

تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی با توجه به معادله مشکین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدعلی شیرازی پور^۱، مصطفی خسروی نیا^۲، مهدیه واحدی^۳

^۱ کارشناس ارشد حسابداری.

^۲ کارشناس ارشد، حسابداری.

^۳ کارشناس ارشد حسابداری.

نام نویسنده مسئول:

مهدیه واحدی

چکیده

این تحقیق به بررسی تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. می باشد نمونه، شامل ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۷-۱۳۹۴ را در بر می گیرد. فرضیه ها بر اساس آزمون رگرسیون خطی و با استفاده از مدل مشکین، مورد آزمون قرار گرفته اند. متغیر مستقل این پژوهش شفافیت افشا و اقلام تعهدی است و متغیر وابسته تحقیق بازده غیرعادی در سال $t+1$ و سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال $t+1$ می باشد. نتایج نشان می دهد که شرکت های با رتبه بندی پایین اجزا تعهدی و نقدی سود را به طور صحیح ارزش گذاری نمی کنند و با افزایش افشا شرکت میزان خطای ارزش گذاری کاهش می یابد. نتایج نشان می دهد استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد می کند. با توجه به اینکه پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر دارد. با توجه به نتایج تحقیق سرمایه گذاران باید به نحوه قیمت گذاری اقلام تعهدی در زمان سرمایه گذاری توجه نمایند.

واژگان کلیدی: افشای اطلاعات، سیستم رتبه بندی شفافیت، قیمت گذاری، اقلام تعهدی.

مقدمه

هدف این پژوهش تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی با توجه به معادله مشکین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نتایج این پژوهش بیانگر این امر می باشد که تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی با توجه به معادله مشکین تاثیر معنادار و همچنین عکس العمل بازار سرمایه را در پی داشته باشد.

بیان مساله

افزایش افشای اطلاعات واحدهای تجاری عدم تقارن اطلاعاتی و پدیده خطر اخلاقی را کاهش داده است. اقلام تعهدی غیرعادی که به علت "تاکید" سرمایه گذاران به سود یا مسئله نمایندگی ایجاد می شود، منجر به قیمت گذاری نادرست اوراق بهادار و عدم کارایی بازار می شود. افزایش میزان افشای اطلاعات، ارزیابی سرمایه گذاران راجع به مربوط بودن اقلام تعهدی و جریان های نقدی در زمینه سودهای آتی و پیش بینی بازده سهام با استفاده از اجزای سوئد را تسهیل می کند (۱) تحلیل گران مالی، مدیران و سرمایه گذاران توجه خاصی به سود گزارش شده دارند. پیش بینی های سود به سرعت بین استفاده کنندگان منتشر می شود و هر گونه بازنگری در آن از نزدیک دنبال می شود. توجه بیش از حد به رقم سود خالص، باعث شده است که استفاده کنندگان گاهی کمتر به این نکته توجه کنند که رقم نهایی سود حاصل یک فرآیند طولانی حسابداری است که در هر مرحله از آن امکان اعمال نظر توسط مدیران وجود دارد. در این میان، برخی تلاش ها برای گریز از توجه صرف به رقم سود خالص، نظر استفاده کنندگان را به اقلام تشکیل دهنده سود معطوف کرده است. از این رو، علاوه بر سود خالص، یکی از مهم ترین ویژگی های آن، یعنی اقلام تعهدی سود نیز باید مورد توجه قرار گیرد (۲) از این رو، تعدیل سود خالص برای انعکاس کیفیت اقلام تعهدی اهمیت پیدا می کند. بنابراین هدف اولیه حسابداری مالی، فراهم کردن اطلاعاتی است که برای سرمایه گذاران مفید باشد و حسابداری تعهدی، بوجود آمده تا روش پذیرفته شده دستیابی به این هدف باشد. مبنای تعهدی به عنوان بخشی از الگوی نهایی حسابداری امروزی، علیرغم بهره مندی از مزایای متعدد دارای مشکلات مهمی نیز می باشد. مهم ترین ایراد وارد بر مبنای تعهدی، عینی نبودن اعداد و ارقام - به خصوص رقم سود - در مقایسه با مبنای نقدی است. در واقع به دلیل وجود عواملی مثل قضاوت، تخصیص و برآورد، عینی نبودن جزء جدانشدنی مبنای تعهدی به شمار می آید. درک خصوصیات اقلام تعهدی، تقریباً یکی از مهم ترین اهداف تحقیقات حسابداری مالی است (۳). افزایش شفافیت در گزارشگری تلاش های مدیران برای دستکاری سود را کاهش داده و کشف مدیریت سود را تسهیل می کند (۴، ۵)، که این امر نشان دهنده وجود ارتباط مثبت بین شفافیت و کیفیت سود از جمله پایداری سود است. عدم توانایی سرمایه گذاران در تشخیص تفاوت اقلام تعهدی و جریان نقدی موجود در سودهای آتی در هنگام استفاده از عناصر سود در تعیین قیمت های سهام، منجر به قیمت گذاری نادرست سهام و بازده غیرعادی می شود. افشا با کاهش قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان های نقدی در ارتباط است. چرا که عدم تقارن اطلاعاتی با قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان های نقدی در ارتباط است. واحدهای تجاری با افشای بالا سرمایه گذاران را مطمئن می سازند که سهام با قیمت منصفانه مبادله می شود، که این امر میزان عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و نقدینگی سهام را بهبود می بخشد (۶)، که نشان دهنده این است اقلام تعهدی غیرعادی کمتر است. به علاوه افزایش افشا اطلاعات مربوط تری در رابطه با سودهای آتی فراهم می آورد که در بازده جاری سهام خود را نشان می دهد. افزایش افشا اطلاعات بین سودهای آتی و سودهای جاری یعنی پایداری سود را بلا می برد و محتوای اطلاعاتی سود را افزایش می دهد (۱) بنابراین، در این تحقیق سعی بر آن است که تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون تجربی قرار دهد.

اهداف تحقیق

- هدف اول: تعیین انعکاس دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار.
- هدف دوم: تعیین انعکاس دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار.
- هدف سوم: تعیین بازده غیر عادی در استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی.
- هدف چهارم: تعیین تاثیرگذاری پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی.
- هدف پنجم: تعیین بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا.

پیشینه تحقیق

علوی و دیگران (۱۳۹۲) به مطالعه در مورد شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام پرداختند. در این مقاله رابطه بین شفافیت اطلاعات با نقدشوندگی سهام که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده و بازده مورد انتظار سهامداران عادی طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته های تحقیق نشان می دهد، بین شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. علاوه بر این نتایج بیانگر این است که بین معیار شفافیت و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه معنی داری وجود ندارد. (۷)

آشوک و کیانگ^۴ (۲۰۱۴) به بررسی تاثیرگذاری رشد شرکت بر قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری پرداختند. نتایج نشان می دهد که تفاوت معناداری در قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری بین شرکت هایی که رشد بالاتر و پایین تر دارند وجود ندارد. هر چند که سازگار با انتظارات، مشاهده شد در واحد های تجاری با رشد بالاتر در مقایسه با شرکت های با رشد پایین تر، اقلام تعهدی اختیاری مثبت بیشتر قیمت گذاری می شوند در حالیکه اقلام تعهدی اختیاری منفی کمتر قیمت گذاری می شوند. آزمون های اضافی نشان می دهند که اقلام تعهدی اختیاری مثبت ارتباط بیشتری با عملکرد بالاتر در واحد های رشد بالاتر دارند. در نهایت مشاهده شد که قیمت گذاری اقلام تعهدی مثبت در واحدهای تجاری با رشد بالاتر در میان واحدهای تجاری با سطوح بالای عدم تقارن اطلاعاتی نمایان تر است. (۸)

موسیلی و همکاران^۵ (۲۰۱۲) نشان دادند ریسک اطلاعات بالاتر که به علت کیفیت پایین تر اقلام تعهدی و یا کیفیت پایین تر افشا است، منجر به بازده سهام بالاتر می شود. آنها همچنین با بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا نشان دادند که ارتباط مثبتی بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا وجود دارد و این دو عامل تغییرات در بازده اضافی مجموعه مشابهی از پورتهای را نشان می دهند؛ بنابراین حاوی اطلاعات مشابه و جایگزین یکدیگر تلقی می شوند. علاوه بر این، نتایج تحقیقات متعددی در بازارهای پیشرفته اوراق بهادار حاکی از این موضوع است که کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا می توانند عوامل مؤثری در توضیح بازده سهام باشند (۹)

سوالات تحقیق

سوال اول: آیا در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند؟

سوال دوم: آیا در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند؟

سوال سوم: آیا استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد می کند؟

سوال چهارم: آیا پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر دارد؟

سوال پنجم: آیا بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا بیشتر است؟

فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند

فرضیه دوم: در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند

فرضیه سوم: استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد می کند

فرضیه چهارم: پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر دارد.

فرضیه پنجم: بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا بیشتر است.

جامعه، روش نمونه گیری و حجم نمونه

جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۸۸ تا ۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران بوده اند می باشد و شرکت هایی انتخاب می شود که دارای ویژگی های زیر باشد:

۱- داده های موردنظر این پژوهش برای آنها در دسترس باشد. ۲- جزو شرکت های بیمه و واسطه گری مالی نباشد. ۳- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره ی مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. ۴- شرکت طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد. با توجه به محدودیت های اعمال شده تعداد ۱۴۶ شرکت در نمونه قرار گرفته است.

قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی: تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی با توجه به معادله مشکین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
قلمرو زمانی: از نظر زمانی دوره زمانی سال های ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۴ در نظر گرفته می شود.
قلمرو مکانی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مد نظر است.

روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نوع پژوهش های کاربردی و همبستگی^۱ است. هدف مطالعه کنونی تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی با توجه به معادله مشکین در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. برای این منظور یکی از مناسب ترین مدل های رگرسیونی که تا حدود زیادی دست یابی به اهداف مطالعه را محقق می سازد انتخاب گردیده است. در مطالعه حاضر از مدل پنل دیتا جهت بررسی روابط میان متغیرها استفاده شده است. محاسبات موردنیاز با استفاده از نرم افزار Stata ویرایش ۱۲ انجام می شود.

متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

بازده غیرعادی در سال $t+1$ (AR_{t+1})

تفاوت بین بازده خرید و نگهداری سالانه شرکت و بازده خرید و نگهداری سالانه برای همان دوره ۱۲ ماهه ای که شرکت به آن صنعت تعلق دارد محاسبه می شود. بنابراین متغیر بازده تعدیل شده و هم غیر عادی است.
سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال $t+1$ ($EARN_{t+1}$)
از سود قبل از اقلام غیرمترقبه به دست می آید و برای همگن شده به کل دارایی ها تقسیم می گردد.

متغیرهای مستقل

منظور از متغیرهای مستقل متغیرهایی است که بر دیگر متغیرها اثر می گذارند. متغیر مستقل یک ویژگی محیط از محیط فیزیکی یا اجتماعی است که بعد از انتخاب و دخالت پژوهش گر، مقادیری را می پذیرد تا تأثیرش بر متغیرهای دیگر مشاهده شود.

اقلام تعهدی:

از تفاضل سود قبل از بهره و مالیات و جریان نقدی عملیاتی به دست می آید و برای همگن شده به کل دارایی ها تقسیم می گردد.

شفافیت افشا:

از نمره افشا شرکت ها که توسط سازمان بورس اعلام می گردد به دست می آید و اگر نمره افشا بالای میانگین باشد عدد یک و دارای شفافیت بالا و اگر پایین میانگین باشد عدد صفر و دارای شفافیت پایین می باشد.

نتایج پژوهش

آمار توصیفی پژوهش

در روشهای توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جدول و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر؛ شاخصهای مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده های تحقیق پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. جدول زیر شامل آمار توصیفی برای همه متغیرهای به کاررفته

در تحقیق است. تعداد مشاهدات معتبر و درست برای هر متغیر ۸ سال می باشد. داده های موردنظر برای ۹۰ شرکت که پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است مهیا بود که در این تحقیق دوره های زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ را در بر گرفته است. در بخش اول مهم ترین شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. این شاخص ها در جدول ۱ ارائه شده اند که ارقام این جدول توسط نرم افزار Excel، Stata نسخه ۱۲ محاسبه شده اند.

جدول (۱): آماره های توصیفی

متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
اقدام تعهدی	DTA	۰/۱۲	۰/۳۱۷	۰/۱۴۲	۰/۱۸
شفافیت افشا	H	۰	۱	۰/۴۲	۰/۴۹
سود آتی	EARN	-۰/۲۹	۰/۸۴	۰/۲۱	۰/۳۴
بازده غیرعادی	AR	-۰/۰۹	۰/۷۳۹	۰/۴۲	۰/۲۶
جریان نقد عملیاتی	CF	-۰/۲۸	۰/۹۴۸	۰/۳۹۷	۰/۴۴

آزمون همبستگی

ضریب همبستگی پیرسون: این ضریب همبستگی، روشی پارامتری است که برای داده هایی با توزیع نرمال یا تعداد داده های زیاد استفاده می شود. این موضوع که نشان می دهد عدد به دست آمده معنی دار است یا نه از خود عدد به دست آمده با اهمیت تر است. فرضیه های همبستگی به شرح رابطه ی زیر می باشد:

جدول (۲) آزمون همبستگی

متغیر	EARN	AR	ACR	CF
EARN	1	0/418	0/334	0/0713
AR		1	0/049	0/521
ACR			1	0/631
CF				1

همان گونه که مشاهده می نمایید؛ مقادیر جدول فوق نشان دهنده میزان همبستگی میان متغیرها تحقیق می باشد.

آزمون فرضیه اول

H₀: در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقدام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند
H₁: در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقدام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند.

برای بررسی فرضیه فوق از مدل میشکین که طی دو مرحله به صورت مدل پیش بینی و مدل ارزیابی می باشد، استفاده شده است. در مدل میشکین ابتدا به بررسی مدل پیش بینی سود و سپس مدل ارزیابی و در نهایت با استفاده از آزمون والد تفاوت بین ضرایب بررسی می گردد. برای بررسی فرضیه فوق به بررسی ضرایب اجزا اقدام تعهدی و نقدی سود پرداخته شده است. برای تایید فرضیه باید ضرایب اقدام تعهدی رتبه بندی افشای پایین (1) $a_1 \neq a^*1$ و جریان نقدی رتبه بندی افشای پایین (3) $a_3 \neq a^*3$ باشد. نتایج مدل میشکین موید معنادار بودن مدل می باشد. با توجه به نتایج جدول ۴-۵ نتایج آزمون والد با توجه به سطح معناداری اقدام تعهدی رتبه بندی افشای پایین (۰/۰۰۰) و جریان نقدی رتبه بندی افشای پایین (۰/۰۰۰) فرض صفر رد می گردد و فرض یک یعنی شرکت های با رتبه بندی افشای پایین نمی توانند بطور دقیق پایداری اجزا اقدام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، تایید می شود. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع می باشد که اقدام تعهدی و جریان نقدی دارای اهمیت زیاد برای ارزشگذاری شرکت می باشند و برای تصمیم گیری باید مورد ارزشگذاری صحیح قرار گیرند تا روند آتی شرکت به درستی مورد ارزیابی قرار گیرد. باتوجه به نتایج جدول فرضیه اول در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقدام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، مورد تایید قرار می گیرد.

نتایج نشان می دهد که شرکت های با رتبه بندی پایین اجزا تعهدی و نقدی سود را به طور صحیح ارزشگذاری نمی کنند و با افزایش افشا شرکت میزان خطای ارزشگذاری کاهش می یابد.

فرضیه دوم:

H1: در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند.

برای بررسی فرضیه فوق از مدل میشکین که طی دو مرحله به صورت مدل پیش بینی و مدل ارزیابی می باشد، استفاده شده است. در مدل میشکین ابتدا به بررسی مدل پیش بینی سود و سپس مدل ارزیابی و در نهایت با استفاده از آزمون والد تفاوت بین ضرایب بررسی می گردد. برای بررسی فرضیه فوق به بررسی ضرایب اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود پرداخته شده است. برای تایید فرضیه باید ضرایب اقلام تعهدی با رتبه بندی افشای بالا ($a_2 > a_2^*$) و جریان نقدی رتبه بندی افشای بالا ($a_4 < a_4^*$) باشد. نتایج مدل میشکین مویده معنادار بودن مدل می باشد. با توجه به نتایج جدول ۴-۵ نتایج آزمون والد با توجه به سطح معناداری اقلام تعهدی با رتبه بندی افشای بالا (۰/۳۲۶) و جریان نقدی با رتبه بندی افشای بالا (۰/۶۱۷) فرض صفر یعنی شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، تایید می شود. باتوجه به نتایج جدول فرضیه دوم در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، مورد تایید قرار نمی گیرد.

جدول (۳) آزمون مدل پیش بینی

$EARN_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ACR_t + \alpha_2 H * ACR_t + \alpha_3 CF + \alpha_4 H * CF_t + \mu_{t+1}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره Z	سطح معنی داری
مقدار ثابت	a	۱/۰۳	۲/۸۹	۰/۰۰۹
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت پایین	ACR	۰/۶۱۸	۵/۳۴	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت بالا	H*ACR	۰/۱۲	۱/۳۱	۰/۱۹
جریان نقد عملیاتی رتبه بندی شفافیت پایین	CF	۰/۴۷	۳/۸۱	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی با رتبه بندی سطح شفافیت بالا	H*CF	۰/۳۶۲	۳/۲۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۴		آماره خی دو	۰/۰۰۰

جدول (۴) آزمون مدل ارزیابی

$AR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 (EARN_{t+1} - \alpha_0^* - \alpha_1^* ACR_t - \alpha_2^* H * ACR_t - \alpha_3^* CF_t - \alpha_4^* H * CF) + \varepsilon_{t+1}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره Z	سطح معنی داری
سود آتی	EARN	۰/۴۱۶	۲/۳۱	۰/۰۲۱
مقدار ثابت	B	۱/۰۳	۱۴/۹۲	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت پایین	ACR	۰/۸۳۱	۴/۹۴	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت بالا	H*ACR	-۰/۰۸	-۱/۰۵۶	۰/۲۲۹
جریان نقد عملیاتی رتبه بندی شفافیت پایین	CF	۰/۱۲۸	۳/۴۳	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی با رتبه بندی شفافیت بالا	H*CF	۰/۰۱۶	۰/۱۳	۰/۸۲۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶		آماره خی دو	۰/۰۰۰

جدول (۵) آزمون فرضیه اول و دوم

متغیر	علامت	ضرایب	ضریب متغیر	آزمون والد	سطح معناداری
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت پایین	ACR	$a1=a*1$	-۰/۲۱۳	۳۸/۲۱	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی با رتبه بندی شفافیت بالا	H*ACR	$a2=a*2$	۰/۲	۰/۷۴۴	۰/۳۲۶
جریان نقد عملیاتی با رتبه بندی شفافیت پایین	CF	$a3=a*3$	۰/۳۴۲	۴۹/۷۱	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی با رتبه بندی شفافیت بالا	H*CF	$a4=a*4$	۰/۳۴۶	۰/۴۲۸	۰/۶۱۷
کل مدل	All slope	-		۱۲۹/۵۴	۰/۰۰۰

آزمون فرضیه سوم

H_0 : استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد نمی کند.

H_1 : استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد می کند.

در جدول ۶ به بررسی استراتژی دادوستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی پرداخته شده است. آزمون میشکین بیان می دارد که بازار به گونه ای عمل می کند که گویی ضریب ارزشیابی بزرگ تری نسبت به ضریب پیش بینی به اقلام تعهدی می دهد؛ در نتیجه، قیمت سهام شرکت هایی با اقلام تعهدی مالیاتی، باید بالاتر از ارزش ذاتی آن ها باشد. چنانچه استراتژی معاملاتی داشته باشیم که نشان دهد اگر شرکت هایی در پایین ترین دهک به لحاظ اقلام تعهدی، آن هایی که از همه پایین تر (منفی ترین) ارزش گذاری شده اند را خریده و شرکت هایی در مثبت ترین دهک به لحاظ اقلام تعهدی، آن هایی که از همه بالاتر (مثبت ترین) ارزش گذاری شده اند را فروخته اند، در سال بعد بازده غیرعادی مثبت خواهیم داشت؛ بنابراین استنباط های صورت گرفته از طریق آزمون میشکین مبنی بر این که بازار اقلام تعهدی در سال شکل گیری سبد بالا را قیمت گذاری می کند، بیشتر قابل پشتیبانی هستند. به همین منظور، شرکت ها در هر سال، بر اساس رتبه اقلام تعهدی، به سبدهای دهکی تقسیم می شوند و سپس سبد مصون شده ای شکل داده می شود که سهام شرکت های پایین ترین (منفی ترین) دهک اقلام تعهدی را، خریداری می کند و سهام شرکت های بالاترین (مثبت ترین) دهک اقلام تعهدی را، می فروشد. برای سنجش فرضیه از آزمون t استفاده می شود. مصون سازی از تفاضل منفی ترین دهک و مثبت ترین دهک به دست می آید. با توجه به اینکه استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت معنی داری ایجاد می کند، فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید واقع می شود. نتیجه به دست آمده با این مفهوم که بازار اقلام تعهدی را در سال تشکیل سبد، بالا ارزش گذاری می کند سازگار است.

جدول (۶) آزمون فرضیه سوم

پرتفوی	آماره t	سطح معنی داری	اختلاف میانگین
دهک اول (منفی ترین)	۳/۲۴	۰/۰۰۰	۰/۱۸
دهک دهم (مثبت ترین)	۶/۵۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲
مصون سازی	۳/۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۶

آزمون فرضیه چهارم

H_0 : پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر

ندارد.

H_1 : پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر

دارد.

نتایج جدول ۷ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره F (۹۱/۳۶) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۵۱ درصد می باشد که نشان از بهینه بودن مدل دارد. متغیرهای اقلام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین و جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین به عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی به عنوان متغیر وابسته در تحقیق شناخته می شوند. متغیر اقلام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول زیر با متغیر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی رابطه معکوس و منفی دارد. متغیر

جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول زیر با متغیر بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی رابطه معکوس و منفی دارد. با توجه به اینکه پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی تاثیر دارد، فرضیه چهارم پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

فرضیه پنجم

H₀: بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا کمتر است.

H₁: بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا بیشتر است.

نتایج جدول ۷ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره $f(91/36)$ و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۵۱ درصد می باشد که نشان از بهینه بودن مدل دارد. متغیرهای ارقام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا به عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی به عنوان متغیر وابسته در تحقیق شناخته می شوند. متغیر ارقام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا با توجه به سطح معناداری (۰/۱۶۷) در جدول زیر با متغیر بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی رابطه وجود ندارد. متغیر جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا با توجه به سطح معناداری (۰/۱۸۱) در جدول زیر با متغیر بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی رابطه وجود ندارد. برای بررسی بین رتبه بندی شفافیت افشای بالا و رتبه بندی شفافیت افشای پایین از آزمون والد استفاده می گردد. برای تأیید یا رد نهایی فرضیه باید متغیر ارقام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین ($\beta_2 + \beta_3 \neq \beta_2$) و متغیر جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین ($\beta_4 + \beta_5 \neq \beta_4$) باشد با توجه به نتایج آزمون والد سطح معناداری ارقام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین (۰/۱۹) و سطح معناداری جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین (۰/۲۲) نشان می دهد شفافیت افشا بالاتر دارای بازده غیرعادی بالاتر نمی باشد. با توجه به اینکه بازده غیرعادی بر مبنای سطح ارقام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا کمتر است، فرضیه پنجم پژوهش مورد تأیید واقع نمی شود.

جدول (۷) آزمون فرضیه چهارم و پنجم

$AR_{+1t} = \beta_0 + \beta_1 H_t + \beta_2 ACR_t + \beta_3 H*ACR_t + \beta_4 CF_t + \beta_5 H*CF_t + e$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
رتبه بندی شفافیت افشا بالا	H	-۰/۱۰۸	-۰/۲۱	۰/۸۱۳
ارقام تعهدی با رتبه بندی شفافیت افشا پایین	ACR	-۰/۱۲۸	-۳/۴۱۸	۰/۰۰۰
ارقام تعهدی در سطح شفافیت بالا	H*ACR	۰/۰۲۲	۱/۴۲۸	۰/۱۶۷
جریان نقد عملیاتی رتبه بندی شفافیت افشا پایین	CF	-۰/۶۷	-۳/۸۴	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی در سطح شفافیت بالا	H*CF	۰/۰۱۷	۱/۲۵۶	۰/۱۸۱
عرض از مبدا	C	۰/۲۸	۶/۰۱۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۱	آماره F	۹۱/۳۶
			سطح معنی داری	۰/۰۰۰
آزمون والد ارقام تعهدی	$\beta_2 + \beta_3 = \beta_2$	۱/۲۱	سطح معنی داری	۰/۱۹
آزمون والد جریان نقد عملیاتی	$\beta_4 + \beta_5 = \beta_4$	۰/۹۸	سطح معنی داری	۰/۲۲

بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق تاثیر افشای اطلاعات و سیستم رتبه بندی شفافیت بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. افشای اطلاعات، نقش اساسی در تصمیم گیری های صحیح و آگاهانه ی گروه های مختلف به خصوص سرمایه گذاران دارد. امام واحدهای اقتصادی بدون فشارهای خارج سازمان و الزامات قانونی و حرفه ای، تمایلی به افشای کافی اطلاعات ندارند. احتمال می رود افشای با کیفیت تر به درک کامل اطلاعات اقلام تعهدی و جریان نقدی کمک می کند و انتظار می رود بر قیمت گذاری نادرست اجزای سود تاثیرگذار باشد. سرمایه گذاران سودهای آتی را پیش بینی می کنند و چون سود از دو جزء تعهدی و نقدی تشکیل می شود، پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود بر دقت پیش بینی سرمایه گذاران تاثیر می گذارد. شواهد نشان می دهد آن هایی هستند که پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع ارزیابی می کنند. بنابراین بر طبق فرضیات طرح شده انتظار می رود عکس العمل بازار سرمایه را در پی داشته باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ نشان می دهد که:

طبق فرضیه اول که در شرکت های با رتبه بندی افشای پایین سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، مورد بررسی قرار گرفته است. این نتیجه حاصل گردید که شرکت های با رتبه بندی افشای پایین نمی توانند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کنند، تایید می شود. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع می باشد که اقلام تعهدی و جریان نقدی دارای اهمیت زیاد برای ارزش گذاری شرکت می باشند و برای تصمیم گیری باید مورد ارزش گذاری صحیح قرار گیرند تا روند آتی شرکت به درستی مورد ارزیابی قرار گیرد. این نتیجه با یافته های پژوهش هیلی در سال ۲۰۰۱، مطالعه اسلون در سال ۱۹۹۶ و هسین و هوآ ۲۰۱۳ مطابقت دارد. طبق فرضیه دوم که در شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار می تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، مورد بررسی قرار گرفته است. این نتیجه حاصل گردید که با توجه به سطح معناداری اقلام تعهدی با رتبه بندی افشای بالا (۰/۳۲۶) و جریان نقدی با رتبه بندی افشای بالا (۰/۶۱۷) فرض صفر یعنی شرکت های با رتبه بندی افشای بالا سود مورد انتظار نمی تواند بطور دقیق پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود را منعکس کند، تایید می شود. با توجه به نتایج نشان می دهد که در شرکت هایی که از مدل اقلام تعهدی اختیاری برای سنجش کیفیت سود استفاده می کنند باعث می شود کیفیت سود پایین باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شود و با وارد شدن مدیریت سود باعث تعدیل رابطه می شود و رابطه را مثبت می کند. این نتیجه با یافته های پژوهش هیلی در سال ۲۰۰۱، مطالعه اسلون در سال ۱۹۹۶ و هسین و هوآ (۲۰۱۳) مطابقت دارد. (۱۰)

طبق فرضیه سوم که استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت ایجاد می کند، مورد بررسی قرار گرفته است. این نتیجه حاصل گردید که استراتژی داد و ستد که بر مبنای سطح اقلام تعهدی باشد بازده غیر عادی مثبت معنی داری ایجاد می کند، فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید واقع می شود. نتیجه به دست با این مفهوم که بازار اقلام تعهدی را در سال تشکیل سبد، بالا ارزش گذاری می کند سازگار است. این نتیجه با یافته های پژوهش هیلی در سال ۲۰۰۱، مطالعه اسلون در سال ۱۹۹۶ و هسین و هوآ (۲۰۱۳) مطابقت دارد. طبق فرضیه چهارم که پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر دارد، مورد بررسی قرار گرفته است. این نتیجه حاصل گردید که پایداری اجزا تعهدی و نقدی سود شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای پایین بر بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی تاثیر دارد، فرضیه چهارم پژوهش مورد تأیید واقع می شود. این نتیجه با یافته های پژوهش هیلی در سال ۲۰۰۱، مطالعه اسلون در سال ۱۹۹۶ و هسین و هوآ (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

طبق فرضیه پنجم که بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا بیشتر است، مورد بررسی قرار گرفته است. این نتیجه حاصل گردید که با توجه به نتایج آزمون والد سطح معناداری اقلام تعهدی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین (۰/۱۹) و سطح معناداری جریان نقدی عملیاتی شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا و پایین (۰/۲۲) نشان می دهد شفافیت افشا بالاتر دارای بازده غیرعادی بالاتر نمی باشد. با توجه به اینکه بازده غیرعادی بر مبنای سطح اقلام تعهدی برای شرکت های با رتبه بندی شفافیت افشای بالا کمتر است، فرضیه پنجم پژوهش مورد تأیید واقع نمی شود. این نتیجه با یافته های پژوهش هیلی در سال ۲۰۰۱، مطالعه اسلون در سال ۱۹۹۶ و هسین و هوآ (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج فرضیه ها

نتایج حاصل از این تحقیق می تواند منجر به بهبود تصمیم گیری مدیران واحدهای اقتصادی، محققین و بورس اوراق بهادار تهران و بخصوص سرمایه گذاران و سهامداران و در نتیجه منجر به برنامه ریزی بهتر برای رتبه بندی افشاء، پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود شود. می توان به سرمایه گذاران این پیشنهاد شود با توجه به نتایج این تحقیق می توان این گونه بیان کرد که سرمای هگذاران حاضر در بورس اوراق بهادار باید به این نکته توجه داشته باشند که تغییرات در کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی می تواند حاوی اخبار مهم و محرمانه ای در

خصوص وضعیت آنی شرکت باشد و بنابراین باید به آن در زمان تصمیم گیری توجه کرد. همچنین بکارگیری این دو عامل به صورت مکمل می تواند مؤثر باشد زیرا وجود ارتباط مکمل بین آنها به سرمایه گذاران و سایر ذی نفعان این امکان را می دهد که با در کنار هم قرار دادن اطلاعات مربوط به رتبه بندی افشا و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی، پیش بینی بهتر و جامع تری از پایداری اجزا اقلام تعهدی و نقدی سود داشته باشند. در نظر گرفتن تنها یک عامل در تحقیقات پیشین به منظور پیش بینی بازده سهام نمی تواند اطلاعات مفید و کاملی در اختیار ذینفعان قرار دهد. همچنین به تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می شود افشای اطلاعات با توجه به کیفیت بالا، یکی از روش های افزایش کارایی بازار سرمایه است را مورد توجه خود قرار دهند.

پیشنهادهای برای پژوهش های آتی

- ۱- می توان این موضوع را به تفکیک صنعت انجام نمود.
- ۲- می توان این موضوع را در شرکت های فرا بورسی ایران انجام نمود .
- ۳- به پژوهشگران پیشنهاد می شود دیگر الگوهای هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار دهند.

منابع و مراجع

- [1] Hsien-Li Lee • Hua Lee(2013) "Effect of information disclosure and transparency ranking system on mispricing of accruals of Taiwanese firms" Rev Quant Finan Acc DOI 10.1007/s11156-013-0413-5
- [۲] رحمانی، علی و فلاح نژاد، فرهاد (۱۳۸۹) تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵)
- [۳] حقیقت، حمید و بختیاری، مسعود (۱۳۹۰). بررسی محتوای اطلاعاتی فزاینده اقلام تعهدی خلاف قاعده در مقایسه با جریانهای نقدی عملیاتی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره ۹، ص ۸۸
- [4] Hirst DE, Hopkins PE (1998) Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. J Acc Res 36:47-75
- [5] Hunton J, Libby R, Mazza C (2006) Financial reporting transparency and earnings management. Acc Rev 81:135-157
- [6] Healy PM, Palepu KG (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. J Acc Econ 31:405-440
- [۷] سید علوی، مصطفی، کشتلی رضا نعمتی، حقیقت حمید (۱۳۹۲) "شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام" پژوهشهای تجربی حسابداری سال سوم، شماره ۱۲، تابستان، صص ۸۵-۹۸
- [8] Ashok Robin • Qiang Wu (2014) "Firm growth and the pricing of discretionary accruals" Rev Quant Finan Acc DOI 10.1007/s11156-014-0447-3 Springer Science+Business Media New York
- [9] Mouselli, S., Aziz, J., & Hussainey, K. (2012). "Accruals Quality Vis-A-Vis Disclosure Quality: Substitutes or Complements?". The British Accounting Review. 44: 36-46.
- [10] Sloan, R. G., (1996), "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?", The Accounting Review, Vol. 71 (July), PP. 289-315.