

رابطه مدیریت سود و بازده سهام با توجه به نقش اثرات مقطعی

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

f.khoshkar@hnhk.ac.ir

رقیه هاشم نژاد خانقاه

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

hashemnejad@yahoo.com

زهرا مروتی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

zmorovati170@gmail.com

چکیده

بازده سهام را می توان محصول مکانیسم کشف قیمت دانست. در مطالعات مربوط به ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام رابطه، جهت و ماهیت درون زای مدیریت سود، یعنی اثرات مقطعی نادیده گرفته شده است. هدف این پژوهش بررسی رابطه مدیریت سود و بازده سهام با توجه به نقش اثرات مقطعی بتای بازار، اندازه شرکت و اثر ارزش می باشد. اطلاعات مورد نیاز این پژوهش برگرفته از صورت های مالی ۱۶۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ می باشد. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می باشد و برای تجزیه و تحلیل فرضیه از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد و در شرکت هایی با بتای بالاتر، شرکت های بزرگ و شرکت های با ارزش بازار بالاتر، رابطه میان مدیریت سود واقعی و بازده سهام قوی تر است.

واژگان کلیدی: مدیریت سود، بازده سهام، اثرات مقطعی.

مقدمه

مهم ترین معیار برای ارزیابی عملکرد یک شرکت نرخ بازده سهام می باشد. اطلاعات مالی مندرج در صورت های مالی بر میزان قیمت سهام و تصمیمات سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. با استفاده از اطلاعاتی که با افشای صورت های مالی توسط حسابرسی به دست می آید؛ میزان بازده سهام، برگشت سرمایه مشخص می شود. سرمایه گذاران با تجزیه و تحلیل این اطلاعات، سرمایه گذاری در سهام شرکتی را انتخاب می کنند که ریسک کمتری داشته باشد و از طرفی ارزش افزوده اقتصادی بیشتر و به صرفه تری داشته باشد (هوشمند نقابی و همکاران، ۱۴۰۱)؛ بنابراین رفتار بازده سهام دقیقاً در قلب هرگونه مشکل مدیریت سرمایه گذاری قرار دارد، از زمانی که بازارهای سهام به وجود آمده اند، سرمایه گذاران در تلاش برای ایجاد استراتژی ها و نظریه های به منظور پیش بینی بازده سهام بوده اند و فهم دینامیک های زیربنایی این بازده ها به منظور انتخاب بهترین فرصت سرمایه گذاری حیاتی بوده است (ساندکویست^۱، ۲۰۱۷) بازده سهام، بازدهی است که سرمایه گذاران از فعالیت های خرید و فروش بازار سهام ایجاد می کنند؛ بنابراین، می توان این بازده ها را محصول مکانیسم کشف قیمت دانست (بانسال و همکاران^۲، ۲۰۲۱). یکی از انگیزه های مدیریت سود، برآورده کردن یا شکست

¹ Sundqvist

² Bansal

پیش‌بینی‌های سود تحلیلگران است (کازنیک و مک نیکولز^۱، ۲۰۰۲). شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های تحلیلگران را برآورد می‌کنند از ارزش‌گذاری بازار بالاتری برخوردار می‌شوند که به نوبه خود بازده بازار سهام را افزایش می‌دهد. از این رو، مدیریت سود و بازده سهام ارتباط نزدیکی دارند. این ارتباط "ناهنجاری تعهدی"^۲ نامیده می‌شود. بال و همکاران^۳ (۲۰۱۶) ادعا می‌کنند شرکت‌هایی با اقلام تعهدی اختیاری بالا نسبت به شرکت‌هایی با اقلام تعهدی اختیاری پایین، بازده آتی غیرعادی پایین کسب می‌کنند؛ اما مدیریت سود به‌عنوان «مداخله هدفمند در فرآیند گزارشگری مالی خارجی با هدف کسب سود خصوصی» تعریف شده است (تولکانازا و همکاران^۴، ۲۰۲۲) در شیوه مدیریت سود واقعی، مدیران با اتخاذ تصمیم‌های عملیاتی و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی در طی یک دوره، اقدام به مدیریت سود می‌کنند. (دانگ و همکاران^۵، ۲۰۲۳).

مطالعات متعدد (به‌عنوان مثال، هوانگ و هو^۶، ۲۰۲۰؛ دایاناندان و سرا^۷، ۲۰۱۸؛ جیانگ و لو^۸، ۲۰۱۷؛ پنگ و همکاران^۹، ۲۰۱۶؛ وو و همکاران^{۱۰}) ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام را بررسی کرده‌اند. با این حال، این مطالعات هنگام تجزیه و تحلیل رابطه، جهت و ماهیت درون‌زای مدیریت سود را نادیده می‌گیرند. منظور از جهت، شکل مدیریت سود است. به‌عنوان مثال، این احتمال وجود دارد که سرمایه‌گذاران به‌طور متفاوتی به مدیریت سود نزولی و صعودی^{۱۱} نگاه کنند. انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران بسته به میزان ریسک درگیر، وزن‌های متفاوتی را به این اشکال مدیریت سود اختصاص دهند. منظور از ماهیت درون‌زا، تأثیرات مقطعی رایج در بازار سهام است. انتظار می‌رود ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام تحت تأثیر ریسک سیستماتیک مرتبط با سهام، اندازه سهام، ماهیت سهام (ارزش و سهام رشد) و الگوی تاریخی بازده سهام باشد. به این تأثیرات به ترتیب اثر بازار، اثر اندازه، اثر ارزش و اثر مومنتوم^{۱۲} گفته می‌شود. تاکنون مطالعه که جهت مدیریت سود را در نظر بگیرد و به‌طور مشترک نقش تعدیل‌کننده این اثرات مقطعی بررسی کند؛ انجام نشده است. بر این اساس در این مطالعه به بررسی رابطه مدیریت سود و بازده سهام با توجه به نقش اثرات مقطعی پرداخته می‌شود.

پیشینه تحقیق

هوانگ و همکاران^{۱۳} (۲۰۲۳) در تحقیقی با عنوان نقد شونددگی، مدیریت سود و بازده مورد انتظار سهام، نشان می‌دهند که افزایش نقدشوندگی نشان می‌دهد که جزء نقدشوندگی سهام مدیریت سود به‌طور مثبت با بازده سهام آتی در شرکت‌های چینی مرتبط است. نتایج نشان می‌دهد که جزء نقدشوندگی سهام کوتاه‌مدت‌گرایی در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی، نقش مهمی در تعیین بازده سهام آتی دارد. نگویان و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان زمینه مدیریت سود و توانایی آن در پیش‌بینی بازده سهام آتی، یک شاخص ترکیبی مبتنی بر سیگنال، یعنی ESCORE، ایجاد می‌کند

¹ Kasznik and McNichols

² Accrual anomaly

³ Ball et al

⁴ Tulcanaza-Prieto

⁵ Duong

⁶ Huang and Ho

⁷ Dayanandan and Sra,

⁸ Jiang and Lu

⁹ Peng et al

¹⁰ Wu et al

¹¹ downward and upward earnings management

¹² momentum effect

¹³ Huang

که زمینه مدیریت سود را نشان می‌دهد. به‌طور خاص، این شاخص سیگنال فردی مرتبط با مدیریت سود تعهدی و واقعی را بر اساس ادبیات مرتبط قبلی جمع‌آوری می‌کند. این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های با امتیاز پایین این شاخص پس از کنترل بارهای ریسک در بازار، به‌طور میانگین ۱.۳۷ درصد در ماه عملکرد بهتری از دیگر شرکت‌ها دارند. این یافته حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران تمایل دارند که زمینه قابل‌مشاهده مدیریت سود را نادیده بگیرند. الشترات و همکاران^۱ (۲۰۲۲) در بررسی تأثیر مدیریت غیرعادی سود واقعی برای دستیابی به معیارهای سود بر عملکرد عملیاتی آتی، نشان می‌دهند که دست‌کاری فعالیت‌های عملیاتی مانند فروش، مخارج اختیاری و هزینه‌های تولید برای برآورده کردن معیارهای سود، پیامد مثبت قابل‌توجهی برای عملکرد عملیاتی بعدی شرکت‌ها دارد و عملکرد آتی خوب شرکت‌ها را نشان می‌دهد. بانسال و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان مدیریت سود واقعی و بازده سهام: نقش تعدیل‌کننده اثرات مقطعی نشان می‌دهند که سهام‌هایی که مدیریت سود واقعی صعودی دارند بازده اضافی کمتری نسبت به سهام با مدیریت سود واقعی نزولی تجربه می‌کنند. این بدان معناست که سرمایه‌گذاران مدیریت سود نزولی را به‌عنوان عنصری از ریسک درک می‌کنند و از این رو آن را با نرخ بالاتر تنزیل می‌کنند. برعکس، سرمایه‌گذاران مدیریت سود رو به بالا را کم‌ریسک‌تر می‌دانند و از این رو مشخص می‌شود که سهام را حتی با نرخ بازده پایین‌تری ننگه می‌دارند. علاوه بر این، نتایج ما نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با بتای بالاتر، شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های بیش از ارزش‌گذاری شده و شرکت‌هایی با مومنتوم حرکتی بالاتر احتمال بیشتری دارد که در مدیریت سود صعودی شرکت کنند. رابطه بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام برای همه اثرات تعدیل در نظر گرفته شده ثابت است. دوی و همکاران^۲ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان رابطه بین اندازه شرکت و بازده سهام بخش خدمات نشان دادند رابطه منفی معناداری بین اندازه شرکت و بازده سهام وجود دارد.

محمودزاده و همکاران (۱۴۰۲) در بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود، نشان می‌دهند که بین ریسک‌پذیری و پیش‌بینی سود مدیریت رابطه معناداری وجود ندارد و بین ریسک‌پذیری شرکت و ارزش آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد اگر شرکت ریسک‌پذیر باشد ارزش آتی آن افزایش خواهد یافت. محب‌راد (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با بازده حقوق صاحبان سهام نشان دادند که بین مدیریت سود و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مستقیم معناداری وجود دارد؛ و بین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد. علامی و سروش یار (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر مومنتوم بر اثر تمایلاتی و بازده مورد انتظار سهام در چارچوب نظریه چشم‌انداز و حسابداری ذهنی، نشان می‌دهند که مومنتوم بر اثر تمایلاتی تأثیر دارد. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از این است که اثر تمایلاتی بر بازده مورد انتظار سهام دارای تأثیر معنی‌داری است. همچنین پس از کنترل اثر تمایلاتی سهام، تأثیر مومنتوم بر بازده مورد انتظار سهام، تضعیف می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، ضرایب مومنتوم کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت در شرایطی که اثر تمایلاتی کنترل می‌شود کمتر است و این بدین معناست که با کنترل اثر تمایلاتی سهام، تأثیر مومنتوم بر بازده مورد انتظار سهام، کاهش می‌یابد. دهقان خاوری و میرجلیلی (۱۳۹۸) در بررسی تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند رابطه معنی‌دار میان بازده سهام و بازده سهام با وقفه وجود دارد که مؤید کارایی روش مذکور در تصریح مدل و نتایج دقیق‌تر است. نتایج بدست آمده، همچنین وجود رابطه معکوس بازدهی سهام با شاخص‌های ریسک سیستماتیک و عدم تقارن اطلاعات و رابطه مستقیم با سود هر سهم و نسبت جریان نقد عملیاتی به

¹ Al-Shattarat

² Duy

دارایی را نشان می‌دهد. علاوه بر آن میان بازدهی سهام و شاخص‌های اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه معنی‌داری وجود ندارد. دستگیر و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، نشان دادند که بین پراکندگی سود جاری و بازده سهام جاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما رابطه معنادار بین پراکندگی سود آتی و بازده سهام جاری وجود ندارد.

چارچوب نظری و فرضیات تحقیق مدیریت سود واقعی و بازده سهام

بازده سهام، بازدهی است که سرمایه‌گذاران از فعالیت‌های خریدوفروش بازار سهام ایجاد می‌کنند؛ بنابراین، می‌توان این بازده‌ها را محصول مکانیسم کشف قیمت دانست. فرآیند کشف قیمت می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار گیرد. به‌عنوان مثال، بازده سهام تحت تأثیر شیوه‌های مدیریت سود شرکت‌ها قرار می‌گیرد (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱). بررسی رابطه بین سود حسابداری و بازده سهام برای سال‌ها موضوع موردتوجه محققان بین‌المللی بوده است. بال و براون^۱ (۱۹۶۸) اولین کسانی بودند که ارتباط بین سود حسابداری و بازده سهام را مستند کردند. از آن زمان تاکنون مطالعات زیادی برای کشف این رابطه انجام شده است. شرکت‌ها برای برآوردن پیش‌بینی‌های سود تحلیلی، در مدیریت سود مشارکت می‌کنند (کازنیک و مک نیکولز، ۲۰۰۲). این امر به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بر ادراک شرکت‌کنندگان بازار نسبت به شرکت تأثیر مثبت بگذارند. اگرچه مطالعات متعددی در مورد ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام در دسترس است، با این حال، یافته‌ها مختلط و غیرقطعی هستند. یک جریان از تحقیقات تأثیر مثبت مدیریت سود بر بازده سهام را مستند می‌کند (برای مثال، سیاری و همکاران^۲، ۲۰۱۳). جریان دیگری از تحقیقات ارتباط منفی بین مدیریت سود و بازده سهام را مستند می‌کند (نوریامان^۳، ۲۰۱۳). در مجموع سه نظریه بازار کارآمد^۴، نظریه علامت‌دهی^۵ و نظریه هموارسازی سود^۶ به بررسی رابطه مدیریت سود و بازدهی سهام پرداخته‌اند.

فرضیه بازار کارآمد بیان می‌کند که بازارهای مالی کارآمد هستند و قیمت‌های فعلی سهام منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود است. سه نوع کارایی بازار وجود دارد که عبارت‌اند از فرم ضعیف، نیمه قوی و فرم قوی. شکل ضعیف بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند با استفاده از استراتژی مبتنی بر الگوریتم‌های مالی از بازار بهتر عمل کنند زیرا قیمت‌های فعلی تمام اطلاعات شرکت‌هایی را که دارای پتانسیل تأثیرگذاری بر قیمت‌ها هستند را نشان می‌دهد. فرم نیمه قوی همچنین بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بازده اضافی کسب کنند زیرا تمام اطلاعات عمومی توسط قیمت سهام افشا می‌شود. در شکل سوم، فرم قوی بیان می‌کند که قیمت‌های فعلی سهام حتی تمام اطلاعاتی را که در دسترس عموم نیست، منعکس می‌کنند؛ بنابراین، بر اساس فرضیه بازار کارآمد، می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند با استفاده از استراتژی‌ها یا الگوریتم‌های معاملاتی، بازدهی مازاد کسب کنند.

مطابق تئوری علامت‌دهی، مدیران به‌عنوان خودی و ناظر نزدیک‌تر فعالیت‌های شرکت، اطلاعات بیشتری نسبت به سهامداران دارند و باعث عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. این عدم تقارن در اطلاعات به مدیران فرصتی می‌دهد تا اعداد حسابداری را برای منافع شخصی خود دست‌کاری کنند. مدیران برای جلوگیری از هرگونه پیامد نامطلوب عدم تقارن

¹ Ball and Brown

² Sayari et al

³ Nuryaman

⁴ Efficient market hypotheses (EMHs)

⁵ signaling theory

⁶ income smoothing theory

اطلاعاتی، در مدیریت سود شرکت می‌کنند. آنها سعی می‌کنند قابلیت‌ها و ویژگی‌های پنهان خود را با گزارش عملکرد عملیاتی و مالی مطلوب شرکت‌ها نشان دهند. مدیران این کار را برای دستیابی به واکنش مطلوب بازار در قالب افزایش قیمت سهام انجام می‌دهند که به‌نوبه خود تأثیر مثبتی بر بازده بازار سهام دارد.

مطابق نظریه هموارسازی سود، این شیوه دست‌کاری سود شکل خاصی از مدیریت سود است که بر اساس آن مدیران سود را دست‌کاری می‌کنند تا در طول زمان متغیر کمتری به نظر برسد. شرکت‌ها انگیزه دارند تا سودهای هموار را گزارش کنند تا ارزش بازار بالاتری داشته باشند. اغلب سرمایه‌گذاران وزن‌های بالاتری را به شرکت‌هایی که درآمدهای ثابت گزارش می‌کنند اختصاص می‌دهند. از این‌رو، مدیران با فشار دادن (آوردن) سودهای فعلی (آتی) به سودهای آتی (جاری) با هدف گزارش جریان پایدار سود، سود را کاهش می‌دهند (تورم). این به آنها کمک می‌کند تا به ارزش بازار بالاتر و بازده سهام بالاتر برسند (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، بر اساس بحث فوق در مورد نظریه‌ها، می‌توان گفت که در فرضیه بازار کارآمد هیچ رابطه معناداری بین مدیریت سود و بازده سهام وجود ندارد، نظریه علامت‌دهی رابطه مثبتی را استدلال می‌کند، درحالی‌که هموارسازی سود رابطه مرتبطی بین مدیریت سود و بازده سهام نشان می‌دهد. بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: بین سطح مدیریت سود واقعی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

اثر بازار، مدیریت سود و بازده سهام

همه سرمایه‌گذاران در بازار در پی حداکثر سازی بازده و حداقل کردن ریسک هستند و از این‌رو به آنها بهینه‌ساز میانگین واریانس می‌گویند. باین‌حال، این پدیده در دنیای بدون اصطکاک کار می‌کند. شارپ^۱ (۱۹۶۴) کار بهینه‌سازی را از طریق مدلی به نام مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه^۲ مدل‌سازی کرد. این مدل بیان می‌کند که یک رابطه مثبت بین ریسک و بازده مرتبط با یک سهام وجود دارد. بازار فقط به جزء سیستماتیک ریسک پاداش می‌دهد که با بتا اندازه‌گیری می‌شود. بتا به‌عنوان نسبت کوواریانس بازده دارایی و بازده بازار به واریانس بازده بازار تعریف می‌شود. بازار برای ریسک غیر سیستماتیک (ویژه) پاداش نمی‌دهد، زیرا می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران از طریق تنوع بخشیدن به آن کاهش یا حذف شود.

در ادبیات حسابداری، بتا حقوق صاحبان سهام ارتباط نزدیکی با مدیریت سود دارد. در این زمینه دو مدل ارائه شده است. اولین مدل توسط ایزلی و اوهارا^۳ (۲۰۰۴) ارائه شد که استدلال می‌کند که زیان وارده سرمایه‌گذاران ناآگاه باید برای به دلیل استفاده مدیران از اطلاعات حساس برای منافع شخصی خود جبران شود. مدل دوم توسط لامبرت و همکاران^۴ (۲۰۰۷) بیان می‌کند که مدیریت سود بر ارزیابی‌های سرمایه‌گذاران از توزیع جریان‌های نقدی آتی تأثیر می‌گذارد و از این‌رو باید آنها را جبران کرد. کیفیت سود معکوس مدیریت سود است. شواهد تجربی، برای مثال، مطالعه فرانسیس و همکاران^۵ (۲۰۰۵) نشان می‌دهد که شرکت‌های با کیفیت سود ضعیف دارای بتای سهام به‌طور قابل‌توجهی بالاتر هستند. باتاچاریا و همکاران^۶ (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که کیفیت سود نه‌تنها به‌طور مستقیم در یک سناریوی قیمت‌گذاری دارایی

¹ Sharpe

² CAPM

³ Easley and O'Hara

⁴ Lambert et al.

⁵ Francis et al

⁶ Bhattacharya et al

چندعاملی، بلکه به طور غیرمستقیم از طریق بتای سهام، بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر می‌گذارد. الیوا و همکاران^۱ (۲۰۱۶) ارتباط بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را مستند می‌کند. از این رو، می‌توان گفت که شرکت‌هایی با کیفیت سود بالا (مدیریت سود پایین‌تر) نسبت به شرکت‌هایی با کیفیت سود ضعیف (مدیریت سود بالاتر) بتای حقوق صاحبان سهام پایین‌تری دارند. بر این اساس، فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: بتای بازار رابطه بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام را تعدیل می‌کند.

اندازه شرکت، مدیریت سود و بازده سهام

اندازه یک شرکت که به عنوان سرمایه بازار نیز شناخته می‌شود، نشان‌دهنده بزرگی شرکت است. بازده سهام تحت تأثیر اندازه یک شرکت است. این ناهنجاری به عنوان اثر اندازه نامیده می‌شود و اخیراً در مطالعاتی مانند فاما و فرنچ^۲ (۲۰۱۲) مورد بررسی قرار گرفت. کار اصلی در مورد "اثر اندازه" توسط بانز^۳ (۱۹۸۱) انجام شد که مطابق آن در آن اندازه یک شرکت و بازده سهام عادی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک رابطه معکوس دارند. علاوه بر این، مشخص شده است که شرکت‌های کوچک‌تر بازده بالاتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر دارند. در مقابل، مطالعه‌ای توسط انگونجیری^۴ (۲۰۱۷) تأثیر مثبت اثر اندازه بر بازده سهام را نشان می‌دهد که نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ بازده سهام بالاتری دارند. اولیچ^۵ (۲۰۰۲) اما هیچ تأثیری از اندازه شرکت بر بازده سهام پیدا نکرد. دو جریان ادبیات در مورد ارتباط بین اندازه شرکت و مدیریت سود وجود دارد. اولین جریان تحقیقات، ارتباط منفی را مستند می‌کند که نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ کمتر درگیر مدیریت سود هستند. به عنوان مثال، شواهد تجربی توسط پایوا و همکاران^۶ (۲۰۱۹) نشان می‌دهد که از آنجایی که شرکت‌های بزرگ تحت مقررات بیشتر و نظارت دقیق‌تر توسط تحلیلگران مالی قرار دارند و از این رو کمتر درگیر مدیریت سود هستند. کلین^۷ (۲۰۰۲) بیان می‌کند که شرکت‌های بزرگ معمولاً توسط حسابرسان توانمندتر (۵ بزرگ) حسابرسی می‌شوند که می‌توانند از مدیریت سود اجتناب کنند. همچنین، شرکت‌های بزرگ به دلیل درک بهتر از محیط بازار و کنترل بهتر بر عملیات تجاری خود، نگرانی بیشتری برای سرمایه شهرت خود دارند. از این رو، از آنها انتظار می‌رود که از مدیریت سود اجتناب کنند که ممکن است شهرت آنها را مختل کند.

جریان دوم تحقیق یک ارتباط مثبت را مستند می‌کند، به این معنی که شرکت‌های بزرگ به احتمال زیاد نسبت به هم‌تایان کوچک‌تر خود درگیر مدیریت سود هستند. شرکت‌های بزرگ با فشار بیشتری در بازار سرمایه مواجه هستند (بارتون و سیمکو^۸، ۲۰۰۲). از این رو، آنها بیشتر درگیر مدیریت سود می‌شوند تا پیش‌بینی‌های سود تحلیل‌گران را برآورده یا شکست دهند علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ قدرت چانه‌زنی بیشتری با حسابرسان خود دارند. از این رو، قدرت مذاکره آنها به آنها کمک می‌کند تا منافع خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند؛ بنابراین، آنها به مدیریت سود می‌پردازند؛ بنابراین، با توجه به ارتباط قوی بین اندازه شرکت، بازده سهام و مدیریت سود، فرضیه بعدی به شکل زیر ارائه می‌شود:

فرضیه سوم: اندازه شرکت، رابطه بین مدیریت سود واقعی و سهام را تعدیل می‌کند

¹ Eliwa et al
² Fama and French
³ Banz
⁴ Ngunjiri
⁵ Oliech
⁶ Paiva
⁷ Klein
⁸ Barton and Simko

ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام، مدیریت سود و بازده سهام

اثر ارزش یکی از ناهنجاری‌های برجسته بازار سهام در ادبیات مالی تجربی است. اثر ارزش، بیان می‌دارد که سهام‌هایی با نسبت‌های بالای عوامل بنیادی به قیمت (سهام ارزشی) بازده بالاتری نسبت به سهام‌هایی با نسبت‌های پایه به قیمت پایین (سهام رشد) کسب می‌کنند. با این حال، شواهد تجربی ترکیبی مانند مطالعه اولیچ (۲۰۰۲) نشان داد که نسبت ارزش دفتری به بازار هیچ ارتباطی با بازده شرکت‌ها ندارد. در همین حال، پتکووا و ژانگ (۲۰۰۵) با مستندسازی اینکه سرمایه‌گذاران ارزش بازار پایین را نسبت به سهام شرکت‌ها با ارزش دفتری در زمان‌های «بد» پرمخاطره‌تر در نظر می‌گیرند، از فرضیه فاما-فرنچ^۱ پشتیبانی تجربی پیدا کردند. اثر ارزش که به عنوان نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهم عملیاتی می‌شود، تأثیر بیشتری بر رویه‌های مدیریت سود شرکت دارد. در ادبیات مدیریت سود، از آن برای عملیاتی کردن فرصت‌های رشد شرکت استفاده می‌شود. مطالعات نشان داد که شرکت‌های با رشد بالا به احتمال زیاد درگیر مدیریت سود برای حفظ جریان سود و کاهش مداخله دولت هستند (کوهن و زاروین^۲، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، با توجه به اینکه فرصت‌های رشد با بازده سهام و همچنین مدیریت سود مرتبط است، فرضیه چهارم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه چهارم: اثر ارزش رابطه بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام را تعدیل می‌کند.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به طور کلی مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EViews9 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۱۰ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۶۵ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند؛

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته:

در این تحقیق بازده سهام (RETURN) می‌باشد. در این مدل بازده سهام (R) در دوره t-1 برابر است با تغییر در قیمت سهام در یک سال مالی به اضافه سود تقسیمی اعلام شده در پایان سال مالی تقسیم بر قیمت سهم در ابتدای دوره.

¹ Fama-French

² Cohen, D.A. and Zarowin

متغیر مستقل: در این تحقیق مدیریت سود واقعی (REM) است. مطابق مدل‌های کوهن و همکاران (۲۰۰۸)، کوهن و زاوارین (۲۰۱۰) و ژائو و همکاران (۲۰۱۲) یک معیار جامع برای مدیریت سود واقعی استفاده شده است؛ که نحوه‌ی محاسبه آن به شرح زیر است:

$$REM_{it} = -AbnCFO_{it} + AbnProdCost_{it} - AbnDisExp_{it}$$

AbnCFO: سطح غیرعادی جریان‌های نقد عملیاتی: برای محاسبه این معیار، از قدر مطلق باقی‌مانده (خطای اندازه‌گیری) و یا به عبارتی پسماند مدل (۱) در سطح مقطع صنعت استفاده می‌شود. اگر جریان نقد عملیاتی پایین رود نشانه‌ای از مدیریت سود واقعی است (دلیل علامت منفی)

AbnProdCost: سطح غیرعادی هزینه‌های تولید: برای محاسبه این معیار نیز از قدر مطلق پسماند مدل (۲) در سطح مقطع صنعت استفاده می‌شود. اگر بهای تولید محصول بالا رود نشانه‌ای از مدیریت سود واقعی است (دلیل علامت مثبت)

AbnDisExp: سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری: برای محاسبه این معیار نیز از قدر مطلق پسماند مدل (۳) در سطح مقطع صنعت استفاده می‌شود. اگر هزینه‌های اختیاری پایین رود نشانه‌ای از مدیریت سود واقعی است (دلیل علامت منفی).

متغیرهای تعدیلگر

به شرح زیر می‌باشند:

صرف ریسک بازار (BETA): از تفاضل نرخ بازده بازار و نرخ بازده بدون ریسک محاسبه می‌شود. در این تحقیق، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان بازده بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. شاخص کل بورس بر اساس تفاوت بین شاخص پایان سال منهای شاخص ابتدای سال، تقسیم بر شاخص ابتدای سال محاسبه می‌شود. شاخص بازده ریسک نرخ سود علی‌الحساب اعلام شده اوراق مشارکتی دولتی است.

اندازه شرکت (SIZE): (ارزش بازاری سهام شرکت)،

عامل ارزش (HML): تفاوت میانگین بازده‌های سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پورتنوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین و با HML نشان داده شده است:

$$HML = \frac{BHLO + SLLO + BHW + SLW}{4} - \frac{BHLO + SLLO + BHW + SLW}{4}$$

همچنین تأثیر متغیر کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

رشد فروش‌های آتی (REV): اختلاف بین فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال.

مدل آماری فرضیه اول:

$$RETURN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 REV_{i,t} + e_i$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$RETURN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 (REM_{i,t} * BETA_{i,t}) + \beta_4 REV_{i,t} + e_i$$

مدل آماری فرضیه سوم:

$$RETURN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 (REM_{i,t} * SIZE_{i,t}) + \beta_4 REV_{i,t} + e_i$$

مدل آماری فرضیه چهارم:

$$RETURN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 HML_{i,t} + \beta_3 (REM_{i,t} * HML_{i,t}) + \beta_4 REV_{i,t} + e_i$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	علامت اختصاری
۳/۸۲	-۰/۶۳	۰/۷۹	۰/۲۴	۰/۲۸	RETURN
۱/۸۲	-۱/۲۲	۰/۲۱	۰/۰۰۵	-۱/۱۲	REM
۰/۱۷	-۰/۱۰	۰/۰۶	۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	BETA
۲۱/۳۲	۱۰/۴۹	۱/۲۴	۱۴/۵۶	۱۴/۷۶	SIZE
۸/۷۱	۱/۱۵	۱/۶۸	۲/۳۴	۲/۴۷	HML
۵/۴۴	۱/۱۲	۰/۳۵	۰/۱۸	۰/۲۲	REV

آزمون فرضیه اول

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰۳	۲/۵۶۴	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰	۱۲۱/۳۴	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۳): نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	VIF
REM	۰/۳۰	۲/۱۱	۰/۰۳۵	۱.۰۰۳
REV	۰/۲۵	۳/۷۸	۰.۰۰۰	۱.۰۰۸
C (مقدار ثابت)	۱.۵۶	۲.۸۷	۰.۰۰۸	-

۰/۰۰۰	مقدار احتمال F	۲۶/۸۷	مقدار F
۲/۳۵	دوربین واتسون	۰/۲۲۹۰	ضریب تعیین (R ²)
		۰/۲۲۰۵	ضریب تعیین تعدیل شده

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود. بر اساس نتایج ارائه شده، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر مدیریت سود کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار است، ضریب آن (۰/۳۰) می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۲/۱۱ می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت بین مدیریت سود واقعی و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

آزمون فرضیه های دوم، سوم و چهارم انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می کنیم.

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	فرضیه
۰/۰۰۰	۳/۶۱	آزمون F لیمر	۲
۰/۰۰۰۰	۷۶/۲۱	آزمون هاسمن	
۰/۰۰۰۰	۴/۲۷	آزمون F لیمر	۳
۰/۰۰۰۰	۱۱۷/۱۷	آزمون هاسمن	
۰/۰۰۰۱	۲/۲۵	آزمون F لیمر	۴
۰/۰۰۰۰	۵۱/۶۳	آزمون هاسمن	

با توجه به جدول ۴ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۵): نتایج برآورد فرضیه های دوم، سوم و چهارم تحقیق

متغیر	فرضیه ۲			فرضیه ۳			فرضیه ۴		
	ضرایب	مقدار t	احتمال	ضرایب	مقدار t	احتمال	ضرایب	مقدار t	احتمال
REM	۰/۱۲	۲/۲۱	۰/۰۳۱	۰/۰۸	۱/۸۷	۰/۰۶۵	۰/۰۲	۰/۸۹	۰/۴۵۱
BETA	۰/۵۱	۱۲/۲۱	۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	-
SIZE	-	-	-	۰/۳۰	۳/۴۲	۰/۰۰۰	-	-	-
HML	-	-	-	-	-	-	۰/۱۱	۳/۶۵	۰/۰۰۰
REM* BETA	۰/۲۱	۶/۳۱	۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	-
REM* SIZE	-	-	-	۰/۰۴	۲/۵۱	۰/۰۱۹	-	-	-

۰/۰۳۴	۲/۱۱	۰/۰۷	-	-	-	-	-	REM* HML
۰/۰۰۰	۴/۴۶	۰/۲۴	۰/۰۰۰	۴/۰۹	۰/۲۲	۰/۰۰۰	۴/۴۵	REV
۰/۰۰۰	۱۱/۸۰	۰/۲۴	۰/۱۲۱	-۱/۵۴	-۰/۲۲	۰/۰۰۰	۱۳/۹۶	C
۲۲/۸۲ (۰/۰۰۰)			۲۲/۷۸ (۰/۰۰۰)			۲۲/۰۲ (۰/۰۰۰)		
۰/۲۳۶۱			۰/۲۳۵۸			۰/۲۳۹۸		
۲۲/۴۸			۰/۵۵۲۲			۰/۲۱۹۴		
۲/۳۶			۲/۳۱			۲/۴۳		
						ضرب تعیین (R2)		
						ضرب تعیین تعدیل شده		
						دوربین واتسون		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل‌ها، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود. بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر، "REM* BETA"، "REM*"، "SIZE" و "REM* HML" پایین‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ یعنی معنی‌دار هستند. همچنین ضرایب آنها به ترتیب برابر با (۰/۲۱)، (۰/۰۴) و (۰/۰۷) می‌باشد و مقدار آماره t برای آن بالاتر از ۱/۹۶ می‌باشد که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت در شرکت‌هایی با بتای بالاتر، شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های با اثر ارزش بالاتر، رابطه میان مدیریت سود واقعی و بازده سهام قوی‌تر است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در مطالعات پیشین در مورد ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام رابطه، جهت و ماهیت درون‌زای مدیریت سود، یعنی اثرات مقطعی نادیده گرفته شده است؛ در حالیکه انتظار می‌رود ارتباط بین مدیریت سود و بازده سهام تحت تأثیر ریسک سیستماتیک مرتبط با سهام، اندازه شرکت، ماهیت سهام (ارزش و سهام رشد) و الگوی تاریخی بازده سهام باشد. در این تحقیق تأثیر این اثرات مقطعی، بر رابطه بین مدیریت سود و بازده سهام بر اساس داده‌های ۱۶۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج فرضیه اول نشان دهنده رابطه مثبت میان مدیریت سود واقعی و بازده سهام می‌باشد. در میان سه تئوری ارائه شده در این زمینه (فرضیه بازار کارآمد، فرضیه علامت‌دهی و فرضیه هموارسازی سود) می‌توان نتیجه را مطابق با فرضیه علامت‌دهی دانست که رابطه‌ای مثبت را در این زمینه پیش‌بینی کرده است؛ یعنی مطابق با این تئوری، مدیران، اطلاعات بیشتری نسبت به سهامداران دارند و باعث عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. این عدم تقارن در اطلاعات به مدیران فرصتی می‌دهد تا اعداد حسابداری را برای منافع شخصی خود دست‌کاری کنند. مدیران این کار را برای دستیابی به واکنش مطلوب بازار در قالب افزایش قیمت سهام انجام می‌دهند که به نوبه خود تأثیر مثبتی بر بازده بازار سهام دارد. این یافته‌های مطابق با نتایج بانسال و همکاران (۲۰۲۱) و سیاری (۲۰۱۳) و در تضاد با نتایج نورپامان (۲۰۱۳) است.

در فرضیه دوم اثرات مقطعی ریسک سیستماتیک مرتبط با سهام، اندازه شرکت و اثر ارزش بر این رابطه بررسی شد که نتایج نشان داد در شرکت‌هایی با بتای بالاتر، شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های با اثر ارزش بالاتر، رابطه میان مدیریت سود واقعی و بازده سهام قوی‌تر است. در مورد فرضیه دوم می‌توان گفت که یک رابطه مثبت بین ریسک و بازده مرتبط با یک سهام وجود دارد و افزایش ریسک بازار منجر به افزایش مدیریت سود می‌شود. همچنین با توجه به رابطه مثبت میان ریسک و بازده، می‌توان استنباط کرد که در شرکت‌های با ریسک بازار بالاتر، دست‌کاری سود منجر به افزایش بازده

سالانه می‌شود. در مورد اثر مثبت اندازه شرکت، نتایج مطابق با تحقیقات بانسال (۲۰۲۱) و انگونجیری (۲۰۱۷) است. بر این اساس می‌توان گفت شرکت‌های بزرگ با فشار بیشتری در بازار سرمایه مواجه هستند از این رو، آنها بیشتر درگیر مدیریت سود می‌شوند تا پیش‌بینی‌های سود تحلیل‌گران را برآورده یا شکست دهند علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ قدرت چانه‌زنی بیشتری با حساب‌رسان خود دارند. از این رو، قدرت مذاکره آنها به آنها کمک می‌کند تا منافع خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند که منجر به تأثیر بر بازده سهام می‌شود. در مورد فرضیه چهارم نیز نتایج، در تضاد با یافته‌ها اولیچ (۲۰۰۲) است که نشان داد که نسبت ارزش دفتری به بازار هیچ ارتباطی با بازده شرکت‌ها ندارد؛ اما همراستا با نتایج بانسال و همکاران (۲۰۲۱) می‌توان گفت شرکت‌های با رشد بالا به احتمال زیاد درگیر مدیریت سود برای حفظ جریان سود هستند؛ بنابراین، فرصت‌های رشد با بازده سهام و همچنین مدیریت سود مرتبط است.

پیشنهادات برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهاد به محققان آتی

با توجه به تأثیرات مثبت اثرات مقطعی بر رابطه میان مدیریت سود و بازده سهام، پیشنهاد می‌شود که رابطه، جهت و ماهیت درون‌زای مدیریت سود، یعنی اثرات مقطعی، مدنظر قرار گیرد و سهامداران، اندازه شرکت‌ها، ریسک بازار و عامل ارزش را به‌دقت در این شرکت‌ها در نظر داشته باشند؛ چراکه این عوامل می‌توانند تحت تئوری علامت‌دهی، منجر به منفعت‌طلبی مدیران و در نتیجه احتمال بیشتر دست‌کاری سود به‌منظور مثبت نشان دادن بازده سهام شود. همچنین با توجه به اینکه در این تحقیق اثر مقطعی مومنتوم بر این رابطه بررسی نشده است، پیشنهاد می‌شود که در تحقیقات آتی به بررسی اثرات مقطعی این عامل نیز پرداخته شود. همچنین پیشنهاد می‌شود که رابطه مدیریت سود واقعی با شاخص‌های دیگری مانند سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری و سطح غیرعادی جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی بر بازده سهام مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ✓ دستگیر، محسن، گوگردچیان، احمد، آدمیت، ستاره (۱۳۹۴) رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۲۱-۳۷.
- ✓ دهقان خاوری، سعید، میرجلیلی، سید حسین، (۱۳۹۸)، تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد مالی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۲۵۷-۲۸۲.
- ✓ غلامی، مهشید، سروش یار، افسانه، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر مومنتوم بر اثر تمایلاتی و بازده مورد انتظار سهام در چارچوب نظریه چشم‌انداز و حسابداری ذهنی، پیشرفته‌های مالی و سرمایه‌گذاری، دوره ۲، شماره ۵، صص ۴۵-۴۶.
- ✓ محب راد، مرضیه، (۱۴۰۱)، مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با بازده حقوق صاحبان سهام، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۵، شماره ۳، صص ۱۰۵-۱۱۹.
- ✓ محمودزاده، میثم، کیقبادی، امیررضا، نوجوان، مریم، سلطانی، فریبا، (۱۴۰۲)، رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۵، صص ۱۳۹-۱۶۲.
- ✓ هوشمند نقابی، زهرا، اسلامی مفیدآبادی، حسین، آقاسی، محمد، (۱۴۰۱)، رابطه بازدهی سهام و نوسانات بازده با نقد شوندگی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره شیوع بیماری ویروس کرونا، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۵۶، صص ۱۹۱-۲۲۰.

- ✓ Al-Shattarat , Basiem , Khaled Hussainey , Wasim Al-Shattarat (2022) The impact of abnormal real earnings management to meet earnings benchmarks on future operating performance, *International Review of Financial Analysis* Volume 81, May 2022, 101264
- ✓ Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J.T. and Nikolaev, V. (2016), “Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 121 No. 1, pp. 28-45.
- ✓ Ball, R. and Brown, P. (1968), “An empirical evaluation of accounting income numbers”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 No. 2, pp. 159-178.
- ✓ Bansal, Manish ., Asgar Ali., Bhawna Choudhary (2021) Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects, *Asian Journal of Accounting, Research* Vol. 6 No. 3, 2021, pp. 266-280 Emerald Publishing Limited 2443-4175, DOI 10.1108/AJAR-11-2020-0107
- ✓ Barton, J. and Simko, P.J. (2002), “The balance sheet as an earnings management constraint”, *The Accounting Review*, Vol. 77 Nos s-1, pp. 1-27
- ✓ Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2011), “Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity”, *The Accounting Review*, Vol. 87 No. 2, pp. 449-482
- ✓ Cohen, D.A. and Zarowin, P. (2010), “Earnings management activities around seasoned equity offerings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50 No. 1, pp. 2-19
- ✓ Dayanandan, A. and Sra, J.K. (2018), “Accrual management and expected stock returns in India”, *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 8 No. 4, pp. 426-441.
- ✓ Duy, Nguyen Thanh (2016) The Relationship between Firm Sizes and Stock Returns of Service Sector in Ho Chi Minh City Stock Exchange, *Review of European Studies* 8(4):210 DOI:10.5539/res.v8n4p210, LicenseCC BY 4.0
- ✓ Duong, Hong Kim, Real Earnings Management During Economic Downturns (May 1, 2023). Forthcoming: *Journal of International Accounting Research*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4434334> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4434334>
- ✓ Easley, D. and O’hara, M. (2004), “Information and the cost of capital”, *The Journal of Finance*, Vol. 59 No. 4, pp. 1553-1583.
- ✓ Eliwa, Y., Haslam, J. and Abraham, S. (2016), “The association between earnings quality and the cost of equity capital: evidence from the UK”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 48, pp. 125-139.
- ✓ Fama, E.F. and French, K.R. (2012), “Size, value, and momentum in international stock returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 105 No. 3, pp. 457-472.
- ✓ Francis, J.R. and Krishnan, J. (1999), “Accounting accruals and auditor reporting conservatism”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16 No. 1, pp. 135-165.
- ✓ Huang, H.Y. and Ho, K.C. (2020), “Liquidity, earnings management, and stock expected returns”, *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 54, p. 101261
- ✓ Huang, Hungyi and Ho, Kung-Cheng,(2023) Liquidity, Earnings Management, and Stock Expected Returns (March 13, 2023). *North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101261, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4387299>
- ✓ Jiang, J. and Lu, Q. (2017), “Earnings management and stock returns: theory and evidence”, *International Finance*, Vol. 20, pp. 1-29, Pekin University.
- ✓ Kasznik, R. and McNichols, M.F. (2002), “Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40 No. 3, pp. 727-759.
- ✓ Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2007), “Accounting information, disclosure, and the cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 2, pp. 385-420.

- ✓ Nguyen, N.T.M., Iqbal, A. & Shiwakoti, R.K. The context of earnings management and its ability to predict future stock returns. *Rev Quant Finan Acc* 59, 123–169 (2022). <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01041-3>
- ✓ Ngunjiri, G.G. (2017), “The effect of earnings management on financial performance of quoted companies in Kenya”, Doctoral dissertation, University of Nairobi.
- ✓ Nuryaman, N. (2013), “The influence of earnings management on stock return and the role of audit quality as a moderating variable”, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 4 No. 2, pp. 73-78.
- ✓ Oliech, J.O. (2002), “The relationship between size, book to market value and returns of Nairobi stock exchange common stocks”, Doctoral dissertation, University of Nairobi.
- ✓ Paiva, I.S., Lourenço, I.C. and Dias Curto, J. (2019), “Earnings management in family versus non-family firms: the influence of analyst coverage”, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, Vol. 48.No. 2, pp. 113-133.
- ✓ Peng, E.Y., Yan, A. and Yan, M. (2016), “Accounting accruals, heterogeneous investor beliefs, and stock returns”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 24, pp. 88-103.
- ✓ Sayari, S., Omri, A. and Finet, A. (2013), “The impact of earnings management on stock returns: the case of Tunisian firms”, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. 13 No. 10, pp. 51-65.
- ✓ Sharpe, W.F. (1964), “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *The Journal of Finance*, Vol. 19 No. 3, pp. 425-442
- ✓ Sundqvist, Toni (2017) Tests of a Fama-French Five-Factor Asset Pricing Model in the Nordic Stock Markets, MA Thesis, Department of Finance, Hanken School of Economics, Vasa.
- ✓ Tulcanaza-Prieto, Ana Belén, and Younghwan Lee. (2022). Real Earnings Management, Firm Value, and Corporate Governance: Evidence from the Korean Market. *International Journal of Financial Studies* 10: 19. <https://doi.org/10.3390/ijfs10010019>.
- ✓ Wu, S.W., Lin, F. and Fang, W. (2012), “Earnings management and investor’s stock return”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 48 No. Suppl. 3, pp. 129-140.