

Research Article

The Relationship between Earnings Management Patterns with Investors' Sentiment

Hamideh Asnaashari *

Assistant Professor of Accounting, University of Shahid Beheshti, Tehran, Iran

Gholamhosein Asadi

Associate professor of accounting, shahid beheshti university

Ehsan Ghahraie

Master of Accounting, University of Shahid Beheshti, Tehran, Iran

Abstract

Today, the sentiment of investors from the economic perspective of companies becomes the center of attraction. Since earnings play a significant role in attracting investors' attention, managers are always motivated to manage it. Therefore, the way earnings management's incentives are affected by investors' sentiment and the mechanism through which earnings management pattern affects the investors' sentiment comes as an interesting issue. In this study, the relationship between earnings management patterns with investors' sentiment is investigated. Investors' sentiment is measured using factor analysis of the capital market's performance variables and earnings management measured by accruals and real earnings management models. The population of this study consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) and the sample is selected by imposing some restrictions on listed companies during the period of 2006 to 2017. The research hypotheses are tested using estimated generalized least squares (EGLS) method. The result shows that there is a negative relationship between accrual based earnings management and investors' sentiment. In other words, it seems that investors pay more attention to accruals when their sentiment of the market is negative which motivates managers to apply accrual based earnings management. However, there is a positive relationship between investors' sentiment and real earnings management. Thus, managers are encouraged to apply real earnings management when the investor's sentiment is positive; on the other words, investors rely more on the earnings are managed through real activities when their sentiment of the market is positive.

Keywords: Accrual Earnings Management, Real Earnings Management, Investor's Sentiment

*, h_asnaashari@sbu.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوازدهم، شماره سوم، پیاپی (۴۵)، پاییز ۱۳۹۹

تاریخ وصول: ۱۳۹۸/۰۹/۲۳

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۹/۰۷/۱۲، ۱۳۹۹/۰۳/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۷/۲۲

صص: ۴۵-۶۲

مقاله پژوهشی

رابطه الگوهای مدیریت سود با ادراک سرمایه‌گذاران

حمیده اثنی عشری^{۱*}، غلامحسین اسدی^{**}، احسان قهرائی^{***}

* استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی / دانشکده مدیریت و حسابداری / دانشگاه شهید بهشتی / تهران / ایران

h_asnaashari@sbu.ac.ir

** دانشیار گروه حسابداری و مدیریت مالی / دانشکده مدیریت و حسابداری / دانشگاه شهید بهشتی / تهران / ایران

h-assadi@sbu.ac.ir

*** کارشناسی ارشد حسابداری مالی / دانشکده مدیریت و حسابداری / دانشگاه شهید بهشتی / تهران / ایران

ghahraie.b.t@gmail.com

چکیده

امروز پدیده ادراک سرمایه‌گذاران از دورنمای اقتصادی شرکت‌ها در کانون توجه قرار گرفته است. این درحالیست که نقش سود خالص در تصمیمات سرمایه‌گذاران، همواره مدیران را به مدیریت سود ترغیب کرده است؛ به همین سبب، موضوع چگونگی اثرپذیری انگیزه‌های مدیریت سود از ادراک سرمایه‌گذاران و طریقه اثرگذاری الگوهای مدیریت بر ادراک سرمایه‌گذاران جلب توجه می‌کند. در این پژوهش، رابطه الگوهای مدیریت سود با ادراک سرمایه‌گذاران بررسی شد. ادراک سرمایه‌گذاران از طریق تحلیل عاملی متغیرهای عملکردی بازار سرمایه و الگوهای مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی و فعالیت‌های واقعی سنجیده شد. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری نیز با اعمال برخی محدودیت‌ها در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ انتخاب شد. فرضیه‌های پژوهش با روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمینی آزمون شدند. نتایج پژوهش نشان دادند کاربست الگوی مدیریت سود تعهدی با ادراک سرمایه‌گذاران از افق بازار سرمایه، رابطه معکوس دارد. به این ترتیب، به نظر می‌آید زمانی که ادراک سرمایه‌گذاران از بازار، منفی است، آنها در تصمیمات خود بیشتر به اقلام تعهدی توجه می‌کنند و همین امر مدیر را ترغیب می‌کند در شرایط ادراک منفی، مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی را به کار بندد. این درحالیست که مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی با ادراک سرمایه‌گذاران رابطه مستقیم دارد؛ بنابراین، در شرایط ادراک مثبت، توجه سرمایه‌گذاران به مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی بیشتر است.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود از طریق تعهدی، مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی، ادراک سرمایه‌گذاران.

مقدمه

رشد و توسعه در گرو جذب سرمایه و حفظ سرمایه‌گذاری‌های فعلی و استفاده از فرصت‌ها و پتانسیل‌های جدید سرمایه‌گذاری است. بنابراین، بسیاری از پژوهش‌ها در حوزه مالی بر محور بازار سرمایه می‌چرخند [۸]. سرمایه‌گذاران برای ورود سرمایه‌های خرد خود به بازارهای سرمایه نیازمند بررسی دو عامل اند؛ نخست آنکه اساساً بازارهای سرمایه را محلی مناسب برای سرمایه‌گذاری بدانند و نسبت بازده و ریسک آن را متعادل و متناسب بخوانند. دوم آنکه پس از ارزیابی مثبت نسبت به کل بازار بتوانند شرکتی را بیابند که متناسب با افق سرمایه‌گذاری آنان بازدهی معقول را نصیب آنها کند؛ به همین دلیل، گزارش‌های مالی و مدیریتی به عنوان منبع اطلاعاتی مهم، نقش انکارناپذیری در این تصمیم‌گیری‌ها دارند.

سود خالص، یکی از متغیرهای پایه‌ای و مهم در حسابداری است که اثر چشمگیری بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران دارد؛ به همین سبب، مدیران جایگاه ویژه‌ای برای آن قائل‌اند. سود خالص شاخصی است که کیفیت عملکرد مدیریت و شرکت را نمایندگی می‌کند. جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت‌های سهامی، این انگیزه را برای مدیران فراهم می‌آورد که سود را در راستای منافع خود مدیریت کنند. مدیریت سود لزوماً پدیده منفی نیست و می‌تواند گاه ابزاری در اختیار مدیر باشد تا سیگنال‌هایی از افق شرکت در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد و ارزش بازار شرکت را به ارزش واقعی آن نزدیک کند؛ اما چنانچه تضاد منافع حاصل از نمایندگی مدیران نظارت نشود، مدیریت سود می‌تواند مجرای برای انتقال منافع از سرمایه‌گذاران به مدیر به صورت ناکارآمد و منفعت‌طلبانه شود. حسابداری تعهدی حق انتخاب چشمگیری به مدیران در محاسبه

سود در دوره‌های زمانی متفاوت اعطا می‌کند. درواقع مدیران در این نوع از سیستم حسابداری، کنترل چشم‌گیری بر زمان تشخیص برخی اقلام هزینه از جمله هزینه‌های تبلیغات و مخارج تحقیق و توسعه دارند. همچنین مدیران در سیستم حسابداری تعهدی با گزینه‌های متفاوتی درباره زمان تشخیص درآمدها نیز روبه‌رو هستند. اینگونه عملکرد مدیران، در عبارتی ساده، مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی نامیده می‌شود [۲۶]. این نوع از مدیریت سود بر عملیات شرکت و جریان نقدی آن تأثیر مستقیم ندارد. مدیریت سود از طریق دیگری نیز اعمال می‌شود که مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی نامیده می‌شود. مدیران در این روش، فعالیت‌های عملیاتی شرکت را دستکاری می‌کنند. مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی بر جریان نقدی و ارزش شرکت تأثیر مستقیم دارد [۳۷].

همچنین، الگوی‌های پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران و فرایند ادراک آنها از بازار سرمایه و شرکت، همواره یکی از موضوعات بحث‌برانگیز در ادبیات نظری بوده است. در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می‌کنند؛ به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش می‌کنند و به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظارند. اگرچه در مالی رفتاری برخلاف مالی سنتی صحبت از رفتارهای غیر عقلایی سرمایه‌گذاران به میان آورده و فرض می‌شود قیمت سهام از تمایلات سرمایه‌گذار تأثیر می‌گیرد.

ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه، موضوعی است که در پژوهش‌های اخیر به آن توجه شده است. ادراک سرمایه‌گذاران را در ادبیات نظری درجه خوش‌بینی یا بدبینی آنها از افق سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تعریف می‌کنند. متغیرهایی مانند حجم معاملات سهام، تعداد عرضه‌های اولیه و بازده روز اول عرضه اولیه، میزان

سرمایه‌گذاران از بازار است؛ از این‌رو، پژوهش حاضر شواهد مناسبی از همبستگی الگوهای مدیریت سود و ادراک سرمایه‌گذاران فراهم آورد؛ اگرچه تفسیر این شواهد به استناد مبانی نظری ممکن است.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پشتوانه ادراک سرمایه‌گذاران، فرآیند پردازش اطلاعات و الگوهای مدیریت سود ارائه می‌شوند؛ سپس فرضیه‌های پژوهش ارائه و آزمون می‌شوند. در پایان نیز نتایج تفسیر و پیشنهادها کاربردی ارائه می‌شوند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با توجه به مدیریت سود واقع‌شده از طریق اقلام تعهدی و واقعی در سطح بازار که بیشتر با هدف مدیریت تصورات و انتظارات سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد و میزان ادراک سرمایه‌گذاران که موجب کنش‌های رفتاری نسبت به مدیریت سود می‌شود، بررسی این موضوع که درک سرمایه‌گذاران تا چه اندازه نسبت به مدیریت سود در سطح بازار وجود دارد، در این پژوهش بررسی می‌شود.

ادراک سرمایه‌گذاران

ادراک و احساسات سرمایه‌گذاران، اعتقاد به جریان‌های نقد آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری است [۱۱] که درجه‌ای از خوشبینی و بدبینی نسبت به سهام تعریف می‌شود [۳۳]. ادراک سرمایه‌گذاران می‌تواند متکی بر رفتار عقلایی باشد یا از احساسات و تمایلات غیرمنطقی و عقلایی او نشأت بگیرد که در ادامه به آن اشاره می‌شود.

ادراک سرمایه‌گذاران و اقتصاد مالی سستی

فاما (۱۹۹۵) در رساله دکتری خود نظریه بازار کارا را مطرح کرد. او مفهومی را گسترش داد که بر دانش مالی به‌شدت تأثیر گذاشت. فاما با بیان متقاعدکننده‌ای نشان

افزایش سرمایه شرکت و واکنش بازار به تقسیم سود می‌توانند به سنجش ادراک سرمایه‌گذاران از افق سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کمک کنند. بهبود روند متغیرهای عملکردی بازار سرمایه نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران، ادراک مثبتی درخصوص افق سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه دارند و برعکس. هدایت ادراک بازار از مجرای مدیریت سود، یکی از انگیزه‌های مدیران است. ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه از عوامل کلان اقتصادی و عوامل خاص شرکت تأثیر می‌گیرد؛ به همین دلیل، مدیران با گزارشگری مالی می‌توانند ادراک سرمایه‌گذاران مثبت یا منفی سرمایه‌گذاران متأثر شرایط کلان اقتصادی را در راستای تقویت رفتار منطقی یا احساسی، تقویت یا تضعیف کنند. با توجه به اینکه هزینه‌ها و منافع الگوهای مدیریت سود در شرایط مختلف اقتصادی متفاوت‌اند، ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه می‌تواند با گزینش الگوی مدیریت سود از سوی مدیران همبستگی داشته باشد و یکی از عواملی باشد که رفتار مدیریت را در انتخاب الگوهای مدیریت سود توضیح می‌دهد [۳۳].

به همین سبب، مسئله مبهم این است که الگوهای مدیریت سود به کار گرفته شده شرکت‌ها چگونه با ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه ارتباط دارند؛ اگرچه این ادراک می‌تواند مثبت یا منفی باشد؛ زیرا برای ادراک، وابسته به انگیزه‌های مدیریت سود و الگوهای پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران است.

محققان به ادراک سرمایه‌گذاران در ادبیات حسابداری ایران کمتر توجه داشته‌اند و پژوهش‌های اندکی در این حوزه انجام شده‌اند که از روش‌های کیفی بهره گرفته‌اند؛ به همین سبب، یکی از جنبه‌های نوآوری پژوهش حاضر، سنجش ادراک سرمایه‌گذاران با بهره‌مندی از متغیرهای عملکردی بازار و بررسی رفتار مدیر در انتخاب الگوی مدیریت سود با توجه به ادراک

داد در بازاری که جمع زیادی از معامله‌گران آگاه در آن فعالیت می‌کنند، اوراق بهادار به نحو مناسبی قیمت‌گذاری می‌شود و همه اطلاعات موجود را منعکس می‌کند [۴]. بعدها فرضیه بازار کارایی فاما با سه نوع کارایی اطلاعاتی با عنوان شکل ضعیف، نیمه‌قوی و قوی پیگیری و تعمیم یافت. اگرچه ریشه‌های دقیق این سه شکل نظریه به‌طور صریح شناسایی‌شدنی نیست، می‌توان ادعا کرد شکل ضعیف نشان‌دهنده گشت تصادفی است و هیچ‌کس نمی‌تواند از پیگیری تغییرات قیمت‌ها بازدهی غیرمعمول به دست آورد. بدین ترتیب، تحلیل تکنیکی در بازار سودمند نخواهد بود؛ از این‌رو تحلیل پدیده‌هایی همانند برگشت قیمتی و شتاب وجود ندارد [۵]. شکل نیمه‌قوی نشان می‌دهد تمام اطلاعات در دسترس (عمومی) به‌طور کامل در قیمت‌های جاری اوراق بهادار منعکس شده‌اند؛ بنابراین، تحلیل بنیادی ارزشی ندارد و در شکل قوی نیز گفته می‌شود که همه اطلاعات (آنچه که وجود دارد) به‌طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده‌اند و بنابراین، اطلاعات محرمانه دارای ارزش نیست. به عبارت دیگر، اصولاً اطلاعات محرمانه‌ای به معنای واقعی وجود ندارد [۴]. به این ترتیب، با فرض کارایی بازار سرمایه، ادراک سرمایه‌گذاران از بازار با واقعیت‌های اقتصادی منطبق است و هیچ‌کس توان فریب سرمایه‌گذاران و انحراف ادراک صحیح آنها را نخواهد داشت.

ادراک سرمایه‌گذاران و اقتصادی مالی رفتاری

نظریه‌های مختلفی به‌منظور توصیف رفتار غیرمنطقی و ادراک احساسی سرمایه‌گذاران ارائه شده‌اند:

نظریه چشم‌انداز: مطابق این نظریه، تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران مقعر نیست و تابع مطلوبیت در تمامی نقاط ثروت با افزایش ریسک کاهش نمی‌یابد [۲۹]. بر اساس این، شیب تابع مطلوبیت ثروت در بازه‌ای از

ثروت در حال افزایش و در بازه‌ای دیگری از ثروت در حال کاهش است. تغییر جهت شیب تابع مطلوبیت نقطه عطف نامیده می‌شود. نقطه عطف برای هر فردی متفاوت است و بستگی به این دارد که چه مقدار ثروت، مدنظرش باشد. به این ترتیب افراد در ثروت‌های بیشتر ریسک‌گریز و در ثروت‌های کمتر ریسک‌پذیرند [۳۲]. براساس نظریه چشم‌انداز، سرمایه‌گذاران رفتارهای غیرعقلایی به شرح زیر را بروز می‌دهند:

۱- حساب انگاری: تمایل افراد به کدگذاری طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آنها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی است [۴]. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران تمایل دارند با هر عنصر پرتفوی سرمایه‌گذاری خود، به‌طور مجزا و نه یک کل برخورد کنند؛ بنابراین، کواریانس بین حساب‌ها نادیده گرفته می‌شود و این امر به اخذ تصمیمات غیر بهینه منجر می‌شود [۱۶].

۲- پشیمان‌گریزی: به این معنی که سرمایه‌گذاران به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری زیان دیده خود تا مدت‌ها وفادار باقی بمانند تا از این طریق از قبول اشتباه و تحقق زیان پرهیز کنند؛ بنابراین، از وارد شدن به بازارهای مالی که به‌تازگی در آنها زیان‌هایی به وقوع پیوسته است، بی‌اندازه بیمناک‌اند [۴].

۳- کوتاه‌نگری: این سوگیری افراد را بر می‌انگیزاند تا به جای اینکه برای فردا پس‌انداز کنند، امروز خرج کنند [۴].

۴- زیان‌گریزی: افراد موقعیت‌های زیان‌ده را حفظ و در فروش سرمایه‌گذاری‌های موفقیت‌آمیز خود تعجیل می‌کنند [۴].

مدل‌های روانشناسی شناختی: در این رویکرد از پژوهش‌های روانشناسی شناختی برای تشریح سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بهره گرفته می‌شود [۵].

زیرا ارزش شرکت و ثروت مدیران و مالکان آن به شکل انکارناپذیری با سودهای گزارش شده مرتبط است [۲۹].

انگیزه ناشی از طرح‌های پاداش: در بیشتر قراردادهای پاداش مدیران، موفقیت آنها با برخی اقسام حسابداری نظیر فروش و سود سنجیده می‌شود [۲۳].

انگیزه ناشی از سفته‌بازی در بازار سرمایه: استفاده گسترده سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیل گران مالی از اطلاعات حسابداری به منظور تعیین ارزش سهام موجب می‌شود مدیران با دستکاری سود، بر قیمت سهام بنگاه اقتصادی خود در کوتاه مدت تأثیر بگذارند و بهینه کنند [۲۱].

انگیزه‌های ناشی از عرضه اولیه یا عمده سهام: شرکت‌هایی که قصد عرضه اولیه یا عمده سهام دارند، با تغییر و تعدیل اقسام تعهدی اختیاری در دوره قبل از عرضه سهام و نیز استفاده از روش‌های مناسب حسابداری، سود را بیش از میزان واقعی و به صورت متورم نشان می‌دهند تا سهام به قیمت از قبل تعیین شده و در سطح بالا به فروش برسد و مدیران به اهداف خاص خود دست یابند [۱].

انگیزه‌های مالیاتی: این انگیزه برای شرکت‌های ایرانی وجود دارد که در راستای حداقل کردن خروج نقدینگی، به‌ویژه مواقعی که شرکت دارای بدهی‌های مالیاتی درخور توجهی است، دست به مدیریت سود بزنند [۲].

انگیزه ناشی از قراردادهای بدهی: با توجه به اهمیت صورت‌های مالی به‌ویژه صورت سود و زیان در تصمیم‌گیری برای اعطای وام و اعتبار، مدیران شرکت‌ها ممکن است برای جلب نظر مساعد اعتباردهندگان، با مدیریت سود وضعیت مطلوبی را به نمایش بگذارند تا ضمن جذب سرمایه، بتوانند هزینه بدهی را کاهش دهند

[۱۰]

۱- **نم‌گیری:** درواقع اشخاص احتمال رخداد یک پدیده را با توجه به میزان شباهتی برآورد می‌کنند که این رخداد با رویدادهای مشاهده شده قبلی دارد [۳۲].

۲- **اتکا و تعدیل:** اشخاص هنگام برآوردهای کمی، بی‌جهت تحت تأثیر برآوردهای قبل خود به عنوان تکیه‌گاه قرار می‌گیرند [۴].

۳- **فرااعتمادی:** افراد درباره توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند [۴].

۴- **آشناگرایی:** احتمال وقوع یک پیامد را براساس میزان شیوع یا رواج آن در زندگی و تجربیات خود تخمین می‌زنند و تخمین‌های پیچیده را به سادگی انجام می‌دهند [۴].

مدیریت سود

مدیریت سود نوعی دستکاری مصنوعی سود توسط مدیریت است. هدف این کار، محقق‌ساختن پیش‌بینی تحلیل گران یا برآورد روند سودهای قبلی برای پیش‌بینی سودهای آتی یا سیگنال دهی به سرمایه‌گذاران درخصوص ارزش ذاتی شرکت است [۲۲].

تعاریف مدیریت سود در سه گروه سفید، خاکستری و سیاه طبقه‌بندی می‌شوند. مدیریت سود مفید (سفید) شفافیت گزارش‌ها را افزایش می‌دهد. مدیریت سود مخرب (سیاه) ارائه نادرست و تقلب است و مدیریت سود خاکستری، دستکاری گزارش‌ها در محدوده استانداردهای وضع شده است که فرصت‌طلبی یا سودمندی را افزایش می‌دهد [۳۶].

مدیران با اهداف متفاوتی سود را مدیریت می‌کنند که مهم‌ترین آنها کاهش سود [۸]، افزایش سود و هموارسازی سود است.

انگیزه‌های مدیریت سود

انگیزه‌ها مهم‌ترین نقش را در مدیریت سود دارند؛

انگیزه‌های سیاسی: فرایند سیاسی به شرکت‌ها یا صناعی که تصور می‌شود از مزایای کسب سود اضافی یا عرضه کالاها یا خدمات عمومی بهره‌مندند، هزینه‌هایی را تحمیل می‌کند. آگاهی از کسب سود بیش از حد این شرکت‌ها یا صنایع ممکن است به فشارهای بر آنها در جهت کاهش قیمت‌ها یا وضع مقررات شدیدتر و سخت‌گیرانه منجر شود [۳۹].

انگیزه‌های ناشی از وجوه نقد حاصل از عملیات: با توجه به اینکه مدیریت، وجوه نقد حاصل از عملیات واحد تجاری را کمتر می‌تواند دستکاری می‌کند، معیار بهتری از عملکرد واحد تجاری محسوب می‌شود؛ بنابراین، احتمالاً آن گروه از شرکت‌هایی که از این نظر دارای عملکرد ضعیفی‌اند، انگیزه‌های بیشتری برای مدیریت سود با هدف افزایش سود دارند و برعکس [۴۰].

انگیزه‌های ناشی از ساختار مالکیت: اگر ساختار مالکیت شرکت عمدتاً متشکل از افرادی باشد که دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت‌اند، انگیزه‌ها برای دستکاری سود توسط مدیریت واحد تجاری به‌منظور جلب نظر این افراد افزایش می‌یابد و برعکس [۳].

الگوهای مدیریت سود

محققان، مدیریت سود را به دو دسته گسترده طبقه‌بندی کرده‌اند: مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی که در زیر تعریف می‌شوند:

مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی: در این روش، مدیریت از طریق اقلام تعهدی اختیاری به آرایش ارقام حسابداری، مطابق با اهداف مطلوب خود می‌پردازد. این روش متأثر از انتخاب روش‌های حسابداری مناسب مدیریت، برای دستیابی به سطوح مطلوب و مدنظر سود است.

مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی: به دلیل مبادلات تجاری شرکت در طول سال، توانایی مدیریت برای گزارش سودهای تعهدی محدود می‌شود؛ بنابراین، در پایان سال نمی‌توان با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری به سودهای هدف دست یافت. در این حالت، مدیران می‌توانند با دستکاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) در طول سال، مخاطره مربوط به محدودیت مزبور را کاهش دهند. راهبرد دستکاری فعالیت‌های واقعی شرکت برای مدیریت سود این است که حساب‌رسان و قانون‌گذاران بازار سرمایه به احتمال کمتری، به رفتارهای مذکور، توجه و آنها را بررسی می‌کنند؛ البته باید توجه داشت دستکاری فعالیت‌های واقعی، هزینه‌ها و معایب خود را دارد. یکی از معایب روش مزبور این است که با افزایش سود در دوره‌های جاری با دستکاری فعالیت‌های واقعی، این احتمال وجود دارد که جریان‌های نقد دوره‌های آینده کاهش یابند. پیامدهای اقتصادی منفی بلندمدت ممکن است در کمین مدیرانی باشند که به دستکاری فعالیت‌های واقعی می‌پردازند و از سطوح بهینه فعالیت‌های واقعی منحرف می‌شوند [۳۷].

رابطه الگوهای مدیریت سود با ادراک سرمایه‌گذاران

ادراک سرمایه‌گذاران از بازار، یکی از عوامل مرتبط با رفتار مدیریت سود مدیران است. چنانچه سرمایه‌گذاران، 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 به‌منزله ابزاری برای سیگنال‌دهی هدایت قیمت سهم به ارزش واقعی آن سود می‌جویند. در چنین مواقعی، ادراک مثبت یا منفی بازار با انتشار اطلاعات مناسب از طریق مدیریت سود تعهدی یا واقعی، تقویت یا تضعیف می‌شود. در چنین شرایطی، مدیریت سود، ابزاری برای ارائه اطلاعات و هدایت بازار است. این درحالیست که اگر رفتار سرمایه‌گذاران از

خطاهای شناختی رنج ببرد، مدیریت سود می‌تواند به‌منزله ابزاری برای هدایت یا فریب سرمایه‌گذاران به کار رود. در این شرایط، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند واکنش منطقی به اخبار سود نشان دهند و فرصت بروز رفتار منفعت‌طلبانه را فراهم می‌آورند. به این ترتیب، در هر دو حالت رفتار منطقی یا غیرمنطقی، وضعیت ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه، یکی از عوامل مرتبط با الگوی مدیریت سود برگزیده از سوی مدیر است. مدیر با فهم ادراک مثبت یا منفی سرمایه‌گذاران و شناخت روانشناسی بازار، الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی یا فعالیت‌های واقعی را به‌منظور هدایت ادراک آنها به کار می‌بندد. با توجه به اینکه ادراک مثبت سرمایه‌گذاران از شرایط کلان اقتصادی نیز اثر می‌پذیرد، مدیریت می‌تواند با کاربری الگوی مدیریت سود واقعی در مقایسه با الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی با سهولت بیشتری اخبار مثبت سود را در شرایط اقتصادی مثبت تولید کند. این درحالیست که این موضوع در شرایط اقتصادی منفی برعکس می‌شود؛ به این معنی که تولید اخبار مثبت سود در شرایط منفی اقتصادی از طریق اقلام تعهدی در مقایسه با فعالیت‌های واقعی با سهولت بیشتری همراه است؛ به همین سبب، ادراک سرمایه‌گذاران به دو شیوه مستقیم و غیرمستقیم با الگوی مدیریت سود مرتبط است [۱۲].

پیشینه پژوهش

پارک [۳۳] رابطه ادراک سرمایه‌گذاران با الگوهای مدیریت سود را بررسی کرد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که 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؛ اگرچه ادراک سرمایه‌گذاران با فعالیت‌های واقعی، رابطه‌ای نداشت و مدیران تمایل کمتری به استفاده از دستکاری فعالیت واقعی در شرایط

بد اقتصادی داشتند.

انوموت و همکاران [۲۴] مدیریت سود واقعی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی را در کشورهای مختلف مقایسه کردند. آنها نشان دادند شدت کاربری مدیریت سود در کشورهای مختلف متفاوت است. همچنین، در کشورهایی که سرمایه‌گذاران آگاهی بیشتری از صورت‌های مالی و شرایط بازار دارند، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از مدیریت سود واقعی بیش از مدیریت سود با اقلام تعهدی استفاده کنند.

کوپرینو و همکاران [۱۹] توان ادراک سرمایه‌گذاران را از مدیریت سود واقعی بررسی کردند. آنها دریافتند الگوی مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی رایج است. همچنین، سرمایه‌گذاران شرکت‌ها به‌طور معمول توان تشخیص انجام سود واقعی را ندارند.

محمدی‌زاده بزازیان [۶] توانایی سرمایه‌گذاران را در درک مدیریت سود فعالیت واقعی بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان دادند سرمایه‌گذاران، مدیریت سود از طریق فعالیت‌های فروش و مخارج اختیاری را در تحلیل‌های خود مدنظر قرار می‌دهند؛ ولی توان کشف و به دنبال آن، لحاظ کردن مدیریت سود فعالیت‌های واقعی از طریق دستکاری در فعالیت‌های تولید را ندارند.

کریمی دو برجی [۷] تأثیر دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی بر درک سرمایه‌گذاران را بررسی کرد. نتایج نشان دادند به‌طورکلی بازار به درک تأثیر دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی قادر نیست.

به این ترتیب، بیان می‌شود مدیران، الگوهای مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی و اقلام تعهدی را به کار می‌بندند [۱۹، ۲۴، ۳۳، ۶، ۷] و سرمایه‌گذاران اغلب توانایی ادراک مناسب‌تری از مدیریت سود از طریق فعالیت‌های تعهدی در مقایسه با مدیریت سود از طریق اقلام واقعی دارند [۱۹، ۲۴، ۶، ۷]. بر اساس این،

فرضیه‌های پژوهش نگارش شدند.

۴. شرکت‌های مدنظر طی دوره پژوهش، فعالیت

مستمر داشته باشند و سهام آنها معامله شده باشد.

۵. به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های

هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و

سرمایه‌گذاری و تفاوت چشمگیر آنها با شرکت‌های

تولیدی و بازرگانی، شرکت‌های انتخابی جزو شرکت‌های

با فعالیت‌های یادشده نباشد.

تعداد ۱۲۹ شرکت با لحاظ معیارهای بالا به‌عنوان

نمونه غربالگری شده انتخاب شدند.

مدل‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش با استفاده از رابطه (۱) آزمون شد

[۳۳]:

رابطه (۱):

$$EM_{DA} = \alpha + \beta_1 SENT + \beta_2 Siz + \beta_3 Leverage + \beta_4 ROA + \beta_5 MTB + \beta_6 Big4 + \varepsilon$$

EM_{DA} : مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی است که

با استفاده از قدرمطلق باقیمانده رابطه (۲) اندازه‌گیری شد

(مدل جونز تعدیل شده، ۱۹۹۵):

رابطه (۲):

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{t,t} - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \alpha_3 (PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

TA_t : کل ارقام تعهدی در سال t است که با استفاده از

رابطه (۳) اندازه‌گیری شد:

رابطه (۳):

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STD_t - DEP_t$$

ΔCA_t = تغییر در دارایی‌های جاری بین سال $t-1$ و t

ΔCL_t = تغییر در بدهی‌های جاری بین سال $t-1$ و t

$\Delta CASH_t$ = تغییر در وجه نقد بین سال $t-1$ و t

ΔSTD_t = تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت

بین سال $t-1$ و t

DEP_t = هزینه استهلاک در سال t

$\Delta REV_{t,t}$: تغییر در درآمد فروش بین سال $t-1$ و t

ΔREC : تغییر در حساب‌های دریافتی بین سال $t-1$ و t

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش به شرح زیرند:

فرضیه اول: مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی با

ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه، رابطه معناداری

دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی

با ادراک سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه، رابطه معناداری

دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر فلسفه تحقیق در حوزه

تئوری‌های اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد. رویکرد

پژوهش از نوع قیاسی است و روش پژوهش، آرشیوی

است. افق زمانی داده‌های به‌کاررفته در پژوهش حاضر،

گذشته‌نگر است و از نظر هدف، کاربردی است.

پژوهش‌های کاربردی با هدف توسعه دانش کاربردی در

یک زمینه خاص‌اند. به عبارتی این پژوهش‌ها به سمت

کاربرد عملی دانش، هدایت می‌شوند. داده‌های

جمع‌آوری شده نیز از نوع داده‌های ثانویه‌اند [۱۲].

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در

بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه پژوهش نیز با

لحاظ معیارهای زیر انتخاب شد.

۱. پیش از سال مالی ۱۳۸۵ در تابلوهای معاملاتی

پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۶ حذف نشده باشند.

۲. سال مالی شرکت‌ها به‌منظور افزایش قابلیت

مقایسه و کنترل تأثیر نوسانات فصلی، منتهی به پایان

اسفند ماه باشد.

۳. طی دوره پژوهش، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت

نداده باشند.

PPE_t : خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال t

A_{t-1} : کل ارزش دفتری دارایی‌های در سال $t-1$

این رابطه در سطح صنعت - کل دوره پژوهش برآورد شده است.

$SENT$: شاخص اندازه‌گیری ادراک سرمایه‌گذار است که با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی پنج متغیر زیر اندازه‌گیری شده است:

$TURN$: لگاریتم طبیعی تعداد سهام معامله‌شده به کل سهام در سال t

$NIPO$: تعداد عرضه‌های اولیه در سال t

$RIPO$: میانگین بازده روز اول عرضه‌های اولیه سهام در سال t

S : نسبت افزایش سرمایه شرکت به حاصل جمع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اوراق مشارکت منتشرشده شرکت در سال t

$PD-ND$: لگاریتم تفاوت بین نسبت میانگین ارزش بازار به دفتری سالانه شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند به شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند.

$SIZE$: اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی میانگین ارزش بازار شرکت در سه ماهه آخر سال به دست می‌آید.

$LEVERAGE$: اهرم مالی شرکت است که نسبت بدهی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است.

ROA : نرخ بازده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم بر میانگین دارایی‌ها).

MTB : نسبت میانگین ارزش بازار سه ماهه آخر به ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه.

$BLAUDI$: اندازه مؤسسه حسابرسی است؛ چنانچه حسابرس، سازمان حسابرسی باشد، یک و در غیر این صورت، صفر است.

چنانچه ضریب β_1 معنی‌دار شود، فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

فرضیه دوم پژوهش با استفاده از از رابطه (۴) آزمون شد [۳۳]:

رابطه (۴):

$$EM_A = \alpha + \beta_1 SENT + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 ROA + \beta_5 MTB + \beta_6 Big4 + \varepsilon \quad EMA$$

سود از طریق فعالیت‌های واقعی است که براساس رابطه (۵) اندازه‌گیری شد [۳۶]:

رابطه (۵):

$$EM_A = (R-CFO) + (R-DEXP) + (R-PRO)$$

$R-CFO$: جریان نقد عملیاتی غیرعادی است که از باقیمانده رابطه (۶) حاصل شد:

رابطه (۶):

$$CFO_t / A_{t-1} = K1(1 / A_{t-1}) + K2 (Sales_t / A_{t-1}) + K3(\Delta Sales_t / A_{t-1}) + [\varepsilon_t]$$

CFO_t : جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت است.

$Sales_t$ ($\Delta Sales_t$): فروش (تغییرات فروش) سالانه

$R-DEXP$: هزینه‌های اختیاری غیرعادی است که از باقیمانده رابطه (۷) حاصل شد:

رابطه (۷):

$$DEXP_t / A_{t-1} = K1 (1 / A_{t-1}) + K2 (Sales_{t-1} / A_{t-1}) + [\varepsilon_t]$$

$R-PRO$: هزینه‌های تولید غیرعادی است که از باقیمانده رابطه (۸) حاصل شد:

رابطه (۸):

$$PRO_t / A_{t-1} = K1 (1 / A_{t-1}) + K2 (Sales_t / A_{t-1}) + K3(\square Sales_t / A_{t-1}) + K4 (\square Sales_{t-1} / A_{t-1}) + [\varepsilon_t]$$

رابطه‌های (۶) الی (۸) در سطح صنعت - کل دوره پژوهش برآورد شده‌اند.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش به شرح نگاره (۱) است:

آمارهای توصیفی نشان می‌دهند به‌طور میانگین ۷۰

عرضه اولیه در سال طی دوره پژوهش صورت گرفته و تعداد عرضه‌های اولیه طی زمان با رشد همراه بوده است. همچنین، عرضه‌های اولیه در نخستین روز عرضه خود با میانگین بازده مناسبی همراه بوده‌اند (۳/۱۵۴)؛ به طوری که توزیع بازده‌های عرضه اولیه چوله به چپ بوده است؛ به این معنی که بازده‌ها در بیشتر موارد، مثبت و شایان توجه بوده‌اند. بررسی میانگین نسبت افزایش سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد شرکت‌ها نیز توانسته‌اند از فرصت افزایش قیمت‌ها با افزایش سرمایه بهره بگیرند؛ به گونه‌ای که حدود دو برابر ارزش دفتری سرمایه خود طی سال‌های پژوهش افزایش سرمایه داده‌اند. متغیر تعداد سهام معامله‌شده در بازار دارای میانگین منفی (۱/۹۸۳۷-) است که با توجه به تعریف این متغیر و محاسبه $\log$ نپین می‌توان نتیجه‌گیری گرفت به‌طور میانگین حجم معاملات، کمتر از تعداد کل سهام در بازار است. این متغیرهای عملکردی سبب شده‌اند رفتار متغیر ادراک سرمایه‌گذار طی دوره پژوهش چوله به چپ باشد و تفاوت میانگین با حداقل آن در مقایسه با تفاوت میانگین

با حداکثر آن بیشتر باشد. آنچه نباید از نظر دور داشت تحلیل رفتار متغیرهای مدیریت سود است. بررسی شاخص میانگین دو متغیر مدیریت سود تعهدی و واقعی حاکی از آن است که مدیران طی دوره پژوهش به‌طور میانگین، مدیریت سود واقعی را به میزان بیشتری از مدیریت سود تعهدی به خدمت گرفته‌اند. اگرچه توزیع این دو متغیر از منظر مقایسه حداقل و حداکثر، رفتار تقریباً مشابهی دارد، رفتار میانگین و میانه آنها با یکدیگر متفاوت است. در پایان درخور ذکر است آماره توصیفی متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی نشان می‌دهد سازمان حسابرسی به‌طور میانگین، ۰/۲۲ شرکت‌های نمونه را طی دوره پژوهش حسابرسی کرده‌اند. شایان ذکر است بیشینه متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری (۲۴/۳۹) مربوط به شرکت فیبر ایران در حوزه صنعت محصولات چوبی و بیشینه اهرم مالی (۲۴/۶۲) مربوط به شرکت مگسال در حوزه محصولات کشاورزی و دامپروری است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ادراک سرمایه‌گذار	SENT	۵۲/۸۱	۵۲/۹۲	۱۰۴/۴۵	۱/۱۲	۱۵/۹۹
تعداد سهام معامله‌شده بازار	TURN	-۱/۹۸	-۱/۸۲	۱/۵۷	-۷/۱۷	۱/۴۴
تعداد عرضه‌های اولیه	NIPO	۷۰/۶۹	۶۹/۸۸	۱۳۹	۳	۲۴/۷۸
میانگین بازده روز اول	RIPO	۳/۱۵۴	۳/۲۵	۶/۹۸	-۷/۳	۱/۵۵
میزان افزایش سرمایه شرکت‌ها	S	۰/۵۵	۲/۴۱	۲/۲۸	۰/۱۳	۰/۳۰۱
تفاوت بین نسبت میانگین ارزش	p^D-ND	۲/۱۶	۰/۵۱۸	۴۲/۳۶	-۳۸/۹۷	۱۴/۲۹
مدیریت سود از طریق اقلام	EMDA	۰/۱۳	۰/۰۹۷	۱/۰۲	۰	۰/۱۳
مدیریت سود از طریق	EMA	۰/۲۱	۰/۱۴۸	۱/۲۸	۰/۰۱	۰/۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۲۸	۱۳/۳۵	۱۶/۶۰	۱۰/۲۹	۱/۲۱
اهرم مالی	LEVERAGE	۴/۴۹	۳/۷۳	۲۴/۶۲	۰/۴۳	۳/۲۶
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱	۰/۱۰	۰/۶۰	-۲/۹	۰/۱
ارزش بازار به دفتری	MTB	۲/۶۰	۲/۳۱	۲۴/۳۹	-۱۳/۹	۲/۸۷
اندازه مؤسسه حسابرسی	BIG	۰/۲۲	۰/۱۵	۱	۰	۰/۲۷

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح زیرند:

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح نگاره (۲) است: شیب متغیر مستقل ادراک سرمایه‌گذاران با نماد β_1 نشان داده شده و برابر با $-۰/۰۰۰۳$ برآورد شده است. منفی بودن ضریب ادراک سرمایه‌گذاران نشان‌دهنده رابطه منفی ادراک سرمایه‌گذاران با مدیریت سود اقلام تعهدی است؛ بنابراین، با توجه به نتایج برآورد مدل مرتبط با فرضیه اول پژوهش، ادراک سرمایه‌گذاران با مدیریت سود اقلام تعهدی، رابطه معکوس دارد. با توجه به اینکه آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر ادراک سرمایه‌گذاران برابر $-۱/۹۳۰۲$ با سطح معنی‌داری نزدیک به $۰/۰۵$ است، فرضیه اول پژوهش در سطح معنی‌داری ۵

درصد رد نشد. نتایج آزمون فیشر نیز از خطی بودن رابطه بین متغیرها حمایت کرد. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان داد $۱۹/۷۸$ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. درخور ذکر است نتایج آماره‌های آزمون‌های F لیمر و هاسمن (F و χ^2) به ترتیب $۳/۲۵$ و $۱۷/۰۱$ با سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد بود که به این ترتیب، از مدل داده‌های پانل (تلفیقی) - روش اثرات ثابت برای برآورد مدل استفاده شد. درضمن، برقراری مفروضات رگرسیون نیز بررسی شد. نتایج آزمون ولدریج نشان دادند باقیمانده‌های مدل، خودهمبستگی ندارند. نتایج آزمون والد تعدیل‌شده نیز نشان دادند باقیمانده‌های مدل ناهمسانی واریانس دارند که به منظور رفع آن از روش EGLS برای برآورد مدل بهره گرفته شد. نتایج آزمون VIF نیز حاکی از نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش بود.

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

$EM_{DA} = \alpha + \beta_1 SENT + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 ROA + \beta_5 MTB + \beta_6 Big + \varepsilon$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	$۰/۰۳۰۷$	$۰/۲۸۸۷$	$۰/۷۷$
ادراک سرمایه‌گذاران	$-۰/۰۰۰۳$	$-۱/۹۳۰۲$	$۰/۰۵$
اندازه شرکت	$۰/۰۰۶۰$	$۰/۸۲۵۹$	$۰/۴۰$
اهرم مالی	$۰/۰۰۴۶$	$۱/۴۷۹۴$	$۰/۱۴$
بازده دارایی	$۰/۲۶۹۱$	$۱/۶۷۲۴$	$۰/۰۹$
ارزش بازار به دفتری	$۰/۰۰۰۸$	$۰/۲۶۳۷$	$۰/۷۹$
اندازه مؤسسه حسابرسی	$-۰/۰۶۳۴$	$-۱/۲۸۴۴$	$۰/۲۰$
آماره فیشر:	$۳/۰۳۲۰$ ، سطح معنی‌داری $(۰/۰۰۰)$		
آماره دوربین واتسون:	$۲/۰۲۱$ ، سطح معنی‌داری $(۰/۰۰۰)$		
ضریب تعیین $۰/۲۹۵۱$	ضریب تعیین تعدیل‌شده $۰/۱۹۷۸$		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در نگاره (۳) ارائه شده‌اند. شیب متغیر مستقل ادراک سرمایه‌گذاران با نماد β_1 نشان داده شده و برابر با $۰/۰۰۰۶$ برآورد شده است.

مثبت بودن ضریب ادراک سرمایه‌گذاران نشان‌دهنده رابطه مثبت ادراک سرمایه‌گذاران با مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی است. آماره تی استیودنت متناظر با ضریب متغیر ادراک سرمایه‌گذاران برابر $۲/۰۴۶۵$ و سطح

(تلفیقی) - روش اثرات ثابت برای برآورد مدل استفاده شد. برقراری مفروضات رگرسیون نیز بررسی شد. نتایج آزمون ولدریج نشان دادند باقیمانده‌های مدل، خودهمبستگی ندارند. نتایج آزمون والد تعدیل‌شده نیز نشان دادند باقیمانده‌های مدل ناهمسانی واریانس دارند که به‌منظور رفع آن از روش EGLS برای برآورد مدل بهره گرفته شد. نتایج آزمون VIF نیز حاکی از نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش بود.

معنی دار متناظر با آن برابر ۰/۰۴۱۹ بوده که کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش در سطح معنی داری ۵ درصد رد نشد. نتایج آزمون فیشر نیز از خطی بودن رابطه بین متغیرها حمایت کرد. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان داد ۳۹/۷۶ درصد از تغییرات متغیرها با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. شایان ذکر است نتایج آماره‌های آزمون‌های F لیمر و هاسمن (F و χ^2) به ترتیب ۶/۰۲ و ۱۶/۲۹ با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد بود که به این ترتیب، از مدل داده‌های پانل

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

$EM_A = \alpha + \beta_1 SENT + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 ROA + \beta_5 MTB + \beta_6 Big + \varepsilon$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	-۰/۱۴۲۷	-۱/۳۵۷۰	۰/۱۷
ادراک سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۰۶	۲/۰۴۶۵	۰/۰۴۱
اندازه شرکت	۰/۰۲۱۳	۲/۹۰۱۸	۰/۰۰۴
اهرم مالی	-۰/۰۰۲۳	-۰/۸۴۱۱	۰/۴۰
بازده دارایی	۰/۳۷۶۰	۳/۳۲۸۸	۰/۰۰۱
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۰۰۳	-۰/۲۰۷۵	۰/۸۳
اندازه مؤسسه حسابرسی	۰/۱۰۲۵	۲/۷۲۷۹	۰/۰۰۶
آماره فیشر:	۶/۴۴، سطح معنی داری (۰/۰۰۰)		
آماره دورین واتسون: واتسون:	۱/۹۰، سطح معنی داری (۰/۰۰۰)		
ضریب تعیین ۰/۴۷۰۷	ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۳۹۷۶		

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیمات مالی و تحلیل رویدادهای اقتصادی به نحوه گزارشگری مالی و افشای اختیاری اطلاعات به‌وسیله واحدهای تجاری حساسیت ویژه‌ای دارند. در این بین، صورت سود و زیان با ارائه اطلاعات مفید درباره توان سودآوری واحدهای تجاری، توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرده است. طبق پژوهش‌های صورت گرفته، سرمایه‌گذاران، سهام شرکت‌های دارای الگوی مشخص رشد سود را

گران‌تر خریداری می‌کنند [۹]. سود حسابداری متشکل از اقلام نقدی و تعهدی است که در کنترل مدیریت‌اند. بدین لحاظ تکنیک‌های مدیریت سود به دو دسته تقسیم می‌شوند: مدیریت سود مبتنی با اقلام تعهدی و مدیریت سود با فعالیت‌های واقعی [۲۶]. تکنیک‌های اجرای این دو نوع مدیریت سود تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند. مدیریت سود با اقلام تعهدی از طریق انتخاب رویه‌های حسابداری یا قضاوت مدیر انجام می‌شود؛ اما مدیریت سود با فعالیت‌های واقعی از طریق تغییر در زمان بندی

اجرای معاملات یا تصمیم‌گیری‌های مدیریت درخصوص فعالیت‌های واقعی اجرا می‌شود. اگرچه الگوهای مدیریت سود بر رفتار سرمایه‌گذاران در دوره‌های بعد تأثیر می‌گذارد، گزینش این الگو از ادراک فعلی سرمایه‌گذاران از بازار و انگیزه‌های خیرخواهانه یا منفعت‌طلبانه مدیر نیز اثر می‌پذیرد. این پژوهش بر آن بود رابطه الگوهای مدیریت سود را با ادراک سرمایه‌گذاران بررسی کند. بدین منظور داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۶ تحلیل شدند. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان دادند مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی با ادراک سرمایه‌گذاران رابطه منفی معنی‌داری دارد. این موضوع نشان می‌دهد مدیران در زمانی که ادراک سرمایه‌گذاران از بازار مثبت است، کمتر از اقلام تعهدی به‌منظور مدیریت سود بهره می‌گیرند. همان‌طور که در مبانی نظری اشاره شد ادراک سرمایه‌گذاران از بازار از دو عامل متغیرهای کلان اقتصادی و متغیرهای خاص شرکت اثر می‌پذیرد. به این ترتیب، نتایج نشان می‌دهند از منظر مدیران، آنها ترجیح می‌دهند اختیارات تعهدی خود را برای تولید اخبار مثبت یا منفی سود، بیشتر در دورانی به کار ببندند که سرمایه‌گذاران درخصوص بازار بدبین‌اند. اگر از منظر سرمایه‌گذاران به این نتیجه نگریسته شود، می‌توان بیان کرد سرمایه‌گذاران در دورانی که ادراک مثبتی از بازار دارند، کمتر به اخبار مثبت یا منفی سود ایجادشده از طریق اقلام تعهدی واکنش نشان می‌دهند؛ اما در شرایطی که به بازار بدبین‌اند، اتکای بیشتری به اقلام تعهدی دارند و همین موضوع، مدیران را به به‌کارگیری مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی در شرایطی ترغیب می‌کند که ادراک سرمایه‌گذاران از بازار منفی است. این واکنش می‌تواند نشان‌دهنده خطای شناختی سرمایه‌گذاران باشد که در زمان ارزیابی مثبت بازار، وزن کمتری به اطلاعات

مندرج در اقلام تعهدی می‌دهند و ارزیابی منطقی از آنها ندارند؛ اما زمانی که بازار را منفی ارزیابی می‌کنند، گویا به اطلاعات ارائه‌شده مدیر توجه بیشتری دارند که چنین موضوعی مدیر را به کاربست الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی در شرایط ادراک منفی از بازار ترغیب می‌کند؛ البته باید توجه داشت واکنش کمتر سرمایه‌گذاران به مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی می‌تواند به دلیل کاربست کمتر این الگو توسط مدیران در شرایطی باشد که بازار با ادراک منفی همراه است؛ به همین سبب، این ارتباط به شکل دوسویه و در قالب همبستگی تعریف شده است. این نتایج با نتایج پژوهش‌های مندرج در مرور پیشینه مبنی بر کاربست الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی توسط مدیران متناسب با ادراک سرمایه‌گذاران، سازگارند [۱۹، ۲۴، ۳۳، ۶، ۷]؛ اما با این گفته سازگار نیست که سرمایه‌گذاران در تمامی شرایط بازار، ادراک مناسبی از الگوی مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی دارند [۲۴، ۳۳]. این موضوع به دلیل تفاوت در ویژگی‌های رفتاری و دانشی سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه است. همچنین، نتایج آزمون فرضیه دوم نشان دادند مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی با ادراک سرمایه‌گذاران رابطه‌ای مستقیم و معنی‌دار دارد. این نتیجه از منظر مدیران نشان می‌دهد در دوره‌ای که ادراک سرمایه‌گذاران مثبت است، مدیران از فعالیت‌های واقعی به میزان بیشتری برای مدیریت سود بهره می‌گیرند و برعکس. با توجه به اثرپذیری ادراک سرمایه‌گذاران از متغیرهای کلان اقتصادی، کاربست الگوی مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی در دورانی که بازار با ادراک مثبت روبه‌روست است، با سهولت بیشتری همراه است. اگرچه این نتیجه از منظر سرمایه‌گذاران بیان می‌کند سرمایه‌گذاران در دورانی که دید مثبتی به بازار دارند، به

اخبار مثبت و منفی سود ایجادشده از طریق فعالیت‌های واقعی واکنش بیشتری نشان می‌دهند؛ در حالی که در دورانی که دید سرمایه‌گذاران به بازار منفی است، وزن کمتری در ارزیابی‌های خود به مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی می‌دهند. این موضوع می‌تواند به دلیل کاربست کمتر این الگو در شرایطی باشد که بازار با ادراک منفی همراه است؛ به همین سبب، ارتباط بین ادراک و الگوی مدیریت سود به شکل دوسویه و در قالب همبستگی تعریف شده است. این نتیجه با نتایج پژوهش‌هایی سازگار است که بیان می‌کردند مدیران، الگوی مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی را متناسب با ادراک سرمایه‌گذاران به کار می‌بندند [۱۹، ۲۴، ۳۳، ۶، ۷]؛ اگرچه با نتایج برخی دیگر از پژوهش‌هایی سازگار نیست که بیان می‌کردند مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی در تمامی شرایط گمراه‌کننده است [۱۹، ۲۴، ۶، ۷]. به این ترتیب، با توجه به نتایج این پژوهش، باید گفت مدیران، کاربست الگوی مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی را در شرایطی مناسب‌تر می‌دانند که بازار با ادراک مثبت سرمایه‌گذاران روبه‌روست و الگوی مدیریت سود از طریق اقدام تعهدی را بیشتر در شرایطی به کار می‌بندند که سرمایه‌گذاران به بازار بدبین‌اند. یک دلیل برای بروز چنین رفتاری هزینه‌های ناشی از اعمال الگوهای مختلف مدیریت سود است. دلیل دیگر خطای شناختی سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران در شرایطی که دید مثبتی از بازار دارند، به اطلاعات خود وزن بیشتری می‌دهند و تنها اخبار مثبت ایجادشده از طریق فعالیت‌های واقعی را در تصمیماتشان لحاظ می‌کنند؛ اما در شرایطی که دید منفی به بازار دارند، به اطلاعات اقدام تعهدی وزن بیشتری می‌دهند که البته ممکن است به دلیل کاربست بیشتر آنها در ارائه اخبار مثبت و منفی سود در این شرایط از سوی مدیران باشد.

آنچه در این پژوهش حاصل شد آن است که باید به استفاده فرصت طلبانه از مدیریت سود برای جهت‌دهی ادراک سرمایه‌گذاران آگاه بود. پژوهش‌های زیادی تا کنون بیان کردند کاربست فعالیت‌های واقعی برای مدیریت سود از سوی مدیران سهل‌تر است و همین امر فرصت رفتار منفعت طلبانه را در اختیار آنها قرار می‌دهد؛ اما تا کنون اقدامی درخصوص واکنش به این گفته صورت نپذیرفته است. به استناد آنچه از فرضیه دوم این پژوهش استنباط شد ادراک سرمایه‌گذاران، یکی از عوامل محرک کاربست الگوی مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی است؛ بنابراین، یک راهکار در شرایط حاضر آگاه‌سازی حساب‌رسان به برخی نشانه‌های خطر است که نیازمند اطلاع‌رسانی و برگزاری دوره‌های آموزشی و انجام اقدامات نظارتی و انضباطی است. به نظر می‌رسد لازم است حساب‌رسان در برنامه‌ریزی‌ها و رسیدگی‌های خود توجه ویژه‌ای به نشانه‌های کاربست فعالیت‌های واقعی مدیران در مدیریت سود و عوامل محرک آن داشته باشند. تا کنون پژوهش‌های متعددی درخصوص کاربست الگوی مدیریت سود از طریق اقدام تعهدی نیز انجام شده‌اند؛ برخی از آنها نشان داده‌اند این اقدام می‌تواند به گونه‌ای منفعت طلبانه از سوی مدیر به کار گرفته شوند. این پژوهش هم نشان داد کاربست الگوی مدیریت سود از طریق اقدام تعهدی نیز بر ادراک سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. اگرچه در پژوهش حاضر، منفعت طلبانه یا خیرخواهانه بودن کاربست معین نشد، تشخیص منفعت طلبانه بودن به کارگیری این الگو دشوار است و نیازمند بهره‌مندی از دانش تخصصی است؛ به همین سبب، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار به منزله سازمان حامی سرمایه‌گذاران، از طریق نهادهای پردازش اطلاعات مالی، بستر مناسب را برای ارائه شاخص‌های متداول ارزیابی کیفیت گزارشگری

اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۸۵-۵۵.

۴. پمپین، میشل ام. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. ترجمه دکتر احمد بدری، تهران: انتشارات کیهان و با همکاری شرکت تأمین سرمایه امین.

۵. راعی، رضا و سعید فلاح‌پور. (۱۳۸۳). مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۷۷-۱۰۶.

۶. محمدی‌زاده بزازیان، زهره. (۱۳۹۵). بررسی توانایی سرمایه‌گذاران در درک مدیریت سود واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز.

۷. کریمی دو برجی، شهاب. (۱۳۹۴). تأثیر دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی بر درک سرمایه‌گذاران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

۸. عدیلی، مجتبی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی.

۹. مرادزاده فرد، مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، غلامی، رضا و حجت‌اله فرزانی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره شانزدهم، شماره ۲، صص ۸۵-۹۸.

۱۰. همتی، داود. (۱۳۸۲). بررسی عوامل مؤثر بر انعکاس غیرواقعی سود توسط مدیران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه

مالی شرکت‌ها به صورت تکمیلی فراهم آورد تا برای مدیران انگیزه‌های بهبود کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های رفتار منفعت‌طلبانه افزایش یابد.

مسئله راهگشا و تکمیل‌کننده دانش در ادامه این پژوهش، سامان‌دهی پژوهش‌هایی است که موضوع دوره‌های رکورد و رونق اقتصادی را بر الگوهای مدیریت سود بسنجند و اثر رفتار مدیران در دوره‌های رکورد را بر ادراک سرمایه‌گذاران بررسی کند. نکته مهم در تفسیر نتایج این پژوهش این است که مدل‌های مختلفی درخصوص سنجش متغیر ادراک سرمایه‌گذاران وجود دارند که کاربرد آنها ممکن است بر نتایج اثرگذار باشند. ضمن آنکه مدل به کار گرفته شده درخصوص سنجش ادراک سرمایه‌گذاران به دلیل دردسترس نبودن اطلاعات تفصیلی، فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از عوامل بنیادی بازار تا اندازه‌ای تعدیل شد که شایسته بررسی است.

منابع

۱. بهار مقدم، مهدی و حبیبه حسینی‌فرد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین رویدادهای مالی واقعی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۶۰-۱۳۶.
۲. پورحیدری، امید و داود همتی. (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۶، صص ۶۳-۴۷.
۳. پورحیدری، امید، رحمانی، علی و رضا غلامی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس

- thresholds *Journal of Business*. , Vol 72, No. 1, pp. 1-33.
- 23- Darough, M., H. Pourjalali, S. Saudagaran (1998). *Earnings Management In Japanese Companies*. *International Journal of Accounting*, Vol. 33, No 3 ,pp. 313-334.
- 24- Enomoto, M., Kimura, F., Yamaguchi, T. (2015). *Accrual-Based and Real Earnings Management: An International Comparison for Investor Protection*. <http://ssrn.com/abstract=2066797>.
- 25- Frazzini, A., and O. A. Lamont. (2005). *Dumb money: Mutual fund flows and the cross sectional of stock returns*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 11526, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- 26- Gunny, K.A. (2010). *The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks*. *Contemporary Accounting Research*, , Vol 273 ,No.3,pp. 855-888.
- 27- Graham, J.R., C.R. Harvey, S. Rajgopal (2005). *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40 ,No.3, pp. 3-73.
- 28- Hirshleifer, D., Teoh, S. (2001). *Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis*. *Aeuropean Financial Management*, , Vol 9 ,No.1, pp.25-66.
- 29- Jackson, S. and M. Pitman. (2001). "Auditors and Earnings Management." *The CPA Journal*, Vol. 71, No. 7, PP. 39-44.
- 30- Johnsson, M., Lindblom, H., & Platan, P. (2002). "Behavioral Finance - and the Change of the Investor Behavior during and After the Speculative Bubble
- 31-Jones, J. J. (1991). *Earnings management during import relief investigation*. *Journal of Accounting Research*, , Vol .29, No.3, pp 193–228
- 32- Kahneman, D., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). *Investor Psychology and Security Market under-and Overreactions*, *Journal of Finance*, Vol. 29, No.3. pp.112-128
- 33- Park, S. (2018). *The effect of investor sentiment on the means of earnings management*. *Journal of Investment Management and Financial Innovations*, Vol 15, No.3,pp. 10-17.
- 34- Ritter, J. (1991). *Long-run performance of*
- کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق(ع).
۱۱. هیودی، یدالله. (۱۳۹۱). *بررسی رابطه نسبت Q تووین، متغیرهای مالی و خصوصیات شرکت با اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. دانشکده مدیریت و حسابداری، کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی.
- 12- Baker, M., J. Wurgler. (2006). *Investor sentiment and cross-section of stock returns*. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, pp. 1645-1680.
- 13- Baker, M., and J. Wurgler. (2000). *The equity share in new issues and aggregate stock returns*. *Journal of Finance*, Vol 55, No. 5, pp. 2219–2257.
- 14- Baker, M., and J. Stein. (2004). *Market liquidity as a sentiment indicator*. *Journal of Financial Markets* , Vol .7, No. 3, pp 271-299.
- 15- Brown, G. W., and M. T. Cliff. (2005). *Investor sentiment and asset valuation*. *Journal of Business* , Vol .78 ,No. 3, pp. 405–440.
- 16-Brabazon, T. (2000). *Behavioral Finance: A New Sunrise or False Dawn?*
- 17- Barberis, N., Thaler, R. (2003). *A Survey of Behavioral Finance*, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, Volm.21, No. 5, pp.48-56.
- 18- Can Zhong Yao, Bo Yi Sun, Ji Nan Lin. (2017). *A study of correlation between investor sentiment and stock market based on Copula model*, *Kybernetes* , Vol. 46 , No. 3, pp.550-571
- 19- Cupertino, C.M. , A.L. , Martinez & C.A Costa Jr. (2015). *Earnings manipulations by real activities management and investors perceptions*, *Research in International Business and Finance* . Vol.34 ,pp. 309-323 .
- 20- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. (1996). *Causes and consequences of earnings manipulations: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. *Contemporary Accounting Research* , Vol .13, No.1,pp. 1-36.
- 21- Dechow P. M. and Skinner D. J. (2000). *Earning Management: Reconciling the views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*, *Accounting Horizons*, Vol .14, No. 2,pp. 235–250.
- 22- Degeorge, F., J. Patel and R Zeckhauser. (1999). *Earnings Management to exceed*

- activities that affect cash flow.
- 38- Watts, R.L., and J.L. Zimmerman. (1990). "Positive accounting theory: a ten year perspective". *The Accounting Review*, Vol 65, No.3, pp. 131-156.
- 39- Watts, R.L.; J.Z. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall.
- 40- Yoon, S.S., G.A. Miller. (2002). *Cash From Operations and Earnings Management In Korea*, the *International Journal of Accounting*, Vol. 37, No 4, pp. 395-412.
- initial public offerings, *Journal of Finance*, Vol.46, No.1, pp.3-27.
<http://ssrn.com/abstract=2165694>
- 35- Roychowdhury, S; Kothari, S.P and Mizik, N. (2012), *Managing for the Moment: The Role of Real Activity versus Accruals Earnings Management in SEO Valuation*, Available at <http://ssrn.com/abstract=1982826>.
- 36- Ronen, J. and V. L. Yaari. (2008). *Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research*" Springer.
- 37- Roychowdhury, S. (2006). *Management of earnings through the manipulation of real*