



نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام

هادی غفاری^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۳/۰۵/۱۷ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۳/۱۲/۱۳ دنیا احدیان پور پروین^۲

خدیدجه خدابخشی پاریجان^۳

چکیده

ارزشیابی سهام شرکت‌ها یکی از چالش‌های اصلی بازارهای مالی به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور می‌باشد. عدم توجه به اطلاعات مرتبط با ارزشیابی، می‌تواند با نادیده گرفتن عوامل مهم در ارزش‌گذاری سهام منجر به کم‌ارزشیابی سهام، اختلال در بازار و کاهش دسترسی به منابع سرمایه گردد. به علاوه، مدیریت سود به عنوان یک تصمیم مدیریتی می‌تواند با دستکاری در گزارشگری مالی، تأثیر با اهمیتی بر توجهات سهامداران و ارزش‌گذاری سهام داشته باشد. با توجه به این امر، هدف این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت سود بر رابطه توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام می‌باشد. این پژوهش در جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۱ انجام شده است. نمونه این پژوهش با روش غربالگری شامل ۱۳۰ شرکت (۹۱۰ سال - شرکت) انتخاب و آزمون فرضیه‌ها، با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که توجه سهامداران رابطه منفی و معنادار با کم‌ارزشیابی سهام دارد و مدیریت سود اثر توجه سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تضعیف می‌کند؛ بنابراین در شرکت‌های با مدیریت سود بالا، توجهات سهامداران کاهش یافته و کم‌ارزشیابی سهام محتمل‌تر می‌شود، بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر افزایش توجهات سهامداران می‌تواند از کم‌ارزشیابی‌های طولانی مدت ارزش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه جلوگیری نموده و منجر به بهبود تامین منابع سرمایه گردد. این یافته‌ها تأکیدی بر اهمیت شفافیت گزارشگری مالی و لزوم کنترل مدیریت سود فرصت‌طلبانه در راستای بهبود کارایی تخصیص سرمایه می‌باشد. بر این اساس، توصیه می‌شود که سازمان‌های نظارتی الزامات افشا را تقویت کرده و حسابرسی‌های مستقل را برای افزایش قابلیت اطمینان اطلاعات بکار گیرند و سرمایه‌گذاران را قادر سازند تا بر اساس داده‌های با کیفیت بالاتر تصمیم‌گیری کنند.

کلمات کلیدی

توجهات سهامداران، مدیریت سود، کم‌ارزشیابی سهام، افشا، اقلام تعهدی اختیاری

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. hadighafari@ut.ac.ir
۲- استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) donyaahadiyan@yahoo.com
۳- استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Parijan.Kh@gmail.com

باتوجه به افزایش روند خصوصی سازی، قیمت گذاری نادرست و کم ارزشیابی طولانی مدت در بازار سرمایه می تواند پیامدهای منفی اقتصادی متعددی را به دنبال داشته و منجر به بازی باخت-باخت برای فعالان بازار سرمایه و در نهایت زیان اقتصادی کشور شود (میرزا خانی، ۱۴۰۰).

یکی از عملکردهای مهم بازار سرمایه این است که واسطه ای برای دستیابی به منابع و جوهی باشد که شرکت ها به آن نیاز دارند. وقتی وضعیت بازار مناسب باشد، قیمت سهام اجزای بنیادی شرکت را منعکس می سازد. از طرفی عوامل غیربنیادی دیگر همانند تورش رفتاری سرمایه گذاران، نبود تقارن اطلاعاتی و خطاهای سیستماتیک هنگام ارزیابی سهام می تواند موجب انحراف قیمت سهام از ارزش واقعی آن شود. این وضعیت بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت نظیر میزان سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه و فعالیت های نوآورانه تأثیرگذار است به نحوی که مدیر می تواند از سهام بیش قیمت گذاری شده به منزله منبع تأمین وجه برای سرمایه گذاری (به دلیل پایین بودن هزینه سرمایه) بهره برد و در مقابل از فروش سهامی که کم قیمت گذاری شده (به دلیل بالا بودن هزینه سرمایه) امتناع ورزد. شرکت هایی که بیش ارزش گذاری شده اند، به سرمایه گذاری تمایل بیشتری دارند و به دلیل برخورداری از منابع وجه مازاد حتی پروژه های سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی منفی را هم می پذیرند. درحالی که شرکت های کم ارزش گذاری شده به دلیل مشکلات تأمین منابع و هزینه سرمایه زیاد از قبول پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت هم خودداری نموده و در فعالیت های نوآورانه کمتری مشارکت می کنند. مدیران شرکت هایی که کم ارزش گذاری شده اند حتی در صورت داشتن نیاز مبرم، از انتشار سهام به دلیل هزینه سرمایه زیاد امتناع می ورزند (دونگ^۱، ۲۰۱۸، ترینوگرهو و راینوفاه^۲، ۲۰۱۳).

در بازار سرمایه، تنها اطلاعاتی که بتواند توجه سرمایه گذار را به خود جلب کند، می تواند بطور کافی از طریق رفتارهای معاملاتی در قیمت سهام منعکس شود. با این حال، "توجه" یک منبع شناختی کمیاب است که پس از اشغال نمی تواند برای اهداف دیگر استفاده شود (کانمن^۳، ۱۹۷۳). زمانی که سهامداران توجه کمتری به یک شرکت دارند ممکن است ارزش سهام آن شرکت کاهش یابد، این موضوع می تواند به دلیل عدم توجه سرمایه گذاران و در نتیجه کاهش تقاضا برای سهام شرکت باشد، همچنین هنگامی که یک سرمایه گذار توجهی بیش از حد معمول به یک سهام نشان می دهد، در معرض خطر از دست دادن یا به تأخیر انداختن پاسخ به اطلاعات مهم دیگر قرار می گیرد که منجر به انحراف در پیش بینی های ارزش سهام می گردد (لی و همکاران^۴، ۲۰۲۳). این وضعیت به ویژه برای

سرمایه‌گذاران خرد صادق است که بیشتر تحت تأثیر عوامل شناختی هستند زیرا فقدان دانش مالی و تجربه سرمایه‌گذاری آن‌ها تفسیر اطلاعات را برای آن‌ها دشوار می‌کند، بنابراین توجهات سهامداران یکی از عوامل مهمی است که می‌تواند از طریق تأثیر بر انتظارات سرمایه‌گذاران، بر قیمت و ارزشیابی سهام اثرگذار باشد (هسیه و همکاران^۵، ۲۰۲۰).

با توجه به توانایی شناختی محدود افراد، فقط سهامی می‌تواند در لیست انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذار قرارگیرد که توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب کند. تحقیقات نشان داده است که اثر نامتقارن این توجه محدود به تصمیم‌گیری برای خرید و فروش، سرمایه‌گذاران را به سمت ایجاد رفتار خالص خرید برای سهام‌های جلب توجه کننده، سوق می‌دهد. این تجزیه و تحلیل‌ها نشان می‌دهد که توجه سرمایه‌گذار ممکن است محرک مهمی برای سرمایه‌گذاران در ایجاد رفتارهای معاملاتی باشد (دا و گائو^۶، ۲۰۱۱، ابودی و همکاران^۷، ۲۰۱۰). ذکر این نکته نیز حائز اهمیت است که سرمایه‌گذاران نهادی از نظر مهارت‌های حرفه‌ای و توانایی دسترسی به اطلاعات نسبت به سرمایه‌گذاران خرد از مزایای آشکاری برخوردار هستند؛ بنابراین، رفتار معاملاتی آن‌ها که تحت تأثیر "توجه محدود" قرار دارد ضعیف‌تر از رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران خرد و منفرد است. همچنین، سرمایه‌گذاران خرد بیشتر از سرمایه‌گذاران نهادی به سهام با ویژگی‌های بارز قمار جذب می‌شوند و ترجیحات تجاری آشکارتری را برای سهام قرعه‌کشی از خود نشان می‌دهند (زیانگ و همکاران^۸، ۲۰۲۰).

ارزشیابی نادرست و سنجش اشتباه سرمایه، انحراف طولانی مدت قیمت سهام یک شرکت از ارزش ذاتی آن به دلیل عقلانیت محدود سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعات می‌باشد (لیو و همکاران^۹، ۲۰۱۶). این پدیده به‌طور نامطلوبی بر کارایی تخصیص منابع در بازار سرمایه تأثیر گذاشته و باعث می‌شود مدیران برای حفظ قیمت سهام بیش از حد ارزش‌گذاری شده، در رفتارهای فرصت طلبانه و تقلب مالی مشارکت کنند (لامبرتی‌دها^{۱۰}، ۲۰۲۲).

کم‌ارزشیابی سهام به معنای قیمت پایین سهام نسبت به ارزش ذاتی آن است که می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت، عدم کارایی بازار سهام و وجود هزینه‌های معاملاتی باشد. مدیریت سود، دستکاری گزارش‌های مالی شرکت به منظور دستیابی به اهداف مدیریتی تعریف می‌شود که می‌تواند از طریق عواملی مانند انتخاب رویه‌های حسابداری، ثبت زودهنگام یا دیرهنگام درآمدها و کاهش هزینه‌ها انجام شود و با تأثیرگذاری بر توجهات و تصمیم‌گیری سهامداران به ارزشیابی نادرست سهام منجر شود. یکی از نقش‌های مدیریت سود در رابطه بین توجهات سهامداران و ارزشیابی نادرست سهام این است که اگر مدیریت سود به شکلی صورت گیرد که نتایج مالی در ظاهر

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی یاریجان

بهبود یافته باشد، با تحت تأثیر قرار دادن سهامداران ممکن است بازتعریفی از واقعیت شرکت ایجاد شود و سرمایه‌گذاران متوجه شوند که گزارش‌های مالی ارائه شده با استفاده از تکنیک‌های مدیریت سود تهیه شده است در نتیجه اعتماد به اطلاعات مالی کاهش یافته و منجر به عدم اطمینان در بازارهای مالی شود. در مقابل، سرمایه‌گذاران ممکن است عدم رضایت خود را با پیامدهای نامناسب برای ارزش سهام ابراز کنند. بنابر این، مدیریت سود می‌تواند تأثیر شگرفی بر توجهات سهامداران و بازارهای مالی در ارتباط با ارزش شرکت و در نتیجه ارزشیابی سهام داشته باشد (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۹۳، لی و همکاران، ۲۰۲۳).

تحقیقات مالی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حقوقی، در قبال هزینه‌های بلندمدت برای دستیابی به اهداف کوتاه‌مدت سود بر مدیران فشار می‌آورند. این امر منجر به مدیریت سود بیشتر در بنگاه‌های با مالکیت حقوقی‌تر می‌شود. از آنجاییکه سرمایه‌گذاران حقوقی اغلب آگاه‌تر از سرمایه‌گذاران حقیقی هستند و نیز با توجه به دسترسی بهتر آن‌ها به پایگاه‌های داده و ابزارهای تحلیلی، تجزیه و تحلیل عمقی‌تر شرکت‌ها برای آن‌ها هزینه کمتری در بر دارد. علاوه بر این، به دلیل اینکه بخش بزرگی از سهام شرکت‌ها در اختیار سرمایه‌گذاران حقوقی قرار دارد، نظارت بهتری بر مدیران دارند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به‌طور فعال با مدیریت ارتباط برقرارکنند تا اولویت‌های خود را به مدیران بیان نموده یا با فروش سهام خود در زمان مناسب از شرکت خارج شوند (ژانگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۷).

مدیریت سود به عنوان یکی از تصمیم‌های مدیریتی است که با دستکاری سود در گزارش‌های مالی به منظور تأثیرگذاری بر نتایج مالی و ارزش سهام می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر توجهات سهامداران و ارزش‌گذاری سهام داشته باشد. اولین تأثیر مدیریت سود بر توجهات سهامداران این است که ممکن است اطلاعات مالی تهیه شده به وسیله مدیریت سود، وضعیت واقعی شرکت را نادیده گرفته یا تاریخچه عملکرد واقعی شرکت را مخفی نگه دارد. این امر ممکن است باعث ارزشیابی نادرست سهام شود زیرا سهامداران بر اساس اطلاعات نادرست یا از بین برده شده و یا پنهان شده، تصمیم‌گیری می‌کنند. همچنین، مدیریت سود ممکن است تأثیر منفی بر اعتماد سهامداران و بازار مالی داشته باشد؛ زیرا وقتی سهامداران متوجه می‌شوند که اطلاعات مالی ممکن است دستکاری شده باشد، عدم اطمینان و عدم اعتماد نسبت به ارزش‌گذاری و گزارش‌های مالی شرکت افزایش یافته و می‌تواند به ارزشیابی نادرست سهام منجر شود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۹۳، لی و همکاران، ۲۰۲۳).

با توجه به موارد ذکر شده، بررسی نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و

کم‌ارزشیابی سهام، می‌تواند به توسعه دانش آکادمیک و بهبود وضعیت بازار سرمایه در ایران کمک نماید. همچنین این پژوهش می‌تواند با کمک به درک بهتر این رابطه منجر به ارتقای دانش مدیران، قانون‌گذاران، اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و محققان گردیده و آن‌ها را در تصمیم‌گیری‌های خود راهنمایی کند.

باتوجه به اهمیت مطالب پیش گفته و مبانی نظری پژوهش، جهت انجام تحقیق حاضر و روشن شدن نقش مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام سوالات زیر مد نظر می‌باشد:

سوال اول: آیا توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار می‌باشد؟

سوال دوم: آیا مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند؟

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی می‌باشد. همچنین این پژوهش در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و روش گردآوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای است.

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ می‌باشد که برای تعیین نمونه آماری تعداد ۱۳۰ شرکت (۹۱۰ سال - شرکت) بر مبنای روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. محدودیت های نمونه‌گیری به شرح زیر است:

- شرکت‌هایی که در سال های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ در بورس فعالیت داشته اند.
- شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ماه ختم شود و در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی و تغییر فعالیت نداده باشند.
- شرکت‌هایی که فعالیت آن‌ها در گروه واسطه‌گری مالی نباشد.
- شرکت‌هایی که نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیررسمی منتقل نشده باشد و نماد معاملاتی آن‌ها فعال باشد.
- شرکت‌هایی که اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه برای آن‌ها در دسترس محقق باشد.

فرضیه های پژوهشی

فرضیه اول: توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار است.

فرضیه دوم: مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند.

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی پاریجان

مطابق پژوهش لی و همکاران (۲۰۲۳) جهت آزمون فرضیه اول پژوهش مدل زیر برآورد شده است:

$$\text{Devitation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAAI}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Growth}_{i,t} + \beta_6 \text{SOE}_{i,t} + \beta_7 \text{Top}_{1i,t} + \beta_8 \text{FERROR}_{i,t} + \beta_9 \text{Big}_{4i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

و همچنین جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش نیز مدل زیر برآورد شده است:

$$\text{Devitation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAAI}_{i,t} + \beta_2 \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIAAI}_{i,t} * \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{SOE}_{i,t} + \beta_9 \text{Top}_{1i,t} + \beta_{10} \text{FERROR}_{i,t} + \beta_{11} \text{Big}_{4i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل‌های مذکور علامت‌های اختصاری متغیرها به شرح ذیل تعریف شده است:

Devitation: کم‌ارزشیابی سهام، SIAAI: توجهات سهامداران، AbsDA: مدیریت سود، Size:

اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، ROA: بازده دارایی‌ها، Growth: رشد فروش، SOE: مالکیت دولتی،

Top₁: مالکیت عمده، FERROR: خطای پیش‌بینی سود، Big₄: اندازه موسسه حسابرسی، Year: اثرات

ثابت سال و Industry: اثرات ثابت صنعت می‌باشد.

متغیر وابسته:

کم‌ارزشیابی سهام = Devitation

بر مبنای تحقیقات رودز-کروف و همکاران^{۱۲} (۲۰۰۵) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و نسبت اهرم مالی می‌توانند بیشتر از 80٪ ارزش بازار شرکت‌ها را تبیین کنند و خطای قیمت‌گذاری در داخل صنایع مختلف به صفر می‌رسد. در این پژوهش نیز اندازه‌گیری ارزش ذاتی با استفاده از اطلاعات حسابداری مالی صورت گرفته و برای اندازه‌گیری ارزش ذاتی هر شرکت از رگرسیون مقطعی رابطه ۱ در هر صنعت زیر اساس اطلاعات سالانه استفاده شده است:

$$M_{jt} = \beta_{0jt} + \beta_{1jt} \text{BV}_{i,t-1} + \beta_{2jt} \text{NI}^+_{i,t-1} + \beta_{3jt} I_{(<0)} \times \text{NI}^+_{i,t-1} + \beta_{4jt} \text{Lev}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

M_{jt}: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت آدر پایان سال t

BV_{i,t-1}: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی شرکت آدر پایان سال t-1

NI⁺_{i,t-1}: لگاریتم طبیعی قدرمطلق سود و زیان خالص شرکت آدر پایان سال t-1

I_(<0): به عنوان یک متغیر مجازی، چنانچه شرکت آدر پایان سال t-1 زیان داشته باشد مقدار یک در

غیر این صورت مقدار صفر خواهد بود.

Lev_{i,t-1}: به عنوان اهرم مالی شرکت آدر پایان سال t-1 برابر است با یک منهای نسبت حقوق

صاحبان سهام عادی به کل دارایی‌ها.

برای اجرای رگرسیون فوق حداقل باید ۱۲ مشاهده در هر صنعت موجود باشد، به نحوی که اطلاعات حسابداری مالی پایان سال $t-1$ با ارزش بازار شرکت در پایان سال t تطبیق داده می‌شود و مقدار تعدیل‌شده $\hat{M}_{i,t}$ به دست آمده براساس رابطه ۱ بیانگر ارزش ذاتی شرکت i است. در نتیجه، اختلاف بین $M_{j,t}$ و $\hat{M}_{i,t}$ به عنوان معیاری برای ارزش‌گذاری نادرست سهام شرکت i پایان سال t که با استفاده از نماد Devitation به شرح رابطه ۲ محاسبه می‌شود:

$$\text{Devitation}_{i,t} = M_{i,t} - \hat{M}_{i,t} \quad (\text{رابطه ۲})$$

اگر مقدار Devitation سهامی مثبت باشد بیانگر بیش ارزش‌گذاری و اگر مقدار Devitation سهامی منفی باشد بیانگر کم‌ارزش‌گذاری سهام است؛ بنابراین مقدار Devitation برابر است با مقادیر منفی به دست آمده از رابطه ۲ و به جای مقادیر مثبت عدد صفر قرار می‌گیرد (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر مستقل:

SIAAI: توجهات سهامداران

در این پژوهش برای اندازه‌گیری توجهات سرمایه‌گذاران از تعداد سهامدارانی که سفارش خرید سهام در یک روز داشته اند استفاده شده است؛ بنابراین به منظور محاسبه توجهات سرمایه‌گذاران تعداد سهامدارانی که در یک روز خاص سفارش خرید داده‌اند بر میانگین تعداد سهامدارانی که در ماه قبل سفارش خرید داشته اند تقسیم و سپس از آن لگاریتم طبیعی گرفته شده است (لی و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۲).

متغیر تعدیل‌گر:

AbsDA: مدیریت سود

در پژوهش حاضر به منظور اندازه‌گیری مدیریت سود از اقلام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز استفاده شده است. بدین منظور ابتدا کل اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه شده است:

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - DEP_{i,t}$$

که طبق رابطه فوق TA : کل اقلام تعهدی شرکت، ΔCA : تغییر در دارایی‌های جاری شرکت، ΔCL : تغییر در بدهی‌های جاری شرکت، $\Delta CASH$: تغییر در وجه نقد شرکت، ΔSTD : تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلند مدت شرکت و همچنین DEP : هزینه استهلاک شرکت، می‌باشد.

پس از محاسبه کل اقلام تعهدی، پارامترهای α_1 ، α_2 و α_3 به منظور تعیین اقلام تعهدی

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی یاریجان

غیراختیاری، از طریق فرمول زیر برآورد شده است:

$$TA_{i,t} / A_{i,t-1} = \alpha_1(1 / A_{i,t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC) / A_{i,t-1}] + \alpha_3(PPE_{it} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

که در آن TA: کل اقلام تعهدی، A: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت، ΔREV : تغییرات درآمد فروش، ΔREC : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتنی، PPE: مبلغ ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، $A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت ادر پایان سال t-1 و α_1 ، α_2 و α_3 پارامترهای برآورد شده شرکت i و همچنین ε مجموع خطای رگرسیون است و فرض بر این است که به صورت مقطعی ناهمبسته و دارای توزیع نرمال با میانگین صفر می‌باشد.

پس از محاسبه پارامترهای α_1 ، α_2 و α_3 از طریق روش حداقل مربعات طبق فرمول ذیل "اقلام تعهدی غیراختیاری" (NDA) به شرح زیر تعیین گردید:

$$NDA = \alpha_1(1 / A_{i,t-1}) + \alpha_2[(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC) / A_{i,t-1}] + \alpha_3(PPE_{it} / A_{i,t-1})$$

و در نهایت اقلام تعهدی اختیاری (DA) پس از تعیین NDA به صورت زیر محاسبه شده است:

$$DA_{i,t} = (TA_{i,t} / A_{i,t-1}) - NDA_{i,t}$$

(فغانی ماکرانی و همکاران، ۱۳۹۵).

متغیرهای کنترلی:

Size: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

Lev: اهرم مالی که برابر است با نسبت کل بدهی بر کل دارایی

ROA: بازده دارایی‌ها که برابر است با نسبت سود خالص بر کل دارایی

Growth: رشد فروش که برابر است با تفاوت درآمد فروش دوره جاری از دوره قبل بر فروش دوره قبل

SOE: مالکیت دولتی که یک متغیر دامی است و در صورت مالکیت دولتی (اگر شرکتی بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت باشد) برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر

Top₁: مالکیت عمده که برابر است با نسبت سهام در دست بزرگترین سهامدار

FERROR: خطای پیش‌بینی سود که برای اندازه‌گیری خطای پیش‌بینی سود هر سهم از شاخص

زیر استفاده می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۲۳):

$$FERROR = [(A_t - F_t) / F_t] * 100$$

که در رابطه فوق A_t سود واقعی شرکت در زمان t و F_t سود پیش‌بینی شده شرکت در زمان t می‌باشد.

Big₄: اندازه موسسه حسابرسی است که این متغیر کنترلی یک متغیر مجازی (دو وجهی) می‌باشد؛

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۶ / شماره ۶۳ / تابستان ۱۴۰۴

به این صورت که اگر سازمان حسابرسی شرکت مورد بررسی را حسابرسی کرده باشد، مقدار آن ۱ (مؤسسه بزرگ حسابرسی) و اگر سایر مؤسسات حسابرسی، شرکت نمونه را حسابرسی کرده باشند، مقدار این متغیر صفر فرض می‌شود (عثمانی و حسینی، ۱۳۹۵).

در پژوهش حاضر برای انجام تحلیل‌های مناسب از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. آماره‌های توصیفی در سه حوزه شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و توزیع مورد بررسی قرار گرفته است و جهت آزمون‌های استنباطی از آنالیز رگرسیون برای داده‌های ترکیبی در سطح خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

شاخص‌های توصیفی متغیرهای این پژوهش به شرح جدول ۱ محاسبه و مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

نام متغیرها	کم‌ارزشیابی سهام	توجهات سهامداران	مدیریت سود	مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	اندازه شرکت	اهرم مالی	بازده دارایی‌ها	رشد فروش	مالکیت دولتی	مالکیت عمده	خطای پیش‌بینی سود	اندازه موسسه حسابرسی
نماد متغیرها	Devitation	SIAAI	AbsDA	AbsDA *SIAAI	Size	Lev	ROA	Growth	SOE	Top ^۱	FERROR	Big4
میانگین	۱۵/۱۰۴	-۰/۱۲۶۹	۰/۰۲۷۳	-۰/۰۰۵۵	۱۵/۲۱۰	۰/۵۳۵۳	۰/۲۹۳۴	۱۲/۴۶۵	۰/۰۳۸۴	۵۴/۳۷۸	۱/۴۵۲۲	۰/۲۱۶۴
میانه	۱۵/۰۵۲	-۰/۱۰۱۵	۰/۰۱۰۵	-۰/۰۰۰۳	۱۵/۰۲۱	۰/۵۳۳۱	۰/۱۲۶۴	۰/۱۱۱۰	۰/۰۰۰۰	۵۳/۵۴۰	-۰/۰۱۱۳	۰/۰۰۰۰
ماکسیمم	۱۹/۲۸۷	۶/۰۶۱۴	۰/۷۶۰۸	۰/۶۷۶۹	۲۱/۵۷۱	۰/۸۹۵۵	۶۴/۱۲۱	۸۵۰۰/۶	۱/۰۰۰۰	۹۹/۴۵۰	۶۶۷/۱۴	۱/۰۰۰۰
مینیمم	۱۱/۴۸۱	-۷/۵۳۲۰	-۰/۷۰۰۰	-۰/۹۲۵۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۲۰/۰۷۶	-۳۷۶/۷۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-۷۳/۸۳۷	۰/۰۰۰۰
انحراف معیار	۱/۲۸۱۱	۰/۹۴۹۴	۰/۰۵۹۹	۰/۰۶۱۳	۱/۷۴۶۸	۰/۲۱۲۳	۲/۶۷۰۲	۲۸۳/۰۵	۰/۱۹۲۴	۲۰/۷۲۱	۲۴/۰۰۱	۰/۴۱۲۰
چولگی	۰/۰۹۵۶	۰/۰۸۹۶	۲/۶۸۶۹	-۲/۷۵۲۶	۰/۱۴۴۸	۰/۱۶۹۸	۱/۸۰۴۱	۲/۹۶۸۶	۱/۸۰۰۰	-۰/۱۹۴۶	۲/۳۹۹۱	۱/۳۷۶۸
کشیدگی	۳/۱۶۹۰	۲/۳۰۰۴	۶/۵۹۳۷	۸/۷۵۵۶	۹/۶۰۸۷	۲/۹۳۳۴	۴/۰۹۲۹	۸/۹۰۵۸	۴/۴۰۴۰	۲/۶۷۸۴	۶/۵۴۷۱	۲/۸۹۵۵
مشاهدات	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰	۹۱۰

جدول ۱ دربردارنده اصلی‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. میانگین که نقطه تعادل و

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی یاریجان

مرکز ثقل توزیع است شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد که برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر $15/104$ است. میانه نیز یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی و بیانگر آن است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن متغیر وابسته می‌باشد که برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر $15/052$ است. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. انحراف معیار از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام برابر $1/28$ می‌باشد. عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر کم‌ارزشیابی سهام مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع این متغیر نرمال و خیلی کم‌چوله به راست است. از طرفی شاخص پراکندگی میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد. در این پژوهش برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد.

در این پژوهش جهت بررسی نرمال بودن متغیر وابسته از آزمون جاک - برا^{۱۴} استفاده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می‌شود از آنجایی که مقادیر سطح معناداری متغیر کم‌ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است، فرض صفر که حاکی از نرمال بودن متغیر است تأیید می‌شود و نشان می‌دهد که متغیر کم‌ارزشیابی سهام از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

جدول ۲- نرمال بودن متغیر وابسته

عنوان متغیرها شاخص‌های توصیفی	کم‌ارزشیابی سهام (Deviation)
برا - آزمون جاک	۲/۴۷۰۹
سطح معنی‌داری	۰/۲۹۰۷
مشاهدات	۹۱۰

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو^{۱۵} انجام شده است و نتایج آزمون مانایی (پایایی) متغیرهای پژوهش به شرح جدول ۳ می‌باشد.

جدول ۳- نتایج آماره آزمون لوین، لین و چو

نام متغیرها	نماد متغیرها	آماره آزمون لوین، لین و چو	سطح معناداری	نتیجه
کم ارزشیابی سهام	Devitation	-۷/۵۳۱۷۹	۰/۰۰۰۰	مانا
توجهات سهامداران	SIAAI	-۳۶/۱۱۲۱	۰/۰۰۰۰	مانا
مدیریت سود	AbsDA	-۱۱/۸۵۲۵	۰/۰۰۰۰	مانا
مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	AbsDA *SIAAI	-۶۷/۶۴۴۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	Size	-۴۴/۶۸۶۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	Lev	-۱۸/۰۸۸۰	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده دارایی‌ها	ROA	-۱۹/۴۳۵۶	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	Growth	-۳۱/۸۰۶۷	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت دولتی	SOE	-۳/۳۱۳۴۹	۰/۰۰۰۵	مانا
مالکیت عمده	Top۱	-۲۶۹۰/۳۷	۰/۰۰۰۰	مانا
خطای پیش‌بینی سود	FERROR	-۱۶۷/۲۹۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه موسسه حسابرسی	Big۴	-۱/۶۶۲۸۳	۰/۰۴۸۲	مانا

نتایج آزمون نشان از آن دارد که کلیه متغیرها در سطح پایا می‌باشند؛ بنابراین برآیند آن‌ها نیز انباشته بوده و می‌توان مدل‌های رگرسیونی را برآورد نمود.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها) یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی است که باید تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در این مطالعه فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون LR^{۱۶} مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴ - آزمون LR

مدل	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
۱	Fآماره	۷۰۱/۲۵۱۷	۰/۰۰۰۰
۲	Fآماره	۶۳۱/۴۰۹۵	۰/۰۰۰۰

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F کمتر از ۵٪ است در نتیجه فرض ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل فرضیه ۱ و ۲ رد می‌شود؛ بنابراین برای آزمون مدل فرضیه ۱ و ۲ از روش GLS^{۱۷} جهت تخمین آزمون استفاده شده است. **آزمون همبستگی** در جدول ۵ به صورت نتایج همبستگی پیرسون گزارش شده است. هنگامی که ضریب همبستگی کمتر از ۰/۵ باشد تأثیرات خطی متقابل متغیرهای مستقل بر مبنای مقایسه دودویی

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی پاریجان

آن‌ها با یکدیگر به سمت صفر میل می‌کند که بیانگر استقلال خطی متغیرهای مستقل از یکدیگر می‌باشد. بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵ بین متغیرهای مستقل مطالعه همبستگی معنی‌داری وجود ندارد.

جدول ۵ - نتایج آزمون همبستگی متغیرهای مدل

Big4	FERROR	Top1	SOE	Growth	ROA	Lev	Size	SIAAI	Devitation	Correlation
									۱	Devitation
								۱	۰/۰۴۱۴	SIAAI
							۱	-۰/۱۱۲۰	۰/۸۴۲۴	Size
						۱	-۰/۰۶۱۳	-۰/۰۷۲۸	-۰/۰۳۱۸	Lev
					۱	-۰/۰۳۰۷	-۰/۰۲۹۸	-۰/۰۱۴۱	-۰/۰۴۱۳	ROA
				۱	-۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۲۷	۰/۰۴۴۲	۰/۰۰۵۲	۰/۰۷۳۷	Growth
			۱	-۰/۰۰۸۵	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۴۳۴	۰/۰۰۲۷	۰/۱۱۴۰	SOE
		۱	۰/۱۰۷۵	-۰/۰۴۱۷	۰/۰۳۲۰	۰/۱۸۹۸	-۰/۰۰۴۵	-۰/۰۴۳۳	-۰/۰۹۹۴	Top1
	۱	۰/۰۱۷۴	۰/۰۱۳۶	-۰/۰۴۲۳	-۰/۰۰۵۷	۰/۰۴۲۴	-۰/۰۴۲۳	-۰/۰۱۷۰	۰/۰۴۱۷	FERROR
۱	-۰/۰۱۷۰	۰/۰۵۱۱	-۰/۰۷۷۳	-۰/۰۱۷۳	۰/۰۳۷۶	۰/۱۳۱۲	۰/۲۰۱۸	۰/۰۱۰۰	-۰/۱۹۸۱	Big4

جهت تعیین روش برآورد مدل‌ها و به منظور انتخاب از بین روش‌های تلفیقی^{۱۸} و تابلویی^{۱۹} (روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی) آزمون F - Limer^{۲۰} به کار گرفته شده است. چنانچه شیوه برآورد مدل بر اساس آزمون F - Limer، تابلویی باشد آنگاه باید از بین روش‌های اثرات ثابت یا تصادفی یکی را انتخاب کرد که بدین منظور نیز از آزمون هاسمن^{۲۱} استفاده گردیده است. نتایج تعیین شیوه برآورد مدل پژوهش به شرح جدول ۶ می‌باشد:

جدول ۶ - نتایج آزمون F - Limer و آزمون هاسمن

مدل	آزمون اف لیمر	سطح معنی‌داری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معنی‌داری	نتیجه
۱	۱۵/۳۴۴۷۳۴	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۸۶/۸۸۶۰۵۳	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
۲	۶۳۱/۴۰۹۵	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۳۴۴/۳۷۱۰۲۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

براساس نتایج به دست آمده، مدل ۱ و ۲ به روش تابلویی برآورد گردیده و با توجه به نتایج آزمون هاسمن از روش اثرات ثابت استفاده شده است.

نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها:

فرضیه اول: توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار است.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۶ / شماره ۶۳ / تابستان ۱۴۰۴

$$\text{Deviation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAAI}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Growth}_{i,t} + \beta_6 \text{SOE}_{i,t} + \beta_7 \text{Top1}_{i,t} + \beta_8 \text{FERROR}_{i,t} + \beta_9 \text{Big4}_{i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۷ - نتایج برآورد مدل ۱ پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاصی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
عرض از مبدأ		۱۰/۱۷۱۸۱	۰/۱۲۸۳۰۵	۷۹/۲۷۸۵۳	۰/۰۰۰۰	مثبت
توجهات سهامداران	SIAAI	-۰/۰۲۲۲۲۷	۰/۰۰۵۱۳۴	-۴/۳۲۹۲۸۹	۰/۰۰۰۰	منفی
اندازه شرکت	Size	۰/۳۳۵۰۱۸	۰/۰۰۷۲۹۲	۴۵/۹۴۳۰۴	۰/۰۰۰۰	مثبت
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۲۴۱۲۵	۰/۰۵۸۱۰۷	-۲/۱۳۶۱۴۴	۰/۰۳۳۰	منفی
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۰۵۵۱۳	۰/۰۰۵۹۱۱	-۰/۹۳۲۷۲۹	۰/۳۵۱۳	بی‌معنی
رشد فروش	Growth	۰/۰۰۰۱۲۳	۰/۰۵۳۱۸۱	۱/۷۲۸۲۶۱	۰/۰۸۴۳	بی‌معنی
مالکیت دولتی	SOE	۰/۰۵۵۰۶۴	۰/۰۵۳۱۸۱	۱/۰۳۵۴۰۴	۰/۳۰۰۸	بی‌معنی
مالکیت عمده	Top۱	-۰/۰۰۱۱۷۷	۰/۰۰۰۵۹۴	-۱/۹۸۰۹۵۷	۰/۰۴۸۰	منفی
خطای پیش‌بینی سود	FERROR	۰/۰۰۰۲۱۲	۰/۰۰۰۵۱۳	۰/۴۱۲۸۰۲	۰/۶۷۹۹	بی‌معنی
اندازه موسسه حسابرسی	Big۴	-۰/۱۴۵۶۸۲	۰/۰۵۱۰۳۳	-۲/۸۵۴۶۵۰	۰/۰۰۴۴	منفی
ضریب تعیین		۰/۷۳۱۰۱۰				
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۷۲۸۳۲۰				
آماره F		۲۴۴/۵۹۱۷				
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰				
دوربین واتسون		۲/۱۵۹۶۴۶				

نتایج حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای متغیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام منفی و معنی‌دار بوده و ضرایب متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، مالکیت عمده و اندازه موسسه حسابرسی بر کم‌ارزشیابی سهام نیز کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباطات از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای بازده دارایی‌ها، رشد فروش، مالکیت دولتی و خطای پیش‌بینی سود بر کم‌ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی‌معنی هستند. ضریب تعیین تعدیل‌شده، قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۷۳٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر معنی‌دار بودن کل مدل به لحاظ آماری می‌باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل‌های برازش‌شده نیز از آماره آزمون دوربین - واتسون^{۲۲} استفاده گردیده است که اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد، در غیر

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی یاریجان

این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است. همانطور که در جدول ۷ نشان داده شده است مقدار دوربین واتسون ۲/۱۶ است، بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج به دست آمده، چون تأثیر متغیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام، منفی و معنی‌دار می‌باشد فرض H_0 رد می‌شود در نتیجه توجهات سهامداران اثری معکوس بر کم‌ارزشیابی سهام دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود تأثیر توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند.

$$\text{Deviation}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIAAI}_{i,t} + \beta_2 \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIAAI}_{i,t} * \text{AbsDA}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{SOE}_{i,t} + \beta_9 \text{Top}_{1i,t} + \beta_{10} \text{FERROR}_{i,t} + \beta_{11} \text{Big}_{4i,t} + \Sigma \text{year} + \Sigma \text{industry} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۸ - نتایج برآورد مدل ۲ پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاصی	ضرایب	خطای استاندارد	t آماره	سطح معناداری	نتیجه
عرض از مبدأ		۱۰/۰۱۲۲۴	۰/۱۵۳۷۴۵	۶۵/۱۲۲۴۸	۰/۰۰۰۰	مثبت
توجهات سهامداران	SIAAI	۱/۰۱۳۵۶۰	۰/۴۰۷۱۶۴	۲/۴۸۹۳۱۶	۰/۰۱۸۷	مثبت
مدیریت سود	AbsDA	۱/۰۸۷۲۹۷	۰/۲۱۷۲۹۶	۵/۰۰۳۷۵۵	۰/۰۰۰۰	مثبت
مدیریت سود در تعامل با توجهات سهامداران	AbsDA * SIAAI	-۰/۰۱۰۵۹۲	۰/۲۰۷۴۶۱	-۲/۷۹۸۵۵۳	۰/۰۰۵۳	منفی
اندازه شرکت	Size	۰/۳۴۶۸۷۷	۰/۰۰۸۶۲۷	۴۰/۲۰۸۰۲	۰/۰۰۰۰	مثبت
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۷۱۶۰۸	۰/۰۶۳۰۹۷	-۲/۷۱۹۷۴۶	۰/۰۰۶۷	منفی
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۰۵۳۱۰	۰/۰۰۴۴۵۶	-۱/۱۹۱۸۴۱	۰/۲۳۳۷	بی‌معنی
رشد فروش	Growth	۰/۰۰۰۱۱۰	۰/۰۷۴۹۰۵	۱/۴۷۳۴۸۸	۰/۱۴۱۰	بی‌معنی
مالکیت دولتی	SOE	۰/۰۳۸۱۴۴	۰/۰۷۰۸۳۳	۰/۵۳۸۵۱۰	۰/۵۹۰۴	بی‌معنی
مالکیت عمده	Top _۱	-۰/۰۰۰۵۱۶	۰/۰۰۰۶۸۶	-۰/۷۵۱۸۴۸	۰/۴۵۲۴	بی‌معنی
خطای پیش‌بینی سود	FERROR	۰/۰۰۰۲۸۴	۰/۰۰۰۵۰۵	۰/۵۶۲۳۷۵	۰/۵۷۴۰	بی‌معنی
اندازه موسسه حسابرسی	Big _۴	-۰/۱۴۰۳۸۸	۰/۰۵۲۴۱۹	-۲/۶۷۸۱۸۰	۰/۰۰۷۶	منفی
ضریب تعیین		۰/۸۲۳۴۳۷				
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۸۲۱۲۷۴				
آماره F		۲۰۳/۴۲۲۴				
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰				
دوربین واتسون		۲/۲۱۵۳۳۳				

نتایج حاصل از برآورد نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای توجّهات سهامداران، مدیریت سود، مدیریت سود در تعامل با توجّهات سهامداران، اندازه شرکت، اهرم مالی و اندازه موسسه حسابرسی بر کم‌ارزشیابی سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد، از طرفی ضریب برآورد شده توسط نرم‌افزار برای متغیرهای توجّهات سهامداران و مدیریت سود در تعامل با توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام به ترتیب ۱/۰۱ و -۰/۰۱- است که هر دو معنی‌دار می‌باشد. با توجه به اینکه ضریب برآوردی متغیر مدیریت سود در تعامل با توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام کمتر از ضریب متغیر توجّهات سهامداران است نشان از نقش تعدیل‌گری متغیر مدیریت سود در رابطه بین توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام دارد. احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای بازده دارایی‌ها، رشد فروش، مالکیت دولتی، مالکیت عمده و خطای پیش‌بینی سود بر کم‌ارزشیابی سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی‌معنی هستند. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در این مدل قادرند به میزان ۸۲٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. میزان احتمال آماره F نیز بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. بررسی استقلال پسماندهای مدل‌های برازش‌شده با استفاده از آماره آزمون دوربین -واتسون که مقدار آن ۲/۲۲ شده است نیز نشان می‌دهد استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید می‌باشد؛ بنابراین با توجه به یافته‌های پژوهش، مقدار ضرایب متغیرهای توجّهات سهامداران و مدیریت سود در تعامل با توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام به ترتیب ۱/۰۱ و -۰/۰۱- و معنی‌دار می‌باشد، پس فرض H_0 رد می‌شود و می‌توان گفت مدیریت سود تأثیر توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌نماید.

خلاصه نتایج بررسی فرضیه‌های پژوهش در جدول ۹ مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۹ - خلاصه یافته‌های حاصل از بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش

فرضیه	آزمون روابط بین متغیرها	ضریب تعیین تعدیل‌شده	متغیر ضرایب	t آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون فرضیه
۱	توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام تأثیر گذار است	۷۳/۰	-۰/۰۲۲۲	-۴/۳۲۹۲	۰/۰۰۰۰	تأیید فرضیه
۲	مدیریت سود تأثیر توجّهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تعدیل می‌کند	۸۲/۰	-۰/۰۱۸۰	-۲/۷۹۸۵	۰/۰۰۵۳	تأیید فرضیه

نتیجه‌گیری و بحث

مبتنی بر نتایج این پژوهش توجه سهامداران احتمالاً با تأثیر بر رفتارهای معاملاتی یا پردازش اطلاعات می‌تواند بر کم‌ارزشیابی سهام یا انحراف منفی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن اثر گذار باشد؛ بنابراین افزایش توجه سهامداران به یک شرکت با افزایش تقاضا برای خرید سهام آن، از انحراف منفی سهام از ارزش ذاتی سهام جلوگیری کرده و مانع از کم‌ارزشیابی سهام خواهد شد، در نتیجه ارزش سهام آن شرکت افزایش می‌یابد. از طرف دیگر عدم توجه به سهام یک شرکت یا اطلاعات مرتبط با آن، احتمالاً منجر به در نظر نگرفتن عوامل مهم در ارزش‌گذاری شرکت گردیده و منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام می‌گردد که می‌تواند منجر به ایجاد اختلال در بازار، کاهش دسترسی به سرمایه و افزایش هزینه سرمایه شود، بنابراین افزایش توجهات سهامداران و تقاضا برای سهام می‌تواند از کم‌ارزشیابی‌های طولانی مدت ارزش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه جلوگیری نموده و منجر به بهبود دسترسی به سرمایه گردد. پژوهش یوان (۲۰۱۵) نیز هم‌راستا با این تحقیق، بیانگر این امر است که جلب توجه در سطح بازار باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران فعالیت معاملاتی و تقاضای خرید و فروش را افزایش داده و به نوبه خود بر قیمت سهام تأثیر بگذارند و بنابراین افزایش توجه در سطح بازار باعث ایجاد تغییرات قابل توجهی در معاملات و قیمت سهام می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران در پردازش اطلاعات و تصمیم‌گیری تجاری فعال‌تر می‌شوند؛ یعنی زمانی که شاخص بازار بالا است سرمایه‌گذاران با فروش سهام موقعیت و قیمت سهام خود را کاهش داده و زمانی که شاخص بازار پایین است توجه سرمایه‌گذاران منجر به افزایش قیمت و موقعیت سهام می‌شود.

به‌طور کلی نتایج به‌دست آمده در پژوهش حاضر، همسو با مفاهیم تئوری کارایی بازار است؛ زیرا هنگامی که توجهات سهامداران کم می‌شود، بازار سهام اطلاعات موجود را به طور کامل پردازش نمی‌کند، در نتیجه منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام خواهد شد؛ بنابراین متغیر توجهات سهامداران می‌تواند بر کارایی بازار تأثیر بسزائی داشته باشد. در این راستا پژوهش تالانه و همکاران (۱۳۹۳) نیز بیانگر این امر است که می‌توان از داده‌های حجم معاملات (تقاضا برای سهام) برای پیش‌بینی تغییرات قیمت سهم در روزهای آتی استفاده نمود؛ یافته‌های آن‌ها به‌طور مستقیم بر محتوای اطلاعاتی حجم معاملات و به‌طور غیرمستقیم بر ناکارایی اطلاعاتی بورس تهران دلالت دارد که هم‌راستا با نتایج پژوهش حاضر است.

در ارتباط با بررسی اثر تعدیل‌گری مدیریت سود بر رابطه بین توجهات سهامداران و کم‌ارزشیابی سهام نتایج این پژوهش بیانگر این امر است که توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود بر

کم‌ارزشیابی سهام تأثیر معناداری دارد. با توجه به ضریب منفی متغیر توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود، وجود رابطه معکوس بین توجهات سهامداران در تعامل مدیریت سود با کم‌ارزشیابی سهام نشانگر این امر است که مدیریت سود به عنوان یک عامل تعدیل‌گر بر رابطه بین توجهات سهامداران و ارزش‌گذاری سهام نقش دارد. در همین راستا، مطالعه لی و همکاران (۲۰۲۳) نقش مدیریت سود بر توجهات سهامداران و ارزشیابی نادرست سهام را مورد بررسی قرار داده است. در آن مطالعه، توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران خرد تأثیر مثبتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، به‌ویژه قیمت‌گذاری بیش از حد داشته و مدیریت سود در کاهش این تأثیر موثر بوده است.

تأثیر مدیریت سود بر توجهات سهامداران در پژوهش حاضر ممکن است از این منظر باشد که اطلاعات مالی تهیه شده در جهت مدیریت سود، وضعیت عملکرد واقعی شرکت را پنهان می‌کند در نتیجه سهامداران بر اساس اطلاعات نادرست، تصمیم‌گیری نموده و نتیجه آن ارزشیابی نادرست سهام خواهد بود. از طرفی، مدیریت سود ممکن است تأثیر منفی بر اعتماد سهامداران داشته باشد؛ زیرا وقتی که سهامداران متوجه احتمال دستکاری در اطلاعات مالی می‌شوند عدم اطمینان و عدم اعتماد نسبت به ارزش‌گذاری و گزارش‌های مالی شرکت افزایش یافته و خود می‌تواند منجر به تشدید کم‌ارزشیابی سهام شود. با توجه به موارد ذکر شده و نتایج پژوهش حاضر، مدیریت سود می‌تواند نقش کاهنده توجهات سهامداران بر کم‌ارزشیابی سهام را تضعیف کند.

از دیدگاه تئوری اطلاعات، توجهات سهامداران بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت تأثیر گذار است. در واقع، در زمان‌هایی که توجه سهامداران کم است، به نظر می‌آید مدیران با دستکاری سود تمایل بیشتری به ارائه اطلاعات مالی گمراه‌کننده دارند. همین امر سبب کاهش شفافیت اطلاعات مالی شده و با ایجاد محدودیت در ارزیابی صحیح ارزش شرکت زمینه را برای کم‌ارزشیابی سهام محیا می‌سازد.

نتایج به‌دست آمده از این پژوهش در تطابق با مبانی نظری تحقیق و ادبیات مالی موجود است و می‌تواند ضمن پر کردن خلأ تحقیقاتی، درک و دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را افزایش دهد. همچنین، در پرتو چنین مطالعاتی شاید بتوان به شناسایی عوامل موثری دست یافت که توانایی توضیح دادن تغییرات در کم‌ارزشیابی سهام را دارند.

نتایج کاربردی این پژوهش می‌تواند مورد توجه دو گروه کلی قرار گیرد. گروه اول استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی هستند، این گروه شامل سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران و شرکت‌های حسابرسی می‌باشند که مستقیماً با آثار مالی و نتایج حاصل از کم‌ارزشیابی سهام شرکت‌ها در ارتباط

نقش مدیریت سود بر رابطه توجهات.../غفاری، احدیان پور پروین و خدابخشی یاریجان

هستند. گروه دوم نیز پژوهشگران، سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و یا موسساتی همانند بورس اوراق بهادار می‌باشند که به مسائل اقتصادی و مالی علاقمند هستند.

در نتیجه با توجه به یافته‌های حاصل از تحقیق حاضر، مدیران می‌توانند با برآورد صحیح میزان توجهات سهامداران و عوامل موثر بر آن، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و برنامه ریزی مناسب در جهت شفاف‌سازی اطلاعات، واکنش‌های افراطی سهامداران و حساسیت سرمایه‌گذاری آن‌ها را کنترل نموده و بدین طریق حداکثر کردن ارزش شرکت و جذب سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه تسهیل نمایند. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی سهام شرکت‌ها، به دقت صورت‌های مالی آن‌ها را بررسی کرده و تمامی جوانب وضعیت مالی شرکت‌ها از جمله احتمال دستکاری سود و تأثیر توجه سرمایه‌گذاران را در انجام معاملات خود مدنظر قرار دهند. همچنین با دقت بیشتر در رفتارهای معاملاتی خود، از معاملات ذهنی پرهیز نمایند.

در پایان، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی با الزامات قانونی و استانداردگذاری، شرکت‌ها را ملزم به افشای کافی و ارائه اطلاعات کامل و شفاف نمایند تا در حد امکان از اختیارات مدیران برای مدیریت سود کاسته شود.

منابع

- ۱) افلاطونی، ع؛ و نیکبخت، ن. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اخبار خوب و بد بر درک سرمایه‌گذاران از پایداری اقلام تعهدی. حسابداری و حسابرسی، ۱. ۳۴-۴۱، (۳).
- ۲) بادآورنده‌دی، ی.، خجسته، ح؛ و شریف‌زاده، غ. (۱۳۹۷). نقش تعدیل‌گری ارزش‌گذاری نادرست سهام در رابطه با عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی.
- ۳) تالانه، ع.، محمودی، م؛ و شرفی، ک. (۱۳۹۲). محتوای اطلاعاتی حجم غیرعادی معاملات سهام شرکت‌های بورس تهران. تحقیقات مالی، ۱۵. ۱-۱۶، (۱).
- ۴) عثمانی، م. ق؛ و حسینی، س. محسن. (۱۳۹۵). تأثیر اندازه حسابرس بر بار ارزشی سود و حقوق صاحبان سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. دانش حسابرسی، ۲۴-۵، (۶۵).
- ۵) میرزاخانی، ف. (۱۴۰۰). مقایسه مدل‌های نوین قیمت‌گذاری سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اراک.
- ۶) فغانی ماکرانی، خسرو؛ صالح‌نژاد، سیدحسن؛ امین، وحید. (۱۳۹۵). پیش‌بینی مدیریت سود مبتنی بر مدل جونز تعدیل‌شده با استفاده از مدل شبکه عصبی مصنوعی و الگوریتم ژنتیک. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۷ (۲۸)، ۱۳۶-۱۱۷.
- 7) Aboody, D., et al. (2010). Limited attention and the earning announcement returns of past stock market winners. *Review of Accounting Studies*, 15(2), 317-344.
- 8) Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.
- 9) Dong, M., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2018). Stock market overvaluation, moon shots, and corporate innovation. National Bureau of Economic Research (Working Paper No. w24142).
- 10) Hsieh, S. F., Chan, C. Y., & Wang, M. C. (2020). Retail investor attention and herding behavior. *Journal of Empirical Finance*, 59, 109-132.
- 11) Kahneman, D. (1973). *Attention and effect*. Prentice Hall.
- 12) Lambertides, N. (2022). Misvaluation and the asset growth anomaly. *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 58(1), 105-141.
- 13) Lee, E. J., Lee Y. K., Kim, R. (2022). Investor attention and the risk-return trade-off. *Finance Research Letters*, 47, 102524.
- 14) Li, C., Liu, X., Hou, Z., & Li, Y. (2023). Retail investor attention and equity mispricing: The mediating role of earnings management. *Finance Research Letters*, 53, 103621.
- 15) Liu, D. H., Gu, H. M., & Lung, P. (2016). The equity mispricing: Evidence from China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39(12), 211-223.

- 16) Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561–603.
- 17) Trinugroho, I., & Rinofah, R. (2013). The effect of mispricing on investment of Indonesian firms: Do financial constraints matter? *Middle Eastern Finance and Economics*, 9(1), 14–23.
- 18) Xiang, C., Chen, F., & Wang, Q. (2020). Institutional investor inattention and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 33, 101184.
- 19) Yuan, Y. (2015). Market-wide attention, trading, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 116(3), 548–564. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1105532>
- 20) Zhong, L., Chouroub, L., & Yang, N. (2017). On the association between strategic institutional ownership and earnings quality: Does investor protection strength matter? *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(6), 429–450.

یادداشت‌ها

- ۱- Dong
- ۲- Trinugroho & Rinofah
- ۳- Kahneman
- ۴- Li et al
- ۵- Hsieh et al
- ۶- Da and Gao
- ۷- Aboody et al
- ۸- Xiang et al
- ۹- Liu et al
- ۱۰- Lambertides
- ۱۱- Zhong et al
- ۱۲- Rodes-Kropf et al
- ۱۳- Lee et al
- ۱۴- Jarque-Bera
- ۱۵- Levin, Lin & Chu
- ۱۶- Likelihood Ratio (LR) Test
- ۱۷- Generalized Least Squares
- ۱۸- Pooled
- ۱۹- Panel
- ۲۰- Chow Test (F Stat.)
- ۲۱- Hausman Test (X2 Stat.)
- ۲۲- Durbin-Watson

The role of earnings management in the relationship between shareholder attention and stock undervaluation

Hadi Ghafari¹

Receipt: 07/08/2024 Acceptance: 03/03/2025 Donya Ahadian Pour Parvin²

Khadijeh Khodabakhshi Parijan³

Abstract

Valuation of companies' shares is one of the main challenges in financial markets, especially in emerging economies. Lack of attention to relevant valuation information can lead to undervaluation of shares, market disruption, and reduced access to capital resources by ignoring important factors in stock valuation. In addition, earnings management as a managerial decision can have a significant impact on shareholders' attention and stock valuation by manipulating financial reporting. Given this, the aim of this research is to examine the effect of earnings management on the relationship between shareholders' attention and stock undervaluation. This study was conducted on a statistical population consisting of companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2016 to 2022. The sample of this research was selected using a screening method, comprising 130 companies (910 company-years), and hypothesis testing was performed using panel data multiple regression with fixed effects. The results of this research indicate that shareholders' attention has a negative and significant relationship with stock undervaluation and earnings management weakens the effect of shareholders' attention on stock undervaluation. Therefore, in companies with high earnings management, shareholders' attention decreases, and stock undervaluation becomes more likely. Based on the findings of the present research, increasing shareholders' attention can prevent long-term undervaluation of companies' stock values in the capital market and lead to improved capital resources. These findings emphasize the importance of financial reporting transparency and the need to control opportunistic earnings management to improve the efficiency of capital allocation. Accordingly, it is recommended that regulatory agencies strengthen disclosure requirements and employ independent audits to enhance the reliability of information, enabling investors to make decisions based on higher-quality data.

Keywords

shareholders' attention, earnings management, stock undervaluation, disclosure, discretionary accruals

1-Master's student, Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. hadighafari@ut.ac.ir

2-Assistant Professor, Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author) donyaahadiyan@yahoo.com

3-Assistant Professor, Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Parijan.Kh@gmail.com