



## بررسی نقش تعدیلی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فایق احمدی<sup>۱</sup> - الهه گنجویی<sup>۲</sup>

### چکیده

در این پژوهش رابطه بین کیفیت حسابرسی و ارقام تعهدی اختیاری و نقش تعدیلی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر این رابطه مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور داده‌های مربوط به ۷۱ شرکت از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران که به روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه انتخاب شده بودند، در قلمرو زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ مورد مطالعه قرار گرفت. برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت حسابرسی از دو عامل اندازه و تخصص حسابرس در صنعت و برای سنجش ارقام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل شده جونز استفاده گردید. داده‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه با داده‌های تابلویی (پانل) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و نتایج نشان داد که شدت رابطه معکوس بین اندازه حسابرس و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های بیش ارزیابی شده کاهش یافته و حتی این رابطه به یک رابطه مستقیم تبدیل می‌گردد. از طرفی دیگر شدت رابطه معکوس بین تخصص حسابرس در صنعت و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های بیش ارزیابی شده نیز کاهش می‌یابد.

واژگان کلیدی: کیفیت حسابرسی، ارقام تعهدی اختیاری، بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام

<sup>۱</sup> استادیار گروه مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم ایران

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم ایران (نویسنده مسئول)

## مقدمه

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جدید، ناشی از ترغیب آن‌ها بر اساس اطلاعات نادرست و ... را داشته باشد. لذا سهامداران و اغلب ذینفعان همواره تلاش می‌نمایند که با به‌کارگیری ابزارهای مختلف از این اقدام احتمالی مدیران پیشگیری کرده و یا آن را تشخیص داده و اقدامات اصلاحی را انجام دهند. یکی از مهم‌ترین این اقدامات، اعمال نظارت‌ها و کنترل‌های بیرونی از جمله حسابرسی سالانه و ضمنی است که توسط حسابرسان مستقل انجام می‌شود و اعتقاد بر این است که حسابرسان بر اساس وظیفه ذاتی خود و با برخورداری از تخصص، تجربه، صلاحیت فنی و دانش کافی و همچنین استقلال رأی لازم می‌توانند علاوه بر بررسی فعالیت شرکت‌ها و اظهارنظر در مورد مطلوبیت ارائه صورت‌های مالی، در مورد احتمال خطرهای ممکن، به‌ویژه احتمال خطرهای مربوط به ویژگی‌های مدیریتی نیز گزارش دهند؛ که به نظر می‌رسد مدیریت سود نیز از جمله احتمال خطرهای حسابرسی مربوط به ویژگی‌های مدیریتی شرکت‌ها باشد. به نظر می‌رسد حصول نتایج مورد انتظار از حسابرسی نیز تابع کیفیت نظارت و حسابرسی باشد که توسط حسابرسان اعمال می‌گردد. پال ماروس ۱ (۱۹۸۶) کیفیت حسابرسی را برحسب میزان اعتبار دهی حسابرس تعریف می‌کند. وی معتقد است یکی از اهداف مهم حسابرسی اطمینان بخشی نسبت به صورت‌های مالی و عاری بودن آن از هرگونه تحریفی بااهمیت است. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که هرچقدر کیفیت حسابرسی بالاتر باشد، صورت‌های مالی قابلیت اعتماد بیشتری خواهد داشت.

نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که کیفیت حسابرسی باکیفیت ارقام تعهدی و کیفیت سود ارتباط مستقیمی دارد؛ یعنی با بهبود و تقویت عواملی از قبیل استقلال رأی، تخصص حسابرس در صنعت و اندازه موسسه حسابرسی می‌توان انتظار داشت کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت سود در شرکت‌های مورد رسیدگی

سودآوری یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و مهم‌ترین برگ خرید موردنظر ذینفعان، به‌ویژه سهامداران و مالکان است. سودآوری به‌عنوان مفهومی مهم و اساسی در ادبیات مالی و حسابداری از یک طرف می‌تواند تمامی تصمیمات مربوط به مدیریت واحدهای تجاری از جمله سیاست‌های تقسیم سود، برنامه‌ریزی‌های توسعه، مدیریت موجودی‌ها و از طرفی دیگر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سهامداران بالقوه و بالفعل و سایر ذینفعان را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌ها نیز سود شرکت به‌ویژه سود قبل از کسر بهره و مالیات (EBIT) است و مدیران اغلب علاقه‌مندند این معیار در حد مطلوبی باشد و معتقدند بالا بودن سود می‌تواند علاوه بر تأمین رضایت مالکان شرکت‌ها، منجر به ترغیب سهامداران بالقوه و اعتباردهندگان و در نتیجه آن کسب مزیت‌های مختلفی از جمله افزایش ارزش شرکت، امکان تأمین مالی مناسب‌تر و ارزان‌تر و حتی کسب پاداش بیشتر شود. وجود انگیزه‌های ذکر شده ممکن است شرایطی را ایجاد نماید که مدیران در سال‌هایی که بنا به هر دلیلی شرکت آن‌ها با کاهش سودآوری مواجه گردد و یا به اصلاح سود موردنظر آن‌ها تلاطم پیدا کند، اقدام به دست‌کاری آن به‌منظور گزارش سود موردنظر نمایند که به این موضوع بر اساس مبانی نظری حسابداری و مالی، مدیریت سود گفته می‌شود. این اقدام اغلب به‌وسیله ارقام تعهدی اختیاری انجام می‌شود و حتی ممکن است بر اساس تئوری نمایندگی، انگیزه‌های ناشی از منافع مدیران نیز در آن دخیل باشد.

دست‌کاری در ارقام تعهدی به‌ویژه ارقام تعهدی اختیاری و مدیریت سود، ممکن است پیامدهای منفی قابل‌توجهی از جمله افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش ریسک شرکت، وارد شدن زیان به

افزایش یابد. حال مسئله‌ای که مطرح می‌شود این است که آیا عوامل داخلی مانند چرخه عمر شرکت (محصول) یا بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام یا عوامل محیطی مانند شرایط رکود یا رونق اقتصادی می‌توانند این رابطه را تحت تأثیر قرار داده یا تعدیل کنند؟ بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی نقش تعدیلی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و کیفیت ارقام تعهدی اختیاری خواهد پرداخت، زیرا اعتقاد بر این است که در صورت بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام، مدیران تحت فشار بیشتری قرار می‌گیرند تا از طریق مدیریت سود به دنبال توجیه این افزایش ارزش باشند. در واقع می‌توان گفت، بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت واقعی سهام شرکتی از ارزش ذاتی آن بیشتر باشد. در این پژوهش از دو معیار اندازه حسابرس و تخصص حسابرس در صنعت به‌عنوان معیار کیفیت حسابرسی و از مدل تعدیل‌شده جونز به‌عنوان معیار اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی اختیاری استفاده خواهد شد. لذا در ادامه در بخش دوم این پژوهش، مبانی نظری تشریح خواهد شد. در بخش سوم پیشینه تحقیق شامل خلاصه‌ای از پژوهش‌های مرتبط انجام‌شده توسط سایر پژوهشگران ارائه خواهد شد. در بخش چهارم روش تحقیق که شامل جامعه و نمونه آماری، روش گردآوری داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل داده‌هاست بیان می‌شود. قسمت‌های پنجم و ششم پژوهش نیز شامل تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات و بحث و نتیجه‌گیری است.

### مبانی نظری

همان‌طور که گفته شد مهم‌ترین معیارهای ارزیابی کیفیت حسابرسی شامل استقلال حسابرس، تخصص حسابرس در صنعت و اندازه موسسه‌ی حسابرسی است و مدیریت سود نیز اغلب از طریق ارقام تعهدی اختیاری اعمال می‌شود. لذا بر پایه مطالعات انجام‌شده

انتظار می‌رود کیفیت حسابرسی بتواند منجر به کاهش مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری شود. بالسام (۲۰۰۳) معتقد است هر چه حسابرسی باکیفیت بیشتری انجام شود، مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری کاهش خواهد یافت. جنین و پیوت<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) نیز همین باور را دارند و مطرح می‌کنند، حسابرسی می‌تواند یکی از راه‌های جلوگیری و کاهش مدیریت سود باشد؛ زیرا اعتقاد بر این است، شرکت‌هایی که صورت‌های مالی حسابرسی شده ارائه کنند دارای محتوای اطلاعاتی و سود باکیفیت بیشتری هستند. ارقام تعهدی، وابسته به قضاوت‌های مدیران است و حسابرسی شرکت‌هایی که ارقام تعهدی بیشتری دارند، نیز دشوارتر است. حسابرسی باکیفیت بالاتر، با احتمال بیشتری عملکردهای حسابداری مورد تردید را کشف می‌کند؛ زیرا موسسه‌های حسابرسی باکیفیت، دارای تخصص، منابع و انگیزه‌های بیشتری برای کشف اشتباه و تقلب هستند. دیوایس، سو و ترامپیتتر<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) اعتقاد دارند بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود رابطه‌ی منفی بااهمیتی وجود دارد. تندلو و وانسترلین<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که کیفیت حسابرسی با میزان ارقام تعهدی غیرعادی رابطه‌ی منفی دارد. یافته‌های تحقیق هوگن و جیتر<sup>۵</sup> (۱۹۹۹) نشان داد، کیفیت حسابرسی هموارسازی سود را کاهش می‌دهد. ژائو و ایلدر<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) نیز بر این باورند شرکت‌هایی که توسط مؤسسات حسابرسی بزرگ (پنج موسسه‌ی بزرگ حسابرسی) رسیدگی شده‌اند دارای مدیریت سود کمتری هستند. بانستر و ویست<sup>۷</sup> (۲۰۰۱) نتیجه گرفتند کیفیت حسابرسی هموارسازی سود را محدود می‌کند.

حقوق صاحبان سهام، حق مالکانه مالکان یک شرکت نسبت به آن شرکت است و مبنای محاسبه ارزش شرکت و ارزش دفتری سهام است که به تبع آن ارزش بازاری سهام نیز تعیین می‌گردد. ارزیابی واقعی و صحیح حقوق صاحبان سهام موجب قیمت‌گذاری

شرکت‌های بیش ارزیابی شده از ریسک کمتری برخوردارند و از این رو کم بودن ریسک منجر به بازدهی کمتر می‌شود و یا اینکه به طوری غیرمنطقی، سرمایه‌گذاران تمایل دارند شرکت‌های رشدی را بیش ارزیابی نمایند، ممکن است شرکت‌ها دچار بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام شوند.

اگرچه رابطه معکوس بین کیفیت حساسی و مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری در بسیاری از پژوهش‌های تجربی محرز شده است ولی تحقیقات کمتری به نقش بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین کیفیت حساسی و مدیریت سود پرداخته‌اند. یکی از این تحقیقات، مربوط به هومز و همکاران (۲۰۱۳) است که معتقدند مدیران شرکت‌های بیش ارزیابی شده به این دلیل که تحت فشار مضاعفی از جانب سرمایه‌گذاران و سهامداران در راستای دستیابی به سود پیش‌بینی شده می‌باشند، سعی می‌نمایند حسابرسان را متقاعد سازند که اقدام صورت پذیرفته در محدوده استانداردها و رویه‌های حسابداری موجود به منظور بالاتر نشان دادن درآمدها می‌بایست از نظر آن‌ها هم توجه‌پذیر باشد. لذا به نظر می‌رسد تعاملات حاکم بر روابط صاحب‌کار و حسابرس در شرکت‌هایی که بیش ارزیابی سهام دارند منجر به گزارش بیشتر سود می‌شود.

#### پیشینه پژوهش

هومز و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر کیفیت حساسی بر بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های آمریکایی پرداختند. محققان با استفاده از نسبت قیمت به سهام و فن چارک آماری شرکت‌های بیش ارزیابی شده را مشخص نمودند. نتایج پژوهش محققان بیانگر آن بود که در شرکت‌های بیش ارزیابی شده، شدت رابطه معکوس بین اقلام تعهدی اختیاری و کیفیت حساسی کاهش می‌یابد.

منصفانه سهام در بازار و کسب بازده منطقی برای معامله‌گران سهام می‌شود. قیمت‌گذاری بیش‌ازحد یا کمتر از ارزش سهام می‌تواند منجر به تحمل زیان به یکی از طرفین معامله و در نهایت وارد شدن خسارت قابل توجه به شرکت به دلیل از بین رفتن اعتماد بازار به فرایند معامله سهام شرکت شود.

حقوق صاحبان سهام زمانی بیش‌ازاندازه برآورد می‌شود که قیمت سهام شرکتی بیش از ارزش ذاتی<sup>۸</sup> آن باشد؛ به عبارت دیگر، بیش برآوردی حقوق صاحبان سهام به این معنی است که شرکتی قادر به اجرای عملکرد، برای توجیه ارزش خود نیست. هر چه شرکت بیشتر ارزیابی شود، فشار سازش باهدف‌های غیرواقعی سود بیشتر می‌شود. اگرچه مدیران می‌توانند انتظارات بازار را (درباره اخباری خوب مانند سود) محدود کنند، اما انجام این کار به احتمال زیاد تأثیر منفی بر منافع کوتاه‌مدت مدیران و ارزش شرکت می‌گذارد (هومز و اسکانتز، ۲۰۱۰: ۶۰). فرضیه بیش ارزیابی بر مبنای این فرض است که مدیران از بیش ارزیابی آگاه هستند اما معلوم نیست که آیا خود مدیران می‌دانند که قیمت‌ها بیش‌ازاندازه بالا است یا سود «به‌طور اشتباهی» پایین است (هومز و اسکانتز، ۲۰۱۰: ۶۱). یکی از معیارهای سنجش بیش برآوردی استفاده از نسبت قیمت به درآمد<sup>۹</sup> (P/E) است. همان‌طور که بلک<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۰) بیان می‌کند هنگامی که نسبت قیمت به درآمد در مسیر معمولی نباشد<sup>۱۱</sup> باید فرض کرد که قیمت صحیح است و رقم درآمد نادرست (به‌عنوان یک راهنمای ارزش) است. قیمت‌ها نسبت به ارقام درآمد، برای راهنمایی ارزش شرکت قابل‌اعتمادتر هستند (هومز و اسکانتز، ۲۰۱۰: ۶۱). از دیرباز یکی از بی‌قاعدگی‌های مرسوم در فرضیه بازارهای سهام کارا، گرایش به بیش ارزیابی بوده است و سهام دارای نسبت قیمت به سود بالا در بلندمدت بازدهی کمتری داشته‌اند. منظر هومز و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند که شرکت‌ها به دلایلی از قبیل اینکه اعتقاد دارند،

مدیریت سود، چه درجهت کاهش و چه در جهت افزایش سود، بیشتر گردیده است.

در رابطه با وابستگی اقتصادی حسابرسان به صاحب‌کار، تحقیقی توسط هاشمی (۱۳۹۱) انجام گردید. بدین منظور تأثیر حسابرسی مالیاتی بر روی استقلال حسابرسان مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس نتایج این پژوهش، دریافت حق‌الزحمه حسابرسی مالیاتی تأثیری بر استقلال حسابرسان مستقل نداشته است.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین مدت تصدی حسابرسان و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. جامعه آماری این تحقیق شامل ۲۶۰ سال-شرکت طی دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بوده که با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین ارقام تعهدی اختیاری و دوره تصدی حسابرسان می‌باشد.

عزیز خانی و صفروندی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی چگونگی تأثیر طول دوره تصدی حسابرسان بر قابلیت پیش‌بینی سود حسابداری با تأکید بر میزان دقت (سطح خطا) سود پیش‌بینی‌شده مدیریت پرداختند. با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، در سال‌های اولیه دوره تصدی حسابرسان، میزان دقت سودهای پیش‌بینی‌شده مدیریت افزایش (خطای پیش‌بینی کمتر) و پس‌از آن کاهش (خطای پیش‌بینی افزایش) می‌یابد.

#### فرضیه‌های پژوهش

در راستای پاسخ به سؤالات پژوهش و با توجه به مطالب مطرح‌شده در بخش بیان موضوع تحقیق دو فرضیه به شرح زیر طراحی و ارائه شده است:

هومز و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی تحت عنوان ارقام تعهدی اختیاری و بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن‌ها اثبات کردند که انگیزه‌های مربوط به بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام، به‌منظور مدیریت سود بیش‌تر، مدیران را وادار به حمایت از ارزش‌گذاری‌های افراطی با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری می‌نماید. نتایج بررسی آن‌ها نشان داد که در سالی که مؤسسات بیش‌تر ارزش‌گذاری شده‌اند، ارقام تعهدی اختیاری بیش‌تری گزارش شده است.

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی رابطه بین ویژگی‌های کیفیت حسابرسان، اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق، دوره تصدی، اندازه موسسه حسابرسان و تخصص حسابرسان در صنعت به‌عنوان معیارهای کیفیت حسابرسان در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین اندازه موسسه حسابرسان، دوره تصدی حسابرسان و تخصص حسابرسان در صنعت با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

بولو و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر تغییر حسابرسان بر رتبه شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که تغییر حسابرسان مستقل تأثیری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها ندارد.

بزرگ اصل و شایسته‌اند (۱۳۹۰) رابطه بین مدت تصدی حسابرسان و مدیریت سود را در ۱۰۹ شرکت فعال در بهابازار اوراق بهادار تهران را با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین دوره تصدی حسابرسان و قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری رابطه مستقیم و معناداری برقرار است؛ اما بین مدت تصدی حسابرسان و ارقام تعهدی اختیاری رابطه معنی‌داری مشاهده نشد یعنی با افزایش مدت تصدی حسابرسان، احتمال

$$DAC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ACRL_{it} + \beta_2 Ln(ASSET)_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 OCF_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 BIGA_{it-1} + \beta_7 HV_{it-1} + \beta_8 BIGA * HV_{it-1} + \beta_9 INDUS_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۱)

در مدل فوق،

$DAC_{it}$ : بیانگر کیفیت ارقام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  در سال  $t$  هست که از طریق مدل تعدیل شده جونز و به شکل زیر محاسبه گردیده است.

$$TAC_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

$TAC_{it}$ : بیانگر کل ارقام تعهدی هست و از اختلاف بین سود قبل از ارقام غیرمترقبه و جریانهای نقدی عملیاتی به دست می آید.

$AT_{it-1}$ : جمع داراییها در سال  $t-1$  برای شرکت  $i$

$\Delta REV_{it}$ : تغییرات درآمد طی سال  $t-1$  تا  $t$  برای شرکت  $i$

$\Delta AR_{it}$ : تغییرات حسابهای دریافتی طی سال  $t-1$  تا  $t$  برای شرکت  $i$

$PPE_{it}$ : مبلغ ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات در سال  $t$  برای شرکت  $i$

$\varepsilon_{it}$ : مجموع خطای رگرسیون که بیانگر ارقام تعهدی اختیاری هست.

ادامه مدل اول:

$ACRL_{it}$ : متغیر کنترلی و بیانگر جمع کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  هست.

$Ln(ASSET)_{it}$ : متغیر کنترلی و بیانگر لگاریتم طبیعی مجموع داراییهای شرکت  $i$  در سال  $t$  هست.

$LEV_{it}$ : متغیر کنترلی و بیانگر اهرم مالی (مجموع بدهیها تقسیم بر مجموع داراییها) شرکت  $i$  در سال  $t$  هست.

$OCF_{it}$ : متغیر کنترلی و بیانگر جریانهای نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  هست.

$ROA_{it}$ : متغیر کنترلی و بیانگر نرخ بازده داراییها هست.

فرضیه اول: شدت ارتباط معکوس بین اندازه حسابرس و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت های بیش ارزیابی شده کاهش می یابد.

فرضیه دوم: شدت ارتباط معکوس بین تخصص حسابرس و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت های بیش ارزیابی شده کاهش می یابد.

### روش تحقیق

این تحقیق در حوزه تحقیقات علی پس رویدادی و اثباتی حسابداری قرار می گیرد که با استفاده از اطلاعات واقعی شرکتها انجام شده است و از نظر هدف کاربردی محسوب می شود. داده های مورد نیاز این تحقیق، با مطالعه صورت های مالی و یادداشت های پیوست و همچنین با استفاده از پایگاه داده ای تدبیر پرداز جمع آوری شده است. جهت آزمون فرضیه های تحقیق، ابتدا این داده ها با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده اکسل مرتب و طبقه بندی شده و سپس با استفاده از نرم افزار Eviews 7 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. مدل های مورد استفاده در این تحقیق نیز از نوع رگرسیون خطی چندگانه است.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۳۷ گروه صنعتی و طی قلمرو زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ بوده است که نمونه مورد مطالعه به روش حذف سامانمند و بر اساس ویژگی هایی از قبیل فعالیت در قلمرو زمانی مورد نظر، صنعتی بودن، دوره مالی مشابه و موجود بودن اطلاعات مورد نظر انتخاب گردید.

مدل مورد استفاده در این پژوهش، مدل رگرسیون خطی چندگانه به شرح زیر است:

جهت آزمون فرضیه اول از مدل شماره ۱ استفاده شده است:

$SPEC_{it-1}$ : بیانگر تخصص حسابرسان در صنعت در سال  $t-1$  هست و به صورت یک متغیر مجازی سنجیده می شود؛ که از طریق رویکرد سهم بازار<sup>۱۲</sup> محاسبه شده است.

سهم بازار حسابرسان به صورت زیر محاسبه می شود: مجموع دارایی های صاحب کاران در این صنعت تقسیم بر مجموع دارایی های تمام صاحبکاران یک مؤسسه حسابرسی خاص در یک صنعت خاص.

با پیروی از پالم رز (۱۹۸۶)، مؤسساتی در این تحقیق به عنوان متخصص صنعت در نظر گرفته می شوند که سهم بازار آنها (معادله فوق) بیش از  $1/2$  \* (شرکت های موجود در صنعت/۱) باشد.

$SPEC * HV_{it-1}$ : متغیر مستقل پژوهش هست که از تعامل (ضرب) بین متغیر تخصص حسابرسان در صنعت و متغیر سنجش بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام در سال  $t-1$  حاصل می شود.

در مدل های فوق در صورت وجود رابطه معکوس بین کیفیت حسابرسی و ارقام تعهدی اختیاری ضریب معیارهای سنجش کیفیت حسابرسی منفی خواهد بود. همچنین در صورتی که متغیر بیش ارزیابی سهام اثری تعدیلی بر این رابطه داشته باشد، شدت رابطه کاهش یا حتی ممکن است علامت ضریب متغیر تبدیلگر مثبت شود.

#### یافته ها

اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخص های توصیفی هست. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی هاست تا مقدمات تحلیل آماری فراهم شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار شود. شاخص های توصیفی مورد نظر شامل میانگین، انحراف معیار، مقدار حداقل و حداکثر در نگاره ۱ ارائه شده است.

$BIGA_{it-1}$ : متغیر مستقل پژوهش و در صورتی که در سال  $t-1$  شرکت مورد بررسی توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار گرفته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ منظور می شود.

$HV_{it-1}$ : متغیر مستقل پژوهشی و بیانگر بیش ارزیابی شدن شرکت در سال  $t-1$  هست و به صورت یک متغیر مجازی سنجیده می شود در این پژوهش به پیروی از هومز و همکاران (۲۰۱۳) ابتدا نسبت های P/E شرکت های نمونه بر حسب فن چارک آماری طبقه بندی شده و سپس برای شرکت هایی که P/E آنها بیشتر از عدد بالاترین چارک (چارک سوم) باشد، عدد یک منظور شده و برای سایر شرکت ها عدد صفر منظور می گردد. در واقع شرکت هایی که برای آنها عدد یک منظور می شود، شرکت های بیش ارزیابی شده می باشند.

$BIGA * HV_{it-1}$ : متغیر مستقل پژوهش هست که از تعامل (ضرب) بین متغیر اندازه حسابرسان و متغیر سنجش بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام در سال  $t-1$  حاصل می شود.

$INDUS$ : متغیر کنترلی و بیانگر نوع صنعت هست و در صورتی که شرکت مورد بررسی در صنعت پتروشیمی فعال باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای متغیر مذکور لحاظ خواهد شد.

$\varepsilon_{it}$ : جز اخلال مدل هست.

جهت آزمون فرضیه دوم از مدل شماره (۲) استفاده می شود:

$$DAC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ACRL_{it} + \beta_1 Ln(ASSET)_{it} + \beta_1 LEV_{it} + \beta_1 OCF_{it} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_1 SPEC_{it-1} + \beta_1 HV_{it-1} + \beta_1 SPEC * HV_{it-1} + \beta_1 INDUS_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۲)

که در این مدل، متغیرهای مورداستفاده شبیه مدل قبل می باشند به استثنای دو متغیر زیر:

جدول شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

علامت اختصاری	عنوان متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	۰/۰۶۲	۰/۰۷۱	۰/۲۱۱	۰
ACRL	اقلام تعهدی کل	۰/۰۱۳	۰/۰۰۷	۰/۲۳۱	-۰/۴۴
LNASSET	لگاریتم مجموع دارایی‌ها	۱۳/۸۱	۰/۸۴	۱۶/۵۴	۹/۵۱
OCF	جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۷۱	۰/۱۶	۰/۳۹	-۰/۶۹
ROA	نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۲۳	۰/۱۲	۰/۸۴	-۰/۳۱
BIGA	اندازه حسابرس	۰/۳۹	۰/۱۹	۱	۰
SPEC	تخصص حسابرس در صنعت	۰/۲۷	۰/۱۲	۱	۰
HV	بیش ارزیابی شدن شرکت	۰/۲۳	۰/۳۸	۱	۰
INDUS	نوع صنعت	۰/۱۶	۰/۲۹	۱	۰

تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که برتری استفاده از روش داده‌های پانل در برابر داده‌های Pool را نشان می‌دهد.

پس از تعیین اینکه می‌توان از داده‌های پانل استفاده کرد، می‌بایست بررسی شود که بین مدل اثرات ثابت یا تصادفی کدام یک انتخاب شود. بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود، نتایج حاصل از اجرای آزمون مذکور در جدول شماره ۳ آمده است.

همان‌گونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معناداری آماره  $\chi^2$  به دست آمده از آزمون هاسمن برای هر دو مدل کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده ارجح بودن استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌باشد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش بیانگر نکات ظریفی است. به‌عنوان مثال به‌طور میانگین ۳۹٪ از شرکت‌های موردبررسی توسط موسسه حسابرسی بزرگ یعنی سازمان حسابرسی موردحسابرسی قرار گرفته‌اند. همچنین به‌طور میانگین ۲۷٪ از شرکت‌های موردبررسی توسط مؤسساتی موردحسابرسی قرار گرفته‌اند که در صنعت مربوطه دارای تخصص بوده‌اند.

#### آزمون چاو و هاسمن

به‌منظور تعیین روش استفاده از داده‌های پانل یا پوول، از آزمون چاو استفاده گردید که نتایج آن در جدول شماره ۲ نشان داده شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده سطح معنی‌داری آماره F برای هر دو مدل

جدول شماره ۲: نتایج آزمون چاو مربوط به فرضیه‌های تحقیق

آزمون چاو	مقدار آماره F	P-Value	نتیجه	روش تأیید شده
فرضیه اول	۱۲/۴۵	۰/۰۰۰	رد $H_0$	روش داده‌های Panel
فرضیه دوم	۷/۱۹۹	۰/۰۰۰	رد $H_0$	روش داده‌های Panel

جدول شماره ۳: نتایج آزمون هاسمن مربوط به فرضیه‌های تحقیق

آزمون هاسمن	مقدار آماره $\chi^2$	P-Value	نتیجه	روش تأیید شده
فرضیه اول	۲۸/۱۹۸	۰/۰۰۰	رد $H_0$	روش اثرات ثابت
فرضیه دوم	۳۲/۴۲۱	۰/۰۰۰	رد $H_0$	روش اثرات ثابت



نتایج حاصل از برازش مدل اول پژوهش (آزمون فرضیه اول)

فرضیه اول تحقیق حاضر بیان می‌کند که بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها موجب کاهش رابطه معکوس بین اندازه موسسه حسابرسی به‌عنوان یکی از متغیرهای کیفیت حسابرسی و کیفیت ارقام تعهدی اختیاری به‌عنوان معیار مدیریت سود می‌شود. به‌منظور آزمون این ادعا از مدل رگرسیونی خطی چند متغیره استفاده شده است که نتایج آن در جدول شماره ۴ نشان داده شده است.

همچنین در این جدول سایر اطلاعات مدل از قبیل آماره F، آماره دوربین - واتسون، ضریب تعیین تعدیل شده و ضرایب نیز ارائه شده است.

همان‌گونه که در جدول شماره ۴ آمده است، آماره t و سطح معناداری مربوط به متغیر اندازه حسابرس (BIGA) به ترتیب برابر (-۵/۴۸۴) و (۰/۰۰۰) می‌باشد. از این رو می‌توان ادعا نمود که رابطه‌ای منفی و معنادار بین اندازه حسابرس و ارقام تعهدی اختیاری وجود دارد. این ادعا در سطح اطمینان ۹۹٪ نیز

معنی‌دار است و بیانگر آن است که هر آنچه کیفیت حسابرسی افزایش می‌یابد، مدیریت سود کاهش پیدا می‌کند. با این وجود در پژوهش حاضر به دنبال بررسی تأثیر بیش ارزیابی شدن شرکت بر رابطه مذکور هستیم. از این رو با مراجعه به متغیر تعاملی بین اندازه حسابرس و بیش ارزیابی شدن شرکت (BIGA\*HV) مشاهده می‌شود که آماره t و سطح معناداری مربوط به این متغیر به ترتیب برابر با (۱۵/۲۳۱) و (۰/۰۰۰) می‌باشد. آماره t حاصل از این متغیر دارای علامتی مثبت است و این امر بیانگر آن است که در شرکت‌های بیش ارزیابی شده رابطه معکوس بین اندازه حسابرس به‌عنوان معیاری از کیفیت حسابرسی و ارقام تعهدی اختیاری برقرار نبوده و حتی این رابطه تبدیل به یک رابطه مثبت و معنادار شده است. از این رو می‌توان به این نتیجه رسید که فرضیه اول پژوهش تأیید شده و ارتباط معکوس بین ارقام تعهدی اختیاری و اندازه حسابرس در شرکت‌های بیش ارزیابی شده کاهش می‌یابد. این نتیجه با نتایج تحقیق انجام شده به‌وسیله هومز و همکاران (۲۰۱۳) در تطابق می‌باشد.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون رگرسیون مربوط به فرضیه اول تحقیق

$$DAC_{it} = a_0 + a_1 ACRL_{it} + a_2 LNASSET_{it} + a_3 LEV_{it} + a_4 OCF_{it} + a_5 ROA_{it} + a_6 BIGA_{it-1} + a_7 HV_{it-1} + a_8 BIGA*HV_{it-1} + a_9 INDUS + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	۱۰/۹۲۴	۰/۲۷۴	۳۹/۷۴۱	۰/۰۰
ACRL	۰/۱۵۷۸	۰/۰۱۶	۹/۸۶۲۵	۰/۰۰
LNASSET	۰/۳۵۱۵	۰/۰۷۳۳	۴/۷۹۷	۰/۰۰
LEV	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۱۹	۰/۶۰۵۵	۰/۵۴۵
OCF	۰/۰۰۴۸	۰/۱۹۳۷	۰/۰۲۵	۰/۹۸
ROA	۰/۵۰۹۳	۰/۱۵۲۱	۳/۳۴۷	۰/۰۰
BIGA	-۰/۶۸۸۷	۰/۱۲۵۶	-۵/۴۸۴	۰/۰۰
HV	-۰/۲۱۲۷	۰/۱۳۵۴	-۱/۵۷۱	۰/۱۱۶۷
BIGA*HV	۵/۳۱۲	۰/۳۴۸	۱۵/۲۳۱	۰/۰۰
INDUS	۰/۱۰۳۶	۰/۰۶۳۶	۱/۶۲۹	۰/۱۰۳۷
آماره F	۱۸/۹۴۲		سطح معناداری	۰/۰۰۰
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۳۳۶		دوربین-واتسون	۱/۶۴

جدول شماره ۵: نتایج آزمون رگرسیون مربوط به فرضیه دوم تحقیق

$$DAC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ACRL_{it} + \alpha_2 LnASSET_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 OCF_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 SPEC_{it-1} + \alpha_7 HV_{it-1} + \alpha_8 SPEC*HV_{it-1} + \alpha_9 INDUS + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	۱۰/۹۲۴	۰/۲۷۴	۳۹/۷۴۱	۰/۰۰
ACRL	۰/۱۵۷۸	۰/۰۱۶	۹/۸۶۲۵	۰/۰۰
LNASSET	۰/۳۵۱۵	۰/۰۷۳۳	۴/۷۹۷	۰/۰۰
LEV	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۱۹	۰/۶۰۵۵	۰/۵۴۵
OCF	۰/۰۰۴۸	۰/۱۹۳۷	۰/۰۲۵	۰/۹۸
ROA	۰/۵۰۹۳	۰/۱۵۲۱	۳/۳۴۷	۰/۰۰
SPEC	-۱/۱۶	۰/۴۰۴	-۲/۸۷۲	۰/۰۰
HV	-۰/۲۱۲۷	۰/۱۳۵۴	-۱/۵۷۱	۰/۱۱۶۷
SPEC*HV	۰/۰۵۴۵	۰/۳۰۵۸	۰/۱۷۸۳	۰/۸۵۸۶
INDUS	۰/۱۰۳۶	۰/۰۶۳۶	۱/۶۲۹	۰/۱۰۳۷
آماره F	۱۵/۳۷۱		سطح معناداری	۰/۰۰۰
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۲۸۸		دوربین-واتسون	۱/۷۵

تعدیل گر، شدت رابطه معکوس بین تخصص حسابرس و اقلام تعهدی اختیاری را تعدیل نماید، باملاحظه مقدار آماره t و سطح معنی داری مربوط به متغیر (SPEC\*HV) مشاهده می شود که این دو به ترتیب برابر با (۰/۱۷۸) و (۰/۸۵۷) می باشد و بیانگر آن است که بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام نمی تواند شدت رابطه معکوس مشاهده شده بین تخصص حسابرس و اقلام تعهدی اختیاری را تعدیل کند.

#### بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به منظور بررسی نقش تعدیلی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری طراحی و اجرا گردید. بدین منظور ابتدا مبانی نظری پژوهش تهیه و تحقیقات انجام شده در این راستا مورد مطالعه قرار گرفتند. سپس داده های مورد نیاز از صورت های مالی و یادداشت های پیوستی آن و همچنین پایگاه های داده ای مربوط به بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردید و تعداد ۷۱ شرکت به روش نمونه گیری هدفمند

نتایج حاصل از برآزش مدل دوم پژوهش (فرضیه دوم) نقش تعدیلی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین تخصص حسابرس به عنوان یکی دیگر از معیارهای ارزیابی کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی اختیاری به عنوان معیار مدیریت سود، در مدل دوم پژوهش حاضر مورد آزمون قرار گرفته که نتایج آن در جدول شماره ۵ آمده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول فوق نشان می دهد که آماره t و سطح معناداری مربوط به متغیر تخصص حسابرس در صنعت (SPEC) به ترتیب برابر (۲/۸۷۲-) و (۰/۰۰۰) می باشد. از این رو می توان ادعا نمود که رابطه ای منفی و معنادار بین تخصص حسابرس در صنعت و اقلام تعهدی اختیاری وجود دارد؛ یعنی اینکه هر چه تخصص حسابرس به عنوان یکی دیگر از ملاک های ارزیابی کیفیت حسابرسی در حسابرسان ارتقاء یابد یا حسابرسان متخصص صنعت بکار گرفته شوند، مدیریت سود کاهش می یابد. این ادعا از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۹٪ نیز مورد تأیید قرار گرفته است؛ اما به منظور بررسی اینکه آیا بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام می تواند به عنوان یک

شرکت‌های مورد مطالعه، بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام داشته باشند یا خیر، از طریق چارک سوم نسبت P/E آن‌ها استفاده شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول این پژوهش نشان‌دهنده آن است که در شرکت‌های بیش ارزیابی شده، رابطه معکوس بین اندازه حسابرسی به‌عنوان معیاری از کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی تعدیل شده و حتی این رابطه تبدیل به یک رابطه مثبت و معنادار شده است. همچنین نتایج فرضیه دوم حاکی از وجود رابطه معکوس بین تخصص حسابرسی به‌عنوان معیار دیگری از ارزیابی کیفیت حسابرسی و کیفیت اقلام تعهدی به‌عنوان ملاک مدیریت سود است ولی بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد مطالعه نتوانسته است این رابطه معکوس را تعدیل نماید.

#### منابع

- Aflaton, A. & Nikbakht, L. (1389). "Application of econometrics in accounting, financial management and economy researches. Terme Publication.
- Azizkhani, M. & Safarvandi, A. (1391). "The effect of auditing duration on predicting earning errors". The Journal of Accounting and Auditing Review. Vol.3, 61-78.
- Balsam, S. Krishnan, J. Yang, J.S. (2003). "Auditor industry specialization and earnings quality". Auditing: A Journal of Practice and Theory 22-2, 71-97.
- Bannister and Wiest. (2001). "Earnings management and auditor conservatism: effects of SEC enforcement actions.
- Bolo, Q. Kaihan, M. & Godarzi, E. (1389). "Independent auditor changing and transparency information – Tehran stock exchange. The Journal of Accounting Knowledge. First year, 111-135.
- Bozorgasl, M. & Shayestemand, (1390). "The relationship between auditing earning management". Journal of Securities Exchange. Fourth year, no.13, 215-235.
- Carol Liu, Mohinder Parkash and Rajeeve Singhal (2010) "Earnings quality and auditor perceived auditor independence: Irrelevance of Nonaudit Services Time period" working paper, Louisiana state University
- Chi, W. and Huang, H. (2005) Discretionary accruals, audit firm tenure and audit-partner

(حذف سیستماتیک) انتخاب و برای دوره زمانی ۶ ساله (سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲) مورد مطالعه قرار گرفتند. این پژوهش بر اساس تفکیک کیفیت حسابرسی به دو معیار اندازه موسسه حسابرسی و تخصص حسابرسی در صنعت دارای دو فرضیه و مدل جداگانه بود که ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر و هاسمن نوع داده‌ها تشخیص داده شد و تعیین گردید که آزمون مورد نظر می‌بایست بر اساس داده‌های Panel با ویژگی اثرات ثابت انتخاب گردد. سپس هر یک از فرضیات بر اساس مدل‌های مربوطه به وسیله رگرسیون خطی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت.

نتایج پژوهش‌های مرتبط صورت گرفته توسط برخی از پژوهشگران از جمله، بکر و همکاران، ۱۹۹۸؛ فرانسیس و همکاران، ۱۹۹۹؛ بالسام و همکاران، ۲۰۰۳، حاکی از وجود رابطه‌ی معکوس بین کیفیت حسابرسی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری بود. به عبارتی دیگر، این پژوهشگران معتقدند که هر چه کیفیت حسابرسی ارتقاء یابد، مدیران و تصمیم‌گیرندگان شرکت کمتر اقدام به مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری می‌نمایند. هدف پژوهش حاضر علاوه بر مطالعه رابطه‌ی بین معیارهای ارزیابی کیفیت حسابرسی و کیفیت اقلام تعهدی، به منظور پاسخگویی به این سؤال که آیا بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام می‌تواند این رابطه احتمالی را تعدیل کند، انجام شد. بیش ارزیابی حقوق صاحبان سهام به‌عنوان یک متغیر تعدیل گر با این انگیزه انتخاب گردید که ممکن است در شرکت‌های بیش ارزیابی شده، مدیران به دلیل عدم توجه ارزش شرکت از طریق معیارهای ارزیابی عملکرد، اقدام به مدیریت سود نموده و در این راستا نظر حسابرسان را هم جلب یا تعدیل کرده باشند. به‌منظور اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی اختیاری از مدل جونز تعدیل شده جونز و برای سنجش کیفیت حسابرسی از دو معیار اندازه حسابرسی و تخصص حسابرسی استفاده شد. همچنین برای تعیین اینکه آیا

- tenure empirical evidence from Taiwan", Journal of contemporary Accounting and Economics, Vol.1no.1.pp.65-92.
- Davis, L.Soo,B. and Trompeler,G. (2000)."Auditor tenure, auditor independence and earning managment.Working paper, Boston College. Boston,MA.
- Davis, L.Soo,B. and Trompeler,G. (2008)."Auditor tenure and the ability to meet or beat earnings forecast".Working paper, Michigan Teeh University and Boston College.
- Janin and Piot. (2005). "Audit Quality and Earnings Management in France.
- Hashemi, S. (1391). The effect of tax auditing on independence of auditor. Ph.D. degree thesis. Allame Tabatabaie University.
- Kashanipour, M. Maraanjori, M. & Moshashaie, S. (1391). "The relationship between auditing duration and discretionary accruals". Empirical accounting researches. Second year, no,5. 113-126.
- Palmrose, Z.V.(1986), "Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence", Journal of Accounting Research 24, pp. 97-110.
- Tendeloo and Vanstraelen. (2005). "Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market".
- Zhou, J. and R. Elder. 2002. "Audit firm size, industry specialization, and earnings management by initial public offering firms.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> *Palmarose*
- <sup>2</sup> *Janin and Piot*
- <sup>3</sup> *Davis, Soo and Trompeter*
- <sup>4</sup> *Tendeloo and Vanstraelen*
- <sup>5</sup> *Hogan and Jeter*
- <sup>6</sup> *Zhou and Elder*
- <sup>7</sup> *Bannister and Wiest*
- <sup>8</sup> *Underlying*
- <sup>9</sup> *Price to Earning*
- <sup>10</sup> *Black*
- <sup>11</sup> *Out of Line*
- <sup>12</sup> *Market Share Approach*