

تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۹

کد مقاله: ۱۹۷۴۶

لیلا صمدپور شهرک^۱، فاطمه صمدی^{۲*}، معصومه جعفری^۳

چکیده

تشخیص فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و انجام سرمایه‌گذاری‌های کارا از عوامل اثرگذار در بهبود عملکرد شرکت‌ها، افزایش ثروت سهامداران و دستیابی به رشد مستمر و باثبات اقتصادی در سطح کلان است. از این رو، شناسایی تعیین‌کننده‌های سرمایه‌گذاری کارا بسیار مهم و ضروری می‌باشد. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای این منظور، چهار فرضیه تدوین و از داده‌های ۱۴۶ شرکت فعال در بورس در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ برای آزمون آن‌ها استفاده گردیده است. در نهایت، الگوی پژوهش با رهیافت داده‌های تابلویی و روش حداقل مربعات معمولی برآورد شده که نتایج نشان داد مدیریت سود واقعی و تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر مثبت و معناداری دارد. به علاوه، بازده حقوق صاحبان سهام این تأثیر را در جهت افزایشی تعدیل نموده است.

واژگان کلیدی: رفتار سرمایه‌گذاری، مدیریت سود واقعی، مدیریت سود تعهدی و بازده حقوق صاحبان سهام.

۱- گروه مدیریت واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۲- گروه مدیریت واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)

M.Samadi53@gmail.com

۳- گروه مدیریت واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۱- مقدمه

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاری می‌تواند به بهبود مدیریت، افزایش ثروت سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آگاهانه کمک نماید. به‌نحوی که مدیران شرکت‌ها با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری آن‌ها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند (وردی^۱، ۲۰۰۶). منظور از کارایی سرمایه‌گذاری نیز شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت است و ناکارایی سرمایه‌گذاری نیز گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) است (بیدل و همکاران^۲، ۲۰۰۹). لذا با توجه به این که بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و در نهایت، به فرآیند بیش سرمایه‌گذاری و یا کم سرمایه‌گذاری منتهی شود، شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بسیار مهم و ضروری است. از سویی، هرچند مخارج سرمایه‌ای در موفقیت شرکت‌ها سهم و بارزشی دارد و میزان این مخارج بیانگر وضعیت شرکت در آینده است. اما، این گونه تصمیمات اغلب تعهدات مالی عمده‌ای ایجاد می‌کند که با خط مشی‌ها و سیاست‌های بلندمدت سازمان‌ها و تصمیمات مدیر درباره نوع و میزان مدیریت سود در ارتباط می‌باشد (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۱). بنابراین، مدیریت سود یکی از موضوعات بحث‌برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری و یکی از عوامل مهم و مورد توجه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری است که می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارد.

از طرف دیگر، بازده حقوق صاحبان سهام میزان کارایی شرکت در خلق سود خالص برای سهامداران را نشان می‌دهد و از آن به عنوان مهم‌ترین معیار سنجش موفقیت شرکت در دستیابی به اهداف یاد می‌شود که نتایج برخی از مطالعات خارجی نشان داده از طریق اثرگذاری بر مدیریت سود می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرات متفاوتی بگذارد (رعیت و همکاران، ۱۳۹۶). لذا، با توجه به این که جستجوی نگرانندگان نشان داد بررسی رابطه مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با توجه به نقش میانجی بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سابقه ندارد، تحقیق حاضر سعی نمود این موضوع را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۲ بررسی و تعیین نماید. در ادامه، این مقاله چنین سازماندهی شده که ابتدا مبانی نظری موضوع بیان و پیشینه تجربی تحقیق مرور شده است. سپس، روش‌شناسی تحقیق معرفی و مدل تحقیق با رهیافت داده‌های ترکیبی و به روش حداقل مربعات معمولی برآورد شده است. آنگاه، نتایج برآوردی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و در پایان، با توجه به جمع‌بندی به‌عمل آمده چند توصیه سیاستی پیشنهاد شده است.

۲- ادبیات موضوع

سرمایه‌گذاری سودآور، نبض حیات شرکت‌هاست و ارزش آنها تابعی از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی است که خود به شدت از سرمایه‌گذاری‌های شرکت متأثر می‌شود (مرادی و احمدی، ۱۳۹۰). در سطح کلان نیز سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل است که در رشد اقتصادی کشورها نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. بنابراین، بررسی رفتار سرمایه‌گذاری در سطح خرد و کلان از موضوعات مهم و مورد توجه مدیران شرکت‌ها و سیاست‌گذاران اقتصادی است و در این بین، شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری می‌تواند به ارائه الگویی مناسب برای تبیین و توضیح رفتار سرمایه‌گذاری کمک شایان توجهی نماید (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۲).

از سویی، سود^۳ یکی از اصلی‌ترین عناصر صورت‌های مالی شرکت‌هاست که معیار مهمی برای ارزیابی کارایی عملکرد مدیران، تداوم فعالیت آنها و بازنگری در ساختار قراردادهای نمایندگان واحد اقتصادی محسوب می‌شود. همچنین، شاخص خوبی برای بازده سهام و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت است. لیکن، از آنجا که تهیه صورت‌های مالی برعهده مدیریت واحد تجاری است، تحلیلگران مالی معتقدند مدیران می‌توانند از دو طریق دستکاری در اقلام تعهدی اختیاری و فعالیت‌های واقعی به مدیریت سود بپردازند (اسکات^۴، ۲۰۰۹) که تحقیقات تجربی مختلف مانند لیو و همکاران^۵ (۲۰۲۱)، لینهارس و همکاران^۶ (۲۰۱۸)، جولین و یوک^۷ (۲۰۱۶)، رمضان^۸ (۲۰۱۲) و مک نیکولر و استابن^۹ (۲۰۰۸) نشان داده‌اند این اقدام می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری شرکت را تغییر دهد. زیرا، اگر چه مدیران از طریق مدیریت سود سعی دارند تصویر مطلوب‌تری از واحد تجاری به سرمایه‌گذاران نشان دهند و ادعا می‌کنند این اطلاعات بر تصمیم‌های داخلی شرکت از جمله تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها تأثیر ندارد. اما، به دلایلی مانند خوش‌بینی بیش از حد یا بی‌اطلاعی از ارائه نادرست اطلاعات، مدیران به روند رشد به نادرست ارائه شده اعتقاد پیدا می‌کنند و بر اساس آن

1. Verdi
2. Biddle et al
3. Earnings
4. Scott
5. Liu et al
6. Linhares et al
7. Julio & Yook
8. Ramadan
9. McNichols & Stubben

تصمیم می‌گیرند. همچنین، ممکن است تصمیم‌گیرندگان داخلی شرکت، وضعیت واقعی شرکت را درک کرده و به منظور بهبود عملکرد ناخوشایند آن، با رویکرد ریسک‌پذیری بالا اقدام به بیش‌سرمایه‌گذاری نمایند (مک نیکولز و استابن، ۲۰۰۸). در واقع، برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی باعث می‌شود کلیه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت انجام نشود (کم‌سرمایه‌گذاری) و کلیه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی رد نشود (بیش‌سرمایه‌گذاری) (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). از طرف دیگر، لیو و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که مدیریت سود دارند، بسته به سطح بازده حقوق صاحبان سهام ۲ می‌تواند متغیر باشد. به این معنا که یک رابطه معکوس بین مدیریت سود و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد که با افزایش حقوق صاحبان سهام فراتر از سطح آستانه خاص، از منفی به مثبت تغییر می‌یابد. همچنین، آنها دریافتند سطح حقوق صاحبان سهام با تأثیر بر نحوه مدیریت سود (دستکاری‌های در اقلام واقعی و تعهدی به‌طور مشترک یا به‌طور جایگزین) می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (لیو و همکاران، ۲۰۲۱).

۳- پیشینه پژوهش

پرتوی و همکاران (۱۴۰۰) تأثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. در این پژوهش از مدل‌های اقتصادسنجی، رهیافت پانل پویا و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته جهت بررسی تأثیر جریان نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری استفاده شده که نتایج نشان داد جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی دارد.

رضازاده و همکاران (۱۳۹۹) تأثیر سوگیری در پیش‌بینی سود مدیریت بر رفتار سرمایه‌گذاری را در نمونه‌ای آماری شامل ۱۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد سوگیری در پیش‌بینی سود مدیریت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی دارد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۸) رابطه دو بعد محافظه‌کاری بر متغیرهای رفتار سرمایه‌گذاری و بازدهی آتی شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد، محافظه‌کاری شرطی منجر به کاهش تمایلات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود، در حالی که محافظه‌کاری غیرشرطی، شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری بیشتر ترغیب می‌کند. در بررسی رابطه محافظه‌کاری و بازدهی آتی مشخص شد، بین محافظه‌کاری شرطی (غیرشرطی) و بازدهی آتی شرکت‌ها رابطه منفی (مثبت) و معنی داری وجود دارد. لذا، به طور کلی نتایج نشان داد، انواع محافظه‌کاری می‌تواند بر رفتار و میزان سرمایه‌گذاری و بازدهی شرکت‌ها اثرگذار باشد.

حسینی و اکبری (۱۳۹۷) نقش ناکارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی بر وقوع مدیریت سود در ۲۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ بررسی کرده‌اند. در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره ترکیبی استفاده شد که نتایج نشان داد مدیریت سود به‌طور معنی دار و مثبتی تحت تأثیر تصمیمات ناکارایی سرمایه‌گذاری قرار دارد. این در حالی است که محدودیت‌های مالی اثر معنی داری بر مدیریت سود ندارد.

رعیت و همکاران (۱۳۹۶) تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر مدیریت سود و وجه نقد نگهداری شده در ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۴ بررسی کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد بین بازده حقوق صاحبان سهام با مدیریت سود و وجه نقد نگهداری شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

خدادادی و نوروزی (۱۳۹۵) تأثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تأثیر محدودیت مالی بر این رابطه را در نمونه‌ای آماری شامل ۱۷۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد قیمت‌گذاری نادرست سهام بر رفتار سرمایه‌گذاری مدیران تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ اما میزان محدودیت مالی بر رابطه قیمت‌گذاری نادرست و سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین، نتایج نشان داد نظریه ارضای سهامداران می‌تواند رفتار مدیران را نسبت به سهامداران توضیح دهد. به این معنا که مدیران در تصمیمات سرمایه‌گذاری به دنبال ارضای سهامداران در کوتاه‌مدت هستند و توجهی به افق زمانی بلندمدت ندارند.

برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۵) تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد هزینه‌های نمایندگی موجب انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شوند. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تشدید می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین، نتایج نشان داد شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیش‌سرمایه‌گذار متفاوت از شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار است.

تهرانی و رهنمای فلاورجانی (۱۳۹۳) عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را شناسایی و آنها را به عوامل مالی و بنیادی تفکیک کرده است. سپس، با استفاده از روش مدلسازی علی، روابط میان متغیرهای مدل سرمایه‌گذاری شرکتی، استخراج و

1. Biddle & Hilary
2. Return on Equity (ROE)

در نهایت، مدل به وسیله شبکه عصبی آزمون شده است. در این پژوهش از داده‌های شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۸ ساله منتهی به ۲۹ اسفند ۱۳۹۰ استفاده شده است به نحوی که داده‌های ۵ سال ابتدایی برای تأیید و یادگیری و ۳ سال پایانی برای آزمون مدل مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج مؤید توانایی بیش از ۶۲ درصد مدل، در پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران است.

پورحیدری و همکاران (۱۳۹۲) تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری تعداد ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد بین جریان غیرعادی و جوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، و هزینه‌های غیرعادی اختیاری با سرمایه‌گذاری ناکاراء رابطه معناداری وجود دارد.

مشایخ و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر مدیریت سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ با استفاده از تحلیل رگرسیون چندمتغیره و به روش پنل دیتا بررسی کرده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد در شرکت‌های با مدیریت سود جسورانه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های آتی افزایش می‌یابد. همچنین، شرکت‌هایی که از رویه‌های مدیریت سود جسورانه استفاده می‌کنند، سطح سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت سرمایه‌گذاری بیشتر از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند.

مرادی و احمدی (۱۳۹۰) به بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در نمونه‌ای آماری شامل ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد فقط متغیر جریان‌های نقد عملیاتی با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری دارد.

عباسی و ابراهیم‌زاده رحیمو (۱۳۹۰) عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در نمونه‌ای آماری شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۱ مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج رگرسیون نشان داد که جریان نقدی، نسبت Q توبین، سود تقسیمی، سود اعلام شده و تغییرات بدهی بر رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر معنی داری دارد؛ اما نرخ رشد درآمدها و تغییرات سرمایه تأثیر معنی داری بر رفتار سرمایه‌گذاری ندارد.

لیو و همکاران^۱ (۲۰۲۱) رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را با توجه به حد آستانه‌ای بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد بسته به میزان بازده حقوق صاحبان سهام، مدیریت سود می‌تواند به بیش یا کم سرمایه‌گذاری منجر شود. به این صورت که مدیریت سود با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه منفی دارد. اما، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام از حد آستانه خاص، این رابطه منفی را به مثبت تغییر می‌دهد. همچنین، سطح بازده حقوق صاحبان سهام بر دستکاری مشترک یا جایگزینی اقلام واقعی و تعهدی برای تأثیرگذاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

حبیب و حسن^۲ (۲۰۲۱) با استفاده از یک نمونه بزرگ از داده‌های شرکت‌ها در ایالات متحده آمریکا به بررسی رابطه استراتژی تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج نشان داد استراتژی تجاری از نوع جستجوگر سبب ناکارایی سرمایه‌گذاری و استراتژی تجاری از نوع مدافع سبب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

لینهارس و همکاران^۳ (۲۰۱۸) با استفاده از رگرسیون لجستیک به بررسی رابطه مدیریت سود و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های برزیلی در دوره زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۲ پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان داد مدیریت سود با سطح سرمایه‌گذاری رابطه مثبت دارد. به عبارتی، هرچه سطح مدیریت سود بالاتر باشد، احتمال انحراف شرکت از سطح ایده‌آل سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود.

لای و همکاران (۲۰۱۸) در مقاله‌ای تحت عنوان ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به بررسی رابطه میان ویژگی‌های تیم‌های عالی‌رتبه مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌هایی با تیم‌های مدیریتی بهتر و مشهورتر به‌طور منفی با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم سرمایه‌گذاری در ارتباط هستند. علاوه بر این، ویژگی‌های تیم‌های مدیریتی تکمیل‌کننده اثر مثبت کیفیت گزارشگری مالی بر بازده سرمایه‌گذاری هستند. همچنین ویژگی‌های تیم‌های مدیریتی بهتر می‌تواند تحریف‌های ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

چن و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر تحلیلگران مالی بر اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج نشان داد در شرکت‌هایی با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، افزایش کیفیت پیش‌بینی موجب افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود. همچنین، این تأثیر برای شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و ساختار مالکیت نهادی پایین‌تر نیز همین گونه است.

لارا و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد که شرکت‌های محافظه‌کار، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و بدهی بیشتری را برای کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتشر می‌کنند و چنین کاهش برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است. همچنین محافظه‌کاری حسابداری با کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مرتبط است.

1. Liu et al
2. Habib & Hasan
3. Linhares et al

جولیو و یوک (۲۰۱۶) با بررسی رابطه مدیریت سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشان دادند بین مدیریت سود و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معر وجود دارد. یعنی؛ تأثیر حاشیه‌ای مدیریت سود بر کارایی سرمایه‌گذاری با میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد. به عبارتی، تشدید مدیریت سود باعث بهبود کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌شود و میزان متوسطی از مدیریت سود به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت کمک می‌کند.

گودمن و همکاران (۲۰۱۴) تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج نشان داد که دقت پیش‌بینی سود با بازدهی اعلام خبر تحصیل، تغییرات عملکرد پس از تحصیل و کارایی سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای، رابطه مثبت و همچنین با کاهش ارزش سرقفلی و خروج سهامداران اصلی پس از تحصیل (معیارهای کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها) رابطه منفی دارد.

رمضان (۲۰۱۲) اثر مدیریت سود بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها در کشور اردن را بررسی و نتیجه گرفت شرکت‌های با رفتار جسورانه در مدیریت سود در دوره بعد از مدیریت سود به بیش سرمایه‌گذاری دچار می‌شوند. به علاوه، شرکت‌ها در دوره بعد از مدیریت سود، حساسیت کمتری به جریان‌های نقد داخلی و حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد خارجی نشان می‌دهند. یعنی؛ شرکت‌های با رویه جسورانه در مدیریت سود بیشتر به دنبال تأمین مالی خارجی هستند و از مدیریت سود به عنوان ابزاری برای افزایش توانایی شرکت در دسترسی به منابع مالی خارجی استفاده می‌کنند.

مک نیکولر و استابن (۲۰۰۸) تأثیر مدیریت سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را در نمونه بزرگی از شرکت‌های دولتی در طی دوره ۲۰۰۲-۱۹۷۸ بررسی کرده‌اند و نتایج نشان دادند در شرکت‌هایی که دستکاری سود می‌شود تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاری به طور معناداری افزایش می‌یابد. به عبارتی، مدیریت سود که عمدتاً با هدف تأثیرگذاری بر افراد خارج از شرکت انجام می‌شود، بر تصمیمات داخلی نیز تأثیر می‌گذارد.

مرور پیشینه پژوهش نشان داد اگرچه تأثیر مدیریت سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مطالعات متعدد مورد بررسی قرار گرفته است. اما، بررسی نقش بازده حقوق صاحبان سهام در رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مغفول مانده است. این در صورتی است که لیو و همکاران (۲۰۲۱) با استفاده از داده‌های تجربی شرکت‌های چینی نشان دادند بازده حقوق صاحبان سهام می‌تواند رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تغییر دهد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق دنبال بررسی تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و برای این منظور چهار فرضیه به شرح زیر تدوین شده که عبارتند از:

۱. مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
۲. مدیریت سود تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
۳. بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
۴. بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

به منظور آزمون فرضیه‌های فوق از تحلیل رگرسیون چندمتغیره، رهیافت داده‌های ترکیبی^۱، روش حداقل مربعات معمولی تعمیم‌یافته^۲ و نرم افزار ایویوز^۳ استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از این بین تعداد ۱۴۶ شرکت به شرح زیر به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک

ردیف	شرح	تعداد
۱	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده بورسی	۷۰۸
۲	تعداد شرکت‌هایی که داده‌های آنان در دسترس است و تداوم فعالیت داشته‌اند	۳۷۲
۳	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن ۱۲/۲۹ است	۳۳۳
۴	تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها و ...	۷۳
۵	تعداد شرکت‌هایی که در دوره پژوهش دارای اطلاعات ناقص یا پرت بودند	۱۱۴
	شرکت‌های باقی مانده در نمونه آماری تحقیق	۱۴۶

۱. Panel Data

۲. generalized least squares (GLS)

۳. Eviews10

داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای تحقیق، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیرپرداز» و «ره‌آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های بانک‌های اطلاعاتی مذکور، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردیده است. پس از جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، باید ابزار مناسب برای محاسبه و تجزیه و تحلیل داده‌ها انتخاب شود که در این تحقیق از نرم افزارهای Excel و Eviews10 برای این منظور استفاده شده است. البته، در جمع‌آوری داده‌ها به روایی ابزارهای گردآوری نیز توجه شده است. زیرا، از بانک‌های اطلاعاتی تهیه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان ابزار گردآوری داده‌ها استفاده شده که قابل اعتماد است. بنابراین، ابزارها به خوبی واقعیت‌ها را نشان می‌دهند و این به معنای روایی ابزارهای گردآوری داده‌ها است

۴-۱- ارائه مدل

در پژوهش حاضر به منظور برآورد پارامترهای مؤثر در بررسی تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار نمایندگی از مدل زیر استفاده شده است:

$$ABI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 AEM_{i,t} + \beta_3 AEM_{i,t} * ROE_{i,t} + \beta_4 REM_{i,t} * ROE_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در رابطه بالا:

I یک تابع شاخص است که وقتی شرط در پرانتز برآورده می‌شود، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰ است.
 $X_{i,t-1}$ مجموعه‌ای از متغیرهای کنترل است. سایر توضیحات به شرح زیر است:

متغیر وابسته:

رفتار سرمایه‌گذاری (ABI): در این تحقیق تفاوت سطح سرمایه‌گذاری واقعی و پیش‌بینی شده شرکت به عنوان شاخص رفتار سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل پیش‌بینی سرمایه‌گذاری ریچاردسون (۲۰۰۶) که توسط ژین و همکاران^۱ (۲۰۰۷) نیز مورد استفاده قرار گرفته به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\widehat{INV}_{i,t} = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 Growth_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_2 Lev_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_3 Cash_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_4 Age_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_5 Size_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_6 Ret_{i,t-1} + \widehat{\alpha}_7 \widehat{INV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ABI_{i,t} = INV_{i,t} - \widehat{INV}_{i,t} \quad (4)$$

که در روابط بالا:

$INV_{i,n-1}$ سطح سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t-1 است که به عنوان پول نقد پرداخت شده برای خرید و ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود، و سایر دارایی‌های بلند مدت محاسبه می‌شود، که توسط میانگین دارایی‌های کل مقیاس بندی می‌شود؛ $Growth_{i,n-1}$ نشان‌دهنده فرصت‌های رشد شرکت i در سال t-1 است که با نرخ رشد درآمد عملیاتی اندازه‌گیری می‌شود؛ $Lev_{i,n-1}$ نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها شرکت i در سال t-1 است که ریسک‌های مالی انجام‌شده توسط شرکت‌ها را نشان می‌دهد؛

$Cash_{i,n-1}$ دارایی‌های نقدی شرکت i در سال t-1 را نشان می‌دهد که برابر است با وجه نقد و معادل وجه نقد به مجموع دارایی‌های شرکت؛

$Age_{i,n-1}$ نشان‌دهنده سن شرکت i در سال t-1 است و برابر با لگاریتم طبیعی سن شرکت از تاریخ تأسیس است؛

$Size_{i,n-1}$ اندازه شرکت i در سال t-1 است که توسط لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال به دست می‌آید؛

$Ret_{i,n-1}$ نشان‌دهنده بازده سالانه سهام است؛

i نشان دهنده شرکت است؛

t سال را نشان می‌دهد؛

$\alpha_1, \alpha_2, \dots$ ضرایب مربوط به متغیرهای بالا را نشان می‌دهد؛

$\varepsilon_{i,t-1}$ عبارت جز اخلاص را نشان می‌دهد.

متغیرهای مستقل:

مدیریت سود واقعی^۲ (REM) نمایانگر جریان نقد اختیاری حاصل از عملیات شرکت است که از طریق نسخه اصلاح شده مدل روچودهری (۲۰۰۶) اندازه‌گیری می‌شود.

1 Richardson

2. Real Earning Management

مدیریت سود تعهدی^۱ (AEM) نمایانگر اقلام تعهدی اختیاری شرکت است که از مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود. متغیر میانجی: بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) است

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholders Equity}}$$

در رابطه بالا:

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

Net Income: سود خالص

Shareholders Equity: میانگین حقوق صاحبان سهام

در این رابطه بازده محاسبه شده، مربوط به تمام منابع متعلق به سهامداران است. بنابراین، بازده حقوق صاحبان سهام علاوه بر سرمایه شرکت، منابع حاصل از سودهای تقسیم نشده (سود انباشته)، نسبت‌های مالی و سایر اندوخته‌ها را نیز در بر می‌گیرد. به سبب آن که تمامی دارایی‌های یک بنگاه اقتصادی، توسط منابع سهامداران تعیین نشده است، بازده دارایی‌ها نیز نشان‌دهنده بازده ایجاد شده برای سهامداران نیست. در واقع برای تعیین بازده سهامداران می‌باید بخشی از منابعی را که برای تأمین دارایی‌ها به کار رفته از بازده دارایی‌ها کسر شود. متغیرهای کنترل:

Q مقدار کیو توین که شاخص اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت است

CFO جریان‌های نقدی حاصل از عملیات تقسیم بر کل دارایی‌ها.

Lev اهرم مالی است و حاصل تقسیم کل بدهی بر کل دارایی‌ها.

SIZE اندازه شرکت است که به عنوان لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها تعریف شده است.

۴-۲- آمار توصیفی متغیرها

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و ویژگی‌های مهم داده‌ها می‌پردازد که نتایج آن برای متغیرهای تحقیق حاضر در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی؛ منبع: یافته‌های پژوهش

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
ABI	۱۰۲۲	۱/۲۲۱	۱/۱۰۴	۱/۶۲۳	-۰/۰۱۳	۱۰/۱۸۳	۶/۱۷۶	۶۱/۰۸۶
REM	۱۰۲۲	۰/۰۱۵	-۰/۰۷۲	۰/۲۶۲	-۰/۷۳۱	۰/۵۸۹	-۰/۱۲۷	۴/۳۶۲
AEM	۱۰۲۲	۰/۰۲۱	۰/۰۱۵	۰/۱۳۱	-۰/۳۳۹	۰/۹۳۴	۰/۵۶۹	۹/۰۸۶
ROE	۱۰۲۲	۰/۴۲۱	۰/۳۷۲	۰/۳۲۹	۰/۱۹۹	۱/۵۱۴	-۱/۹۷۳	۱۳/۵۲۶
Q	۱۰۲۲	۱/۶۱۷	۱/۲۸۳	۱۴/۶۸۴	۰/۰۴۸	۱۴/۶۸۴	۶/۳۲۲	۵۹/۸۲۵
CFO	۱۰۲۲	۰/۱۱۶	۰/۱۰۰	۰/۱۲۸	-۰/۴۶۱	۰/۶۳۸	۰/۴۰۷	۴/۲۸۶
LEV	۱۰۲۲	۰/۶۱۹	۰/۶۵۱	۰/۲۳۳	۰/۰۶۱	۱/۶۴۹	۱/۸۴۲	۱۳/۲۰۹
SIZE	۱۰۲۲	۱۴/۴۶۷	۱۴/۳۳۶	۱۰/۵۸۱	۱۰/۵۸۱	۱۹/۹۴۲	۰/۶۲۱	۴/۰۰۲

با توجه به آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق و نزدیک به هم بودن میانگین و میانه در بیشتر متغیرها، می‌توان نتیجه گرفت کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردارند. افزون بر این، آماره انحراف معیار نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها نشان‌دهنده متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردارند.

۴-۳- برآورد مدل

در این پژوهش، پایایی متغیرهای پژوهش با آزمون لوین، لین و چو مورد بررسی قرار گرفت. زیرا اگر متغیرهای پژوهش پایا نباشند، رگرسیون کاذب تشکیل خواهد شد. نتایج آزمون مذکور در این تحقیق به شرح جدول ۳ نشان داد تمامی متغیرها در سطح اطمینان ۹۹ درصد پایا بوده و احتمال تشکیل رگرسیون کاذب منتفی است.

همچنین، قبل از برآزش مدل لازم است آزمون چاو و هاسمن انجام شود که فرضیات آنها به صورت زیر است (افلاطونی، ۱۳۹۳):
H0: روش داده‌های تلفیقی
H1: روش داده‌های ترکیبی
نتایج آزمون چاو در جدول ۴ ارائه داده شده که از عدم تأیید فرض H0 حکایت دارد. به عبارتی، الگوی داده‌های ترکیبی ارجح است.

جدول ۳. نتایج آزمون پایایی متغیرها؛ منبع: یافته‌های پژوهش

نماد	آماره لوین، لین و چو	سطح خطا
ABI	-۲۸/۰۹۹	۰/۰۰۰
REM	-۱۷/۴۳۰	۰/۰۰۰
AEM	-۲۵/۱۱۶	۰/۰۰۰
ROE	-۲۲/۵۱۷	۰/۰۰۰
Q	-۸/۲۳۲	۰/۰۰۰
CFO	-۹/۸۵۶	۰/۰۰۰
LEV	-۱۷/۰۰۴	۰/۰۰۰
SIZE	-۱۴/۰۹۰	۰/۰۰۰

جدول ۴-۳. نتایج آزمون F لیمر؛ منبع: یافته‌های پژوهش

آماره	سطح خطا	نتیجه
۱/۳۳۸	۰/۰۰۹	روش داده‌های ترکیبی

برای انتخاب بین الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت یا اثرات تصادفی، آزمون هاسمن انجام شده که نتایج آن به شرح جدول ۵ نشان داد فرضیه H0 رد و باید از روش اثرات ثابت استفاده گردد.

جدول ۴-۵. نتایج آزمون هاسمن؛ منبع: یافته‌های پژوهش

آماره	سطح خطا	نتیجه
۱۰/۸۵۷	۰/۰۰۰	روش اثرات ثابت

همچنین، از روش حداقل مربعات معمولی تعمیم‌یافته برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده که نتایج تخمین مدل در جدول ۴-۶ ارائه شده است.

جدول ۴-۶. نتایج تخمین مدل؛ منبع: یافته‌های پژوهش

$ABI_{it} = \beta_0 + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 AEM_{it} + \beta_3 AEM_{it} * ROE_{it} + \beta_4 REM_{it} * ROE_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر وابسته: رفتار سرمایه‌گذاری				
متغیرهای توضیحی	نماد	ضرایب Coefficient	آماره Z z-Statistic	سطح معناداری Prob
عرض از مبدا	C	۰/۱۸۳	۴/۴۸۵	۰/۰۰۰
مدیریت سود واقعی	REM _{it}	۰/۲۵۱	۴/۸۴۳	۰/۰۰۱
مدیریت سود تعهدی	AEM _{it}	۰/۴۳۶	۵/۶۱۷	۰/۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام × مدیریت سود تعهدی	AEM _{it} * ROE _{it}	۰/۶۰۲	۵/۰۲۸	۰/۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام × مدیریت سود واقعی	REM _{it} * ROE _{it}	۰/۴۹۱	۴/۰۷۱	۰/۰۰۳
کیو توین	Q _{it}	-۰/۰۰۶	-۲/۹۳۳	۰/۰۳۳
جریان نقدینگی عملیاتی	CFO _{it}	۰/۰۲۴	۱/۲۸۷	۰/۲۶۱
اهرم مالی	Lev _{it}	-۰/۰۷۱	-۱۲/۰۹۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size _{it}	۰/۰۱۹	۹/۳۵۹	۰/۰۰۸
ضریب تعیین	R-squared		۰/۳۹۶	
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R-squared		۰/۳۸۷	
آماره‌ی دورین-واتسون	Durbin-Watson statistic		۲/۰۸۶	
آماره F	F-Statistic		۳/۹۰۲	
احتمال آماره F	Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰	

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۴-۶ و آماره F بدست آمده (۳/۹۰۲) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد الگوی تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده R² که خوبی برآزش مدل را اندازه‌گیری می‌نماید و عددی بین ۰ و ۱ است به میزان ۰/۳۸۷ به دست آمده که بر اساس آن می‌توان گفت مجموع

متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق قریب به ۳۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. به علاوه، مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۰۸۶) نشان داد خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های تحقیق نیز به شرح زیر است:

نتایج آزمون فرضیه اول

H₀: مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.
H₁: مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
نتایج آزمون فرضیه اول به شرح جدول ۴-۶ نشان داد متغیر مدیریت سود واقعی با ضریب ۰/۲۵۱ بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته شد. زیرا، میزان Prob ضریب متغیر مذکور کمتر از ۰,۰۱ (۰,۰۰۱) است.

نتایج آزمون فرضیه دوم

H₀: مدیریت سود تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.
H₁: مدیریت سود تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
نتایج آزمون فرضیه دوم به شرح جدول ۴-۶ نشان داد متغیر مدیریت سود تعهدی با ضریب ۰/۴۳۶ بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته شد. زیرا، میزان Prob ضریب متغیر مذکور کمتر از ۰,۰۱ (۰,۰۰۱) است.

نتایج آزمون فرضیه سوم

H₀: بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.
H₁: بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
نتایج آزمون فرضیه سوم به شرح جدول ۴-۶ نشان داد متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰/۶۰۲ رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت مثبت تعدیل می‌کند. بنابراین، فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته شد. زیرا، میزان Prob ضریب متغیر مذکور کمتر از ۰,۰۱ (۰,۰۰۰) است.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

H₀: بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.
H₁: بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
نتایج آزمون فرضیه چهارم به شرح جدول ۴-۶ نشان داد متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰/۴۹۱ رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت مثبت تعدیل می‌کند. بنابراین، فرضیه چهارم تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته شد. زیرا، میزان Prob ضریب متغیر مذکور کمتر از ۰,۰۱ (۰,۰۰۳) است.

۵- بحث و بررسی نتایج

در فرضیه اول، تأثیر مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد که با توجه به نتایج برآوردی می‌توان ادعا کرد مدیریت سود واقعی در سطح خطای ۱ درصد بر رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه مطابق با مبانی نظری تحقیق و با توجه به نتایج مطالعات لیو و همکاران (۲۰۲۱)، ژانگ (۲۰۱۲) و پورحیدری و همکاران (۱۳۹۲) چنین قابل توجیه است که مدیران شرکت‌ها به علت مواجهه با موشکافی بیشتر حساب‌رسان و قانون‌گذاران، گاهی مدیریت سود واقعی را بر مدیریت سود تعهدی ترجیح می‌دهند که تشخیص آن سخت‌تر است. اما، این اقدام هرچند با هدف نشان دادن تصویر مطلوب‌تر از واحد تجاری به سرمایه‌گذاران انجام می‌شود. ولی، تصمیم‌های داخلی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از جمله، امکان دارد تصمیم‌گیرندگان داخلی شرکت بنا به دلایلی از جمله خوش‌بینی بیش از حد یا بی-

اطلاعی از ارائه نادرست اطلاعات، به غلط به روند روبه رشد ارائه شده اعتقاد پیدا کنند و بر اساس آن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را اتخاذ کنند. یا حتی اگر تصمیم‌گیرندگان داخلی شرکت، وضعیت واقعی شرکت را درک کنند به منظور بهبود عملکرد ناخوشایند با رویکرد ریسک‌پذیری بالا به بیش سرمایه‌گذاری روی بیاورند. بنابراین، مدیریت سود واقعی ناشی از برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذاشته و به بیش یا کم سرمایه‌گذاری منتهی شده است. به این مفهوم که نه همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت انجام و (کم سرمایه‌گذاری) و نه همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی رد شده است (بیش سرمایه‌گذاری).

در فرضیه دوم، تأثیر مدیریت سود تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد که با توجه به نتایج برآوردی می‌توان ادعا کرد مدیریت سود تعهدی در سطح خطای ۱ درصد بر رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه مطابق مبانی نظری تحقیق و با توجه به نتایج مطالعات لیو و همکاران (۲۰۲۱) و نمازی و غلامی (۱۳۹۳) چنین قابل توجیه است که مدیریت سود واقعی به طور کلی پرهزینه است. زیرا مستلزم تغییر اجرای معاملات واقعی است و برای ارزش بلندمدت شرکت‌ها پیامدهای اقتصادی واقعی دارد. علاوه بر این، فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، جریان‌های نقدی را تحت تأثیر قرار داده و مستقیماً بر سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر می‌گذارد. بنابراین، احتمال کمتری دارد که شرکت‌ها در فعالیت‌های مدیریت واقعی سود مشارکت کنند و به منظور برآورده ساختن انتظارات بیشتر به مدیریت سود تعهدی روی می‌آورند. اما این اقدام شرکت‌های مواجه با بازده ضعیف ناشی از سرمایه‌گذاری‌های قبلی که به منظور پوشاندن عملکرد ضعیف خود، سود خود را اغراق آمیز ارائه می‌کنند، به تحریف رشد مورد انتظار افراد ناآگاه منجر می‌گردد و شرکت‌ها را به سمتی سوق می‌دهد که با سرمایه‌گذاری بیش از حد تلاش نمایند انتظارات بازار سرمایه را برآورده نموده یا به اهداف مرتبط با پاداش خود دست یابند. ضمناً ضریب این متغیر از مدیریت سود واقعی بزرگتر است.

در فرضیه سوم، تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده که با توجه به نتایج برآوردی می‌توان ادعا کرد بازده حقوق صاحبان سهام در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری را افزایش داده که مطابق مبانی نظری تحقیق و با توجه به نتایج مطالعات لیو و همکاران (۲۰۲۱) و رعیت و همکاران (۱۳۹۶) این نتیجه چنین قابل توجیه است که بین مدیران و سهامداران تضادی بالقوه وجود دارد و از آنجا که هر دو گروه عقلایی رفتار می‌کنند و عقلایی بودن نیز با منفعت‌طلبی شخصی به معنای فرصت‌طلبی برابر است. از سویی، مدیران -نه مالکان- اکثر تصمیمات شرکت را می‌گیرند، لذا تضاد منافع بین دو طرف باعث می‌شود تصمیمات مدیران لزوماً با خواسته‌ها و آرزوهای سهامداران منطبق نباشد. بنابراین، با افزایش بازده حقوق صاحبان سهام که از شاخص‌های ارزیابی عملکرد محسوب می‌شود، اعتماد به نفس مدیران به علت برآورده کردن انتظارات سهامداران افزایش یافته و با افزایش مدیریت سود واقعی سعی می‌کنند به اهداف مرتبط با پاداش خود دست یابند و منفعت و سود خود را افزایش دهند که این افزایش مدیریت سود واقعی همان‌گونه که در بحث و بررسی فرضیه اول مطرح شد به تغییر رفتار سرمایه‌گذاری و انجام سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شده است.

در فرضیه چهارم، تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده که با توجه به نتایج برآوردی می‌توان ادعا کرد بازده حقوق صاحبان سهام در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت مدیریت سود تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری را افزایش داده است. زیرا، همان‌گونه که در تحلیل فرضیه سوم آمد بین مدیران و سهامداران تضادی بالقوه وجود دارد و از آنجا که مدیران -نه مالکان- اکثر تصمیمات شرکت را می‌گیرند، این تضاد منافع باعث شده مدیران با افزایش بازده حقوق صاحبان سهام، به مدیریت سود تعهدی بیشتر روی بیاورند تا به اهداف مرتبط با خویش و کسب سود و منفعت بیشتر دست پیدا کنند که این افزایش مدیریت سود به تغییر رفتار سرمایه‌گذاری و انجام سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شده است. البته، ضریب بزرگتر این متغیر نشان داد تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود تعهدی و رفتار سرمایه‌گذاری بیشتر از تأثیر آن بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و رفتار سرمایه‌گذاری است که می‌تواند از استفاده بیشتر از مدیریت سود تعهدی ناشی شود.

لذا با توجه به نتایج بالا:

۱. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود شناخت خود از بازار سرمایه از جمله اثر مدیریت سود واقعی بر رفتار سرمایه‌گذاری را بیشتر نمایند تا به اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مناسب‌تر منجر شود و ثروت آنها بیشینه گردد.
۲. به مراجع استانداردگذار پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را به افشای اطلاعات مربوط به بیشتری ملزم نمایند تا رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت مانند مدیریت سود محدود شده و کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد. بدیهی است در این صورت، عملکرد شرکت‌ها بهبود یافته و موجبات رشد اقتصادی کشور بیش از پیش فراهم می‌گردد.
۳. به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های مالی پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌هایی که به مسائل اخلاقی و رفتاری توجه بیشتری دارند مورد حمایت و تشویق قرار گیرند تا انگیزه برای مدیریت سود کاهش یابد و به تصمیمات سرمایه‌گذاری کار منجر شود.

به تحقیقات آتی نیز پیشنهاد می‌گردد به بررسی اثر دیگر شاخص‌های ارزیابی عملکرد بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری بپردازند.

منابع

۱. افلاطونی، عباس. (۱۳۹۳). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول.
۲. برادران حسن‌زاده، رسول و تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۵). تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۱۷۰-۱۳۹.
۳. پرتوی، پارسا، صراف، فاطمه و بشارت‌پور، فاطمه. (۱۴۰۰). تأثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته پانلی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۰، صص ۵۴-۳۳.
۴. پورحیدری، امید، رحمانی، علی و غلامی، رضا. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۸۵-۵۵.
۵. تهرانی، رضا و رهنما فلاورجانی، روح‌الله. (۱۳۹۳). پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه‌های عصبی. مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱۳۲-۱۰۷.
۶. حسنی، محمد و اکبری، محسن. (۱۳۹۷). تحلیل رفتار مدیران در گزارش سود: ارزیابی نقش تصمیمات ناکارای سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۳، صص ۸۰-۵۵.
۷. خدادادی، ولی و نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). قیمت‌گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: شواهدی از نظریه‌ی ارضای سهامداران. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۸، شماره ۲، صص ۱۲۲-۹۳.
۸. رضازاده، حامد، پاک مرام، عسگر، بحری ثالث، جمال و عبدی، رسول. (۱۳۹۹). تأثیر سوگیری در پیش‌بینی سود مدیریت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۲، صص ۱۶۷-۱۳۹.
۹. رعیت، فاطمه، نخعی، کریم و نخعی، حبیب‌الله. (۱۳۹۶). تأثیر بازده حقوق صاحبان سهام ROE بر مدیریت سود و وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۲۲، صص ۱۱۷-۱۰۰.
۱۰. صالحی، مهدی، عباس‌زاده، محمدرضا و احمدی، احمد. (۱۳۹۸). بررسی اثرات محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی بر رفتار سرمایه‌گذاری و بازدهی آتی شرکت‌ها. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۲۲-۱۰.
۱۱. عباسی، ابراهیم و ابراهیم‌زاده رحیم‌لو، بهروز. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. مدل‌سازی اقتصادی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۶۲-۴۹.
۱۲. مرادی، جواد و احمدی، غلامرضا. (۱۳۹۰). تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص. پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۲، صص ۱۳۶-۱۲۵.
۱۳. مشایخ، شهناز، بشیری منش، نازنین و شاه‌رخ، سیده سمانه. (۱۳۹۲). مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۰، صص ۹۹-۷۷.
14. Biddle, G. & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81(5): 963-982.
15. Biddle, G. C., Gilles, H. & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3): 112-131.
16. Chen, F., Hope, O. K., Li, Q. & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4): 1255-1288.
17. Chen, K. C.W., Chen, Z. & John Wei, K.C. (2015). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 61(1): 171-207.
18. Chen, T., Xie, L. & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. *Journal of Corporate Finance*, 43(C): 217-240.
19. Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N. & White, H. D. (2014). Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions. *The Accounting Review*, 89(1): 331-365.
20. Habib, A. & Hasan, M. M. (2021). Business strategy and labour investment efficiency. *International Review of Finance*, 21(1): 58-96.
21. Julio, B. & Yook, Y. (2016). Earnings management and corporate investment decisions. *FEDS Working Paper No. 2016-086*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2864845> or <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.086>.

22. Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 163-197.
23. Lai, S. M. & Liu, C. L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4): 295-312.
24. Li, F. (2011). Earnings quality based on corporate investment decisions. *Journal of Accounting Research*, 49(3) 721-752.
25. Linhares, F. S., Costa, F. M. D. & Beiruth, A. X. (2018). Earnings management and investment efficiency. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(2): 295-310.
26. Liu, S., Lin, S., Sunc, Z. & Yuan, L. (2021). Earnings management and firms' investment behavior: The threshold effect of ROE. *Emerging Markets Review*, Available online 9 January 2021, 100797, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014121000054>.
27. McNichols, M. & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The Accounting Review*, 83(6): 1571-1603.
28. Neal, M. S., Wong, K. P. & Yi, L. (2017). Investment efficiency and productMarket competition. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6): 2611–2642.
29. Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3): 335-370.
30. Scott, W. (2009). *Financial accounting theory*. (5th edition), Pearson education, Toronto, Canada.
31. Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. <https://repository.upenn.edu/dissertations/AAI3246251>.