

بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری نادرست اقلام
تعهدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجتبی همایون نیا فیروزجاه

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

homayunmani1590@yahoo.com

دکتر اسفندیار ملکیان کله بستی

دانشیار حسابداری دانشگاه مازندران

e.malekian@umz.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۲/۲۲ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۲/۱

چکیده

حسابداری به عنوان یکی از منابع تامین کننده اطلاعات مالی می تواند سرمایه گذاران را در این زمینه یاری دهد. یکی از مهمترین اطلاعات حسابداری سود حسابداری می باشد. بخش تعهدی سود نسبت به بخش نقدی آن از رویدادهای موقتی بیشتری تاثیر می پذیرد. در واقع بخش تعهدی سود شامل اقلام ذهنی از جمله برآوردها و تخصیص ها می باشد. اما بخش نقدی آن دربرگیرنده واقعیت ها است و در معرض تحریف کمتری قرار دارد. برای این منظور تعداد ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ مورد آزمون قرار گرفته اند. یافته ها نشان می دهد که اقلام تعهدی چه در شرکتهایی با مالکیت نهادی بالا و چه در شرکتهایی با مالکیت نهادی پایین به طور دقیق قیمت گذاری نمی شوند که این موضوع بیانگر این است که سهامداران نهادی تحت تاثیر مدیریت سود قرار گرفته اند و قادر به قیمت گذاری درست و دقیق نمی باشند.

کلمات کلیدی: سرمایه گذاران نهادی، قیمت گذاری نادرست، ناهنجاری اقلام تعهدی،

مدیریت سود

مقدمه:

نقش سهامداران نهادی در حاکمیت شرکتی و حضور آنها در شرکتها موضوع اغلب بحث های سالهای اخیر بوده است. در این زمینه دیدگاه های مختلفی است، دیدگاه سهامداران نهادی کوتاه مدت در این مورد بحث می کند که سهامداران نهادی به منظور افزایش عایدات جاری خود باعث ایجاد انگیزه برای مدیران در راستای اجرای مدیریت سود می شوند و دیدگاه سهامداران نهادی بلند مدت فرض می کند که سهامداران نهادی به عنوان ساختار مکمل حاکمیت شرکتی موجب کاهش انگیزه های مدیریت سود می شوند [9].

اسلون (۱۹۹۶) نشان داد که سرمایه گذاران، پایداری اقلام تعهدی را بیش از حد برآورد می کنند که این امر موجب قیمت گذاری بیش از حد اقلام تعهدی شده است. بعلاوه او می گوید که قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی منجر به تثبیت سود توسط سرمایه گذاران بی تجربه (سرمایه گذاران فردی) می گردد. شواهد اخیر نشان می دهد که حتی پیش بینی کنندگان خبره و ماهر بازار سهام همچون سرمایه گذاران نهادی، تحلیل گران مالی و حسابرسان نیز قیمت گذاری نامناسبی در مورد اقلام تعهدی دارند، اما سرمایه گذاران نهادی می توانند به طور قابل توجهی گستره و دامنه قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی را کاهش دهند. به هر حال اینکه چطور سرمایه گذاران نهادی قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی را کاهش می دهند و اینکه به چه دلیل آنها نمی توانند به طور کامل مشکل قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی را برطرف کنند، هنوز مشخص نیست. این تحقیق در صدد است تا رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی را مورد بررسی قرار دهد.

مبانی نظری پژوهش:

قیمت گذاری نادرست

از دیدگاه تئوری، مجموع عرضه و تقاضای ایجاد شده توسط سرمایه گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه گذاری، تعیین کننده قیمت سهام یک شرکت در بازار است و

فرض می شود میانگین رفتار سرمایه گذاران در بازار، منطقی است. اما در عمل، گاهی اوقات بازار در مواجهه با اطلاعات موجود، منطقی عمل نمی کند که به تبع آن، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام تفاوت خواهد داشت. ثقفی (۱۳۹۰)، به نقل از فرانکلن و همکاران (۱۹۹۸) بیان می کند، در صورتی که نسبت ارزش ذاتی به قیمت برای اوراق بهادار خاصی، بسیار بالا یا پایین باشد، ارزیابی آن اوراق بهادار توسط بازار به طور صحیح انجام نشده و قیمت آن بیشتر یا کمتر از واقع است. بر این اساس پایین (بالا) بودن نسبت ارزش ذاتی به قیمت، نشانگر ویژگی قیمت گذاری بالا یا پایین سهام است.

قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی

اسلون (۱۹۹۶) بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود، این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه ای را وجود سرمایه گذاران بی تجربه در بازار عنوان کرد و این گونه بیان نمود که سرمایه گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکتها شکل می دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش بینی می کنند و سبب می شود سهام به اشتباه قیمت گذاری شود. ایجاد چنین رابطه ای نشان از واکنش ناصحیح سرمایه گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی دارد که بررسی علل یا عوامل موثر بر این واکنش ناصحیح انگیزه پژوهش های بیشتر را برای پژوهشگران فراهم نمود. از این رو پژوهشگران زیادی در سال های بعد به بررسی اقلام تعهدی خلاف قاعده پرداختند.

پیامدهای قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی

برخی از محققین بر این باورند که شرکت ها تمایلی به ارائه اطلاعات ندارند؛ مگر آنکه دولت یا حرفه حسابداری آن را الزام آور نماید. به قیده هندریکسون و ون بردا (۱۹۹۲) یکی از دلایل بی میلی شرکت ها در افشای اطلاعات این است که چون سرمایه گذاران نمی توانند رویه ها و سیاست های حسابداری را درک کنند، افشای اطلاعات بیشتر موجب گمراهی آنان خواهد شد. این دیدگاه هم دارای پشتوانه ای قوی نیست، زیرا مدیران مالی و

تحلیل گران در زمینه حسابداری، آموزش های تکمیلی دیده اند و سهامداران می توانند از دیدگاه تخصصی آنان استفاده کنند. بنابراین سرمایه گذاران، سود شرکت هایی که کیفیت افشای آن ها بالاست را بهتر درک می کنند و در نتیجه قیمت گذاری نادرست کمتری در اجزای سود این شرکت ها مشاهده می شود. اگر قیمت گذاری نادرست کمتری در اجزای سود این شرکت ها مشاهده می شود. اگر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی به علت توانایی محدود سرمایه گذاران برای ارزیابی پایداری این اقلام باشد، انتظار می رود شرکت هایی که سرمایه گذاران با مهارت بالا اطلاعات حسابداری آن ها را تفسیر می کنند، قیمت گذاری نادرست کمتری در اقلام تعهدی تجربه نمایند [7].

اقلام تعهدی خلاف قاعده

اسلون (۱۹۹۶) بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود. او این رابطه ی منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده (ناهنجاری اقلام تعهدی) نامید. در مطالعه اسلون (۱۹۹۶) و بسیاری از مطالعات بعدی، استدلال می شود که سرمایه گذاران، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند. در نتیجه با کمترین عدم تقارن، در شرکت هایی که اقلام تعهدی بالایی دارند، بازده های واقعی کمتر از بازده های مورد انتظار است. آنها وجود سرمایه گذاران بی تجربه را علت ایجاد اقلام تعهدی خلاف قاعده می دانند [2].

اگرچه شواهد گسترده ای یافته های اسلون و مطالعات بعد از آن را تایید می کند، ولی هنوز کاملاً مشخص نیست که چه عواملی باعث ایجاد اقلام تعهدی خلاف قاعده می شود. فرضیه اسلون بر این اساس بود که اقلام تعهدی خلاف قاعده ناشی از قیمت گذاری نادرست است. به طوری که سرمایه گذاران، سودهای گزارش شده را ثابت فرض کرده و از درک پایداری پایین اقلام تعهدی ناتوان هستند. این فرضیه تعصب نسبت به اقلام تعهدی دو نتیجه را به دنبال دارد:

۱- انتظارات سرمایه گذاران از سودهای آتی تمایل به صعودی (نزولی) بودن برای

شرکت هایی با اقلام تعهدی پایین (بالا) دارد.

۲- قابلیت پیش بینی سودهای آتی از طریق اقلام تعهدی با میزان پایداری اقلام تعهدی کاهش می یابد.

یافته های اسلون (۱۹۹۶) به صورت تجربی از مفهوم اول حمایت می کند. بدین ترتیب که برای شرکت هایی با اقلام تعهدی پایین (بالا) بازده سهام قابلیت اتکای مثبت (منفی) دارد. مفهوم دوم به صورت تجربی توسط زی (۲۰۰۱) و ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۶) حمایت شده است. زی (۲۰۰۱) به این نتیجه رسید که بازده غیرعادی در اقلام تعهدی اختیاری بالاتر است؛ او همچنین شواهدی فراهم می کند، مبنی بر اینکه اقلام تعهدی خلاف قاعده به وسیله قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی تحریک می شود. ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۶) با مطالعه اجزای اقلام تعهدی دریافت که قابلیت اتکای پایین اجزای اقلام تعهدی ارتباط قوی تری با بازده های غیر عادی آتی سهام دارد [13].

پیشینه تحقیق:

مروری بر تحقیقات خارجی:

اسلون (۱۹۹۶) بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود، این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه ای را وجود سرمایه گذاران بی تجربه در بازار عنوان کرد و این گونه بیان نمود که سرمایه گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکتها شکل می دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریانات نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریانات نقدی بیشتر پیش بینی می کنند و سبب می شود سهام به اشتباه قیمت گذاری شود. ایجاد چنین رابطه ای نشان از واکنش ناصحیح سرمایه گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی دارد که بررسی علل یا عوامل موثر بر این واکنش ناصحیح انگیزه پژوهش های بیشتر را برای پژوهشگران فراهم نمود.

نتایج بررسی های زی (۲۰۰۱) حاکی از این است که ضریب مربوط به ارزش گذاری اقلام تعهدی، به طور قابل ملاحظه ای از ضریب مربوط به پیش بینی اقلام تعهدی، بیش تر است. به عبارت دیگر بازار، اقلام تعهدی را بیش از ارزش واقعی آن قیمت گذاری می

کند. یافته های تحقیق وی نشان می دهد این ارزش گذاری بیش از واقع، عمدتاً برای ارقام تعهدی غیر عادی (اختیاری)، اتفاق می افتد

چانگ و همکاران (۲۰۰۲) به بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی عمده و مدیریت سود پرداختند و آنها دریافتند که سهامداران نهادی عمده، مدیریت را از استفاده از ارقام تعهدی اختیاری افزایش داده سود (در هنگامی که مدیریت برای بالا نشان دادن سود انگیزه دارد) باز می دارند. عکس این موضوع نیز صحیح است؛ یعنی هنگامی که مدیریت برای کمتر نشان دادن سود انگیزه داشته باشد، سرمایه گذاران نهادی عمده، وی را از این کار باز می دارند. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که اگر مدیر انگیزه ای برای افزایش یا کاهش سود نداشته باشد، سرمایه گذاران نهادی رابطه ای با مدیریت سود ندارند.

بوشی (۱۹۹۸) و ماتسوموتو (۲۰۰۲) نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدتی که زودتر ترکیب پورتفولیوی خود را عوض می کنند، بسیار متکی به اخبار سود هستند. حضور این سهامداران برای مدیران ایجاد انگیزه می کند تا از ارقام تعهدی که اثر منفی بر سود دارند اجتناب نموده و از این طریق به انتظارات بازار دست یافته و یا حتی به رقم سود بالاتری نیز برسند. تحقیقات این دو پژوهشگر به بررسی چگونگی رفتار مدیران چنین شرکت هایی در ارتباط با ارقام تعهدی اختیاری پرداخت. نتیجه نشان داد که عموماً این مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده و یا مخارج تحقیق و توسعه را مدیریت می کنند.

کولینز و همکاران (۲۰۰۳) با بررسی نقش سرمایه گذاران ماهر در ارزشگذاری ارقام تعهدی، به تحقیق در مورد قیمت گذاری اشتباه ارقام تعهدی پرداختند. آن ها بیان داشتند که اگر قیمت گذاری اشتباه ارقام تعهدی به دلیل توانایی محدود سرمایه گذاران در ارزیابی پایداری ارقام تعهدی می باشد، بنابراین انتظار می رود برای شرکت هایی که سهام آن ها توسط سرمایه گذاران ماهر نگهداری می شود، شاهد قیمت گذاری اشتباه ارقام تعهدی کمتر باشیم. این محققان سرمایه گذاران نهادی را به عنوان نماینده ای برای سرمایه گذاران ماهر در نظر گرفتند. یافته ها نشان می دهد قیمت گذاری اشتباه ارقام تعهدی کمتری

در مورد شرکت‌های با سرمایه گذار نهادی بیشتر نسبت به شرکت‌های با سرمایه گذاران نهادی کمتر وجود دارد.

پلک و ساپینزا (۲۰۰۸) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا قیمت گذاری اشتباه ممکن است تحت تاثیر سیاست‌های سرمایه گذاری شرکت‌ها قرار گیرد. آن‌ها از ارقام تعهدی اختیاری به عنوان نماینده‌ای برای قیمت گذاری اشتباه استفاده کردند. یافته‌های بیانگر وجود رابطه‌ای مثبت بین سرمایه گذاری‌های غیرعادی و ارقام تعهدی اختیاری است. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با سرمایه گذاری غیرعادی بالا، متعاقباً بازده سهام پایینی خواهند داشت.

دریک و همکاران (۲۰۰۹) رابطه بین کیفیت افشا و ناهنجاری ارقام تعهدی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ناهنجاری ارقام تعهدی برای شرکت‌های با کیفیت افشای پایین نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای بالا، بیشتر می‌باشد.

ژن زنگ و همکاران (۲۰۱۳) رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری ارقام تعهدی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که سرمایه گذاران انفرادی و نهادی در قیمت گذاری ارقام تعهدی اختیاری دچار اشتباه شدند در حالیکه در قیمت گذاری ارقام تعهدی غیراختیاری تنها سرمایه گذاران انفرادی دچار اشتباه شدند و سرمایه گذاران نهادی به طور درست و دقیق این ارقام را قیمت گذاری کردند.

مروری بر تحقیقات داخلی:

مهرانی و بهبهانی نیا (۱۳۸۹) نحوه ارزش گذاری ارقام تعهدی با توجه به نوع مالکیت و اندازه شرکت را مورد پژوهش قرار دادند. نتیجه پژوهش نشان داد که سرمایه گذاران شرکت‌های بزرگتر به تفاوت میان ارقام نقدی و تعهدی توجه بیشتری نشان می‌دهند، ولی سهامداران نهادی در تصمیم‌گیری خود این تفاوت و توجه به صحیح‌تر بودن مکانیزم قیمت گذاری ارقام تعهدی را در نظر نگرفته بودند.

حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹) واکنش سرمایه گذاران را نسبت به تغییرات ارقام تعهدی بررسی کردند. آنها در ابتدا، به بررسی میزان پایداری اجزای سود پرداختند. نتایج بدست آمده، حاکی از واکنش نادرست از سوی سرمایه گذاران است و سرمایه گذران زمانی که انتظارات خود را از سود شرکت ها شکل می دهند، تمایل دارند پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند. آنها علت واکنش ناصحیح سرمایه گذاران را ناآگاهی آنها از پایداری ارقام تعهدی دانستند.

ثقفی (۱۳۹۰)، با بررسی نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام، اظهار می دارد که چنانچه نسبت ارزش ذاتی به قیمت برای اوراق بهادار خاصی، بسیار بالا یا پایین باشد، ارزیابی آن اوراق بهادار توسط بازار به طور صحیح انجام نشده و قیمت آن بیشتر یا کمتر از واقع است. بنابراین، پایین بودن میانگین نسبت ارزش ذاتی به قیمت سهام، شواهدی دال بر قیمت گذاری نادرست اوراق بهادار است.

کردستانی و ابراهیمی (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و قیمت گذاری نادرست ارقام تعهدی و جریان نقدی پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از این بود که افشای به موقع و قابل اتکای اطلاعات حسابداری بر فرآیند ارزش گذاری سهام موثر است و قیمت گذاری نادرست اجزای سود را کاهش می دهد و علاوه بر این قیمت گذاری نادرست اجزای سود در شرکت هایی با کیفیت افشای بالاتر کاهش می یابد.

فرضیه های تحقیق:

به منظور تعقیب اهداف تحقیق فرضیه هایی به صورت زیر طراحی شده است:

- ۱- اقلام تعهدی غیراختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا، به طور دقیق قیمت گذاری می شوند.
- ۲- اقلام تعهدی اختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.
- ۳- اقلام تعهدی غیراختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی پایین، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.
- ۴- اقلام تعهدی اختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی پایین، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.

جامعه آماری و نمونه آماری:

از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمونه ی تحقیق با اعمال محدودیت های زیر انتخاب شده است:

- ۱- از آنجا که استفاده از داده های شرکت ها با سال های مالی متفاوت تفسیر نتایج تحقیق را مشکل خواهد کرد، تنها شرکت هایی در نمونه منظور گردیده اند که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ۲- به دلیل ماهیت خاص فعالیت بعضی از شرکت ها مانند: شرکت های بیمه، لیزینگ، واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، نهادهای پولی و بانکی و هلدینگ و تفاوت قابل ملاحظه آنها با شرکت های تولیدی و بازرگانی، این شرکت ها از نمونه آماری تحقیق کنار گذاشته شده اند.
- ۳- شرکت ها وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.

بر این اساس تعداد ۱۲۷ شرکت که حائز شرایط فوق بوده اند، نمونه تحقیق را تشکیل می دهند.

روش تحقیق:

از آنجا که هدف این تحقیق یافتن همبستگی احتمالی بین سطح سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی است، تحقیق از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است و داده های گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تجزیه و تحلیل شده است.

تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ها:

با توجه به اینکه برای آزمون فرضیات تحقیق از مراحل و مدل های مشابهی استفاده خواهد شد، لذا قبل از شروع آزمون های مربوطه، فرضیات در زیر اشاره شده و سپس به آزمون این چهار فرضیه پرداخته شده است:

فرضیه ۱: اقلام تعهدی غیراختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا، به طور دقیق قیمت گذاری می شوند.

فرضیه ۲: اقلام تعهدی اختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.

فرضیه ۳: اقلام تعهدی غیراختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی پایین، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.

فرضیه ۴: اقلام تعهدی اختیاری برای شرکت هایی با مالکیت نهادی پایین، بیش از واقع قیمت گذاری می شوند.

برای آزمون ۴ فرضیه فوق نیاز است در ابتدا اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری محاسبه شوند برای این منظور از مدل تعدیل شده جونز استفاده شده است:

مدل (۱):

$$ACC_{it}/A_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2\{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}\} + \alpha_3\left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}\right) + \epsilon_{it}$$

نتیجه تخمین مدل تعدیل شده جونز به صورت زیر می باشد:

$$ACC/TA = -1.612397 - 0.119136*(1/TA) + 0.048055*\frac{REVREC}{TA} - 0.123409*\frac{PPE}{TA} + \epsilon_{it}$$

جدول ۲-۴ ضرایب برآورد شده مدل تعدیل شده جونز

متغیر	ضرایب	آماره t	Prob
TA	-0.119136	-6.500061	0.0000
REVC	0.048055	3.817719	0.0002
PPE	-0.123409	-1.690205	0.0916
C	-1.612397	-6.197324	0.0000
آماره دوربین واتسون ۲,۱۳۹۵۷۳ ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۲۲۴۱۱۲			
آماره F	۲/۴۰۲۹۶۳	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰

با توجه به معادله فوق ارقام تعهدی اختیاری از باقیمانده مدل و ارقام تعهدی غیر اختیاری با

$$= \alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2\{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}\} NDA_{it}$$

توجه به مدل (۱) تحقیق حاضر { از مابه التفاوت ارقام تعهدی و ارقام تعهدی اختیاری محاسبه می شود. } $+ \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right)$

ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری محاسبه شده از طریق مدل تعدیل شده جونز برای
آزمون ۴ فرضیه اول تحقیق در مدل ارائه شده توسط میشکین قرار داده خواهد شد:

مدل های میشکین عبارتند از:

مدل (۲):

$$= \beta_0 + \beta_1 LDAcc_{it} + \beta_2 LNAcc_{it} + \beta_3 HDAcc_{it} Earn_{it+1} + \beta_4 HNAcc_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$= \delta_0 + \delta_1 Earn_{it+1} - \beta_0^* - \beta_1^* LDAcc_{it} - \beta_2^* LNAcc_{it} - AR_{it+1} - \beta_3^* HDAcc_{it} - \beta_4^* HNAcc_{it} - \beta_5^* CFO_{it} + z_{it}$$

نتایج آزمون مدل های رگرسیون میشکین برای هر یک از زیر گروه های با مالکیت پایین و مالکیت بالا به صورت جداگانه آزمون می شود و سپس ضرایب بدست آمده در هر یک از مدل ها با یکدیگر مورد مقایسه قرار می گیرند.

❖ برآورد ضرایب پایداری اجزای سود طبق مدل میشکین برای شرکتهای با

مالکیت زیاد:

❖ تئوری ارائه شده توسط میشکین به این صورت می باشد که برای محاسبه قیمت گذاری

نادرست ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری باید ابتدا میزان پایداری اجزای سود را

محاسبه کرد و سپس با استفاده از مدل قیمت گذاری، ارزش پایداری اجزای سود که

توسط سرمایه گذار تعیین می شود نیز محاسبه شود و نهایتاً نتایج ضرایب حاصل شده از هر دو مدل با یکدیگر مقایسه و رد و پذیرش فرضیات آزمون می شود.

جدول ۳- جدول برآورد ضرایب پایداری اجزای سود برای شرکت های با مالکیت نهادی زیاد

متغیر	ضرایب (β)	آماره t	Prob
عدد ثابت	0.166730	15.26292	۰/۰۰۰۰
اقلام تعهدی اختیاری	0.118360	1.335748	۰/۱۸۳۱
اقلام تعهدی غیر اختیاری	0.404525	1.628961	۰/۱۰۴۹
جریان وجه نقد عملیاتی	-0.000021	-0.606005	۰/۵۴۵۲
آماره دوربین واتسون	۲,۲۴۴۵۴۷	ضریب تعیین تعدیل شده	0.895524
آماره F	1.550473	احتمال F	۰,۰۰۰۰۰۰

جدول ۴- جدول برآورد قیمت گذاری پایداری اجزای سود برای شرکت های با مالکیت نهادی زیاد

متغیر	ضرایب (β^*)	آماره t	Prob
عدد ثابت	0.308185	4.205606	۰/۰۰۰۰
سود سال بعد	0.359707	1.122167	۰/۲۶۳۱
اقلام تعهدی اختیاری	-0.033124	-0.081099	۰/۹۳۵۴
اقلام تعهدی غیر اختیاری	-1.154417	-1.006392	۰/۳۱۵۴
جریان وجه نقد عملیاتی	0.000118	0.487366	۰/۶۲۶۵
آماره دوربین واتسون	2.172997	ضریب تعیین تعدیل شده	0.003300
آماره F	1.908664	احتمال F	0.000052

❖ برآورد ضرایب پایداری اجزای سود طبق مدل میشکین برای شرکتهای با مالکیت کم:
 همانند شرکتهای با مالکیت زیاد، برای شرکتهای با مالکیت کم نیز برآورد ضرایب
 پایداری اجزای سود طبق مدل میشکین مورد محاسبه قرار می گیرد:

**جدول ۵- جدول برآورد ضرایب پایداری اجزای سود طبق مدل میشکین برای
 شرکت های با مالکیت نهادی کم**

متغیر	ضرایب (β)	آماره t	Prob
عدد ثابت	0.138313	14.83793	۰/۰۰۰۰
اقلام تعهدی اختیاری	0.149748	2.365062	۰/۰۱۸۹
اقلام تعهدی غیر اختیاری	-0.036895	-0.171645	۰/۸۶۳۹
جریان وجه نقد عملیاتی	-۰,۰۰۰۰۲۶	-0.771513	۰/۴۴۱۲
آماره دوربین واتسون	۱,۸۵۸۹۶۱	ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۵۳۷۹۱۷	
آماره F	۳۳۷,۹۵۹۶	احتمال F	۰,۰۰۰۰۰۰

❖ برآورد ضرایب مدل قیمت گذاری ارزش پایداری اجزای سود برای شرکتهای با
 مالکیت کم

بعد از تخمین ضرایب پایداری اجزای سود نوبت به برآورد ضرایب سنجش قیمت گذاری
 پایداری اجزای سود توسط سرمایه گذاران می رسد که نتیجه این قیمت گذاری با ضرایب بدست
 آمده برای پایداری اجزای سود مورد مقایسه قرار خواهد گرفت:

جدول ۶- جدول برآورد قیمت گذاری پایداری اجزای سود برای شرکت

های با مالکیت نهادی کم

متغیر	ضرایب (β^*)	آماره t	Prob
عدد ثابت	0.349668	4.047569	۰/۰۰۰۱
سود سال بعد	0.348466	0.787062	۰/۴۳۲۱
اقلام تعهدی اختیاری	0.299106	0.713549	۰/۴۷۶۳
اقلام تعهدی غیر اختیاری	0.520948	0.370725	۰/۷۱۱۲
جریان وجه نقد عملیاتی	-۰,۰۰۰۰۶۴	-0.023104	۰/۹۸۱۶
آماره دوربین واتسون	۲,۱۰۴۳۰۶	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۰۴۶۳۴
آماره F	۲,۳۲۴۲۹۶	احتمال F	۰,۰۰۰۰۰۰

بعد از محاسبه ضرایب مربوط به اقلام تعهدی از طریق مدل میشکین و بدست آوردن

ضرایب پایداری اجزای سود و قیمت گذاری اجزای سود توسط سرمایه گذاران در جدول زیر

اقدام به مقایسه نتایج حاصله شده است، تفاوت بین ضرایب پایداری اجزای سود و قیمت گذاری

اجزای سود نشان دهنده قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی می شود:

جدول ۷-۴- جدول مقایسه ضرایب حاصل شده از مدل پایداری اجزای سود و قیمت گذاری اجزای سود برای

محاسبه قیمت گذاری نادرست

ضریب قیمت گذاری پایداری اجزای سود		ضریب پایداری اجزای سود		نوع شرکت
اقلام تعهدی غیراختیاری	اقلام تعهدی اختیاری	اقلام تعهدی غیر اختیاری	اقلام تعهدی اختیاری	
β_2^*	β_1^*	β_2	β_1	شرکت های با مالکیت نهادی پایین
0.520	0.299	-0.036	0.149	
β_4^*	β_3^*	β_4	β_3	شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا
-1.15	-0.033	0.404	0.118	

انتظار می رود که نتایج نشان دهنده قیمت گذاری صحیح اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری برای شرکت های با مالکیت زیاد باشد و هم چنین برای شرکت های با مالکیت کم نیز بیش قیمت گذاری برای اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری داشته باشیم نتایج طبق جدول فوق نشان می دهد که فقط در شرکت های با مالکیت پایین اقلام تعهدی اختیاری نسبت به سایر اقلام در شرکت های با مالکیت کم و زیاد به درستی قیمت گذاری شده است اما در کل با توجه به تفاوت ضرایب حاصل شده از مدل پیش بینی پایداری اجزای سود و مدل قیمت گذاری پایداری اجزای سود توسط سرمایه گذار مشخص می شود که در شرکت های با مالکیت نهادی کم و مالکیت نهادی زیاد قیمت گذاری صحیح و دقیق صورت نگرفته است. لذا فرضیه ی شماره ۱ که ادعای صحت قیمت گذاری اقلام تعهدی غیر اختیاری در شرکت های با مالکیت نهادی بالا را دارد و هم چنین فرضیه ی شماره ۲ که ادعای قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری بیش از واقع را در شرکت های با مالکیت نهادی بالا دارد رد می شود چرا که جدول مقایسه ضرایب، نشان می دهد

که در شرکتهای با مالکیت بالا هم تعهدات اختیاری و هم تعهدات غیر اختیاری کمتر از واقع قیمت گذاری ($\beta_3^* < \beta_3, \beta_4^* < \beta_4$) شده اند.

اما فرضیه های شماره ۳ و ۴ با توجه به جدول فوق نشان می دهد که پذیرفته شده اند چرا

که در شرکت های با مالکیت پایین قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری بیش از واقع ($\beta_1^* > \beta_1, \beta_2^* > \beta_2$) صورت گرفته است.

انتظار می رود که نتایج نشان دهنده قیمت گذاری صحیح اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری برای شرکت های با مالکیت زیاد باشد و هم چنین برای شرکت های با مالکیت کم نیز بیش قیمت گذاری برای اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری داشته باشیم نتایج طبق جدول فوق نشان می دهد که فقط در شرکت های با مالکیت پایین اقلام تعهدی اختیاری نسبت به سایر اقلام در شرکتهای با مالکیت کم و زیاد به درستی قیمت گذاری شده است اما در کل با توجه به تفاوت ضرایب حاصل شده از مدل پیش بینی پایداری اجزای سود و مدل قیمت گذاری پایداری اجزای سود توسط سرمایه گذار مشخص می شود که در شرکت های با مالکیت نهادی کم و مالکیت نهادی زیاد قیمت گذاری صحیح و دقیق صورت نگرفته است. لذا فرضیه ی شماره ۱ که ادعای صحت قیمت گذاری اقلام تعهدی غیر اختیاری در شرکت های با مالکیت نهادی بالا را دارد و هم چنین فرضیه ی شماره ۲ که ادعای قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری بیش از واقع را در شرکت های با مالکیت نهادی بالا دارد رد می شود چرا که جدول مقایسه ضرایب، نشان می دهد که در شرکتهای با مالکیت بالا هم تعهدات اختیاری و هم تعهدات غیر اختیاری کمتر از واقع قیمت گذاری شده اند.

اما فرضیه های شماره ۳ و ۴ با توجه به جدول فوق نشان می دهد که پذیرفته شده اند چرا که در شرکت های با مالکیت پایین قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری بیش از واقع صورت گرفته است.

نتیجه گیری و پیشنهادها:

این تحقیق، به رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی پرداخته است. سرمایه گذاران در هر لحظه در حال تصمیم گیری می باشند و می خواهند تا آنجا که امکان دارد بهترین تصمیم را اتخاذ کنند. سرمایه گذاران در تصمیمات خود جهت تعیین ارزش اوراق بهادار به دنبال اطلاعات مفید و سودمند می باشند. حسابداری به عنوان یکی از منابع تامین کننده اطلاعات مالی می تواند سرمایه گذاران را در این زمینه یاری دهد. یکی از مهمترین اطلاعات حسابداری سود حسابداری می باشد. در ادبیات حسابداری تحقیقات بسیاری به تاکید بر اهمیت تجزیه و تحلیل بخش نقدی و تعهدی آن پرداخته اند. بخش تعهدی سود نسبت به بخش نقدی آن از رویدادهای موقتی بیشتری تاثیر می پذیرد. در واقع بخش تعهدی سود شامل اقلام ذهنی از جمله برآوردها و تخصیص ها می باشد. اما بخش نقدی آن دربرگیرنده واقعیت ها است و در معرض تحریف کمتری قرار دارد با توجه به فرضیه های تحقیق در شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا، اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری کمتر از واقع قیمت گذاری می گردند به عبارتی دیگر با افزایش سطح مالکیت نهادی در شرکتها، اقلام تعهدی کمتر از حد قیمت گذاری می گردند؛ همچنین با توجه به فرضیه های آزمون شده با کاهش سطح مالکیت نهادی در شرکتها، اقلام تعهدی بیش از واقع قیمت گذاری می شوند. با توجه به تحقیق حاضر به سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی توصیه می شود که در الگوهای تصمیم گیری خود فقط به سود و روند آن اکتفا نکنند، بلکه با تجزیه سود به اجزای تشکیل دهنده آن تصمیم گیری نمایند. در مقایسه نتیجه این پژوهش با سایر پژوهش ها، می توان گفت که نتیجه این پژوهش با برخی پژوهش ها مانند ژن زنگ (۲۰۱۳) و کولینز (۲۰۰۳) در بعضی مکانیزم های مورد استفاده مطابق بوده و در برخی مکانیزم ها مطابقت ندارد.

پژوهشگران می توانند در آینده رابطه بین رابطه بین به موقع بودن اطلاعات و قیمت گذاری نادرست اجزای سود و نیز رابطه بین قابل اتکا بودن و قیمت گذاری نادرست اجزای سود را مورد تحقیق قرار دهند.

منابع و مأخذ:

- ۱- تقفی، علی، (۱۳۹۰)، "نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۲۵۳-۲۸۰.
- ۲- حقیقت، حمید و ایرانشاهی، علی اکبر، (۱۳۸۹)، "بررسی واکنش سرمایه گذاران نسبت به جنبه های سرمایه گذاری اقلام تعهدی"، حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱، صص ۳-۲۲.
- ۳- کردستانی، غلامرضا و ابراهیمی، تهمنه، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۹، صص ۸۱-۹۹.
- ۴- مهرانی، ساسان و بهبهانی نیا، پریسا سادات، (۱۳۸۹)، "اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با تاکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت"، تحقیقات حسابداری، شماره ۵، صص ۴۸-۶۶.

- 5- Bushee, B., (۱۹۹۸), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior". **The Accounting Review**, V. 73, pp. 305-333.
- 6- Chung, R., & Jeong – Bon Kim., (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earning management". **Journal of corporate Finance**, V. 21, pp. 29-48.
- 7- Collins, D., Gong, G., & Hribar, P., (2003), "Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals". **Review of Accounting Studies**, V. 8, pp. 251-276.
- 8- Drake, M.S., Myers, J.N., and Myers, L.A., (2009), "Disclosure quality and the mispricing of accruals and cash flow". **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, V. 24, pp. 357-384.

- 9- Koh, P., (2003), "On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia", **The British Accounting Review**, V. 35, pp. 105-128.
- 10-Matsumoto, D., (2002), "Management's incentives to avoid negative earnings surprise", **The Accounting Review**, V. 77, pp. 483-514.
- 11-Polk, C., and Sapienza, P., (2009), "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", **The Review of Financial Studies**, V, 22, pp. 187-217.
- 12-Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman, and I. Tuna., (2005), "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices", **Journal of Accounting and Economics**, V. 39, pp. 437-485.
- 13-Shi, L., Zhang, H., (2011), "Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly?" **Review of Accounting Studies**, V. 13, pp. 1-21.
- 14-Sloan, R., (1996), "Do Stock Prices fully Reflect Information in Accruals and Cash flows about Future Earnings?", **The Accounting Review**, V. 71, pp. 289-315.
- 15-Xie, H., (2001), "Are discretionary accruals mispriced? A reexamination", **The Accounting Review**, V. 76, pp. 357-373.
- 16-Zeng, Z., Ou, P., Li, B., (2013), "Institutional Investors, Earnings Management and Mispricing of Accruals: Evidence from China", **the Journal of Applied Business Research**, V. 29, pp. 275-284.

The Relation between Institutional Investors and Mispricing of Accruals on listed companies on the stock exchange

Abstract

Accounting as a supplier of financial information can help investors in this area. One of the most important accounting information is accounting profit. The accrual portion is affected more than the cash portion of the temporal events. The accrual of interest include items such subjective estimates and allocations. But cash portion involves facts and is less prone to distortion. For this purpose, 127 companies listed in Tehran Stock Exchange were examined during the period 1387 to 1391. Results show that accruals are not exact pricing in firms with high institutional ownership and in firms with low institutional ownership. This suggests that institutional investors have been affected by earnings management and cannot be true and accurate pricing.

Keywords: Institutional Investors, Mispricing, Anomaly of accruals, earning management