‌اند. برای مثال، گلب و زاروین (۲۰۰۲)، FERC را معیاری برای بررسی چگونگی تأثیر سیاست‌های افشای شرکتی بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام مورد استفاده قرار داده‌اند. تاکر و زاروین (۲۰۰۶) از شاخص مشابهی برای بررسی آثار هموارسازی سود بر محتوای اطلاعاتی سود استفاده کرده‌اند. FERC در مطالعه تاکر و زاروین با استفاده از رگرسیون زیر برآورد شده است:

$$r_t = b_0 + b_1 X_{t-1} + b_2 X_t + b_3 X_{t+1,t+3} + b_4 r_{t+1,t+3} + u_t \quad (\text{رابطه ۱})$$

جایی که r_t بازده سالانه جاری سهام در سال t ، X_{t-1} و X_t سود هر سهم برای سال‌های $t-1$ و t است. $X_{t+1,t+3}$ مجموع EPS برای سال‌های $t+1$ تا $t+3$ است. تمامی ارقام EPS با استفاده از قیمت سهام در ابتدای دوره t هم مقیاس شده است. $r_{t+1,t+3}$ بازده تجمعی سهام در سال‌های $t+1$ تا $t+3$ است که به صورت سالانه مرکب شده است. کولینز و همکاران (۱۹۹۴) نشان دادند قیمت سهام، معمولاً سود سه دوره آتی را در خود منعکس می‌کند، بنابراین در

1. Expost-facto
 2. Observational data
 3. Future earnings response coefficient

رگرسیون فوق سود سه سال آتی گنجانده شده است. بازدهی آتی سهام $r_{t+1,t+3}$ به منزله متغیر کنترل آورده شده است.

ضریب تخمینی b_3 در رگرسیون فوق، می تواند به منزله اطلاعات سرمایه گذاران درباره عوامل بنیادی شرکت به کار رود (یو ۲۰۰۷). ضریب بالاتر نشان دهنده این است که اطلاعات سرمایه گذاران در مورد عوامل بنیادی شرکت بیشتر است. شاخص مذکور به صورت رابطه شماره ۲ است:

$$INFO_X \equiv \hat{b}_3 \quad \text{رابطه ۲}$$

در این پژوهش، مدل فوق با استفاده از چهار عامل بنیادی، شامل جریان نقدی عملیاتی که با استفاده از ارزش بازار سهم در ابتدای دوره هم مقیاس شده است (CFO)، نسبت جریان نقدی عملیاتی به سود عملیاتی یا شاخص کیفیت سود (EQ)، بازده مالکانه (ROE) و ثبات فروش (ΔS) برآورد شده است. مدل مذکور به صورت مقطعی برای هر گروه سال - صنعت برآورد شد و این معیار در سطح صنعت، برای تمامی سال - شرکت های موجود در گروه سال - صنعت، اعمال شد. به این ترتیب چهار مدل به شرح زیر تخمین زده می شود:

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1,t+3} + \beta_4 r_{t+1,t+3} + \varepsilon_t$$

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 EQ_{t-1} + \beta_2 EQ_t + \beta_3 EQ_{t+1,t+3} + \beta_4 r_{t+1,t+3} + \varepsilon_t$$

رابطه ۳

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 ROE_{t-1} + \beta_2 ROE_t + \beta_3 ROE_{t+1,t+3} + \beta_4 r_{t+1,t+3} + \varepsilon_t$$

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta S_{t-1} + \beta_2 \Delta S_t + \beta_3 \Delta S_{t+1,t+3} + \beta_4 r_{t+1,t+3} + \varepsilon_t$$

شاخص های جدید که اطلاعات سرمایه گذاران درباره عوامل بنیادی یک شرکت را نمایندگی می کنند، به صورت ضرایب $\hat{\beta}_i$ در مدل های فوق تعریف می شوند. در واقع منظور از عوامل بنیادی، عملکردهای تجمعی حسابداری برای سال های آتی است. دقت اطلاعات سرمایه گذاران درباره عوامل بنیادی شرکت، همان گونه که در قیمت سهام آورده شده است، میزان دانش سرمایه گذاران در مورد عوامل بنیادی شرکت را نشان می دهد.

علاوه بر جریان نقدی حاصل از عملیات که اصلی ترین متغیر بنیادی از دید بازار است و در پژوهش یو (۲۰۰۷) از آن استفاده شده است، از سه عامل بنیادی مهم دیگر که در شرایط کشور معنادار و مربوط است، برای انجام پژوهش استفاده شده است. نسبت جریان نقدی عملیاتی به سود، شاخص کیفیت سود و نسبت بازده مالکانه، شاخص های جامعی هستند که بر اساس تجزیه

و تحلیل دوپونت، دربرگیرنده آثار سایر نسبت‌های مالی است و ثبات فروش شاخص ریسک عملیاتی است.

مدیریت سود

در این پژوهش برای تخمین میزان مدیریت سود شرکت‌ها از مدل تعدیل‌شده جونز استفاده شده است، گفتمنی است این مدل در مقاله کوتاری، لیونز و وسلی (۲۰۰۴) ارائه گردیده است. در این مدل ارقام تعهدی اختیاری پس از طی سه مرحله به‌صورت زیر ساخته می‌شود:

مرحله ۱:

$$TACC_t = a_0 \left(\frac{1}{Assets_{t-1}} \right) + a_1 \Delta Sale_t + a_2 PPE_t + a_3 ROA_t + \varepsilon_t \quad (\text{رابطه ۴})$$

مدل فوق به‌صورت مقطعی برای گروه صنعت تخمین زده می‌شود و ارقام تعهدی غیراختیاری هر شرکت با استفاده از ضرایب تخمین‌زده‌شده حاصل از مدل مرحله ۱، به‌صورت رابطه شماره ۵ محاسبه می‌شود:

مرحله ۲:

$$NDACC_t = \hat{a}_0 \left(\frac{1}{Assets_{t-1}} \right) + \hat{a}_1 \Delta Sale_t + \hat{a}_2 PPE_t + \hat{a}_3 ROA_t \quad (\text{رابطه ۵})$$

مرحله ۳: پس از مشخص شدن ارقام تعهدی غیراختیاری، ارقام تعهدی اختیاری (ارقام تعهدی مدیریت شده) هر شرکت که همان شاخص مدیریت سود است، به‌صورت رابطه شماره ۶ تعریف می‌شود:

$$DACC = TACC - NDACC \quad (\text{رابطه ۶})$$

در مدل‌های فوق TACC جمع ارقام تعهدی شرکت، Assetst-1 جمع دارای‌های دوره قبل، $\Delta Sale$ تغییرات فروش، PPE اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و ROA بازده دارایی‌ها، NDACC ارقام تعهدی اختیاری (عادی) و DACC ارقام تعهدی اختیاری (غیرعادی) است.

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون تأثیر اطلاعات سرمایه‌گذاران بر انگیزه‌های مدیریت ارقام تعهدی مدیران، از یک مدل رگرسیون چند متغیره به‌شرح رابطه شماره ۷ استفاده شده است:

رابطه ۷)

$$|DACC_{i,t}| = \alpha + \beta_1 INFO_{i,t} + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 BM_{i,t} + \gamma_4 PATTERN_{i,t} + \gamma_5 LTACC_{i,t}$$

در مدل شماره ۷، DACC شاخص مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی و $INFO_{i,t}$ شاخصی برای محتوای اطلاعاتی دانش سرمایه‌گذاران در مورد چهار عامل بنیادی شرکت است. متغیرهای کنترل مدل نیز به شرح زیر هستند:

۱. $SIZE$ لگاریتم ارزش بازار سهام است و در اکثر مطالعات مدیریت سود، به‌عنوان متغیر کنترل آورده شده است؛ زیرا تأثیر اندازه شرکت بر سطح مدیریت سود، در بسیاری از مطالعات تجربی گذشته مانند برگ اشتالر و دیچو (۱۹۹۷) و کیم و همکاران (۲۰۰۳)، مورد تأیید قرار گرفته است.

۲. BM نسبت ارزش دفتری به بازار است که برای شاخص‌سازی فرصت‌های رشد طراحی شده است. اسکینر و اسلون (۲۰۰۲) پی بردند که بازار به شوک‌های منفی سود، واکنش منفی بیشتری برای سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی نشان می‌دهد. متعاقب آن، شرکت‌های رشدی می‌دانند که کاهش سود برای آنها پُر هزینه‌تر است و بنابراین به‌احتمال زیاد از اقلام تعهدی برای متورم کردن سود به قصد جلوگیری از کاهش آن، استفاده می‌کنند.

۳. $PATTERN$ بیانگر این است که آیا شرکت دارای الگوی فزاینده سود بوده است یا خیر که در صورت مثبت بودن جواب، ارزش ۱ و در غیر این صورت ارزش عددی صفر می‌گیرد. منظور از الگوی فزاینده سود این است که تغییرات سود دو سال قبل مثبت باشد. این متغیر در مدل فوق به‌منزله متغیر کنترلی است؛ زیرا مطالعات قبلی نشان می‌دهد که نوعی صرف ارزش‌یابی مرتبط با الگوهای فزاینده سود وجود دارد (بارث و همکاران ۱۹۹۹). شرکت‌هایی که در حال حاضر یک الگو را ایجاد کرده‌اند، ممکن است انگیزه‌های بیشتری برای نگهداری الگوی مذکور از طریق دستکاری سود داشته باشند.

۴. $LTACC$ بیانگر اقلام تعهدی دوره قبل است که با کل دارایی‌ها هم‌مقیاس شده است. با فرض ویژگی بازگشت به میانگین اقلام تعهدی، شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا در دوره گذشته، ممکن است در مدیریت سود افزایشی با مشکل روبه‌رو شوند (ریچاردسون ۲۰۰۰).

۵. داده‌های مورد نیاز شامل بازده سهام شرکت‌ها و اطلاعات حسابداری است که برای دستیابی به آنها از نرم‌افزارها و پایگاه‌های اطلاعاتی موجود، تارنماهای مرتبط با بازار سرمایه کشور، مانند تارنمای مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی و کتابخانه تخصصی بورس استفاده شده است.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در روش داده‌های ترکیبی، برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، انجام آزمون هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی ضروری است. تمام تحلیل‌های آماری به کمک نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ انجام گرفته است و در نهایت، فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون تی. F فیشر مورد آزمون قرار گرفت. جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ هستند و شرکت‌هایی با ویژگی‌های زیر، شرکت‌های نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته و داده‌های مورد نیاز در مورد آنها در دسترس و قابل جمع‌آوری باشد.
۲. شرکت مورد نظر جزء صنعت سرمایه‌گذاری و بانکداری نباشد؛ زیرا ماهیت عملیات و نحوه مدیریت سود شرکت‌های زیرمجموعه این صنایع، با سایر شرکت‌ها متفاوت است.
۳. پایان سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی دوره آزمون نیز، سال مالی خود را تغییر نداده و نمونه مورد بررسی همگن و قابل مقایسه باشد.

افزون بر این، شرط دست‌کم شش شرکت در هر سال - صنعت نیز، محدودیتی دیگری برای تعداد شرکت‌های موجود در نمونه برای انجام آزمون فرضیه پژوهش در نظر گرفته شد. با توجه به تعریف متغیر وابسته؛ یعنی مدیریت سود، توافقی نسبی بین محققان وجود دارد که برای اجرای رگرسیون مربوطه و محاسبه سطح اقلام تعهدی اختیاری (میزان مدیریت سود) در هر سال - صنعت، می‌بایست دست‌کم شش مشاهده وجود داشته باشد.^۱ از این رو، این معیار نیز در انتخاب شرکت‌های نمونه مورد توجه قرار گرفته شد.

دوره زمانی مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، سال‌های ۸۱ تا ۸۵ است. دلیل انتخاب این بازه پنج‌ساله از بین بازه هشت‌ساله مورد تجزیه و تحلیل، به دلیل ماهیت تعریف متغیر دانش بازار از عوامل بنیادی است. برای محاسبه این متغیر برای هر سال - شرکت، به داده سال قبل و نیز داده‌های سه سال بعد احتیاج است. بنابراین سال آغاز ۸۱ و سال پایان برای محاسبه متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، سال ۸۵ است. در نهایت با توجه به

۱. البته در برخی از مطالعات، شرط ۸ یا ۱۰ مشاهده برای هر سال - صنعت گذاشته شده است، ولی با توجه به محدودیت‌های موجود در تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های مورد بررسی، همان شرط معمول دست‌کم شش مشاهده معیار مورد نظر قرار گرفت.

شرایط فوق، برای انجام تجزیه و تحلیل‌های پژوهش، در مجموع از ۵۷۱ سال - شرکت در قالب ۱۰ صنعت استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آماره آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به مقدار F گزارش شده در جدول شماره ۲، فرض صفر مبنی بر انتخاب روش داده‌های تلفیقی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، بنابراین باید از روش داده‌های تابلویی استفاده کرد. افزون بر این، آزمون هاسمن (جدول ۳) که برای تعیین وجود اثرات ثابت یا تصادفی انجام شد، نشان داد که فرض صفر مبنی بر وجود اثرات تصادفی نیز در سطح خطای ۵ درصد رد شده و لازم است که مدل به صورت اثرات ثابت برآورد شود.

جدول ۲. نتایج آزمون لیمر

(همسانی عرض از مبدأ شرکت‌ها/انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی یا تابلویی)

P-VALUE		آماره آزمون F لیمر		مدل
Cross-section Chi-square	Cross-section F	Cross-section Chi-square	Cross-section F	
./۰۰۰۰	./۰۰۰۱	۲۱۰/۶۶۳۴	۱/۶۹۰۲	فرضیه اول
./۰۰۰۰	./۰۰۰۱	۲۱۰/۵۱۷۶	۱/۶۸۸۸	فرضیه دوم
./۰۰۰۰	./۰۰۰۰	۲۲۵/۵۰۱۵	۱/۸۳۴۴	فرضیه سوم
./۰۰۰۰	./۰۰۰۱	۲۱۰/۶۴۴۳	۱/۶۹۰۰	فرضیه چهارم

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین آثار ثابت و آثار تصادفی)

P-VALUE	آماره آزمون هاسمن	مدل
./۰۰۰۱	۲۷/۱۴۳۸	فرضیه اول
./۰۰۰۱	۲۶/۵۶۰۲	فرضیه دوم
./۰۰۰۰	۵۰/۸۵۹۱	فرضیه سوم
./۰۰۰۱	۲۶/۷۲۱۶	فرضیه چهارم

با توجه به نتایج آزمون‌های لیمر و هاسمن، فرضیه‌های پژوهش برای بررسی اثر دانش بازار از چهار عامل بنیادی بر مدیریت سود، در کنار دیگر عوامل (متغیرهای کنترل) با استفاده از روش داده‌های تابلویی و الگوی اثرات ثابت برآورد شد و نتایج آن در جدول شماره ۴ آورده شده است. یادآوری می‌شود که برای برطرف کردن مشکل خودهمبستگی در اجزای خطا، مدل رگرسیونی مورد نظر با یک جمله خود رگرسیونی یا $AR(1)$ مورد تخمین قرار گرفته است. گفتنی است که فرض مانایی متغیرها و نیز کلیه پیش فرض‌های رگرسیون، شامل ناهمسانی واریانس و نرمال بودن توزیع جزء خطا نیز بررسی شد و نتیجه این آزمون‌ها نشان داد، مشکل خاصی برای اجرای مدل‌های مورد نظر برای آزمون فرضیه‌ها وجود ندارد.

جدول ۴. نتایج آماری آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول		فرضیه دوم		فرضیه سوم		فرضیه چهارم		
Sig	ضریب	Sig	ضریب	Sig	ضریب	Sig	ضریب	
۰/۳۰۴۲	-۱۲/۳۶۲۷	۰/۱۵۹۸	-۱۲/۴۹۶۳	۰/۱۷۵۷	-۱۱/۹۶۵۲	۰/۱۷۸۷	-۱۱/۸۳۶۵	عرض از مبدا
۰/۰۰۴۹	-۰/۱۳۲۵	۰/۰۱۰۵	-۰/۳۵۶۳	۰/۵۹۴۱	۰/۰۰۵۴	۰/۶۵۹۶	۱۳۰/۳۳۷۰	متغیر مستقل (info _i)
۰/۲۹۹۱	۰/۹۱۷۶	۰/۹۳۵۷	۰/۲۴۶۷	۰/۲۵۰۱	۰/۸۸۱۹	۰/۲۵۲۳	-۰/۸۷۵۳	اندازه شرکت
۰/۱۷۷۸	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۷۲	۰/۶۷۲۷	۰/۰۰۷۲	۰/۶۴۳۲	۰/۰۰۷۹	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۰۷۴۹	-۰/۷۱۳۴	۰/۰۳۷۶	-۰/۷۵۱۰	۰/۰۳۷۶	-۰/۷۰۵۵	۰/۰۳۶۰	-۰/۷۱۰۹	الگوی سودآوری شرکت
۰/۲۲۷۹	۰/۰۹۸۳	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۹۹۱	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۹۹۱	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۹۸۱	کل اقلام تعهدی دوره قبل
۰/۰۰۰۰	۱/۲۰۶۴	۰/۰۰۰۰	۱/۲۰۸۴	۰/۰۰۰۰	۱/۲۰۴۳	۰/۰۰۰۰	۱/۲۰۶۱	AR(1)
F آماره		۸۷/۰۹۶۷		۸۶/۹۵۹۵		۸۷/۸۰۰۸		۸۶/۹۲۶۹
F آماره SIG		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰
R ²		۰/۵۴۰۰		۰/۵۳۹۶		۰/۵۴۲۰		۰/۵۳۹۶
R ² تعدیل شده		-۰/۵۳۳۸		-۰/۵۳۳۴		-۰/۵۳۵۹		-۰/۵۳۳۳
آماره DW		۲/۲۷۱۱		۲/۲۶۷۲		۲/۳۰۳۳		۲/۲۶۶۰

همان گونه که در جدول فوق مشاهده می شود با توجه به ضرایب چهار متغیر بنیادی و سطح اهمیت مربوط، آگاهی سرمایه گذاران از دو متغیر بنیادی جریان نقد عملیاتی و بازده مالکانه، تأثیر منفی (کاهنده) و معنادار بر سطح مدیریت سود دارد، در حالی که دانش بازار دو متغیر بنیادی مورد بررسی دیگر؛ یعنی شاخص کیفیت سود و نوسان فروش، در سطح خطای ۵ درصد بر میزان مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بی تأثیرند. بنابراین فرضیه های اول و سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید و فرضیه های دوم و چهارم رد شده اند. علاوه بر این، تأثیر منفی و معنادار متغیر اندازه شرکت و نیز تأثیر مثبت و معنادار متغیر کل ارقام تعهدی دوره قبل در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در هر چهار فرضیه مورد تأیید قرار گرفته است. در نهایت نتایج تخمین مدل ها نشان می دهد که ضریب متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و الگوی سودآوری، در هیچ یک از چهار فرضیه مورد آزمون معنادار نیست.

نتیجه گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر دانش دست اندرکاران بازار سرمایه از عوامل بنیادی شرکت - که مختصات شرکت مورد نظر را پیش روی استفاده کننده ترسیم می کند - بر مدیریت سود انجام شده است. برای این امر، از چهار متغیر بنیادی مهم و مربوط، شامل جریان نقد عملیاتی، شاخص کیفیت سود، بازده مالکانه و نوسان فروش استفاده شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که دانش سرمایه گذاران از دو عامل بنیادی جریان نقد عملیاتی و بازده مالکانه، تأثیری منفی (کاهنده) و به لحاظ آماری، معنادار بر سطح مدیریت سود دارد؛ در حالی که دانش بازار از دو متغیر بنیادی دیگر بر میزان مدیریت سود بی تأثیر است. دو متغیر تأیید شده این پژوهش، جزء اساسی ترین عوامل بنیادی شرکت است. به باور بسیاری از صاحب نظران، جریان نقد عملیاتی بنیادی ترین عامل ارزش از دید بازار است و مبنای اصلی ارزش یابی سهام شرکت ها و مبنای اصلی توزیع سود تقسیمی شرکت بین سهامداران به شمار می رود. نسبت بازده مالکانه نیز نسبت جامعی است که براساس تجزیه و تحلیل دوپونت، شامل طیف وسیعی از شاخص ها و نسبت های مالی است که هر کدام بُعدی از سلامت مالی و عملیاتی شرکت را مورد سنجش قرار می دهد. نتایج پژوهش حاضر مبنی بر تأثیر کاهنده اطلاعات سرمایه گذاران از دو متغیر جریان نقد عملیاتی و بازده مالکانه بر میزان مدیریت سود شرکت ها، با فرضیه ها و مبانی نظری موجود در این زمینه همخوانی دارد.

شیپر (۱۹۸۹) معتقد است که سهامداران در محیطی که اطلاعات شان کمتر از مدیریت است، نمی توانند عملکرد شرکت و چشم انداز آتی آن را به طور کامل مشاهده کنند. در چنین محیطی،

مدیر می‌تواند برای مدیریت سودهای گزارش شده، از انعطاف‌پذیری اختیارات خود استفاده کند. بنابراین اگر سرمایه‌گذاران از رهگذر دانش بیشتر از عوامل بنیادی شرکت - که دورنمای شرکت را تصویر می‌کند - این فاصله اطلاعاتی را کاهش دهند، انگیزه مدیران برای مدیریت سود و بالطبع میزان مدیریت سود، کاهش می‌یابد.

در این پژوهش، متغیر اندازه نیز دارای تأثیری منفی و معنادار بر سطح مدیریت سود است. منفی بودن علامت ضریب متغیر اندازه در مدل‌های رگرسیونی این پژوهش، تأیید مجددی بر تأثیر منفی دانش بازار بر انگیزه مدیریت سود مدیران است؛ زیرا متغیر اندازه شرکت، یکی از شاخص‌های عدم تقارن اطلاعاتی است و بسیاری از محققان، از آن برای عملیاتی کردن مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی در مطالعات خود استفاده کرده‌اند (ورمائلن ۱۹۸۱). در نهایت، نتایج تجزیه و تحلیل‌های آماری بیانگر عدم تأثیر معنادار متغیرهای نسبت ارزش بازار به دفتری و وجود الگوی سودآوری در سال‌های قبل بر حجم مدیریت سود شرکت‌ها است. اما ضریب متغیر کل ارقام تعهدی دوره قبل، در فرضیه اول بی‌معنا و در فرضیه‌های دوم تا چهارم مثبت و معنادار بود. این بدین معناست که مدیریت سود شرکت‌های بورسی، روندی افزایشی داشته و میزان ارقام تعهدی سال قبل، تأثیری فزاینده بر مدیریت سود سال بعد دارد.

با توجه به عواقب منفی قابل ملاحظه‌ای که دستکاری‌های سود در پی دارد، سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران، علاقه‌مند به شناسایی عوامل محدودکننده این دستکاری‌های فرصت طلبانه هستند. کاهش اختیار مدیران در رابطه با انتخاب رویه‌های حسابداری، ممکن است یکی از راه‌حل‌های موجود باشد، اما عواقب ناخواسته‌ای را به همراه خواهد داشت. به علاوه توقف مدیریت سود از طریق محدود کردن انتخاب‌های مدیران، ممکن است اثربخش نباشد؛ زیرا مدیران اغلب می‌توانند با رویه‌های حسابداری نوآورانه و ساختاربندی هوشمندانه معاملات، مقررات را زیر پا بگذارند. اگر کارایی قیمت سهام و دانش سرمایه‌گذاران از شاخص‌های کلیدی شرکت، بتواند انگیزه‌های مدیران برای مدیریت سود را کاهش دهد، نهادهای قانون‌گذار بایستی بیشتر بر تشویق توزیع کارایی اطلاعات مرتبط با شرکت در بازار تمرکز کنند.

سخن پایانی اینکه احتمال می‌رود مشکلات زیر در راستای انجام پژوهش حاضر وجود داشته باشد:

۱. کیفیت داده‌های لازم برای انجام پژوهش: با توجه به قدمت کم ثبت و ضبط دقیق داده‌های مربوط به صورت‌های مالی و قیمت سهام شرکت‌ها، گمان می‌رود با وجود تلاش در گردآوری کامل و دقیق تمامی اطلاعات مورد نیاز پژوهش از منابع مختلف، همچنان ضعف

داده‌ها، از جمله موجود نبودن برخی از آنها در منابع مورد جست‌وجو، از جمله مشکلات پیش رو باشد.

۲. بازار کوچک و کم‌عمق: با توجه به تعداد کم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به بورس‌های توسعه‌یافته و با در نظر گرفتن شرایط نمونه مورد بررسی برای انجام این پژوهش، به نظر می‌رسد حجم نمونه نهایی، به‌طور نسبی پایین‌تر از مطالعات مشابه در کشورهای توسعه‌یافته باشد.

۳. وجود متوقف‌کننده‌های خودکار، مانند حجم مینا و دامنه نوسان قیمت، بر برخی متغیرهای این پژوهش تأثیر خواهد داشت که اندازه‌گیری و کنترل آن امکان‌پذیر نیست.

منابع

مرادزاده فرد، م.؛ ناظمی اردکانی، م.؛ غلامی، ر.؛ فرزانی، ح. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۵): ۹۸-۸۵.

مهرانی، س.؛ مهرانی، ک.؛ کرمی، غ. (۱۳۸۸). استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیر مالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق از ناموفق. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، (۳۸): ۹۲-۷۷.

نوروش، ا. و حسینی، س.ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به‌موقع بودن) و مدیریت سود. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۵): ۱۳۴-۱۱۷.

Barth, M.E., Elliot, I.A. and Finn, M.W. (1999). Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 387-413.

Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 99-126.

Cheng, C.H. (2006). *Information asymmetry and earnings management in Taiwanese tech industry*. Retrieved from www.knjc.edu.tw.

Collins, D.W., Kothari, S.P., Shanken, J. and Sloan, R. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18: 289-324.

- Fischer, R.E. and Stochen, P.C. (2004). Effect of investor speculation on earnings management. *Journal of Accounting Research*, 42(5): 843-870.
- Fischer, R.E., and Verrecchia, R.E. (2000). Reporting bias. *The Accounting Review*, 75: 229-245.
- Gelb, D.S. and Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure quality and informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7: 33-52.
- Kim, Y. (2001). *Disclosure and earnings management by seasoned equity offerings firms*. Retrieved from SSRN database.
- Kim, Y., Lin, C. and Rhee, S.G. (2003). The relation of earnings management to firm size, College of Business Administration University of Hawaii, Retrieved from http://www.hawaii.edu/~fima/Working_Papers
- Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1): 163-197.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 17: 1315-1335.
- Lee, Y.J., Petroni, K.R. & Shen, M. (2006). Cherry picking, disclosure quality, and comprehensive income reporting choice. *Contemporary Accounting Research*, 23 (3): 655-692.
- Marciukaityte, D. and Park, J. C. (2009). *Market competition and earnings management*. Retrieved from SSRN database.
- Richardson, V. (2000). Information asymmetry and earnings management: some evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15: 325-347.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, 3: 91-106.
- 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*, 7 (2/3): 289-312.
- Tucker, X.J. and Zarowin, P. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting review*, 81 (1): 251-270.

- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9: 139-183.
- Wang, L. (2010). *Cross-Listing and the value of bonding under increased market integration*. Retrieved from SSRN database.
- You, H. (2007). *Investor's information about firm's fundamentals and earnings management*. (Doctoral dissertation), Retrieved from Proquest.
- Yu, F. (2008). Analyst Coverage and Earnings Management. *Journal of Financial Economic*, 88: 245-271.