

اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با تاکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت

دکتر ساسان مهرانی (عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران)

پریسا سادات بهبهانی نیا (دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران)

چکیده

اقلام تعهدی مشکلات عدم تطابق و زمان بندی موجود در اقسام نقدی را حل می کنند. با این وجود در بسیاری موارد این اقسام توسط مدیریت دستکاری می شوند. نیاز به مفروضات و انتخاب های مجازی که برای شناسایی این اقسام وجود دارد، می تواند سبب بروز خطا در اندازه گیری آن ها شود، لذا این اقسام نسبت به اقسام نقدی پایداری کمتری دارند. انتظار می رود در شرکت های بزرگتر که اطلاعات بیشتری از آن ها موجود است و هم چنین شرکت هایی با درصد بیشتر سهامداران نهادی، به تفاوت میان اقسام نقدی و تعهدی توجه بیشتری شده و مکانیزم قیمت گذاری اقسام تعهدی صحیح تر باشد. این فرضیات با استفاد از نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس، در محدوده سالهای ۱۳۸۵-۱۳۸۱ آزمون شد. برای بررسی فرضیات تحقیق از رگرسیون چند گانه، آزمون F و آزمون t استفاده شده و سایر عوامل اثر گذار کنترل شدند. نتیجه تحقیق نشان داد که سرمایه گذاران شرکت های بزرگتر این تفاوت را لحاظ نموده اند ولی سرمایه گذاران نهادی در تصمیم گیری خود این مسئله را در نظر نگرفته اند.

واژه های کلیدی: اقسام تعهدی، اقسام نقدی، سرمایه گذاران نهادی، اندازه شرکت، مکانیزم قیمت

گذاری

مقدمه

امروزه توجه سرمایه گذاران به رقم سود بسیار زیاد شده است. سودهای پیش بینی شده به طور گسترده منتشر می شوند. اگر سود شرکتی کمتر از میزان مورد انتظار شود این کاهش می تواند قیمت سهام شرکت را دچار افت شدیدی نماید. متقابلاً دست یابی به سودی بیشتر از رقم پیش بینی شده خبر خوبی محسوب می گردد. تمرکز بر سود آنقدر زیاد گردیده که تصور می شود سرمایه گذاران به جای تاکید بر عملکرد شرکت فقط درگیر سود شده اند. شاید فراموش شده است که سود خالص گزارش شده نتیجه نهایی یک فرآیند طولانی حسابداری است و تحت تاثیر رویه های حسابداری که مدیریت انتخاب کرده است محاسبه می شود. [4] تحقیقات نشان داده است که اغلب مدیران برای رسیدن به منافع شخصی خود در فرآیند شناسایی سود، آن را دستکاری می کنند. [17]

تمرکز زیاد استفاده کنندگان به سود توجه به کیفیت آن را نیز افزایش داده و حسابداری تعهدی به عنوان شاخصی از کیفیت سود مورد توجه قرار گرفته است. وقتی سود حسابداری از جریان نقد ورودی شرکت بیشتر می شود، مازاد حاصل از طریق ایجاد اقسام تعهدی به وجود آمده است. چنین سهامی بازده کمتری خواهد داشت زیرا این مازادها اغلب با شیطنت های

مدیر ایجاد شده اند [10]. البته این مسئله به مفهوم بی اعتبار بودن ارقام تعهدی نیست. بسیاری مواقع این ارقام نشانگر فرصت رشدهای آتی و یا عملکرد خوب شرکت در گذشته هستند [24,28]. اما از آن جایی که این ارقام بیشتر از ارقام نقدی مورد دستکاری مدیریت قرار می گیرند انتظار می رود که بازار برای آن ها وزن کمتری قائل شود. این مقاله به نحوه ارزشگذاری ارقام تعهدی با توجه به نوع مالکیت و اندازه شرکت پرداخته است.

ادبیات تحقیق

مفهوم ۶ هیات استانداردهای حسابداری مالی آمریکا در پاراگراف ۱۴۵ حسابداری تعهدی را این گونه تعریف کرده است:

"حسابداری تعهدی ارقام معوق، تعهدی و رویه های مختلف تخصیص را با هدف ارتباط دادن درآمدها، هزینه ها، سود و زیان ها به دوره های مالی مربوط به کار می گیرند. از این طریق به جای این که صرفاً ورود و خروج نقد برای یک شرکت گزارش شود، می توان عملکرد واحد اقتصادی را در طول یک دوره به خوبی نشان داد." [19]

از دیدگاه دیچو (۱۹۹۴) هدف حسابداری تعهدی سنجش بهتر عملکرد شرکت است. از آن جاییکه حسابداری تعهدی مشکلات زمان بندی و عدم تطابق موجود در حسابداری نقدی را تا حدودی مرتفع می نماید، سود به دست آمده در حسابداری تعهدی در مقایسه با جریان نقدی عملیاتی رقم مربوط تری است. اما وجود انتخاب های مجاز برای مدیران و به کارگیری مفروضات و تخمین های که لازمه حسابداری تعهدی هستند، اغلب سبب خطای اندازه گیری این ارقام شده و تا حدودی دست مدیران را در شناسایی ارقام تعهدی باز می گذارند. [15]

مدیران با چندین انگیزه می توانند ارقام تعهدی را دستکاری کنند. از دیدگاه رفتار فرصت طلبانه تئوری اثباتی حسابداری، مدیران به دلایل متفاوتی چون مخفی نگه داشتن عملکرد نامناسب خود یا به تاخیر انداختن عملکرد خوب با هدف افزایش پاداش (فرضیه پاداش)، تغییر سود به دلیل محدودیت های قراردادهای وام (فرضیه بدهی) و یا کم کردن هزینه های سیاسی برای شرکت های بزرگتر (فرضیه هزینه های سیاسی) به دست کاری سود می پردازند. ابزار لازم برای تمام این رفتارهای فرصت طلبانه، ارقام تعهدی سود به طور عام و ارقام اختیاری تعهدی به طور خاص می باشد. البته باید توجه داشت که این گونه رفتارهای فرصت طلبانه برای مدت کوتاهی کارساز است و چه بسا در بلندمدت نتیجه معکوس داشته باشند. [16]

از دیدگاه کارایی تئوری اثباتی حسابداری مدیران با در اختیار داشتن اطلاعات کامل و محرمانه ای که از وضعیت شرکت دارند و با آزادی عمل نسبی که در شناسایی ارقام تعهدی اختیاری وجود دارد، احتمالاً نشانه های درستی از وضعیت آتی شرکت به سرمایه گذاران خواهند داد. این مسئله سبب می شود که سود خالص مقیاس قابل اطمینان و به موقعی از عملکرد شرکت باشد. [16, 26]

در مقام مقایسه، ارقام تعهدی نسبت به ارقام نقدی بیشتر مورد دستکاری مدیریت قرار می گیرند. به دلیل این دستکاری ها و نیز به دلیل خطای برآوردها و تخمین هایی که در شناسایی این ارقام به کار گرفته می شود، پایداری سود با حجم ارقام

تعهدی آن رابطه معکوس دارد. اجزای تعهدی سود پایداری کمتری داشته و پایداری و کیفیت سود با حجم ارقام تعهدی آن رابطه عکس دارد [25]. اما مسئله این است که آیا سرمایه گذاران به تفاوت های ارقام تعهدی و نقدی توجه می کنند. در هر شرکت ترکیبی از سرمایه گذاران نهادی و غیر نهادی وجود دارد [1]. سرمایه گذاران نهادی که عموماً سهم بالایی از سهام شرکت را می خرند ترجیح می دهند که انتخابشان حاکمیت شرکتی مناسبی داشته باشد تا از این طریق از آسیب های ناشی از تقلب یا بی توجهی مدیر که مستقیماً به آن ها زیان می رساند پیشگیری کنند [22]. آن ها تمایل دارند که با ایجاد حاکمیت شرکتی مناسب و افشاهای با کیفیت، هزینه های نظارتی و سیاسی را کاهش دهند [13]. سرمایه گذاران نهادی که سهم زیادی در سهام شرکت را در مالکیت خود دارند می دانند که واگذاری سهامشان زمان بر، هزینه بر و مشکل است لذا سعی می کنند از طریق بهبود حاکمیت شرکت وضعیت آن شرکت را بهبود بخشند. زیرا شرکت هایی با حاکمیت شرکتی بهتر ارزش و عملکرد بهتری نیز دارند. [22, 13]

رابطه میان حاکمیت شرکتی مناسب و سهم سرمایه گذاران نهادی در یک شرکت یک رابطه دوسویه است. از یک طرف سرمایه گذاران نهادی در شرکت هایی با حاکمیت شرکتی مناسب سرمایه گذاری می کنند و از طرفی اگر این سرمایه گذاران در شرکتی سرمایه گذاری کنند سعی در بهبود حاکمیت آن می نمایند. لذا عموماً شرکت هایی با مالکیت بیشتر این سهامداران به عنوان شرکت هایی با حاکمیت شرکتی مناسب در نظر گرفته می شوند [27]. در چنین شرکت هایی انتظار می رود با وجود افشاهای با کیفیتی که حاصل حاکمیت شرکتی مناسب است، مکانیزم قیمت گذاری صحیح بوده و سرمایه گذاران نهادی آگاهانه تفاوت اجزای نقدی و تعهدی سود را دریابند [27]. در تحقیقات مربوط به ارقام تعهدی و در ارتباط با رابطه وزن دهی به ارقام تعهدی و سهم سرمایه گذاران نهادی، دیدگاه دیگری نیز مطرح است. طبق نظر برخی محققان کیفیت ارقام تعهدی با میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی رابطه مستقیم دارد. سهامداران نهادی که سهم زیادی از مالکیت شرکت را در اختیار داشته و به دلایل مشروحه بالا انگیزه های نظارتی بالایی نیز دارند، مدیریت را شدیداً نظارت می کنند. این نظارت سبب می شود که از دستکاریهای فرصت طلبانه سود و یا کم شدن کیفیت ارقام تعهدی جلوگیری به عمل آید. در واقع عوامل مختلفی بر کیفیت ارقام تعهدی اثر گذار هستند که حضور پررنگ سرمایه گذاران نهادی در یک شرکت سبب بروز این عوامل و نتیجتاً کیفیت بالای ارقام تعهدی خواهد شد. لذا فرضیه بعدی این گونه مطرح می شود که با توجه به این که حسابداری تعهدی معیار مناسبی از ارزیابی عملکرد شرکت است، در شرکت هایی که سهم سهامداران نهادی بیشتر است از تحریفات مدیریت روی این ارقام نیز جلوگیری می شود. بنابراین سرمایه گذاران نهادی وزن بیشتری به ارقام تعهدی که شناسایی آن ها تحت نظارت خودشان بوده است می دهند [27]. به علاوه از آن جایی که اغلب شرکت های بزرگ مورد توجه تحلیل گران و نشریات مالی هستند و سرمایه گذاران آن ها اطلاعات بیشتر و بهتری برای تصمیم گیری دارند، انتظار می رود که سرمایه گذاران آن ها تفاوت اجزای نقدی و تعهدی سود را دریافته و بتوانند میان این اجزا تمایز قایل شوند [11].

بعد از تصویب قانون ساربنز آکسلی در سال ۲۰۰۲، توجه تحقیقات دانشگاهی بسیار معطوف به کیفیت سود و ارقام تعهدی شد. رواج این گونه تحقیقات با کار اسلوان (۱۹۹۶) شروع شد. وی بررسی کرد که آیا قیمت های سهام با توجه به اطلاعات موجود در اجزای نقدی و تعهدی سود شکل گرفته اند و یا فقط حاصل مبادلات با توجه به رقم نهایی سود هستند. برای پایداری عملکرد سود نسبت حجم اجزای تعهدی و نقدی در نظر گرفته شد. بر اساس نتیجه تحقیق وی جزء تعهدی سود از جزء سود نقدی پایداری کمتری داشته و سطوح بالاتر ارقام تعهدی نشان دهنده کیفیت سود پایین تر است. این مطالعه نشان داد که سرمایه گذاران به اختلاف میان دو اجزای نقدی و تعهدی سود توجهی نکرده و صرفاً به کل رقم سود واکنش نشان می دهند. به عقیده اسلوان همیشه نمی توان از بهترین استراتژی و بهترین اطلاعات استفاده کرد و این احتمال وجود دارد که نتایج یافته شده نیز به دلیل هزینه بر بودن این اطلاعات و نه به دلیل بی توجهی سرمایه گذاران باشد. از نظر وی هرچه رابطه میان اجزای تعهدی و اجزای آن منفی تر باشد سرمایه گذاران ناآگاهانه تر عمل کرده اند [25].

دیچو و دیچو (2002) نقش ارقام تعهدی را در جهت اندازه گیری بهتر عملکرد شرکت ها در یک سری زمانی بررسی کردند. نتیجه تحقیق آن ها نشان داد که به دلیل آن که ارقام تعهدی نیازمند مفروضات و پیش بینی جریان های نقدی آتی است، کیفیت ارقام تعهدی و سود با افزایش در خطای پیش بینی مقدار ارقام تعهدی کاهش می یابد [9]. یکی از حوزه های مورد توجه در تحقیقات مربوط به ارقام تعهدی، رابطه کیفیت این ارقام با مالکیت شرکت بوده است. در سال ۱۹۹۹ این موضوع توسط آشیک و همکارانش بررسی شد. برای عملیاتی کردن میزان آگاهی سرمایه گذاران از دو متغیر به عنوان مقیاس مستقیم (درصد و تعداد سهامی که آخر سال در دست سرمایه گذاران نهادی است) و دو متغیر به عنوان معیار غیر مستقیم (اندازه و تعداد تحلیل گرانی که فعالیتهای این شرکت را دنبال می کردند) استفاده شد. محققان با استفاده از آزمون های رگرسیون، آزمون آماری t و آزمون ویلکاکسون دریافتند که توانایی ارقام تعهدی برای پیش بینی سودهای آتی نه تنها برای شرکت های بزرگتر و شرکت هایی که سرمایه گذاران نهادی بیشتری دارند کوچکتر نیست، بلکه بزرگتر نیز هست. به علاوه به این نتیجه رسیدند که توانایی ارقام تعهدی برای پیش بینی های سود آتی به قیمت سهام یا حجم معاملات هیچ وابستگی ندارد. نهایتاً در این تحقیق بیان شد که به نظر نویسندگان به نظر نمی رسد که توان پیش بینی کنندگی ارقام تعهدی برای بازده های آتی مربوط به عدم توانایی مشارکت کنندگان بازار در درک اطلاعات مربوط باشد [11,23].

مطالعات بوشی (۱۹۹۸) و ماتسوموتو (۲۰۰۲) نشان داد 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 بوشی و ماتسوموتو 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 [12,31]. نتایج تحقیقات بوشی (2008)، گاسپر و همکاران (۲۰۰۵)، چن و همکاران (۲۰۰۶) و لیو (۲۰۰۶) حاکی از این بود که سهامداران نهادی بلند مدت فقط بر اساس اخبار سود عمل نکرده بلکه به ارزش شرکت توجه می کنند. این سهامداران زمان و منابع بیشتری را صرف نظارت بر مدیر می نمایند. چون طبق تحقیقات قبلی ارقام تعهدی بی

کیفیت در بلند مدت سبب کاهش ارزش شرکت خواهد شد، لذا سهامداران نهادی بلند مدت از دستکاری مدیریت در این اقسام جلوگیری می کنند. [13, 14, 20, 29]

بارون و مگک لیک (2008) رفتار سرمایه گذاران در قیمت گذاری اجزای نقدی و تعهدی سود را بررسی کردند. با این تفاوت که بر خلاف تحقیقات قبلی ۳ جزء از سود را به طور جداگانه مورد بررسی قرار دادند: ۱) اجزای تعهدی سود که مستقل از اجزای نقدی هستند. ۲) اجزای نقدی که مستقل از اجزای تعهدی هستند. ۳) اجزای نقدی و تعهدی که به هم مرتبط هستند. نتیجه تحقیق این بود که سرمایه گذارانی که با تعاریف مذکور در آن تحقیق آگاه شده بودند و انتظار می رفت که به درستی تفاوت میان اقسام مختلف سود را دریابند، در قیمت گذاری اجزای نقدی و تعهدی مربوط به هم اشتباه کردند. البته اشتباه آنان از سایر سرمایه گذاران کمتر بود. به علاوه بر خلاف سایر سرمایه گذاران، سرمایه گذاران آگاه اجزای نقدی مستقل از اجزای تعهدی را درست قیمت گذاری کردند و این در حالی است که هیچ کدام از سرمایه گذاران در ارتباط با اجزای نقدی اشتباه نکرده بودند. [18,21]

در ایران نیز اقسام تعهدی سود در تحقیقات مورد توجه بوده است. ثقفی و کردستانی (1383) با بررسی 50 شرکت در بین سال های 70-81 از سه تعریف برای اندازه گیری کیفیت سود شرکت ها استفاده کردند: رابطه جریان نقدی عملیاتی و سود و اجزای سود، قابلیت پیش بینی سود و پایداری سودهای گزارش شده. آن ها بر مبنای تعریف اول نشان دادند که واکنش بازار به افزایش سود نقدی شرکت ها بر خلاف پیش بینی مثبت است. بر مبنای تعریف دوم از کیفیت سود واکنش بازار به کاهش سود نقدی شرکت ها مطابق با پیش بینی مثبت و بر مبنای تعریف سوم بازده غیر عادی (انباشته) سهام با افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیر منتظره افزایش (کاهش) می یابد [4].

نتایج تحقیق مشابهی و همکاران حاکی از این مطلب بود که که مدیریت هنگام کاهش وجوه نقد حاصل از عملیات که بیانگر عملکرد ضعیف واحد تجاری است، به منظور جبران این موضوع اقدام به افزایش سود از طریق افزایش اقسام تعهدی اختیاری می کند [6]. نتایج تحقیق نوروش و همکاران نشان داد که سطح بالای اقسام تعهدی باعث کاهش کیفیت سود اقسام تعهدی می شود. افزایش در میزان اقسام تعهدی مشکلات بیشتری را در زمان بندی و تطابق اقسام نقدی ایجاد می کند. بنابراین به رغم این که اقسام تعهدی تلاش در بهبود این امر می نمایند اما این منافع به قیمت خطای برآوردی است. بنابراین اقسام تعهدی بیشتر به معنای کیفیت و پایداری کمتر سود است [9]. کردستانی و رودنشین به این نتیجه رسیدند که اجزای نقدی سود حسابداری به ارزش شرکت مربوط تر بوده و این اقسام نسبت به اقسام تعهدی از سودمندی بیشتری برخوردارند [5]. نتایج تحقیقات میدوری در ارتباط با رابطه سهامداران نهادی با عملکرد شرکت حاکی از این است که در بازار اوراق بهادار تهران نیز سهامداران جزء و مالکیت خرد منجر به عملکرد بدتر میشود [8]. اما چگونگی وزن دهی بازار به اقسام تعهدی با توجه به سهم سهامداران نهادی و اندازه شرکت تا کنون بررسی نشده که موضوع مقاله حاضر است.

فرضیه های پژوهش

با توجه به این که اقسام تعهدی پایداری کمتری نسبت به اقسام نقدی داشته و اغلب مورد مدیریت و دستکاری مدیریت قرار می گیرد، انتظار می رود که در شرکت هایی که درصد بیشتری از سهامشان در دسترس سهامداران نهادی است و شرکت

های بزرگتر که بیشتر مورد توجه تحلیل گران قرار گرفته و به دلایل کسب مشروعیت افشای بیشتری می کنند، مکانیزم قیمت گذاری این ارقام درست باشد. لذا فرضیات مورد آزمون این تحقیق به شرح زیر است:

فرضیه اول: توانایی ارقام تعهدی برای پیش بینی بازده با اندازه شرکت رابطه معکوس دارد.

فرضیه دوم: توانایی ارقام تعهدی برای پیش بینی بازده با سهم سرمایه گذاران نهادی رابطه معکوس دارد.

روش تحقیق

این تحقیق از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر طبقه بندی بر حسب روش توصیفی است. با توجه به این که در این تحقیق از اطلاعات تاریخی شرکت ها استفاده شده است از نظر محیط پژوهش از نوع شبه آزمایشی می باشد. فرضیه تحقیق با استفاده از تحلیل رگرسیون، آزمون همبستگی، آزمون F و t در سطح اطمینان ۹۵ درصد آزمون شد. اطلاعات لازم برای تحقیق از صورت های مالی و یادداشتهای همراه شرکت ها و نرم افزار ره آورد نوین بدست آمده است. نرم افزار آماری مورد استفاده در این تحقیق نرم افزار SPSS می باشد.

جامعه آماری، نمونه و روش نمونه گیری و قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی تحقیق بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۱ است. جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آن ها ۱۲/۲۹ بوده، تغییر سال مالی نداشته باشند، تولیدی باشند، زیان ده نباشند و سهام آن ها حداقل ماهی یک معامله در بورس داشته باشد تشکیل می دهد. برای مشخص کردن تعداد نمونه در تحقیقات اغلب از فرمول $n = \left(\frac{Z_{\alpha/2} \delta_x}{\epsilon} \right)^2$ استفاده می شود. اما با توجه به اینکه در مطالعه حاضر واریانس جامعه مشخص نیست، این رویکرد قابل استفاده نمی باشد.

کاسم ایزدی (۱۳۷۱) بیان می کند که در اکثر جوامع معمولاً نمونه ای با حجم تقریبی ۵۰ واحد، توزیع نرمال دارد [۳]. لذا در این پژوهش در هر سال به طور تصادفی ۵۰ شرکت به عنوان نمونه در نظر گرفته شده و در مجموع ۲۵۰ سال/شرکت بررسی شد.

منطق به کار گرفته شده در تحقیق

محققان در تحقیقات خود نشان داده اند که تعدادی از متغیرها با بازده آتی سهام رابطه دارند. باسو (1997)، روتبرگ و همکارانش (1984) دریافته اند که مقیاس های نسبی از جمله نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت شاخص های خوبی برای پیش بینی بازده آتی هستند. این نظریات توسط تحقیقات فاما و فرنچ (1992, 1995) و لاکونیشوک و شیفر و ویشنی (1994) نیز تایید شد. تئوری مدرن پورتنفوی نیز یک رابطه میان ریسک سیستماتیک و بازده مورد انتظار را پیش بینی کرده است. این عوامل روی بازده آتی اثر می گذارند، بنابراین برای این که اثر ارقام تعهدی را روی

بازده آتی دریایم باید اثر عوامل مذکور را کنترل نمایم. در تحقیق حاضر این متغیرها کنترل شده و مدلی به کار گرفته شد که در تحقیقات مشابه از جمله تحقیق اسلون و آشیک و همکارانش استفاده شده است. سایر عوامل نیز از طریق این مدل کنترل می شوند. [11]

$$R_{t+1} = a_0 + a_1 \text{Accruals}_t + a_2 \text{Book / Mkt}_t + a_3 \text{Beta}_t + a_4 \text{EP}_t + e$$

که در این مدل:

Accrual/اقلام تعهدی

Book/Mkt نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام عادی

Beta : ضریب بتا

EP: معکوس سود هر سهم

با توجه به توضیحات فوق در مدل بالا متغیرهای بازده و اقلام تعهدی متغیرهای اصلی بوده و بتا، معکوس سود هر سهم و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار متغیرهای کنترلی هستند.

مسئله مورد بررسی چگونگی ارزیابی اقلام تعهدی با توجه به تعداد و درصد سهامداران نهادی و اندازه شرکت است. لذا در مورد هر یک از متغیرهای تعداد سرمایه گذاران نهادی، درصد سرمایه گذاران نهادی و اندازه شرکت نمونه ها را به ترتیب صعودی (از کمترین درصد تا بیشترین درصد) به چهار قسمت مساوی تقسیم نمودیم. پس از اینکه در هر قسمت همبستگی بازده و اقلام تعهدی را بدست آوردیم، این همبستگی را در چارکهای مختلف با هم مقایسه نمودیم. مقایسه همبستگی میان بازده و اقلام تعهدی در چارکهای مختلف، تاثیر اندازه شرکت و سهم سرمایه گذاران نهادی را در چگونگی ارزیابی این سرمایه گذاران از اقلام تعهدی نشان می دهد. نهایتاً از طریق آزمون t معناداری اختلاف وزن دهی به اقلام تعهدی میان چارکهای متفاوت بررسی شد تا اختلافاتی که معنادار نیستند نتیجه را به غلط تحت تاثیر قرار ندهند.

متغیرهای تحقیق

بازده سهام: بازده سهام در طی یک دوره در برگیرنده تمام مزایایی است که به صاحب سهام تعلق می گیرد. بازده شامل تفاوت قیمت سهام در ابتدا و پایان دوره، سود نقدی هر سهم و مزایای ناشی از افزایش سرمایه به صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی و یا سهام جایزه است. [1]

مالکیت نهادی: مالکیت موسسات سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی و سایر نهاد ها در یک شرکت را مالکیت نهادی گویند. این متغیر از طریق درصد و تعداد سهامی که آخر سال مالی تحت مالکیت این نهادهاست سنجیده می شود.

اقلام تعهدی: تفاوت میان سود عملیاتی و وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی است. لذا می توان اقلام تعهدی را به صورت زیر نوشت:

$$\text{Accruals} = \text{OI} - \text{CFO} \quad \text{رابطه (۱)}$$

سود عملیاتی از صورت سود و زیان شرکت ها و وجه نقد حاصل از عملیات از صورت گردش وجه نقد شرکت های مورد بررسی بدست آمده است [11].

اقلام نقدی: تفاوت میان سود عملیاتی و اقلام تعهدی است. لذا می توان اقلام نقدی را به صورت زیر نوشت:

$$\text{Cash Flow} = \text{OI} - \text{Accruals} \quad \text{رابطه (2)}$$

سود عملیاتی از صورت سود و زیان شرکتها بدست آمده و اقلام تعهدی از رابطه (۱) قابل محاسبه است.

اندازه شرکت: مطابق تحقیقات مشابه از جمله تحقیق آشیک و همکاران (۲۰۰۱)، اندازه شرکت از طریق ارزش بازار سهام عادی که آخر سال در دست سهامداران است اندازه گیری می شود.

ضریب بتا: شاخصی برای تعیین تغییرات قیمت سهام یک شرکت نسبت به شاخص قیمت کل بازار بوده و یکی از معیارهای مهم ریسک سیستماتیک است. این شاخص از نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است.

معکوس سود هر سهم: سود هر سهم از نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده و با معکوس کردن آن سود هر سهم بدست می آید.

بررسی پیش شرط های لازم برای استفاده از مدل رگرسیون

برای استفاده از رگرسیون خطی باید رابطه خطی میان متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود داشته باشد که از طریق جداول تحلیل واریانس قابل بررسی است. سطح اهمیت بدست آمده کمتر از ۵ درصد در این جدول نشانگر برقراری رابطه خطی است. در تمامی رگرسیون هایی که در ادامه می آیند این پیش شرط برقرار بوده که نشانگر وجود رابطه خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته است.

علاوه بر وجود رابطه خطی باید پیش شرط های زیر نیز برقرار باشند. شرایط مورد نیاز بدین شرح است:

۱- توزیع خطاها دارای توزیع نرمال باشد. این شرط با رسم نمودار خطاها و مقایسه آن با نمودار توزیع نرمال بررسی می شود که نتایج بیانگر نرمال بودن توزیع خطاها بود.

۲- بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد. این مسئله با استفاده از آزمون دورین- واتسون قابل بررسی است. چنانچه آماره آزمون دورین- واتسون در بازه ۱/۵ یا ۲/۵ قرار گیرد فرض صفر که عدم همبستگی بین خطاهاست پذیرفته شده و این پیش شرط برقرار است. با توجه به جداول ۳ و ۴ این پیش شرط وجود داشته است.

۳- متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد. این پیش شرط را با آزمون کولموگروف- اسمیرنوف بررسی می نمایم. با توجه به نتایج جدول ۱ از آن جایی که سطوح اهمیت بدست آمده بیشتر از پنج درصد است این پیش شرط نیز برقرار است.

۴- بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد (دارای هم خطی نباشد). نتایج آزمون هم خطی در جدول ۱ نشان داده شده است. با توجه به این که مقادیر ویژه نزدیک صفر و شاخص وضعیت بزرگتر از ۳۰ (علائم احتمال وجود هم خطی) میان نتایج وجود ندارد، این پیش شرط نیز وجود داشته است. [2]

جدول شماره ۱: بررسی پیش شرط های استفاده از رگرسیون

سال	آماره آزمون کولموگروف-اسمیرنوف	سطح اهمیت بدست آمده در آزمون کولموگروف-اسمیرنوف	مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
۸۱	1/472	0/123	2/405	1/000
۸۲	1/099	0/168	1/009	1/543
۸۳	1/456	0/097	0/887	1/647
۸۴	1/341	0/102	0/506	2/179
۸۵	0/798	0/742	0/193	3/531

با توجه به وجود تمام پیش شرط های لازم برای استفاده از رگرسیون خطی، امکان استفاده از این رگرسیون وجود دارد. پس از ارائه آمار توصیفی، نتایج رگرسیون های بدست آمده نشان داده شده است.

یافته های تحقیق

در جدول شماره (2) آماره های توصیفی تحقیق نشان داده شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

جدول شماره ۲: آمار توصیفی

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اقلام تعهدی	۲۵۰	43334370953	12254842152	8.44294x ¹⁰	-8216344000000	4238696000000

اقلام نقدی	۲۵۰	188778928410.01	18559594532	1.06682x ^{۱۰۰*}	-1034573000000	9092645000000
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام عادی	۲۵۰	0/28	0/15	0/29	-1/11	1/11
ضریب بتا	۲۵۰	0/63	0/42	4/27	-39/28	26/99
معکوس سود هر سهام	۲۵۰	0/14	0/14	0/184	-1/32	0/41
ارزش بازار سهام عادی	۲۵۰	900905659888	216660000000	2.31809x ^{۱۰۰*}	13580000000	18279000000000
درصد سهامداران نهادی	۲۵۰	0/34	0/39	0.825147	0	0/62
تعداد سهامداران نهادی	۲۵۰	267923887/18	14394176/50	1931311840	0	23783760000

اطلاعات نگاره (۱) نشان می دهد که در این تحقیق ۲۵۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفته که در آن درصد سهامداران نهادی از صفر تا ۶۲ درصد، تعداد سهامداران نهادی از صفر تا ۲۳۷۸۳۷۶۰ هزار سهام و ارزش بازار سهام عادی از ۱۳۵۸۰ میلیون تا ۱۸۲۷۹ میلیارد ریال در تغییر بوده است. میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین تمام متغیرهای تحقیق نیز در این جدول نشان داده شده است.

در ادامه نتایج حاصل از رگرسیون آورده شده است:

پروژه گاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

جدول شماره 3: اندازه شرکت (عملیاتی شده با ارزش بازار شرکت)

$$R_{t+1} = a_0 + a_1 \text{Accruals}_t + a_2 \text{Book / Mkt}_t + a_3 \text{Beta}_t + a_4 \text{EP}_t + e$$

اندازه شرکت	مقدار ثابت	ضریب اقلام تعهدی	ارزش دفتری/ارزش بازار	بتا	معکوس سود هر سهم	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین-واتسون
-------------	------------	---------------------	-----------------------	-----	---------------------	-------------------------	---------------

چارک اول	-6/413	-0/635	4/13	0/153	0/364	0/450	2/103
چارک دوم	0/977	-0/045	-0/078	-0/105	0/069	0/163	2/320
چارک سوم	-0/658	-0/123	0/122	-0/072	0/224	0/023	1/982
چارک چهارم	0/821	-0/002	0/027		0/197	0/019	1/919
تفاضل چارک چهارم با میانگین چارک اول و دوم و سوم		-0/383					
سطح اهمیت بدست آمده آزمون t		0/019					
تفاضل چارک چهارم و اول		-0/494					
سطح اهمیت بدست آمده آزمون t		0/002					

در تمام رگرسیون های بالا رابطه میان ارقام تعهدی و بازده منفی است (-0/635، -0/045، -0/123، -0/002). این نتیجه مطابق با تحقیق اسلون (۱۹۹۶) بوده و نشان می دهد که سطح ارقام تعهدی با بازده آتی سهام رابطه عکس دارد. در جدول بالا که متغیراندازه شرکت بررسی شده است با افزایش اندازه شرکت این ضرایب رو به کاهش می گذارد (0/635، 0/045، 0/123، 0/002). نتایج آزمون t برای بررسی معنادار بودن تفاوتها، نشانگر معنادار بودن این اختلافهاست زیرا که سطوح اهمیت بدست آمده (0/019 و 0/002) از پنج درصد کمتر هستند. [2]

جدول شماره 4: درصد سرمایه گذاران نهادی

$$R_{t+1} = a_0 + a_1 \text{Accruals}_t + a_2 \text{Book / Mkt}_t + a_3 \text{Beta}_t + a_4 \text{EP}_t + e$$

دوربین-واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	معکوس سود هر سهم	بتا	ارزش دفتری / ارزش بازار	ضریب ارقام تعهدی	مقدار ثابت	درصد سرمایه گذاران نهادی
1/575	0/042	0/087	0/206	-0/134	-0/016	۴۴۹/۱۴	چارک اول
1/709	0/442	0/3	-0/017	-0/248	-0/681	۵۷۱/۱۳	چارک دوم
1/828	0/081	0/504	-0/061	-0/361	-0/018	-7/203	چارک سوم
2/282	0/136	-0/165	-0/132	0/410	-0/023	15/235	چارک چهارم
					-0/184		تفاضل چارک چهارم با میانگین چارک اول و دوم و سوم
					0/276		سطح اهمیت بدست آمده آزمون t
					-0/115		تفاضل چارک چهارم و اول
					0/931		سطح اهمیت بدست آمده آزمون t

در رگرسیون های بالا نیز رابطه میان ارقام تعهدی و بازده منفی است اما با افزایش درصد سهامداران نهادی این ضرایب روندی را نشان نمی دهند (0/016، 0/681، 0/018، 0/023). نتایج آزمون t نیز نشان می دهد که تغییرات مشاهده شده معنادار نیست.

جدول شماره 5: تعداد سرمایه گذاران نهادی

$$R_{t+1} = a_0 + a_1 \text{Accruals}_t + a_2 \text{Book / Mkt}_t + a_3 \text{Beta}_t + a_4 \text{EP}_t + e$$

دوربین-واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	معکوس سود هر سهم	بتا	ارزش دفتری/ارزش بازار	ضریب ارقام تعهدی	مقدار ثابت	تعداد سرمایه گذاران نهادی
2/329	0/015	-0/128	-0/077	0/358	-0/037	8/802	چارک اول
2/322	0/062	0/289	-0/227	-0/416	-0/107	0/586	چارک دوم
2/907	0/024	0/237	0/051	-0/203	-0/032	-6/093	چارک سوم
2/220	0/428	0/083	-0/052	-0/079	-0/692	13/426	چارک چهارم
					-0/462		تفاضل چارک چهارم با میانگین چارک اول و دوم و سوم
					0/005		سطح اهمیت بدست آمده آزمون t
					-0/203		تفاضل چارک چهارم و اول
					0/234		سطح اهمیت بدست آمده آزمون t

هم چون موارد قبلی در تمام رگرسیون های جدول 5 نیز رابطه میان ارقام تعهدی و بازده منفی است که نشان می دهد که سطح ارقام تعهدی با بازده آتی سهام رابطه عکس دارد. مشاهده می شود که با افزایش تعداد سهامداران نهادی این ضرایب رو به افزایش می گذارند (0/037، 0/107، 0/032، 0/692) که نتایج آزمون t نشان می دهد که افزایش مشاهده شده معنادار نیست.

با توجه با نتایج جداول 3 و 4 و 5 و با توجه به کاهش وزن دهی به ارقام تعهدی با افزایش اندازه شرکت، معنادار بودن این تفاوت ها و عدم مشاهده تفاوت معنادار در مورد متغیر تعداد و درصد سهامداران نهادی فرضیه دوم تحقیق رد شده ولی فرضیه اول پذیرفته می شود.

نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیات نشان داد که در نمونه مورد بررسی توانایی ارقام تعهدی برای پیش بینی بازده مستقل از درصد و تعداد مالکیت سرمایه گذران نهادی بوده ولی به طور منفی با اندازه شرکت رابطه دارد. با توجه به نتیجه بدست آمده در شرکت های بزرگتر که عموماً مورد توجه تحلیلگران و نشریات مالی هستند و اغلب اطلاعات شفافی در ارتباط با آن ها وجود دارد، سرمایه گذاران تفاوت میان ارقام نقدی و تعهدی سود را دریافته و رفتار معاملاتی خود را با توجه به این تفاوتها تعدیل می نمایند. ولی نتایج آماری حاکی از این است که در شرکت هایی که درصد بیشتری از سهامشان در اختیار مالکیت نهادی است، حضور سهامداران نهادی سبب مکانیزم صحیح قیمت گذاری از دیدگاه ایجاد تمایز میان ارقام نقدی و تعهدی نشده است. این فرضیه که در شرکت هایی با مالکیت بیشتر سهامداران نهادی به دلیل نظارت بیشتر بر شناسایی ارقام تعهدی،

این سهامداران بر ارقام تعهدی که در مقایسه با ارقام نقدی معیار مناسب تری از ارزیابی عملکرد شرکت است، تکیه بیشتری می کنند نیز پذیرفته نشد.

این احتمال وجود دارد که رفتار ناآگاهانه سرمایه گذاران نهادی به این دلیل باشد که بیشتر سرمایه گذاران نهادی موقت بوده اند. مطالعات نشان می دهد که برای این گونه سهامداران سودآوری کوتاه مدت برای آن ها در درجه نخست اولویت قرار داشته است [31,12]. لذا برای تحقیقات آتی آزمون مجدد فرضیات این تحقیق با توجه به دائم و موقت بودن مالکیت سرمایه گذاران نهادی پیشنهاد می شود.

محدودیت های تحقیق

تحقیق حاضر نیز مانند همه تحقیق ها دارای محدودیت هایی بوده و نتیجه گیری ها با توجه به این محدودیت ها بوده است که به طور اجمال به این شرح می باشند:

- ارقام سود، چه سود عملیاتی و چه سایر ارقام، تنها عامل شکل دهنده تصمیم سرمایه گذاران نبوده و قطعا عوامل دیگری نیز می توانند در تصمیم گیری سرمایه گذاران اثر گذار باشند که این عوامل در این تحقیق ثابت فرض شده اند.
- نتایج بدست آمده در تحقیق حاضر در دوره زمانی مشخص ۱۳۸۵-۱۳۸۱، طبق نمونه مورد بررسی است. ممکن است با تغییر بازه زمانی نتایج تحقیق نیز تغییر کند.

پیشنادهای حاصل از نتیجه تحقیق

با توجه به یافته های تحقیق سرمایه گذاران نهادی توجه چندانی به تفاوت میان ارقام نقدی و تعهدی نداشته اند. این عدم توجه می تواند به این دلیل باشد که این سرمایه گذاران گزارشهای مالی را عمیقا مورد توجه قرار نمی دهند و احتمالا با افزایش درصد مالکیت، اطلاعات لازم را از منابعی غیر از گزارشات مالی بدست می آورند. بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری می تواند استفاده کنندگان این اطلاعات را افزایش داده و این فعالیت را هرچه بیشتر به هدف غایی خود نزدیک نماید. به علاوه آموزش سرمایه گذاران در مورد ارقام حسابداری به طور عام و درارتباط ارقام نقدی و تعهدی و تفاوت های میان این ارقام به طور خاص، ارزش این اطلاعات را هرچه بیشتر برای آن ها روشن خواهد نمود. این آموزشها می تواند از طرق مختلفی از جمله از طریق مقالات مالی که در نشریات پرخواننده منتشر می شوند انتقال یابند.

هم چنین می توان با الزامی نمودن افشای میزان ارقام نقدی و تعهدی سود، توجه سرمایه گذاران را هر چه بیشتر به این ارقام جلب نمود و تا حدی از تصمیماتی که صرفا بر اساس رقم نهایی سود اتخاذ می شوند جلوگیری کرد. گسترش روزافزون اطلاعات مالی و حسابداری تنها در صورتی می تواند سبب تخصیص بهینه منابع شود که این ارقام به درستی توسط استفاده کنندگان درک شده و به طور صحیح نیز مورد استفاده قرار گیرد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- با توجه به اینکه تحقیق حاضر برای دوره زمانی مشخصی انجام شده است، انجام این تحقیق در دوره های زمانی دیگر نیز پیشنهاد می گردد.
- در تحقیق حاضر به بررسی اقلام تعهدی و نقدی به طور عام پرداخته شد. پیشنهاد می شود در تحقیق دیگری اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری به تفکیک نیز مورد بررسی قرار گیرند.
- در تحقیق حاضر به بررسی واکنش سرمایه گذاران نهادی به اقلام تعهدی پرداخته شد. از آنجاییکه این احتمال وجود دارد که نادیده گرفتن وزن اقلام نقدی و تعهدی در نتیجه کوتاه مدت بودن سرمایه گذاران نهادی باشد، برای تحقیقات آتی بررسی مجدد فرضیات با توجه به کوتاه مدت و بلند مدت بودن این سرمایه گذاران پیشنهاد می شود.

منابع

- 1) ابراهیمی کردلر، علی، ایرج نوروش (۱۳۸۴) " بررسی رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد " . فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
- 2) آذر، عادل، منصور مومنی (۱۳۸۵). آمار و کاربرد آن در مدیریت، چاپ دهم. جلد دوم، انتشارات سمت.
- 3) ایزدی، کاظم (۱۳۷۱). روش تحقیق. انتشارات کیهان. چاپ دوم.
- 4) ثقفی، علی، غلامرضا کردستانی (۱۳۸۳). " بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی "، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱ شماره ۳۷ صص ۷۲-۵۱.
- 5) کردستانی، غلامرضا، حمید رودنشین (۱۳۸۵) " بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت " . فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۶۸-۴۵.
- 6) مشایخی، بیتا، ساسان مهرانی، کاوه مهرانی و غلامرضا کرمی (۱۳۸۴). " نقش اقلام تعهدی در مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهاداد تهران (با تاکید برنوع صنعت) "، تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۶۱-۷۴.
- 7) مومنی، منصور، علی فعال قیومی (۱۳۸۶)، تحلیل های آماری با استفاده از spss، چاپ اول. انتشارات کتاب نو.
- 8) میدری، احمد (۱۳۸۱)، "سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران" رساله دکتری، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- 9) نوروش، ایرج، امین ناظمی، مهدی حیدری (۱۳۸۵). " کیفیت اقلام تعهدی و سود با تاکید بر نقش خطای برآوردی اقلام تعهدی " . فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۱۶۰-۱۳۵.

- 10) Abarbanell, J. Lehavy, R. (2000), "Biased forecasts or biased earnings: The role of earnings management in explaining apparent optimism and inefficiency in analysts' earnings forecasts", working paper, University of North Carolina.
- 11) Ashiq Ali et al (2000). "Accruals and future stock returns: Test of naïve investor Hypothesis". **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Vol. 15, No 2, spring 2000.
- 12) Bushee, B. (1998) "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior". **The Accounting Review**. 73, 305-333.
- 13) Bushee, B., Carter, M., Gerakos, J. (2008). "Institutional investor preferences for corporate governance", mechanism", working paper, University of Pennsylvania, The Wharton School, Boston College, Carroll School of Management and University of Chicago, Graduate School of Business
- 14) Chen, X., J. Harford, and K. Li, (2005). "Monitoring: Which Institutions Matter?" Working paper, University of British Columbia.
- 15) Dechow, P. M. (1994) "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 18, No. 1, 3-42.
- 16) Deegan, C. (2004). **Financial accounting theory**. The McGraw-Hill, south-western.
- 17) Dechow, P., Francis, J., and Richard Zeckhauser, (1999) "Earnings management to exceed thresholds", **Journal of Business**. 72, 1-33, paper, University of North Carolina
- 18) Desai, H., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. (2004). "Value-Glamour and accrual Mispricing: One Anomaly or Two?", **The Accounting Review**. 79, 355-386.
- 19) Financial Accounting Standard Board (FASB), Statement of Accounting Concepts No. 6, Elements of Financial Statements, Paragraph 145, December 1985.
- 20) Gaspar, J.-M., M. Massa and P. Matos, (2005). "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control". **Journal of Financial Economics**. 76: 135-165.
- 21) Gerhard J Barone & Maglike. Matt (2008) "A re-Examination of the "effects of investor sophistication on the pricing of earning components", working paper, Gonzare university.
- 22) Gompers, P. A. & Ishiri, J. (2003) "Corporate governance and equity price". **Quarterly Journal of Economics**. 118(1), February 2003, 107-155
- 23) Hand, J. R. M. (1990). "A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis." **The Accounting .Review**. 65 (4):740-763.
- 24) Konan. C et al (2001) "Earning Quality and Stock returns: The Evidence from Accruals". working paper, University of Hong Kong, Emory University - Department of Finance, University of Illinois at Urbana-Champaign - Department of Finance and University of Illinois at Urbana-Champaign

- 25) Sloan, R.G. (1996) "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings." **The Accounting Review**. 71 (3): 289-316.
- 26) Sun, Y & Jun, M (2003). "Analysis of Accrual mispricing". Washington University
- 27) Laura, Y, Liu & Emma Y, Peng (2006), " Institutional Ownership Composition and Accruals Quality.". Working paper, California State University - Fullerton - Department of Finance and Fordham University.
- 28) Lev, B and D. Nissim (2004). "The persistence of the accruals anomaly", Working Paper, PP.1-37, ssrn.com.
- 29) Liu, Y. (2006). "Does Institutional Investor Composition Influence Managerial Myopia? The Case of Accounting Restatements." Working paper, University of Oregon.
- 30) Matsunaga, S.R. and C. W. Park, (2001). "The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus". **The Accounting Review**, Vol 76, No. 3, 313-332
- 31) Mastumoto, D., (2002). " Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises." **The Accounting Review**. 77: 483-514

