

بررسی تاثیر مدیریت سود بر سطوح سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن دشتی^۱، محمد رضا حیدری سیرمندی^۲، محمد حسین رنجبر^۳

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بین الملل قشم
۲- عضو هیات علمی (مربی)، دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد میناب
۳- استادیار، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس

چکیده

یکی از معیارهای مهم برای برآورد قدرت سودآوری شرکت، پیش‌بینی سودهای آینده و ریسک‌های مربوط به آن و همچنین ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت، سودهای جاری و گذشته شرکت است. سود نیز خود متشکل از اقلام نقدی و تعهدی است و اقلام تعهدی سود تا حدود زیادی در کنترل مدیریت هستند و وی می‌تواند برای بهتر جلوه‌دادن عملکرد شرکت و افزایش قابلیت پیش‌بینی سودهای آینده در اقلام تعهدی سود دست برده و به اصطلاح امروزی سود را مدیریت کند. بدیهی است که مدیریت سود بر تحلیل‌ها و افکار و اعمال طیف متنوعی از استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، نظیر سرمایه‌گذاران (از آنجایی که نیاز به دانستن میزان سودآوری و ثبات شرکت قبل از سرمایه‌گذاری در آن دارند)، مدیران (نیاز به اطلاع از وضعیت مالی شرکت دارند)، بانک‌ها و تأمین‌کنندگان مالی (نیاز به اطلاع از توانایی شرکت در بازپرداخت وام) تاثیرات بسیاری خواهد گذاشت اما نمی‌توان با قطعیت اعلام نمود که تمام تاثیرات مطابق با هدف فرد یا گروهی است که اقدام به مدیریت سود نموده‌اند. و میزان و نوع این اثر مشخص نیست. لذا هدف از این تحقیق، آزمون رابطه بین اقدام شرکت‌ها به مدیریت سود، با سرمایه‌گذاری بیش از حد مورد انتظار آن‌ها (یا به عبارتی رابطه بین مدیریت سود و مازاد سرمایه‌گذاری) بوده است. در تحقیق حاضر با استفاده از اطلاعات ۵۸ شرکت که در بازه زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار فعال بوده‌اند و نرم افزار اکسل و Eviews8 اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌ها با استفاده از مدل تعدیل شده جونز پرداخته شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که میانگین مازاد سرمایه‌گذاری شرکت‌های مدیریت‌کننده سود در دوره مدیریت سود و همچنین دردوره بعد از اقدام به مدیریت سود با سایر شرکت‌ها تفاوت معنا داری ندارد. یعنی اقدام به مدیریت سود تاثیر معنی داری بر سطوح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود، اقلام تعهدی جونز تعدیل شده، سطوح سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

جدایی مالکیت از مدیریت منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، به نام «مشکل نمایندگی» شد. مشکل نمایندگی ریشه در تضاد منافع بین مالک (کارفرما - اصل) و مدیر (کارگزار - وکیل - نماینده) دارد. نظریه نمایندگی سازمان را مجموعه ای از قراردادهای میان عوامل تولید می داند. جنسن و مک لینگ اساس نظریه نمایندگی را در جدایی مدیریت از تامین کنندگان مالی سازمان می دانند. از نظر آنان نهایت قدرت مدیران حق کنترل جزئی و اعمال نظر در خصوص نحوه تخصیص منابع سرمایه گذاران می باشد (ژانگ و هی، ۲۰۱۳). یکی از فرضیات اصلی نظریه نمایندگی این است که کارگزار و کارگزاران تضاد منافع دارند. در این شرایط مدیران برای دستیابی به عایدی کوتاه مدت و متفرقه تحریک می شوند که منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می شود. این مشکل نمایندگی ضرورت کنترل مدیریت شرکت ها توسط سهامداران را نشان می دهد. در قرارداد میان سهامداران و مدیریت شرکت، سود حسابداری، بعنوان برترین شاخص اندازه گیری عملکرد اقتصادی شرکت که محصول فرآیند حسابداری مالی است، برای مقاصد مختلف، نظیر طرحهای جبران خدمت (پاداش) مدیریت و ارزیابی وظیفه مباشرت مدیریت نقش اساسی بازی می کند. بنابراین، با توجه به اهمیت سود حسابداری و نقش تعیین کننده آن در شرایط قرارداد میان سهامداران و مدیریت، این فرض قوت میگیرد که به دلیل وجود تضاد منافع میان سهامداران و مدیران و انتظارات نفع شخصی، مدیران اقدام به مدیریت سود کرده و احتمالاً تصمیمات سرمایه گذاری غیر منصفانه ای خواهند داشت. تلاش برای حداکثر و یا حداقل نشان دادن سود گزارشی، جنبه ای از مدیریت سود را نشان میدهد که آن را از رفتار هموارسازی سود به عنوان تلاش برای کاهش نوسانات سود گزارشی متفاوت میسازد. از این جنبه از مدیریت سود در تحقیقات با نام مطالعات «مدیریت سود» یاد می شود (واتس، راس، جرالده، ۱۹۹۰).

بنابراین بیش از مقدار واقعی نشان دادن درآمدها و سودها احتمالاً انتظارات افراد بی اطلاع از تحریفات را در خصوص رشد شرکت، تحریف می کند. یک گمان آن است که اگر مدیریت ترسیم یک منظره زیباتر برای سرمایه گذاران را در اعدادی که به بیرون از شرکت گزارش می کند انتخاب کند، پس اجازه نخواهد داد که این موضوع سطوح سرمایه گذاری داخلی را تحت تاثیر قرار دهد. به هر حال این امکان وجود دارد که کسانی که در داخل شرکت در خصوص سرمایه گذاری تصمیم می گیرند روند رشدی را که نادرست گزارش شده است باور داشته - یا به سبب خوش بینی غیر موجه و یا به علت بی اطلاعی از ارائه نادرست اطلاعات - و بر طبق آن سرمایه گذاری کنند. به عبارت دیگر تصمیم گیرندگان در بخش سرمایه گذاری ممکن است وضعیت واقعی شرکت را در یابند اما در یک رویکرد پر ریسک و به منظور تغییر کارایی، سرمایه گذاری بیش از حد را انتخاب کنند. صرفنظر از دلیل سرمایه گذاری بیش از حد، به نظر می رسد که گزارشگری صادقانه می تواند از انجام آن ممانعت کند. بخش هایی که در تصمیم گیری برای سرمایه گذاری درگیر می شوند شامل مدیرانی که برای سرمایه گذاری تصمیم می گیرند، هیاتی که بودجه سرمایه ای را بررسی می کند و تامین کنندگان برون سازمانی سرمایه شرکت می باشند. اگر نتایج مالی صادقانه گزارش شوند پس بخش های دیگر می توانند در محدود نمودن سرمایه گذاری مداخله کنند (برن و میخائیل، ۱۹۹۶).

اگر شرکت ها در دوره دستکاری به یک دلیلی غیر از اثر اطلاعات گمراه کننده، بیش از حد سرمایه گذاری کنند، پس هنگامی که سودها دیگر دستکاری نمی شوند یک کاهش در سرمایه گذاری مورد انتظار خواهد بود. هدف از پژوهش حاضر بررسی این نکته است که آیا مدیریت سود، تخصیص منابع یا به عبارتی تصمیم های سرمایه گذاری را تحت تاثیر قرار می دهد یا خیر؟ لذا این پژوهش با هدف یافتن پاسخ این پرسش، تصمیمات مخارج سرمایه ای شرکتهایی که سود را مدیریت می کنند بررسی خواهد نمود. طبق آنچه بیان گردید مسئله اصلی این پژوهش بررسی تاثیر مدیریت سود بر سطوح سرمایه گذاری در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری

مدیران برخی شرکتها تلاش می کنند از طریق مدیریت سود، رشد سود آوری شرکتهای تحت مدیریت خود را یکنواخت نشان دهند. در واقع این عمل مدیران دلیلی برای تداوم فعالیت شرکتهای تحت مدیریت شان می باشد.

حسابداری به عنوان یک دانش همواره تلاش داشته تا با تشخیص اصول و قوانین علمی، توانایی پی بردن به مدیریت سود توسط شرکت ها را داشته باشد. قسمتی از این تلاش ها پیرامون تشخیص علل و اهداف مدیران از اقدام به مدیریت سود تمرکز داشته. از دیدگاه پژوهشگران و صاحب نظران این زمینه، بطور کلی دلایل و اهدافی که مدیران را به تلاش در جهت مدیریت سود سوق می دهند در سه گروه جای می گیرند که در بندهای زیر به آنان پرداخته خواهد شد:

افزایش رفاه سهامداران یکی از مهمترین انگیزه های مورد توجه پژوهشگران مدیریت سود بوده است. محققین دلایل بسیاری را اقامه نموده اند که تمایل مدیریت به مدیریت سود متأثر از انگیزه افزایش ارزش سهام شرکت است. چرا که یک جریان مناسب سود برای سهامداران نویدی از وجود جریان پایدارتر تقسیم سود و نیز ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک پایین تری است. بر این مبنا می توان ادعا کرد که مدیریت بر این باور است که سرمایه گذاران، حاضر به پرداخت بهای بیشتر برای سهام شرکت هایی هستند که جریان سود با ثبات و همواری دارند (کریستف، مرک و آن، ۲۰۱۲).

بیدلمن^۱ (۱۹۷۷) بر این اعتقاد بوده است که مدیریت فرض می کند که سهامداران جریان سود پایدار در طول زمان را به جریان نوسان دار سود ترجیح می دهند، زیرا سودهای پایدار موید جریان با ثباتی است، در حالی که سودهای نوسان دار از سوی سرمایه گذاران به عنوان نشانه ای از ریسک بالای عملیات شرکت بوده و موجب تأثیر منفی بر ارزش سهام شرکت می شود.

همچنین هپ ورث نیز در بیان انگیزه های مدیریت سود به بهبود روابط با اعتبار دهندگان، سرمایه گذاران و کارکنان و نیز کم کردن چرخه های تجاری از طریق فرآیندهای روان شناختی اشاره داشته است. (ریاحی بلکویی، ۱۳۸۱). این موضوع می تواند از هر دو جنبه درون سازمانی و برون سازمانی مورد بررسی قرار گیرد. از دیدگاه درون سازمانی استفاده از سودهای پرنوسان ممکن است فرآیند برنامه ریزی و بودجه بندی را با مشکلات مواجه نماید. همچنین از جنبه برون سازمانی احتمال می رود که انگیزه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، زمینه ساز بروز رفتار مدیریت سود باشد. (معتمصی، ۱۳۷۶).

هدف اولیه مدیریت حداکثر کردن تابع مطلوبیت خویش است. لذا برای افزایش این مطلوبیت، مدیران سعی در ابقاء خود در سمت فعلی دارند. بنابراین برای تحقق این امر سعی در بالا بردن رضایت سهامداران از طریق مدیریت سود دارند. همانگونه که هپ ورث (۱۹۵۳) بیان نمود: مزیت بسیار مهم و احتمالاً اساسی سطح نسبتاً ثابت سود دوره ای این است که سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان احساس اطمینان بیشتری نسبت به مدیرانی خواهند داشت که سطح سود مدیریت شده ای را گزارش می نمایند، تا آن مدیرانی که نوسانات زیادی در سود گزارش شده خود دارند. از طرفی دیگر مدیریت سود موجب ثبات در سیاست تقسیم سود و کاهش ریسک می گردد، که نتیجه آن افزایش ثروت سهامداران و نهایتاً رضایتمندی بیشتر سهامداران و ارتباط بهتر آنان با مدیران را به دنبال خواهد داشت (علامه حائری، ۱۳۷۹). علاوه بر این برخی از تحقیقات اخیر با مرتبط ساختن ثروت مدیران از طریق حقوق و مزایای مورد انتظاری که در ازای عملکردشان در شرکت به آنها تعلق می گیرد، به این نتیجه رسیدند که مدیران با انگیزه مشخص افزایش ثروت خویش به مدیریت ارقام سود می پردازند. بر این مبنا اگر حق الزحمه مدیر به رشد ثابت و پایدار سود وابسته باشد این احتمال منطقی وجود دارد که دست به مدیریت سود بزنند. رونن و سادان (۱۹۸۱) این فرضیه را تأیید کردند که طرحهای توافق شده حق الزحمه مبتنی بر سود عموماً به مدیریت سود می انجامد (بدری، ۱۳۷۸).

ولی پور، طالب نیا و جوانمرد (۱۳۹۲) در پژوهشی مدیریت سود در شرکت های دارای بحران مالی و تأثیر آن بر کیفیت سود این شرکت ها در مقایسه با سایر شرکت هادر طول سال های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار داده اند. آزمون محافظه کاری مشروط نشان داده است که برخلاف انتظار محققین، هر دو گروه از روش های حسابداری غیرمحافظه کارانه استفاده می کنند. بنابراین، با وجود اعمال بیشتر مدیریت سود در شرکت های دارای بحران مالی، کیفیت سود اندازه گیری شده با معیار

¹ - Bidelman

محافظه کاری مشروط در هر دو گروه یکسان بوده و تفاوتی ندارد. حاجیها، حسن زاده و احمد زاده (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش نشان میدهد که نتایج یکسانی هم برای داده های سالانه و هم برای داده های میان دوره ای بدست آمده است. این نتایج نشانگر این است که تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود تاثیر منفی دارد و همچنین امکان مدیریت سود در شرکت هایی که به وسیله حسابرسان متخصص در صنعت و با دوره تصدی بالای چهار سال، حسابرسی می شوند از شرکت هایی که به وسیله این حسابرسان، حسابرسی نمی شوند کمتر است. ایزدی نیا، ربیعی و حمیدیان (۱۳۹۲) در پژوهش خود رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین اهرم های مالی و معیارهای مدیریت سود شامل جریان های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیر عادی تولید و هزینه اختیاری غیر عادی رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. مشککی و نوریدیه (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی آثار مدیریت سود بر پایداری و ثبات سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته اند. نتایج پژوهش شان می دهد که پایداری سود شرکت های مدیریت کننده سود بیش از پایداری سود شرکت های غیرمدیریت کننده است. از طرفی، آزمون ها نشان میدهد شرکت هایی که اقدام به مدیریت سود نموده اند، در مقایسه با سایر شرکت ها، سود سهم پایداری در آینده اعلام نموده اند. خواجهوی، بایزیدی و جبارزاده کنگرلویی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مدیریت سود و مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. یافته های پژوهش آنان نشان می دهد که بین مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت و مدیریت سود، رابطه منفی وجود دارد و حدود ۱۶٪ از تغییرات مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت به طور معکوس تحت تاثیر متغیرهای اندازه شرکت، منابع مالی و مدیریت سود می باشد. همچنین عملکرد مالی شرکت با مدیریت سود رابطه مثبت و با مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت، رابطه منفی و معکوس داشته، ولی مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت در کنار مدیریت سود، باعث کاهش اثر معکوس مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی، یعنی بهبود عملکرد مالی شرکت شده است. در نهایت، تعهدات سازمانی با مدیریت سود و عملکرد مالی شرکت رابطه منفی دارد. کرمی، بذرافشان و محمدی (۱۳۹۰) رابطه بین دوره تصدی حسابرس و مدیریت سود را مورد آزمون قرار دادند آنها با استفاده از ۱۳۳ مشاهده در سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ به این نتیجه رسیدند که رابطه طولانی مدت میان صاحبکار و حسابرس، باعث افزایش انعطاف پذیری مدیریت در استفاده از اقلام تعهدی اختیاری می گردد اما این استفاده بیشتر در جهت کاهش سود (محافظه کارانه) است. نمازی، بایزیدی و جبارزاده کنگرلویی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود با استفاده از ۶۱ مشاهده در سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۰ پرداختند، نتایج نشان می دهد که بین اندازه حسابرس و مدیریت سود رابطه ای وجود ندارد ولی بین دوره تصدی حسابرس و مدیریت سود رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. خدادادی و جان جانی (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی رابطه مدیریت سود و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان در این پژوهش تلاش می کنند تا شواهدی در مورد وجود پدیده هموارسازی و مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران ارائه کنند. نتایج به دست آمده از مدل لوجستیک نشان می دهد شرکت هایی که مدیریت سود داشته اند، دارای رشد بیشتر و بازده کمتری بوده اند. بهار مقدم و کوهی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی نوع مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. آنان با آزمون رابطه بین مدیریت سود و سودآوری آتی، کارا یا فرصت طلبانه بودن عمل مدیریت سود را مورد بررسی قرار داده اند. یافته های این پژوهش نشان می دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت سود به کارایی گرایش دارد.

فارل، انلو و یو^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با هدف بررسی تاثیر محدودیت های تامین مالی بر مدیریت سود به این نتیجه رسیدند که محدودیت های زیاد در تامین مالی باعث افزایش استفاده از اقلام تعهدی با هدف مدیریت سود و کاهش دیگر تکنیک های مدیریت سود واقعی است. کرافت، لی و لوپاتا^۲ (۲۰۱۴) در پژوهشی با هدف بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود

^۱Farrell, Unlu and Yu

^۲Kraft, Lee and Lopatta

دریافتند که مدیران از اطلاعات شخصی که ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است جهت انجام مدیریت سود به نفع خویش استفاده می کنند. ^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با هدف بررسی رابطه بین مدیریت مستقل جریانهای نقدی و مدیریت سود پاداش نقدی مدیران تاثیر بسیار قابل توجهی بر کیفیت گزارشگری مالی و مدیریت سود دارد. آرتس و ژانگ ^۲ (۲۰۱۴) در پژوهشی با هدف بررسی دلایل مدیران در اقدام به مدیریت سود به این نتیجه دست یافتند که کاهش نگرانی های مربوط به عملکرد سرمایه گذاران، تلاش برای نشان دادن رفتار مناسب از شرکت و ایجاد مشروعیت مناسب، جزو مهمترین دلایل مدیران در اقدام به مدیریت سود است. چانگ، چو و لین ^۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی با هدف بررسی قابلیت کشف مدیریت سود با استفاده از استانداردهای گزارش دهی مالی متوجه شدند که بکارگیری استانداردهای گزارشگری مالی همراه با فرصت های زیادی برای اقدام به مدیریت سود توسط مدیران خواهد بود اما با در نظر گرفتن اثر نظارت بر گزارشات بطور قابل توجهی امکان مدیریت سود کاهش می یابد. کیم و سون ^۴ (۲۰۱۳) در پژوهشی با هدف بررسی رابطه بین مدیریت واقعی سود و هزینه سرمایه به این نتیجه رسیدند که مدیریت واقعی سود باعث تشدید کیفیت اطلاعات مربوط به درآمد ارائه شده در صورت های مالی که مورد استفاده سرمایه گذاران است می شود و نتیجتاً به مدیریت سود بر مبنای داده های آمار و ارقام حسابداری ارجحیت دارد. گوئل ^۵ (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر مدیریت سود در شرکت های خصوصی کشور هند پرداخته، گوئل در پژوهش خود بیان داشته که واضح نبودن قوانین مبنایی گزارشگری مالی موجب گردیده تا بسیاری از شرکت های کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از میناهای قانونی کاهش دهند و بدین طریق اقدام به مدیریت سود نمایند. تاثیر عکس مدیریت سود بر کیفیت گزارشگری مالی نیز جزء یافته های این پژوهش می باشد چاهین و همکاران ^۶ (۲۰۱۲) در پژوهش خود تحت عنوان "اثر نوع صنعت و وجود صنف های صنعتی بر مدیریت سود" به این نتیجه رسیدند که نهادهای گوناگون رسمی و سندیکایی اثر قابل توجهی بر مداخله سازمان های حسابرسی در فرآیند حسابرسی شرکت ها نموده و باعث کاهش فرصت های مدیریت سود می شود. بیوزلینگ و دلف ^۷ (۲۰۱۲) در پژوهشی با هدف بررسی مدیریت سود در گروه های تجاری مختلف و دلایل آن میزان اقلام تعهدی اختیاری در هر یک از گروه های مختلف تحت تاثیر نرخ نهایی مالیات است و مدیران شرکت های عضو گروه های تجاری از طریق معاملات درون گروهی فرصت بسیار مناسبی در اقدام به مدیریت سود دارند. وان چی و لینگ لی و میکائیل ^۸ (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی پیشرفته و مدیریت واقعی سود در ۱۸۰۰ شرکت طی دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۰۲ پرداختند، آنها در تحقیق خود ابتدا دریافتند که حسابرسان متخصص در صنعت و حسابرسان بزرگ (N بزرگ) حق الزحمه بیشتری را نسبت به سایر حسابرسان دریافت می کنند. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که حسابرسان متخصص در صنعت و حسابرسان بزرگ مدیریت واقعی سود را دچار محدودیت کرده اما حسابرسان با تصدی بالا با مدیریت واقعی سود رابطه مثبت دارند و تغییر حسابرس می تواند منجر به مدیریت سود کمتر، شود. زنگین و اوزکان ^۹ (۲۰۱۰) رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود را در صورت های مالی میان دوره ای با استفاده از ۲۱۵۲ مشاهدات سه ماهه شرکت در سال های ۲۰۰۹ تا ۲۰۰۶ بررسی کردند آنها دریافتند که ۴ شاخص حسابرس، تخصص در صنعت و تصدی شرکت حسابرسی (به عنوان شاخص های کیفیت حسابرسی) اقلام تعهدی اختیاری (شاخصی برای مدیریت سود) را دچار محدودیت می کند.

¹ Kangtao Ye

² Walter Aerts, Shuyu Zhang

³ Yongtao Cang, Yiyun Chu, Thomas W. Lin

⁴ Kim and sohn

⁵ Goel

⁶ chahine et.al.

⁷ Christof Beuselinck, Marc Deloof

⁸ -WuchunChi, Ling Lei & Mikhail

⁹ Zengin and Ozkan

فرضیات تحقیق

H_1 : مدیریت سود بر سطوح سرمایه گذاری در دوره دستکاری سود تاثیر معناداری دارد.

H_2 : مدیریت سود بر سطوح سرمایه گذاری بعد از دوره دستکاری سود تاثیر معناداری دارد.

لازم به ذکر است فرضیه‌های پیش گفته فرضیه‌های تحقیقاتی هستند، اما به لحاظ آماری برای آزمون این فرضیه‌ها، از فرضیه صفر برای هر یک از آنها استفاده می‌شود، که در صورت رد شدن فرضیه صفر - مبنی بر عدم برقراری روابط مورد نظر ما - فرضیه‌های تحقیقاتی تایید خواهند گردید.

فرضیه اصلی این پژوهشی نیز به شکل زیر ارائه شد:

مدیریت سود تاثیر معنی داری بر سطوح سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

روش شناسی

تحقیقی کاربردی است. در تحقیق حاضر با استفاده از رویکردی پس رویدادی به دنبال آزمون رابطه بین اقدام شرکت‌ها به مدیریت سود، با سرمایه گذاری بیش از حد مورد انتظار آن‌ها (یا به عبارتی رابطه بین مدیریت سود و مازاد سرمایه گذاری) هستیم. با توجه به نوع رابطه مورد آزمون در این تحقیق (همبستگی) از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره به منظور تعیین میزان و شدت همبستگی بین متغیر مستقل اصلی و متغیرهای کنترلی با متغیر وابسته استفاده گردیده است. جامعه آماری شامل شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ می‌باشند که در این سال - ها صورت‌های مالی خود را به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه نموده‌اند علت این امر نیز دسترسی به اطلاعات قابل اتکاء و صورت‌های مالی حسابرسی شده می‌باشد. تعداد شرکت‌های فعال در بورس تهران در ابتدای سال ۱۳۸۲ حدود ۳۲۰ شرکت می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت حذف سیستماتیک بود.

مدل تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق مدل رگرسیون زیر برآزش گردیده و با توجه به نتایج آزمون‌های آماری انجام شده بر روی این مدل، نسبت به رد یا تایید فرضیه‌های تحقیق اقدام خواهیم نمود:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن INV_{it} سطح سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t ، $Q_{i,t-1}$ ارزش بازار دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای سال t و $CF_{i,t}$ یک مقیاس از سطح جریان نقدی شرکت است $CF_{i,t}$ تفاوت شرکت‌ها در قابلیت تامین مالی داخلی را کنترل می‌کند. در این مدل امکانات سرمایه گذاری بویژه توسط کیو توبین و وجوه نقد حاصل از عملیات کنترل می‌شود.

به هر حال ایل و ابرلی (۲۰۰۲) نشان دادند ارتباط بین سرمایه گذاری و Q توبین یک تابع از Q توبین است.

بنابراین در این تحقیق رابطه (۱) را با افزودن ضریب افزایشی چارک های Q توبین به آن تکمیل می‌نماییم:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t-1} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

در اینجا:

$GROWTH$: برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در انتهای سال $t-1$ تقسیم بر کل دارایی‌ها در انتهای سال $t-2$ INV_{it} : متغیری است که برای نشان دادن سطح سرمایه گذاری شرکت وارد مدل شده است. برای محاسبه این متغیر از نسبت مخارج سرمایه ای استفاده شده است. مخارج سرمایه ای مجموعه ای از هزینه هایی است که شرکت برای تحصیل و افزایش دارایی‌های فیزیکی خود از قبیل زمین، ساختمان، ماشین آلات، وسایل نقلیه و یا انجام تعمیرات اساسی و تعویض

قطعات اصلی دستگاه‌ها محتمل می‌شود. این مخارج بر خلاف سایر هزینه‌هایی که شرکت متحمل می‌شود به جای آنکه کاهنده درآمد باشد، افزایش‌دهنده دارایی‌های شرکت است. بطور کلی این مخارج منافع آتی برای شرکت خواهند داشت. در این تحقیق مخارج سرمایه‌ای از قسمت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها استخراج شده است. ما برای وارد کردن این متغیر در مدل آن را بر اموال ماشین‌آلات و تجهیزات خالص اول دوره تقسیم کرده ایم.

$Q_{i,t-1}$: یکی از معیارهای مهم ارزیابی عملکرد، معیار کیوتوبین است. این معیار در دهه ۱۹۷۰ توسط آقای توبین ارائه گردید که موجب تحول علمی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها گردید. بطور کلی اگر این نسبت بزرگ‌تر از یک باشد می‌توان گفت شرکت در حال رشد بوده و انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد اما اگر این نسبت کوچکتر از یک باشد می‌توان نتیجه گرفت که شرکت فاقد رشد است و بنابراین جهت انجام سرمایه‌گذاری انگیزه‌ای وجود ندارد. شاخص Q توبین TA ($MVE+TA-BVE$) است. در اینجا MVE ارزش روز حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی و BVE ارزش دفتری جمع حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی و TA مجموع دارایی‌ها می‌باشد.

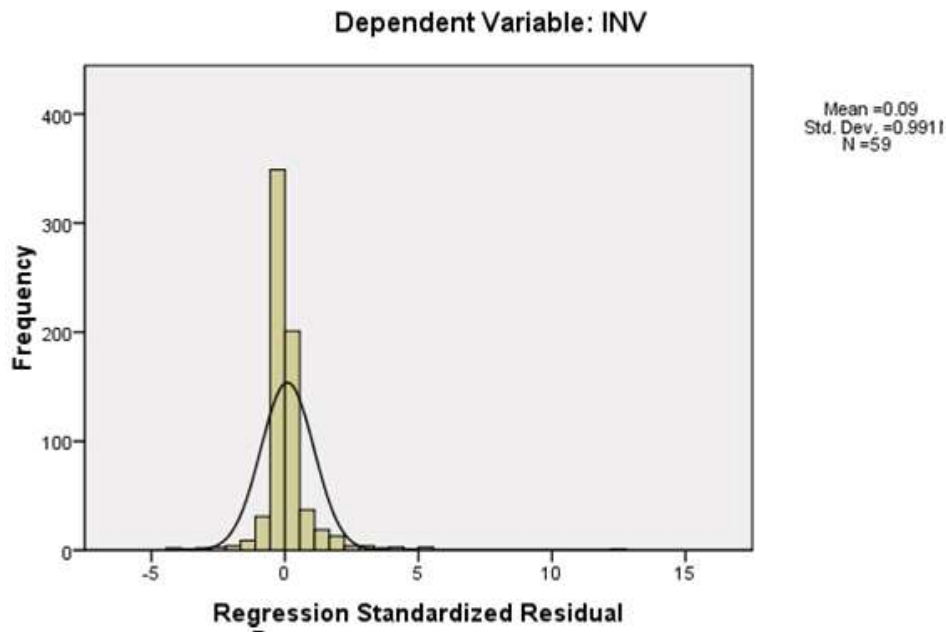
CF_{it} : متغیری است که تفاوت شرکت‌ها در قابلیت تامین مالی داخلی را کنترل می‌کند. برای محاسبه این متغیر از نسبت وجوه نقد حاصل از عملیات استفاده شده است. در این تحقیق وجوه نقد حاصل از عملیات از قسمت فعالیت‌های عملیاتی صورت جریان وجوه نقد شرکت‌ها استخراج شده است. ما برای وارد کردن این متغیر در مدل وجه نقد حاصل از عملیات را بر اموال ماشین‌آلات و تجهیزات خالص اول دوره تقسیم کرده ایم.

$GROWTH_{i,t-1}$: متغیر دیگری که در این مدل مورد توجه قرار می‌گیرد رشد دارایی‌ها در ابتدای دوره است. در این تحقیق رشد دارایی‌ها برابر لگاریتم طبیعی نسبت دارایی‌های سال گذشته به دارایی‌های دو سال قبل است.

$INV_{i,t-1}$: سطح سرمایه‌گذاری شرکت در انتهای دوره قبل است. این متغیر وارد مدل شده است تا مولفه‌های خاص شرکت در ارتباط با سطوح سرمایه‌گذاری را که توسط دیگر متغیرها در مدل به حساب گرفته نشده اند را در بر گیرد. به منظور برآزش مدل و آزمون فرضیات تحقیق، ابتدا داده‌های مورد نظر گردآوری و محاسبات متغیرهای لازم در صفحه گسترده نرم افزار اکسل (Excel) صورت پذیرفت. سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی از نرم افزار (E-views) استفاده گردید. (۸)

نتایج

همانطور که در جدول زیر نشان داده شده، مقدار آماره دوربین-واتسون برای مدل اصلی تحقیق (سرمایه‌گذاری مازاد) برابر با ۱.۹۴۳ است. با توجه به این که این عدد بین ۱.۵ و ۲.۵ قرار دارد، می‌توان نتیجه گرفت داده‌ها دارای استقلال نسبی بوده و یا به عبارت دیگر بین خطاها (باقیمانده‌ها) خود همبستگی یا همبستگی سریالی وجود ندارد. با توجه به جدول ۲ مقدار آماره F برای مدل اصلی تحقیق (سرمایه‌گذاری مازاد) برابر با $(P-Value=0/000)239.781$ است. بنابراین فرض H_0 در سطح ۹۹٪ رد و فرض معنی‌داری کلی مدل اصلی تحقیق (سرمایه‌گذاری مازاد) تایید می‌شود. همانگونه که در شکل ۱ مشخص شده، در مدل اصلی تحقیق (سرمایه‌گذاری مازاد) میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر، و انحراف معیار آن نزدیک به یک (۰.۹۹۱) است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت خطاهای این مدل رگرسیون نیز دارای توزیع نرمال می‌باشند.



شکل ۱: منحنی اجزاء خطاها - مدل اصلی تحقیق (سرمایه گذاری مازاد)

همخطی بین متغیرهای مستقل با استفاده از دو آماره عامل تورم واریانس و تولرانس مورد آزمون قرار می‌گیرد. عامل تورم واریانس و تولرانس متغیرهای مستقل مدل اصلی تحقیق مطابق جدول ۱ زیر است. بنابراین این متغیرها هیچگونه هم خطی اخلاگری در مدل ایجاد نمی‌نمایند.

جدول ۱: تولرنس و عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل مدل اصلی تحقیق (مازاد سرمایه گذاری)

نام متغیر	نماد متغیر	تولرانس	عامل تورم واریانس
Q نوبین ابتدای دوره	Q	۰.۹۱۰	۱.۰۹۹
Q نوبین ابتدای دوره در چارک دوم	$Q - QRT2_{i,t-1}$	۰.۳۹۷	۲.۵۱۸
Q نوبین ابتدای دوره در چارک سوم	$Q - QRT3_{i,t-1}$	۰.۲۷۹	۳.۵۸۹
Q نوبین ابتدای دوره در چارک چهارم	$Q - QRT4_{i,t-1}$	۰.۰۰۱	۱.۱۲۰
جریان نقدی عملیاتی	CF_{it}	۰.۹۴۵	۱.۰۵۹
نسبت رشد ابتدای دوره	$GROWTH_{i,t-1}$	۰.۵۱۵	۱.۹۴۰
سرمایه گذاری ابتدای دوره	$INV_{i,t-1}$	۰.۹۳۹	۱.۰۶۵

پس از آزمون مفروضات رگرسیون مدل اصلی تحقیق (سطح سرمایه‌گذاری)، و اطمینان از برقراری آنها، معادله رگرسیون مربوط به این مدل برازش گردیده و خلاصه نتایج آن به شرح جدول ۲ زیر است.

جدول ۲: نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون مدل اصلی تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
Q نوبین ابتدای دوره	Q	۱.۳۸۰	۲/۰۰۶	۰.۰۴۵

۰.۴۳۰	-۰/۷۸۹	-۰.۰۲۶	$Q - QRT2_{i,t-1}$	Q نوبین ابتدای دوره در چارک دوم
۰.۷۹۲	۰/۲۶۴	-۰.۰۱۰	$Q - QRT3_{i,t-1}$	Q نوبین ابتدای دوره در چارک سوم
۰.۰۶۵	-۱/۸۴۸	-۱.۲۷۳	$Q - QRT4_{i,t-1}$	Q نوبین ابتدای دوره در چارک چهارم
۰.۰۰۰	۳۴/۸۸۸	۰.۷۳۹	CF_{it}	جریان نقدی عملیاتی
۰.۰۰۰	۴/۴۴۶	۰.۱۲۷	$GROWTH_{i,t-1}$	نسبت رشد ابتدای دوره
۰.۰۰۰	۱۰/۳۰۳	۰.۱۲۹	$INV_{i,t-1}$	سرمایه گذاری ابتدای دوره
ضریب تعدیل شده ۰.۷۰۸		ضریب تعیین ۰.۷۱۱		ضریب همبستگی ۰.۸۴۳
آماره دوربین واتسون ۱.۹۴۳		معنی داری (P-Value) ۰.۰۰۰		آماره F ۲۳۹.۷۸۱

بررسی قدرت مدل اصلی تحقیق

همان طور که در قسمت پایین جدول ۲ مشخص شده است، ضریب همبستگی، ضریب تعیین، و ضریب تعدیل شده مدل اصلی تحقیق (سرمایه گذاری مازاد) به ترتیب عبارتند از ۸۴.۳ درصد، ۷۱.۱ درصد، ۷۰.۸ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که معادله رگرسیون مدل اصلی، حدود ۷۱ درصد از تغییرات سطوح سرمایه گذاری توسط شرکت های مورد بررسی را تبیین می نماید.

با توجه به سطح معنی داری ضرایب متغیرهای مستقل برازش شده توسط این مدل، تنها ضرایب متغیرهای مربوط به نسبت Q توبین ابتدای دوره، جریان نقدی عملیاتی، نسبت رشد ابتدای دوره، و سرمایه گذاری شرکت در ابتدای دوره در سطح معنی داری ۹۵٪ (یا خطای قابل قبول ۵٪) معنی دار هستند، یعنی سطح معنی داری آنها کمتر از ۵٪ است؛ در نتیجه در معادله برازش شده، نمی توان از ضرایبی که معنادار نشده اند (نسبت Q توبین چارک های دوم، سوم و چهارم) استفاده نمود. به این ترتیب متغیرهای مربوط به نسبت Q توبین چارک های دوم، سوم، و چهارم از معادله اصلی، برای محاسبه میزان سرمایه گذاری مازاد توسط شرکت ها حذف می گردند.

معادله رگرسیون برازش شده برای مدل اصلی تحقیق

با توجه به نتایج مندرج در جدول ۲ معادله رگرسیون برازش شده برای مدل سرمایه گذاری شرکت ها به صورت زیر است:

$$INV_{it} = 1.380 Q_{i,t-1} + 0.739 CF_{it} + 0.127 GROWTH_{i,t-1} + 0.219 INV_{i,t-1} + e_{it}$$

در مرحله بعدی، با استفاده از مدل بالا میزان سرمایه گذاری مازاد هر یک از شرکت های دو گروه آزمون و کنترل، به صورت مبلغ مازاد سرمایه گذاری قابل استخراج از مدل بالا (با ضرایب برآورد شده) محاسبه می گردد.

برای آزمون فرضیه اول، همانطور که در بخش های قبلی تشریح گردید، از آزمون مقایسه میانگین های مازاد سرمایه گذاری گروه های آزمون و کنترل استفاده می نمایم. به این منظور، ابتدا مازاد سرمایه گذاری هر یک از شرکت ها برای سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ به صورت جزء باقیمانده در مدل بالا محاسبه گردید. سپس میانگین مازاد سرمایه گذاری هر یک از این دو گروه نیز اندازه گیری گردیده، و در نهایت با استفاده از آزمون t استیودنت مورد آزمون قرار گرفت.

نتایج حاصل از آزمون تفاوت میانگین ها به شرح جدول ۳ زیر است:

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون مقایسه میانگین ها

شرح	تعداد (سال-شرکت)	میانگین	انحراف معیار	میانگین استاندارد	خطای
-----	------------------	---------	--------------	-------------------	------

۱.۱۰۰	۲۰.۷۹۴	-۲.۷۲۷	۲۰۲	میزان مازاد سرمایه گذاری شرکت های مدیریت کننده سود
۱.۱۸۸	۲۲.۴۵۶	-۴.۲۳۹	۲۰۴	میزان مازاد سرمایه گذاری شرکت هایی که سود خود را مدیریت نکرده اند
معنی داری (P-Value) ۰.۳۵۱				آماره t -۰.۹۳۳

نتایج آزمون t استیودنت برای مقایسه میانگین مازاد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مدیریت کننده سود با میانگین مازاد سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که سود خود را دستکاری ننموده‌اند، نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ تفاوت میانگین این دو گروه از شرکت‌های آزمون و کنترل معنی‌دار نیست؛ زیرا قدر مطلق آماره t این آزمون (۰.۹۳۳-) کمتر از حداقل مقدار قابل قبول برای سطح اطمینان ۹۵٪ مطابق جدول (۱.۹۶) است. در نتیجه در سطح خطای قابل قبول ۵٪، فرض آماری بیشتر نبودن میانگین مازاد سرمایه‌گذاری شرکت‌های مدیریت کننده سود در دوره مدیریت سود از سایر شرکت‌ها رد نمی‌شود و فرضیه پژوهشی اول این تحقیق مبنی بر بالاتر بودن سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های مدیریت کننده سود، در دوره انجام مدیریت سود رد می‌شود.

آزمون فرضیه دوم

همانطور که در فصل سوم به تفصیل بحث گردید، فرضیه پژوهشی دوم این تحقیق به شرح زیر است:
شرکت های دستکاری کننده سود بعد از دوره دستکاری سود سطوح سرمایه‌گذاری پایین‌تری نسبت به امکانات سرمایه‌گذاری مورد انتظار خواهند داشت.

برای آزمون این فرضیه، میانگین میزان سرمایه‌گذاری مازاد شرکت‌هایی که مدیریت سود نموده بودند در دوره‌های پس از مدیریت سود با میانگین مازاد سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که سود خود را دستکاری ننموده بودند مقایسه گردید. همانطور که در اول فصل اشاره گردید، برای اندازه‌گیری میزان مدیریت سود شرکتها و تفکیک آنها به دو دسته شرکت‌های مدیریت کننده سود و شرکت‌هایی که سود خود را مدیریت ننموده‌اند (یا کمتر مدیریت نموده‌اند) از مدل تعدیل شده جونز استفاده گردید. به این صورت که ابتدا پارامترهای مدل مزبور بر مبنای داده‌های شرکت‌های نمونه در سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ برآورد گردید؛ سپس میزان ارقام تعهدی غیراختیاری شرکتها با استفاده از این پارامترها در مدل تعدیل شده جونز محاسبه شد، و در نهایت ارقام تعهدی اختیاری - به عنوان عامل قابل دستکاری و معیار اندازه‌گیری میزان مدیریت سود- از طریق کسر نمودن ارقام تعهدی غیراختیاری از کل ارقام تعهدی شرکت‌های نمونه در سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ (دوره آزمون) محاسبه گردید. در نهایت پس از ترتیب بندی شرکت‌های نمونه بر اساس میزان ارقام تعهدی اختیاری آنها، شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها بالاتر از میزان میانه بود به عنوان شرکت‌های مدیریت کننده سود، و شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها پایین‌تر از میزان میانه بود به عنوان شرکت‌هایی که سود خود را دستکاری ننموده‌اند شناسایی گردیدند. برای آزمون فرضیه دوم تحقیق، این دسته بندی به صورت سال به سال انجام شد؛ به این صورت که پس از ترتیب بندی شرکت‌های نمونه بر اساس میزان ارقام تعهدی اختیاری آنها، شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آن‌ها در سال ۱۳۸۵ (سال مبنای قلمرو تحقیق) بالاتر از میزان میانه و در سال بعد از آن (۱۳۸۶) پایین‌تر از میزان میانه بود به عنوان شرکت‌های گروه آزمون یعنی شرکت‌هایی که در سال ۱۳۸۵ سود خود را مدیریت نموده (دوره دستکاری سود) اما در سال ۱۳۸۶ (دوره بعد از دستکاری سود) سود خود را مدیریت ننموده‌اند، دسته بندی گردیدند. شرکت‌هایی که ارقام تعهدی اختیاری آنها در هر دو سال ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ پایین‌تر از میزان میانه در این سال‌ها بوده است به عنوان شرکت‌های کنترل یعنی شرکت‌هایی که در هیچ یک از این دو دوره سود خود را مدیریت نکرده‌اند

دسته بندی گردیدند. سپس میانگین میزان سرمایه‌گذاری مزاد شرکت‌های آزمون و کنترل در سال ۱۳۸۶ (دوره بعد از دستکاری سود) مقایسه شدند. این مراحل برای سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰ نیز تکرار گردید. نتایج این دسته‌بندی نشان می‌دهد در مجموع تفاوت معنی‌داری میان مزاد سرمایه‌گذاری سال بعد از دستکاری سود، میان شرکت‌هایی که در سال جاری اقدام به مدیریت سود نموده‌اند اما در سال بعد سود خود را دستکاری ننموده‌اند، با مزاد سرمایه‌گذاری سال آتی شرکت‌هایی که نه در سال جاری و نه در سال آتی سود خود را دستکاری ننموده‌اند وجود ندارد.

بحث و نتیجه گیری

فرضیه ۱: شرکت‌های دستکاری کننده سود، در دوره دستکاری سود سطح سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار داشته‌اند.

با توجه به یافته‌های تحقیق ارائه شده در جدول ۳، نتایج آزمون t استیودنت برای مقایسه میانگین مزاد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مدیریت کننده سود با میانگین مزاد سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که سود خود را دستکاری ننموده‌اند، نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ تفاوت میانگین این دو گروه از شرکت‌های آزمون و کنترل معنی‌دار نیست؛ زیرا قدر مطلق آماره t این آزمون (-۰.۹۳۳) کمتر از حداقل مقدار قابل قبول برای سطح اطمینان ۹۵٪ مطابق جدول (۱.۹۶) است. در نتیجه در سطح خطای قابل قبول ۵٪، فرض آماری بیشتر نبودن میانگین مزاد سرمایه‌گذاری شرکت‌های مدیریت کننده سود در دوره مدیریت سود از سایر شرکت‌ها رد نمی‌شود و فرضیه پژوهشی اول این تحقیق مبنی بر بالاتر بودن سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های مدیریت کننده سود، در دوره انجام مدیریت سود رد می‌شود.

این یافته تحقیق با یافته‌های ولی پور، طالب نیا و جوانمرد (۱۳۹۲)، قائمی، قیطاسوندوتوجوکی (۱۳۸۲) همخوانی دارد و با یافته‌های مک نیکولاز و استوبن^۱ (۲۰۰۸)، لافوند، اولسون و شیفر^۲ (۲۰۰۳) ایزدی نیا، ربیعی و حمیدیان (۱۳۹۲)، مشکی و نوردیده (۱۳۹۱)، خدادادی و جان جانی (۱۳۹۰)، شریعت پناهی و سمائی (۱۳۸۳)، کیم و سون^۳ (۲۰۱۳) همخوانی ندارد.

فرضیه ۲: شرکت‌های دستکاری کننده سود بعد از دوره مالی دستکاری سود سطوح سرمایه‌گذاری پایین تری نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار داشته‌اند.

با توجه به یافته‌های تحقیق آزمون‌های مقایسه میانگین‌های سال به سال برای گروه‌های آزمون و کنترل نتایج همسانی به دست می‌دهد؛ به این صورت که آزمون مقایسه میانگین‌ها برای سال‌های ۸۷، ۸۶، ۸۸، ۸۹ و ۹۰ به ترتیب با سطح معنی‌داری ۷۶٪، ۷۲.۵٪، ۱۲٪، ۷۳.۹٪ و ۹۲.۸٪ نشان می‌دهد که تفاوت معنی‌داری بین سطوح سرمایه‌گذاری گروه‌های کنترل و آزمون در سال بعد از دستکاری سود مشاهده نشده است. لذا فرضیه دوم تحقیق حاضر نیز رد می‌گردد.

این یافته تحقیق با یافته‌های ولی پور، طالب نیا و جوانمرد (۱۳۹۲)، قائمی، قیطاسوندوتوجوکی (۱۳۸۲) همخوانی دارد و با یافته‌های مک نیکولاز و استوبن^۴ (۲۰۰۸)، لافوند، اولسون و شیفر^۵ (۲۰۰۳) ایزدی نیا، ربیعی و حمیدیان (۱۳۹۲)، مشکی و نوردیده (۱۳۹۱)، خدادادی و جان جانی (۱۳۹۰)، شریعت پناهی و سمائی (۱۳۸۳)، کیم و سون^۶ (۲۰۱۳) همخوانی ندارد.

از آنجا که یافته‌های تحلیلی و آماری، فرضیات پژوهش حاضر را تأیید نمی‌کنند. نتیجتاً باید در نظر گرفت که اقدام به مدیریت سود تأثیر معنی‌داری بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت‌های قلمرو تحقیق نمی‌گذارد. این نکته نشان می‌دهد که تصمیمات مدیریتی در زمینه سطوح سرمایه‌گذاری، از مولفه‌های مالی پیروی نمی‌کنند و این نکته بدین معنی است که این تصمیمات از نظر مالی قابل بررسی و دفاع نیستند و با رویکرد غیر مالی و عموماً رانتهی اتخاذ شده‌اند.

¹McNicholas and Stubben

² LaFond, Olsson & Schipper

³ Kim and Sohn

⁴McNicholas and Stubben

⁵ LaFond, Olsson & Schipper

⁶ Kim and Sohn

از آنجا که طبق تئوری های مدیریت سود، عموم روش های مدیریت سود (مخصوصا مدیریت سود حسابرسی شده) با اتکا به اقلام تعهدی گزارش شده است. یافته های این تحقیق نشان می دهد که تصمیم های مدیران به تغییرات اقلام تعهدی شرکت ها (بصورت کل و یا به تفکیک اقلام تعهدی عادی و غیر عادی) حساس نبوده و عکس العمل نشان نمی دهد. یک شاخصه این عکس العمل که در این تحقیق مورد مطالعه قرار گرفته است همان سطوح سرمایه گذاری می باشد. مسلما این نکته بر خلاف اصول پویایی بازار و اهمیت دادن سرمایه گذاران به گزارشات مالی شرکت ها است. بنا به اعتقاد اولسون و شیفر^۱ (۲۰۰۳) در صورتی که رابطه بین تصمیمات سرمایه گذاری مدیران و اقدام به مدیریت سود رابطه معنا داری نداشته باشند. نشان دهنده این نکته است که مدیران از محتوای سود مدیریت شده اطلاع دارند و آگاهانه از رفتارهای منطقی که باید پس از اعلام سود مناسب پیش بیاید پرهیز می کنند. این رویکرد مدیران و تلاش برای اخذ تصمیمات سرمایه گذارانه ی کم ریسک و محتاطانه به مثابه تلاش عمدانه جهت رفع آثار جرم است. شرکت هایی که سود واقعی مناسبی دارند حتما پس از آن سطوح سرمایه گذاری را تا حد منطقی تغییر می دهند در صورتی که این رفتار باید در شرکت های اقدام کننده به دستکاری سود متفاوت باشد.

منابع

۱. بدری، احمد، (۱۳۷۸). شناسایی عوامل موثر بر هموارسازی سود در جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکترا دانشگاه تهران.
۲. بهار مقدم، مهدی و خوش طینت، محسن. (۱۳۸۷). " محرک های مؤثر بر مدیریت سود"، توسعه و سرمایه، شماره ۲، صص ۱۰۳-۱۲۵.
۳. حاجیها، زهره؛ حسن زاده، رسول؛ احمدزاده، یونس. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود (با تاکید بر صورت های مالی میان دوره ای) در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران.
۴. خدادادی، ولی؛ رشیدیباغی، محسن؛ قربانی، رامین و کاویانی، مریم. (۱۳۹۲). تاثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی ها، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱).
۵. ریاحی بلکوئی احمد. (۱۳۸۱). تئوریهای حسابداری، ترجمه علی پارسائیان، تهران، انتشارات ترمه.
۶. کرمی غلامرضا، بذرافشان آمنه، محمدی امیر. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین دوره تصدی حسابرس و مدیریت سود، دانش حسابداری: بهار ۱۳۹۰، دوره ۲، شماره ۴، از صفحه ۶۵ تا صفحه ۸۲.
۷. مشکی، مهدی؛ لطیف نوردیده. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر مدیریت سود بر پایداری شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران شده در بورس تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، دانشگاه اصفهان
۸. معتصمی، محمود و رضا تهرانی. (۱۳۷۶). تحقیقی پیرامون اثر هموارسازی سود بر بازار سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران.
۹. نمازی، محمد؛ بایزیدی، انور و جبارزاده کنگرلویی، سعید. (۱۳۹۰). بررسی رابطه ی بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه ی تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ی ۹.
۱۰. هار مقدم، مهدی؛ علی کوهی. (۱۳۸۹). بررسی نوع مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۷.
۱۱. ولی پور هاشم، طالب نیا قدرت اله، جوانمرد سیدعلی. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر مدیریت سود بر کیفیت سود شرکت های دارای بحران مالی، دانش حسابداری: تابستان ۱۳۹۲، دوره ۴، شماره ۱۳؛ از صفحه ۷۵ تا صفحه ۱۰۳.

12. Bidelman, W. P. (1977). Highlights Astron. 4. Pt. II, 355.
13. Brennan, Michael & Avanidhar Mikhail. (1996). "Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns", Journal of Financial Economics, 71, pp.107-121.
14. Byrd J.W., and Hickman K.A. (1992). "Do Outside Directors Monitor Managers?" Journal of Financial Economics, No.32.
15. Chahine, S., Arthus, J.D., Filatotchev, I., Hoskisson, R.E. (2012). The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performamnce of IPOs in the US and UK: An institutional perspective. Journal of Corporate Finance 18, 179-192.
16. Christof, B., Marc, D., & Ann, V. (2012). Corporate governance and cash policies of multinational corporations (No. 013).
17. Farrell, K. Unlu, E.Yu, J. (2014). Stock Repurchases as an Earnings Management Mechanism: The Impact of Financing Constraints. Journal of Corporate Finance, 25, 1-15.<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.004>
18. Goel, Sandeep. (2012). demystifying earnings management through accruals management: An Indian Corporate Study, Vikalpa, IIM Ahemadabad, India.
19. Kangtao Ye. (2014). Independent director cash compensation and earnings management, J. Account. Public Policy xxx (2014) xxx-xxx.
20. Kim, Jeong-Bon and Sohn, Byungcherl Charlie. (2013). Real Earnings Management and Cost of Capital. Journal of Accounting and Public Policy, Forthcoming.
21. Kraft, Anastasia and Lee, Bong, Soo and Lopatta, Kerstin. (2014). Management Earnings Forecasts, Insider Trading, and Information Asymmetry, Journal of Corporate Finance 2014, 26 (1), 96-123.
22. Ronen, J., and Sadan, S. (1981). "Smoothing Income Numbers, Objectives, Means, and Implications" Reading, MA: Addison Wesley.
23. Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman. (1990). "Positive accounting theory: A ten year perspective".The Accounting Review, 65, 1 (January): 131-156.
24. Wet, W., (2004)." The role of Asymmetric Information on Investment in Emerging Market's ", The Journal of Finance. 5,337-352.
25. Wuchun, Chi. Ling Lei, Lisic. Mikhail, Pevzner. (2011). "Is Enhanced Audit Quality Associated with Greater Real Earnings Management?". Accounting Horizons, Vol. 25, No. 2, 83 -108.
26. Zengin, Yasemin. Serdar, Ozkan. (2010). "Audit quality and earnings management in interim financial reports". www.SSRN.com.
27. Zhang, X. He, Y. (2013). R&D-Based Earnings Management, Accounting Performance and Market Return Evidence from National-Recognized Enterprise Technology Centers in China. Chinese Management Studies, 7(4), 572-585. <http://dx.doi.org/10.1108/CMS-09-2013-0176>.