

پیشانی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۰۲

کد مقاله: ۴۳۰۴۳

افسانه رجبی دهنوی

چکیده

پیشانی سرمایه گذاران مستعد محدودیت‌های توجهی هستند. این محدودیت‌های توجهی دال بر این هستند که سرمایه گذاران قادر نیستند همزمان تمامی شرکت‌های خود را با یک شدت مورد نظارت قرار خواهد داد. از این رو امکان دارد سرمایه گذاران در نقاط معینی از زمان و برای برخی از شرکت‌ها خود تبدیل به پیشان سرمایه گذاران شده و نظارتی با شدت کمتر از حد بهینه ارائه خواهد شد. پیشانی سرمایه گذاران نهادی در نظارت و انضباط بخشیدن به مدیران نشان می‌دهند که مالکیت نهادی رابطه‌ای منفی با مدیریت سود واقعی خواهد داشت. سرمایه گذاران نیز با توجه به سطح سودآوری شرکت، تصمیم به نگهداری یا فروش سهام می‌گیرند. مسأله ای که در حال حاضر در بورس اوراق بهادار خودنمایی می‌کند، عدم شناخت صحیح عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران است. این عدم شناخت صحیح سبب می‌شود که کارایی بازار کاهش پیدا کند و منابع مالی به درستی تجهیز و تخصیص پیدا نکنند و در نهایت سبب اتلاف منابع در این بازار می‌گردد. بنابراین شناخت عوامل مذکور می‌تواند علاوه بر توسعه دانش مالی رفتاری در کشور به آشنا کردن سرمایه گذاران با تورش هایی که ناخواسته در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری خود با آنها مواجه هستند، کمک نماید. این مطالعه از نوع مطالعات کیفی تحلیل محتوا است و با توجه به روش اجرا مطالعه مرور نظام دار (سیستماتیک) تلقی می‌شود. نتایج مطالعات مختلف نشان می‌دهد بین مدیریت سود و پیشانی سرمایه گذاران ارتباط معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: پیشانی سرمایه گذاران، مدیریت سود، مطالعه مرور نظام دار.

مدیریت سود یک موضوع تحقیقاتی کلاسیک در زمینه‌ی حسابداری است. یکی از اطلاعات مهم مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها سود حسابداری است که به عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت تلقی می‌شود. اغلب تحلیلگران مالی در مدل‌های ارزش‌گذاری قیمت سهام و ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی از این رقم استفاده می‌کنند. (عبدالرحیمیان، ترابی، صادقی شریف و دارابی، ۱۳۹۷). پریشانی سرمایه‌گذاران مستعد محدودیت‌های توجهی هستند. این محدودیت‌های توجهی دال بر این هستند که سرمایه‌گذاران قادر نیستند همزمان تمامی شرکت‌های خود را با یک شدت مورد نظارت قرار خواهند داد (کمپف^۱ و همکاران، ۲۰۱۷؛ اشمیت^۲، ۲۰۱۸). از این رو امکان دارد سرمایه‌گذاران در نقاط معینی از زمان و برای برخی از شرکت‌ها خود تبدیل به پریشان سرمایه‌گذاران شده و نظارتی با شدت کمتر از حد پهنه ارائه خواهد شد. مطالعات قبلی که به بررسی نقشی که سرمایه‌گذاران در جلوگیری از مدیریت سود واقعی ایفا خواهد کرد. عموماً این مطلب را در نظر می‌گیرند که در سطح شرکت، شدت نظارت بستگی به سطح مالکیت نهادی دارد. در مقابل، اصلاح مهمی که در رویکرد ما صورت می‌گیرد لحاظ نمودن این امکان است که دو شرکت با سطح مالکیت نهادی یکسان می‌توانند بسته به اینکه سهامداران نهادی آن‌ها پریشان باشند یا خیر، سطح یکسانی از نظارت را نداشته باشند. برای اندازه‌گیری پریشانی سرمایه‌گذار، متغیر کمپف^۳ و همکارانش (۲۰۱۷) را تکرار می‌کنیم. مخصوصاً رویکرد آنان از یعنی بازده‌های مازاد به صنایع نامرتبط از طریق سهامداران نهادی شرکت استفاده می‌کند تا دوره‌هایی که احتمال دارد توجه سهامداران از شرکت دور شود را شناسایی می‌نماید.

پریشانی سرمایه‌گذاران نهادی در نظارت و انضباط بخشیدن به مدیران نشان می‌دهند که مالکیت نهادی رابطه‌ای منفی با مدیریت سود واقعی خواهد داشت (رویچودری^۴، ۲۰۰۶؛ گه^۵، ۲۰۰۷؛ خورانا^۶ و همکاران، ۲۰۱۷). از سوی دیگر، ادبیات گسترده‌ای وجود دارد که نشان می‌دهد مدیریت سود واقعی برای سهامداران زیان آور است، چرا که کیفیت افشای مالی^۷ را کاهش می‌دهد و هزینه سرمایه را بالا می‌برد و در نهایت ارزش بلندمدت شرکت را پایین آورده خواهد شد. (کوتاری^۸ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین وقتی سهامداران نهادی پریشان می‌شوند، مدیران با شرکت در مدیریت سود واقعی افزایشی به این تضعیف موقتی شدت نظارت و اکنش نشان خواهد داد.

دوماً کمپف و همکارانش (۲۰۱۷) نشان می‌دهند، هنگامی که پریشانی سرمایه‌گذار نهادی به بررسی مدیران فرصت طلب می‌پردازند (یعنی شرکت‌ها اکتساب‌های تخریب‌کننده ارزش بیشتری را انجام می‌دهند و مدیران نیز امتیازهای فرخنده بیشتری را دریافت می‌کنند). اشمیت (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که مدیران حرفه‌ای زمان پریشانی سرمایه‌گذار نهادی کمتر احتمال دارد که به خرید و فروش سهام بپردازند. چن^۹ و همکارانش (۲۰۱۹) و لیو^{۱۰} و همکارانش (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که پریشانی سرمایه‌گذار نهادی باعث می‌شود که مدیران کمتر در مسئولیت اجتماعی شرکت^{۱۱} سرمایه‌گذاری کنند و حاکمیت هیئت مدیره را تضعیف می‌کند. آبرامووا^{۱۲} و همکارانش (۲۰۲۰) و باسو^{۱۳} و همکارانش (۲۰۱۹) نشان می‌دهند که توجه سرمایه‌گذار نهادی روی انتخاب‌های افشاء‌گری شرکت‌ها اثر می‌گذارد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

عوامل بسیار زیادی بر قصد و تصمیم افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تأثیرگذار هستند که می‌توان این عوامل را به دو دسته عوامل بیرونی و درونی تقسیم بندی کرد. از جمله عوامل بیرونی می‌توان به عوامل اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و مواردی مانند میزان تبلیغات از سوی سازمان بورس و مسائل درون شرکتی اشاره کرد ولی از آنجا که تأثیر این عوامل از سوی تحلیل‌گران بارها مورد بحث و بررسی قرار گرفته است، لذا تأثیر عوامل درونی می‌تواند جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص دهد. دیدگاه‌های افراد، درجه ریسک‌پذیری، تجربه، تیپ رفتاری، ویژگی‌های شخصیتی (عوامل و عناصر شخصیتی نظیر هوش، خلق و خوی، نگرش یک فرد) و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران، فاکتورهای جمعیت‌شناسی از قبیل سن، جنسیت، سطح تحصیلات و ... به عنوان عوامل درونی در امر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دخیل می‌باشند (روغنی زاده، ۱۳۹۵). یکی از مهمترین عوامل درونی که تصمیمات و عملکرد سرمایه‌گذاری را متأثر می‌کند، ویژگی‌های شخصیتی و تیپ‌های رفتاری سرمایه‌گذاران است

1 Kempf
2 Schmidt
3 Kempf
4 Roychowdhury
5 Khurana
6 Financial disclosure
7 Kothari
8 Chen
9 Liu
10 Corporate social responsibility (CSR)
11 Abramova
12 Basu

(دوران^۱ و همکاران، ۲۰۰۶؛ ووتر^۲ و همکاران، ۲۰۰۷؛ توماس و راجندران^۳، ۲۰۱۲، به نقل از ابراهیمی لیفشگر، پاکیزه و رئیس فر، ۱۳۹۸). مطالعات روان شناسی نشان می‌دهد که شخصیت و رفتارهای انسان تعیین کننده کلیدی رفتار و عملکردش است (کانلین^۴ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین می‌تواند به توصیف تفاوت‌های بین افراد در ارتباط با مستعد بودن برای بروز سوگیری‌ها و در ارتباط با سبک و رفتار معاملاتی و متعاقب آن، عملکرد معاملاتی کمک کند (جمشیدی و قالیباف اصل، ۱۳۹۷). آمار و ارقام و بررسی سوابق سرمایه‌گذاران سهام، حتی در اقتصادهای توسعه یافته، بیانگر این است که اکثر آنها از دانش مالی و سرمایه‌گذاری لازم برخوردار نیستند و اغلب توانایی دسترسی به داده‌های مورد نیاز و تجزیه و تحلیل و بکارگیری اطلاعات مالی در تصمیمات خود را ندارند و مجموع مخاطرات موجود در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد را همواره با احتمال ضرر و زیان غیرمعمول مواجه می‌سازد که شبانی (۱۳۹۱) آنرا در پژوهش خود مطرح کرده است. اکثر نظریه‌های مالی اقتصادی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که با نظریه انسان اقتصادی عقلایی کاملاً منطبق است. سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمامی جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ می‌کنند. ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیر عقلایی می‌شود و نحوه تصمیم‌گیری آنها را تحت تاثیر قرار می‌دهد که ناشی از ناکارایی بازارهای مالی است، بنابراین نداشتن اطلاعات صحیح منجر به بروز خطاهای ادراکی می‌شود و میتوان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تاثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش میدهد، میزان انحراف از تصمیمات بلند مدت را نیز کاهش داد و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلند مدت خود کمک نمود (فرینو^۵ و همکاران، ۲۰۱۴). اعمال و رفتارهایی که از سرمایه‌گذاران سر می‌زند، در سازمان‌هایی که به فراخور نوع فعالیت‌هایشان با ارباب رجوع و سرمایه‌گذاران سروکار دارند. از اهمیت زیادی برخوردار است و به همان نسبت که رفتارهای مثبت و سازنده آنها می‌تواند به سازمان در رسیدن به اهدافش کمک کند، رفتارهای منفی و مخرب آنها نیز می‌تواند در کار سازمان اختلال ایجاد کند که این امر نشان از جایگاه انکارناپذیر مشتریان در عملکرد سازمان‌ها دارد. از این روست که مطالعه رفتارهای سرمایه‌گذاران مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است (خورشیدی، فدائی نژاد و شیروانی، ۱۳۹۸). در دیدگاه مالی سنتی، تاثیر عوام روانشناسی مدنظر قرار نمی‌گیرد اما نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده است که گرایش احساسی فردی و ساختار یافته سرمایه‌گذاران، تاثیر مهمی بر بازده سهام دارد (لیستون^۶، ۲۰۱۶). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آریترایز گران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر با معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لی^۷، ۲۰۱۰). در تصمیمات سرمایه‌گذاری، تحصیل بازده مناسب و قابل قبول، نقش کلیدی دارد و در علوم مالی، با توجه به عوامل مختلفی که احتمال می‌رود نقش و یا اثر جدی بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد، از مدل‌های مختلفی به منظور محاسبه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری استفاده شده است. یکی از تعاریف گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، حاشیه میزان خوش بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام است و از آنجا که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بردارنده ریسک و عدم اطمینان می‌باشد، تاثیر احساسات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران منطقی است، احساسات و عواطفی که در زمان تصمیم‌گیری وجود دارد، اغلب منجر به بروز رفتاری می‌شوند که متفاوت از رفتارهایی است که با سنجش هزینه و منافع بلندمدت فعالیت‌ها تعیین می‌شود یعنی افراد در عمل رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری‌های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند از خود بروز می‌دهند.

پرشانی سرمایه‌گذاران مستعد محدودیت‌های توجهی هستند. این محدودیت‌های توجهی دال بر این هستند که سرمایه‌گذاران قادر نیستند همزمان تمامی شرکت‌های خود را با یک شدت مورد نظارت قرار خواهد داد (کمپف و همکاران، ۲۰۱۷؛ اشمیت، ۲۰۱۸). از این رو امکان دارد سرمایه‌گذاران در نقاط معینی از زمان و برای برخی از شرکت‌ها خود تبدیل به پریشان سرمایه‌گذاران شده و نظارتی با شدت کمتر از حد بهینه ارائه خواهد شد. مطالعات قبلی که به بررسی نقشی که سرمایه‌گذاران در جلوگیری از مدیریت سود واقعی ایفا خواهد کرد. عموماً این مطلب را در نظر می‌گیرند که در سطح شرکت، شدت نظارت بستگی به سطح مالکیت نهادی دارد. در مقابل، اصلاح مهمی که در رویکرد ما صورت می‌گیرد لحاظ نمودن این امکان است که دو شرکت با سطح مالکیت نهادی یکسان می‌توانند بسته به اینکه سهامداران نهادی آن‌ها پریشان باشند یا خیر، سطح یکسانی از نظارت را نداشته باشند. برای اندازه‌گیری پریشانی سرمایه‌گذار، متغیر کمپف و همکارانش (۲۰۱۷) را تکرار می‌کنیم. مخصوصاً رویکرد آنان از یعنی بازده‌های مازاد به صنایع نامرتبط از طریق سهامداران نهادی شرکت استفاده می‌کند تا دوره‌هایی که احتمال دارد توجه سهامداران از شرکت دور شود را شناسایی می‌نماید. به طور خاص، رویکرد آنها از شوک‌های برون‌زا (به عنوان مثال، بازدهی شدید) به

1 Durand
2 Venter
3 Thomas and Rajendran
4 Conlin
5 Frino
6 Liston
7 Li

سهامداران نهادی یک شرکت خاص به صنایع غیر مرتبط استفاده می کند تا دوره هایی را مشخص کند که سهامداران به احتمال زیاد توجه را از شرکت دور می کنند.

هنگامی که سرمایه گذاران دچار پریشانی می شوند، ممکن است مدیران تمایل داشته باشند که اخبار بد بیشتری را افشا کنند تا به طور استراتژیک از پریشانی سهامداران استفاده کنند (به عنوان مثال، دیهان^۱ و همکاران (۲۰۱۵)؛ نیسنر^۲، ۲۰۱۵؛ سگال و سگال^۳ (۲۰۱۶)؛ کمپف و همکاران (۲۰۱۷) بیشتر نشان می دهد که مدیران پس از عملکرد ضعیف خود هنگام مواجهه با سطح بالاتری از سهامداران پریشانی، کمتر اخراج می شوند. مطابق با این دیدگاه، ما انتظار داریم که وقتی توجه سهامداران تغییر می کند، مدیران مشوق هایی برای این کار داشته باشند. در این راستا، پریشانی سرمایه گذاران نهادی می تواند با خطر سقوط قیمت سهام رابطه منفی داشته باشد (ایکساوران^۴ و همکاران، ۲۰۲۰). سود یکی از متغیرترین مفاهیم در دنیای تجارت است که شاید روزی فرا نرسد که بتوان از سود تعریفی ارائه نمود که مورد قبول همگان واقع شود. در میان تعاریف گوناگونی که تاکنون برای سود مطرح گردیده، تعریف ذیل یکی از جامع ترین آن هاست. سود عبارت است از تفاوت بین کل درآمد و کل هزینه یک بنگاه. اما باید بین سود اقتصادی و سود حسابداری تمایز قایل بود. منظور از سود حسابداری با سود بازرگانی تفاوت بین درآمد کسب شده و جمع ارقام هزینه های انجام شده و ثبت شده توسط بنگاه است، در تعریف سود اقتصادی گفته می شود سود اقتصادی عبارت است از سود حسابداری منهای هزینه های غیر صریح ناشی از نهادهایی است که توسط مالک در اختیار بنگاه قرار می گیرد و بکار گرفته می شود. منظور از هزینه های غیر صریح همان "هزینه فرصت از دست رفته است (سیف عسگری و مشبکی، ۱۳۹۸). مدیریت سود واقعی عبارتست از عملیاتی از ناحیه مدیریت که از عملیات عادی تجاری انحراف دارد و با هدف دستیابی به آستانه خاصی از اعداد حسابداری صورت می پذیرد (روی چادری^۵، ۲۰۱۰) به عبارت دیگر مدیریت سود بر اساس فعالیت های واقعی روشی است که مدیر برای رسیدن به سطح سود مورد نظر خود، تصمیمات واقعی اخذ می کند؛ به عنوان مثال به منظور افزایش سود، میزان هزینه تبلیغات را کاهش می دهد. ملاحظه می گردد که در این نوع مدیریت سود تغییرات ملموس اقتصادی در شرایط شرکت داده می شود. بنابراین نوع مدیریت سود منجر به هزینه های اقتصادی واقعی نیز برای شرکت می شود (سیف عسگری و مشبکی، ۱۳۹۸).

آقاجانی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان رابطه تیپ های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری با میانجی گری خودکارآمدی دریافتند که؛ پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش میانجی خودکارآمدی در رابطه تیپ های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. روش پژوهش توصیفی از نوع همبستگی بود. برای جمع آوری داده ها از پرسشنامه های تیپ رفتاری میشل ام. پامپیان (۲۰۱۲)، پرسش نامه خودکارآمدی شو آرزو جرسالم (۱۹۹۵) و پرسش نامه تصمیمات سرمایه گذاری محقق ساخته استفاده گردید. جامعه آماری شامل کلیه سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بود که از این بین براساس نمونه گیری در دسترس ۳۵۰ نفر انتخاب شدند. با توزیع ۳۵۰ پرسشنامه، تعداد ۳۲۰ پرسشنامه از بین نمونه آماری جمع آوری شد. برای تحلیل داده ها از روش مدلسازی معادلات ساختاری استفاده شد. پس از بررسی برازش مدل، نتایج نشان داد که تیپ های رفتاری تغییر گریز، انباشتگر، مستقل و دنباله رو تأثیر معناداری بر خودکارآمدی و تصمیمات سرمایه گذاران دارند و همچنین تأثیر خودکارآمدی بر تصمیمات سرمایه گذاران نیز تأیید شد و در نتیجه مشخص گردید که نقش میانجی خودکارآمدی در رابطه بین تیپ رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید است. بازیار و فهندری (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ویژگی های احساسی و رفتاری سرمایه گذاران بر تصمیم گیری - های عقلایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که؛ مالی رفتاری یک نظریه نسبتاً جدید است که در تلاش برای درک و شناخت ویژگی های روانشناختی انسان در بازارهای مالی است. ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه گذاران جهت توجیه رفتارشان در بازار سهام کافی نیست. وجود عوامل روانی بسیاری موجب می شود که افراد در تصمیم گیری های سرمایه گذاری خود به صورت کاملاً عقلایی عمل نکنند. در این تحقیق تأثیر برخی احساسات سرمایه گذاران و عوامل رفتاری شامل اطمینان بیش از حد، واکنش بیش از حد و کمتر از حد و رفتار توده وار بر تصمیمات سرمایه گذاران انفرادی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می دهد که احساسات اطمینان بیش از حد و واکنش بیش از حد و کمتر از حد بر تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر معناداری دارد. همچنین بین رفتار توده وار و تصمیمات سرمایه گذاری ارتباط معناداری یافت نشد.

الگساندر^۶ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی پیامدهای پریشانی سرمایه گذار نهادی برای مدیریت سود واقعی پرداخته است. رویکرد شناسایی متکی به یک معیار پریشانی سرمایه گذار نهادی سطح شرکتی است که از شوک های برون زای جالب توجه به بخش های نامرتبط با پرتفولیوهای سرمایه گذاران نهادی بهره برده است. روش پژوهش آرشویی که با استفاده از داده های مستخرج از صورت های مالی شرکت ها بوده است. جامعه آماری پژوهش شرکت های دارای سهامداران نهادی پریشان بیشتر در

1 DeHaan
 2 Niessner
 3 Segal and Segal
 4 Xiaoran
 5 Roychowdhury
 6 Alexandre

مدیریت سود واقعی مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود واقعی واقعی شرکت می‌کنند، از سال ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۷ می‌باشد. پژوهش‌های بیشتر نشان می‌دهند که رابطه میان پریشانی سرمایه‌گذار و مدیریت سود واقعی در شرکت‌های دارای پوشش ضعیف تحلیلگر و نظارت ضعیف هیئت مدیره، و همچنین در شرکت‌هایی که مدیریت سود واقعی افزایشی امکان تحقق اهداف سود و رسیدن به مقصد را برایشان فراهم می‌سازد، قوی‌تر است. در مجموع، نتایج ما حاکی از آن هستند که مدیران با شرکت در مدیریت سود واقعی، از تضعیف شدت نظارت ناشی از پریشانی سرمایه‌گذار منتفع می‌گردند. حتی با وجود سرمایه‌گذاران نهادی دارای توانایی‌های برتر در نظارت، توجه محدود می‌تواند باعث نظارت ناکافی اقدامات مدیریت سود واقعی گردد.

ایکساوران^۱ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان سرمایه‌گذاران سازمانی پریشان و سقوط قیمت سهام دریافتند که؛ رابطه معنی داری بین پریشانی سهامداران نهادی و خطر سقوط قیمت سهام وجود دارد. این تأثیر با نظارت ضعیف همراه است و هنگامی که حاکمیت شرکتی جایگزین ضعیف‌تر باشد و انگیزه مدیران برای ذخیره اطلاعات بد قوی‌تر شود، بیش‌تر می‌شود. مدیران هنگام پریشانی سرمایه‌گذاران نهادی، محافظه کاری حسابداری شرکت‌ها را کاهش می‌دهند، که نشان دهنده افزایش انگیزه برای ذخیره سازی اخبار بد است. به طور کلی، نتایج نقش نظارت مهم سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی را روشن می‌کند.

جدول (۱). خلاصه مقالات بررسی شده در حوزه مدیریت سود و پریشانی سرمایه‌گذاران

| نویسنده | سال پژوهش | موضوع | نتیجه‌گیری |
|--------------------|-----------|--|---|
| پاهان و همکاران | ۲۰۲۰ | احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام: شواهدی از بازار بورس ویتنام | رابطه منفی همزمان بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بازار وجود دارد |
| ژائو لی و همکاران | ۲۰۲۰ | پریشانی مالی، کنترل داخلی و مدیریت درآمد: شواهدی از چین | شرکت‌هایی که از نظر مالی دچار مشکل هستند تمایل دارند مدیریت سود تعهدی بیشتری و مدیریت سود واقعی کمتری انجام دهند. کنترل داخلی با محدود کردن مدیریت سود تعهدی و واقعی، اثر تعدیلی بر رابطه بین پریشانی مالی و مدیریت سود اعمال می‌کند. |
| پارک | ۲۰۱۸ | رابطه ادراک سرمایه‌گذاران با الگوهای مدیریت سود | اقلام تعهدی اختیاری با ادراک سرمایه‌گذاران رابطه منفی دارد؛ بنابراین، شرکت‌ها تمایل دارند از اقلام تعهدی برای افزایش سود در دوران شرایط بد اقتصادی و بدبینی بازار استفاده کنند |
| میشل | ۲۰۱۶ | اثرات اهرم و نقدینگی بر روی رفتار درآمد و مدیریت سرمایه در بانک‌های تجاری آمریکا | مقررات بیشتری باید برای نظارت تعیین شود که نشان می‌دهد بانک‌ها با درآمد کمتر از دخالت در امور مدیریت سود آنها توسط مقررات ممانعت می‌کنند. |
| عباسپور | ۱۳۹۸ | جداگانه و نیز تاثیر تعاملی کیفیت حسابرسی و حمایت از سرمایه‌گذار بر کیفیت سود | بیانگر پذیرش تاثیر کیفیت حسابرسی (با توجه به پنج مولفه) بر کیفیت سود میباشد. |
| بشیری منش و اورادی | ۱۳۹۸ | رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری | بین متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم با مدیریت سود حسابداری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. |
| معلمی | ۱۳۹۷ | بررسی الگوی تمایلات سرمایه‌گذار و پیش بینی خوش بینانه ی سود توسط مدیریت | بین مطالعه الگوی تمایلات سرمایه‌گذار و پیش بینی خوش بینانه سود توسط مدیریت رابطه مثبت وجود دارد. |

۳- هدف پژوهش

بررسی نقش مدیریت سود و پریشانی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در مطالعات و تحقیقات مختلف

۴- سوال پژوهش

نقش مدیریت سود و پریشانی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که در مطالعات و تحقیقات مختلف به آن اشاره کرده‌اند کدامند؟

۵- روش شناسی تحقیق

روش های تحقیق، در واقع ابزارهای دستیابی به واقعیت‌های موجود و پی بردن به روابط میان آنها مستلزم انتخاب روش تحقیق مناسب است. انتخاب روش تحقیق به عواملی مانند ماهیت موضوع تحقیق، اهداف تحقیق، دامنه موضوع تحقیق و امکانات اجرایی بستگی دارد. هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید، چه روشی را اتخاذ کند تا او را هرچه دقیق تر، آسان تر، سریعتر و ارزان تر در دستیابی به پاسخ با پاسخ هایی برای پرسش یا پرسش های تحقیق مورد نظر کمک کند. این مطالعه از نوع مطالعات کیفی تحلیل محتوا است و با توجه به روش اجرا مطالعه مرور نظام دار (سیستماتیک) تلقی می شود. برای جست و جوی اولیه، کلمات کلیدی شامل: مدیریت سود، پریشانی سرمایه گذاران و رفتار سرمایه گذاران در پایگاه های اطلاعاتی مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی (SID) و گوگل اسکالر (google scholar)، ساینس دایرکت (DirectScience)، الزویر (Elsevier) بود. در پایگاه های اطلاعاتی ذکر شده جهت جستجو از مدیریت سود، پریشانی سرمایه گذاران و رفتار سرمایه گذاران استفاده شد. مقالات مرتبط با این کلید واژه ها دانلود شده و موارد تکراری حذف شدند. پژوهش های مرتبط براساس عنوان و چکیده شناسایی شدند.

۶- یافته های پژوهش

کوهن و زاروین (۲۰۰۸ و ۲۰۰۹) در توضیح ارتباط مدیریت سود و رفتار سرمایه گذاران به الزامات علامت دهی مدیران، اشاره می کنند. الزامات علامت دهی، به این معنی است که مدیران برای جلوگیری از کشف مدیریت سود خود، الزاما باید بین سود گزارش شده و میزان سرمایه گذاری های شرکت، هماهنگی برقرار کنند. کادیا و فیلیپون (۲۰۰۹) در بیان این موضوع، اذعان می دارند که مدیران، هیچ اولویت مشخصی برای سرمایه گذاری ندارند، اما الزامات علامت دهی، آن -ها را مجبور می کند تا به صورتی هماهنگ، رفتار کنند. نکته ی اصلی آن است که در هر تعادل علامت دهی، سرمایه گذاری باید با سود گزارش شده، هماهنگ باشد. حتی اگر سایر تفاسیر ارائه شده در زمینه ی نچوهی تأثیر گذاری مدیریت سود بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها را مانند خوش بینی بیش از حد با توسعه طلبی مدیران در نظر بگیریم، ممکن است بر اساس آنها مدیران، تمایل اولیه ای برای سرمایه گذاری داشته باشند، اما این نیز یکی از الزامات مشابه هماهنگی است که آنها را به سمت دستکاری سود سوق می دهد. در هر صورت، دستکاری سود، یک شرط لازم برای رشد سرمایه گذاری است. علاوه بر این، نباید از علائم گمراه کننده ای که از سوی صورتهای مالی دستکاری شده به مدیران تصمیم گیرنده، مخابره می شود و منجر به اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری نادرست می شود، غافل بود. از سوی دیگر، این امکان نیز وجود دارد که مدیران از وضعیت واقعی شرکت که با مدیریت سود، کتمان شده، مطلع باشند و بخواهند با رویکرد ریسک پذیری بالا، عملکرد واقعی شرکت را در دوره های مالی بعد بهبود بخشند. با توجه به تأثیری که مدیریت واقعی سود در شکل گیری سرمایه گذاری ناکارای شرکتها دارد، چنانچه استفاده کنندگان صورتهای مالی به درک اعمال مدیریت سود رو به بالا (رو به پایین) از طریق دستکاری فعالیت های واقعی نایل شوند، باید نسبت به احتمال وقوع بیش (کم) سرمایه گذاری در شرکت مورد نظر، عنایت داشته باشند تا از این رهگذر به تصمیم های منطقی تر، رهنمون شوند. به بیان دیگر، سرمایه گذاران و اعتباردهندگان در زمینه ی تصمیم های مربوط به این که آیا منابع خود را در اختیار شرکت ها قرار دهند یا خیر و همچنین، این که چه مقدار منابع و تحت چه شرایطی این کار صورت گیرد، می توانند از نتایج این تحقیق بهره مند گردند (پورچیدری و همکاران، ۱۳۹۲). پارک (۲۰۱۸) رابطه ادراک سرمایه گذاران با الگوهای مدیریت سود را بررسی کرد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که اقلام تعهدی اختیاری با ادراک سرمایه گذاران رابطه منفی دارد؛ بنابراین، شرکت ها تمایل دارند از اقلام تعهدی برای افزایش سود در دوران شرایط بد اقتصادی و بدبینی بازار استفاده کنند؛ اگرچه ادراک سرمایه گذاران با فعالیت های واقعی، رابطه ای نداشت و مدیران تمایل کمتری به استفاده از دستکاری فعالیت واقعی در شرایط بد اقتصادی بود.

ادراک سرمایه گذاران از بازار، یکی از عوامل مرتبط با رفتار مدیریت سود مدیران است. چنانچه سرمایه گذاران، افراد منطقی باشند و اطلاعات در دسترس را پردازش کنند و ادراک آنها از تصمیمات منطقی آنها نشأت گرفته شده باشد، مدیران از مدیریت سود به منزله ابزاری برای سیگنال دهی هدایت قیمت سهم به ارزش واقعی آن سود می جویند. در چنین مواقعی، ادراک مثبت یا منفی بازار با انتشار اطلاعات مناسب از طریق مدیریت سود تعهدی با واقعی، تقویت با تضعیف می شود. در چنین شرایطی، مدیریت سود، ابزاری برای ارائه اطلاعات و هدایت بازار است. این درحالیست که اگر رفتار سرمایه گذاران از خطاهای شناختی رنج ببرد، مدیریت سود می تواند به منزله ابزاری برای هدایت با فریب سرمایه گذاران به کار رود. در این شرایط، سرمایه گذاران نمی توانند واکنش منطقی به اخبار سود نشان دهند و فرصت بروز رفتار منفعت طلبانه را فراهم می آورند. به این ترتیب، در هر دو حالت رفتار منطقی یا غیر منطقی، وضعیت ادراک سرمایه گذاران از بازار سرمایه، یکی از عوامل مرتبط با الگوی مدیریت سود برگزیده از سوی مدیر است. مدیر با فهم ادراک مثبت یا منفی سرمایه گذاران و شناخت روانشناسی بازار، الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی

با فعالیت های واقعی را به منظور هدایت ادراک آنها به کار می بندد. با توجه به اینکه ادراک مثبت سرمایه گذاران از شرایط کلان اقتصادی نیز اثر می پذیرد، مدیریت می تواند با کاربست الگوی مدیریت سود واقعی در مقایسه با الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی با سهولت بیشتری اخبار مثبت سود را در شرایط اقتصادی مشت تولید کند. این در حالیست که این موضوع در شرایط اقتصادی منفی برعکس می شود؛ به این معنی که تولید اخبار مثبت سود در شرایط منفی اقتصادی از طریق اقلام تعهدی در مقایسه با فعالیت های واقعی با سهولت بیشتری همراه است؛ به همین سبب، ادراک سرمایه گذاران به دو شیوه مستقیم و غیر مستقیم با الگوی مدیریت سود مرتبط است (ائنی اعشیری و همکاران، ۱۳۹۹). پاهان و همکاران به بررسی نقش انواع مختلف سرمایه گذاران در بازار سهام پرداختند زیرا انواع مختلف سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری سرمایه گذاری واکنش نشان می دهند و رفتار متفاوتی از خود نشان می دهند. نقش رفتار سرمایه گذار موضوع بسیار مهمی در بازار سهام نابالغ مانند بازار سهام است زیرا این بازار با تعداد زیادی سرمایه گذاران فردی و استاندارد گزارشگری پایین مشخص می شود. با این حال، سرمایه گذاران نهادی و خارجی به دلیل حضور گسترده و تخصص سرمایه گذاری قوی، نقش مؤثری را ایفا می کنند. واضح است که بررسی نقش رفتار سرمایه گذار و تأثیر آن بر بازار سهام موضوع مهمی در امور مالی است. مجموعه قابل توجهی از تحقیقات تجربی نشان داده است که رفتار سرمایه گذاران است. یک عامل اساسی برای توضیح قیمت سهام که نظریه مالی کلاسیک نمی تواند توضیح دهد. این تحقیق با بررسی رابطه بین رفتار سرمایه گذار و بازده سهام با استفاده از داده های بورس ویتنام به بررسی نقش رفتار سرمایه گذار در بازار سهام می پردازد (پاهان و همکاران، ۲۰۲۱).

ژائولی و لی دریافته اند که، شرکت هایی که سطح پریشانی مالی بالاتری دارند، تمایل به مدیریت سود تعهدی بیشتر و مدیریت سود واقعی کمتر دارند. پس از معاوضه با هزینه و ریسک نسبی، شرکت هایی که از نظر مالی دچار مشکل هستند، به طور جمعی تمایل به دستکاری بیشتر سود تعهدی و دستکاری کمتر سود واقعی را نشان می دهند. ما همچنین دریافته ایم که کنترل داخلی با سرکوب هر دو رفتار مدیریت سود تعهدی و واقعی در شرکت هایی که از نظر مالی دچار مشکل هستند، اثر تعدیلی بر رابطه بین درمادگی مالی و مدیریت سود اعمال می کند. (ژائولی و لی، ۲۰۲۰).

۷- نتیجه گیری

در رابطه با تأثیر رفتار سرمایه گذاران بر مدیریت سود انتظار بر آن بود تا مدیریت سود حسابداری نیز از رفتار سرمایه گذاران تأثیر پذیرد. به بیان دیگر حرکات کوتاه مدت و برانگیخته شده احساسات سرمایه گذاران، شرکت را به سمت انجام مدیریت سود حسابداری ترغیب می کند. نتایج مطالعات مختلف نشان دهنده ارتباط معنادار بین پریشانی سرمایه گذاران و مدیریت سود می باشد. لذا به سیاست گذاران بازار سرمایه توصیه می شود ساز و کارهای تشویقی مناسب برای بهبود شفافیت اطلاعاتی و کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد نمایند تا بروز چنین رفتارهایی کاهش یابد و اطمینان خاطر سرمایه گذاران برای فعالیت های مالی در بازار سرمایه افزایش یابد. امکان دارد سرمایه گذاران در نقاط معینی از زمان و برای برخی از شرکت ها خود تبدیل به پریشان سرمایه گذاران شده و نظارتی با شدت کمتر از حد بهینه ارائه خواهد شد. مطالعات قبلی که به بررسی نقشی که سرمایه گذاران در جلوگیری از مدیریت سود واقعی ایفا خواهد کرد. عموماً این مطلب را در نظر می گیرند که در سطح شرکت، شدت نظارت بستگی به سطح مالکیت نهادی دارد. در مقابل، اصلاح مهمی که در رویکرد ما صورت می گیرد لحاظ نمودن این امکان است که دو شرکت با سطح مالکیت نهادی یکسان می توانند بسته به اینکه سهامداران نهادی آن ها پریشان باشند یا خیر، سطح یکسانی از نظارت را نداشته باشند. هنگامی که سرمایه گذاران دچار پریشانی می شوند، ممکن است مدیران تمایل داشته باشند که اخبار بد بیشتری را افشا کنند تا به طور استراتژیک از پریشانی سهامداران استفاده کنند. مطالعات نشان می دهد که مدیران پس از عملکرد ضعیف خود هنگام مواجهه با سطح بالاتری از سهامداران پریشانی، کمتر اخراج می شوند. مطابق با این دیدگاه، ما انتظار داریم که وقتی توجه سهامداران تغییر می کند، مدیران مشوق هایی برای این کار داشته باشند. در این راستا، پریشانی سرمایه گذاران نهادی می تواند با خطر سقوط قیمت سهام رابطه منفی داشته باشد.

منابع

۱. ائنی عشریه، حمیده؛ اسدی، غلامحسین و تهرانی، احسان. (۱۳۹۹). رابطه الگوهای مدیریت سود با ادراک سرمایه گذاران، پژوهش های حسابداری مالی سال دوازدهم، شماره سوم، پیاپی (۴۵) صص: ۹۲-۵.
۲. آقاجانی، وحدت؛ پاک مرام، عسگر؛ عبدی، رسول و نریمانی، محمد. (۱۳۹۹). رابطه تیپ های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری با میانجی گری خودکارآمدی، فصلنامه پژوهش های نوین روانشناختی سال پانزدهم شماره ۹۰.

۳. بازاریار، افشار و نظری فهندری، علی (۱۳۹۹). بررسی تاثیر ویژگی‌های احساسی و رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری‌های عقلایی آنها در بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین همایش ملی مطالعات و تحقیقات نوین در حوزه علوم انسانی، مدیریت و کارآفرینی ایران، تهران، <https://civilica.com/doc/1028254>
۴. جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۰(۱)، ۷۵-۹۰.
۵. خورشیدی، غلامحسین؛ فدائی نژاد، محمد اسماعیل و شیروانی، سینا. (۱۳۹۸). تأثیر سواد تخصصی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران در سازمان‌های منتخب، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه مدیریت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۶. روغنی زاده، مرجان. (۱۳۹۵). عوامل، ویژگی‌های رفتاری و تیپ شخصیتی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، ۳، ۹۲-۱۰۳.
۷. سیف عسکری، سعید؛ مشکى، مهدى. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اهرم مالی بر مدیریت سودهای واقعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۸. عبدالرحیمیان، محمدحسین؛ ترابی، تقی؛ صادقی شریف، سیدجلال و دارابی، رویا (۱۳۹۷). آرایه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲۶، ۱۳۰-۱۱۳.
۹. عبدالرحیمیان، محمدحسین؛ ترابی، تقی؛ صادقی شریف، سیدجلال و دارابی، رویا (۱۳۹۷). آرایه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲۶، ۱۳۰-۱۱۳.
10. Abramova, I., Core, J.E., Sutherland, A., (2020). Institutional Investor Attention and Firm Disclosure. The Accountin
11. Alexandre Garel a , Jose M.(2021) Martin-Flores b, Arthur Petit-Romec c, Ayesha Scott d” Institutional investor distraction and earnings management” Journal of Corporate Finance 66 . 101801.
12. Basu, R.S., Pierce, S., Stephan, A.,(2019). The Effect of Investor Inattention on Voluntary Disclosure (Available at SSRN: 3071399).
13. Chen, W., Hribar, P., Melessa, S.,(2018). Incorrect inferences when using residuals as dependent variables. J. Account
14. Cohen, D. and Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offering. Journal of Accounting and Economics, 50, 2-19.
15. Conlin, A., Kyrolainen, P., Kaakinen, M., Jarvelin, M., Perttunen, J., & Svento, R. (2015). Personality traits and stock market participation. Journal of Empirical Finance, 33(2), 34-50.
16. Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O., (2017). Distracted shareholders and corporate actions. Rev. Financ. Stud. 30 (5), 1660–1695.
17. Khurana, I.K., Li, Y., Wang, W., (2017). The effects of hedge fund interventions on strategic firm behavior. Manag. Sci. 64 (9), 4094–4117.
18. Kothari, S., Mizik, N., Roychowdhury, S.,(2015). Managing for the moment: the role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. Account. Rev. 91 (2), 559–586.
19. Lee, C., Lee, C., Zeng, J. & Hsu, Y. (2017). Peer bank behavior, economic policy uncertainty, and leverage decision of financial institutions, Journal of Financial Stability, Vol. 30, pp. 79-91.
20. Liu, C., Low, A., Masulis, R.W., Zhang, L., (2020). Monitoring the monitor: distracted institutional investors and board governance. Rev. Financ. Stud. 33 (10),
21. Roychowdhury, S., (2006). Earnings management through real activities manipulation. J. Account. Econ. 42 (3), 335
22. Roychowdhury, S., Kothari, S. and Mizik, N. (2012). Managing for the moment: The role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation. Available at SSRN 1982826.
23. Schmidt, D., (2018). Distracted institutional investors. J. Financ. Quant. Anal. 1–39.